

江西省投资集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 20 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 20 日至 2022 年 11 月 24 日。主体评级有效期内，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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0760号

江西省投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 20 日至 2022 年 11 月 24 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十日

评级观点：中诚信国际维持江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了江西省良好的外部环境；公司战略地位突出，持续获得有力支持及业务结构多元化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子公司江西省能源集团有限公司（以下简称“江西能源”）债务负担较重，经营压力依然较大；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。

概况数据

江西投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	769.27	874.80	993.58	1,022.31
所有者权益合计（亿元）	269.01	307.63	350.02	346.91
总负债（亿元）	500.26	567.17	643.56	675.41
总债务（亿元）	372.90	430.89	490.57	520.06
营业总收入（亿元）	314.55	350.98	420.20	98.13
净利润（亿元）	21.94	18.88	20.93	2.04
EBITDA（亿元）	64.94	62.40	66.89	--
经营活动净现金流（亿元）	31.71	28.49	42.05	0.02
资产负债率(%)	65.03	64.83	64.77	66.07
江西投资（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	237.80	267.15	289.68	301.07
所有者权益合计（亿元）	129.59	159.92	186.93	186.35
总负债（亿元）	108.21	107.23	102.75	114.71
总债务（亿元）	92.67	101.63	89.56	102.54
营业总收入（亿元）	1.42	2.56	2.85	0.77
净利润（亿元）	0.03	2.60	0.71	0.21
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	1.20	-11.33	6.82	-0.09
资产负债率(%)	45.51	40.14	35.47	38.10

注：中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

江西省投资集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	18.11	8
	总资产收益率(%)*	6.35	8
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	58.36	8
	总债务/EBITDA(X)*	6.66	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.16	7
规模与多元 化(30%)	(CFO-股利)/总债务(%)*	1.46	6
	营业总收入(亿元)	420.20	10
运营实力 (20%)	业务多样性	10	10
	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **良好的外部环境。**2021 年，江西省实现地区生产总值(GDP) 29,619.7 亿元，同比增长 8.8%，经济的稳定增长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。2021 年以来，公司继续获得江西省政府在资金注入、财政补贴方面的重要支持。

■ **业务结构多元化。**公司旗下拥有电力、天然气、路桥、建材、煤炭等业务板块，其中电力、天然气、路桥板块具有一定区域垄断性，建材板块区域竞争力较强，多元化的业务结构带动公司 2021 年营业总收入持续增长，同时有助于增强公司的抗风险能力。

关注

■ **江西能源债务负担较重，经营压力依然较大。**子公司江西能源资产负债率较高，债务以短期债务为主，债务负担较重。2021 年以来，江西能源净利润呈波动状态，其经营及盈利情况易受市场价格波动影响。此外，江西能源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、开采成本产生较大影响。

■ **面临短期偿债压力。**2021 年以来，公司合并口径及母公司短期债务规模均呈增长态势，同时货币资金对短期债务的覆盖能力整体有所弱化，公司面临较大的短期偿债压力，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。**由于下属公司及业务众多，公司部分管理制度正在完善当中，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。此外，根据江西省政府相关安排，近期公司被委托赣江新区领导和管理，该事项对公司未来经营和治理的影响亦有待关注。

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。

■ **可能触发评级下调因素。**受市场行情波动及政策变动影响，公司煤炭销售、焦炭销售、电力销售、天然气销售、高速公路运营、水泥销售等业务盈利能力大幅下降，导致公司整体利润水平大幅下滑；公司财务杠杆比率大幅提升等。

评级历史关键信息 1

江西省投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/11/25	方华东、桂兰杰	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	--	2016/05/26	安云、赵珊迪	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2014_01	阅读全文
AA+/稳定	--	2013/01/06	闫文涛、马宽、刘超	--	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

江西省投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2020/01/03	李龙泉、吴江珊	通用行业评级方法_CCX_2017_029	阅读全文
AAA/稳定	--	2018/10/28	--	--	--

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2021年江西省部分省属企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
江西投资	993.58	350.02	64.77	420.20	20.93	42.05
江西国资	2,064.86	507.12	75.44	1,783.66	57.87	72.78
江西水利	670.84	228.02	66.01	56.51	2.93	3.86

注：“江西国资”为“江西省国有资本运营控股集团有限公司”简称；“江西水利”为“江西省水利投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望:疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政

策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

江西省区位优势、交通便利，2021年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

江西省位于中国东南部，长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北毗湖北、安徽而共接长江，江西区位优势、交通便利。江西境内有中国第一大淡水湖-鄱阳湖，也是亚洲超大型的铜工业基地之一，江西的红色文化亦驰名中外。截至2021年末，江西省辖11个地级市、27个市辖区、12个县级市及61个县，合计100个县级区划。

交通运输方面，截至2020年末，江西省铁路营运里程4,941公里，“五纵五横”干线铁路网基本形成；江西高速公路十分发达，“四纵六横八射十七联”高速公路规划网基本建成，通车里程达6,233公里，居全国第10位；江西民用航空形成一个以南昌为核心，赣州、九江等城市连接全国和世界各地的航空运输网；江西水路天然条件较好，南昌、九江为重要内河港口，九江港是江西省第一大港口、长江十大港口之一，内河高等级航道里程达870公里，“两横一纵”内河高等级航道基本建成，港口吞吐能力不断提升。

图 1：江西省行政区划图



图片来源：公开资料，中诚信国际整理

江西省地区生产总值（GDP）逐年持续增长，2021年GDP为29,619.7亿元，同比增长8.8%；同期，江西省固定资产投资增长10.8%。截至2021年末，江西省常住人口总数为4,517.40万人，比2020年第七次全国人口普查的4,518.86万人略减1.46万人，下降0.03%。

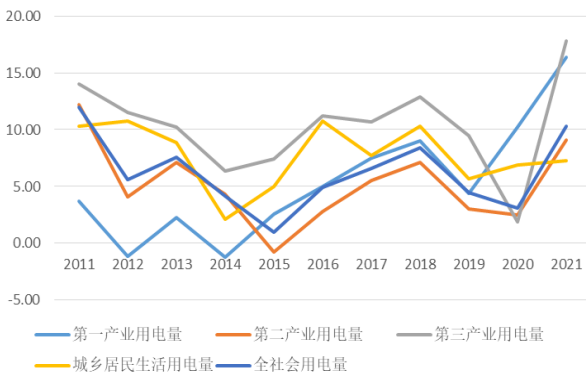
2021年，江西省实现一般公共预算收入2,812.3亿元，其中税收收入占比68.60%，同比小幅提高；同期，江西省一般公共预算财政平衡率为41.49%，财政平衡率较低，财政自给能力较弱。2021年，江西省政府性基金收入为2,971.8亿元，较上年略有下滑。截至2021年末，江西省政府性债务余额为9,013.34亿元。

2020年4月25日，国家发改委正式印发了《江西内陆开放型经济试验区建设总体方案》（以下简称《总体方案》），明确了试验区三大战略定位、六大主要任务，支持江西高标准高质量建设试验区，形成内外联动、双向互济的全面开放新格局。《总体方案》明确了试验区功能布局：南昌都市圈重点打造成为对接长江经济带的先行区，赣南地区重点打造成为对接粤港澳大湾区的桥头堡，赣东北地区重点对接长三角地区和海峡两岸城市群，赣西地区重点对接长株潭城市群和成渝城市群，集中力量打造南昌、赣州、九江、上饶四大开放门户。设立江西内陆开放型经济试验区，是江西实现高质量跨越式发展的重大机遇。

2021 年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临较大下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021 年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长 10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图 2：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2021 年的 67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重

¹根据 2023 年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角

持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021 年在出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和 international 形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临较大下行压力。

2021 年以来，火电装机增速继续保持较低水平；受煤炭价格高位运行、清洁能源替代以及限电限产政策挤压等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍将面临下行压力

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。未来在国家节能减排、控煤电¹等大背景下，火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年 1~8 月，在用电需求快速提升以及水电出力同比下降等因素综合影响下，当期火电设备平均利用小时同比增加 260 小时。但值得关注的是，根据国家发改委于 2021 年 8 月发布的《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》的通知（发改办环资〔2021〕629 号），广东、福建和江苏等 9 省（区）上半年能耗强度不降反升，且另有 10 个省的能耗强度降低率也未达进度要求，由此导致江苏、云南和浙江等省（区）内的高耗能企业自 9 月以来被迫停产或限产，进而或将拖累 2021 年后续月份用电需求的增长。考虑到出口替代的延续、冬季供暖季的开启以及可能出现的冷冬天气，火电仍将发挥主力发电作用，但结合目前新能源机组的大规模投运、国家能耗双控的决心以及目前高企的

度来看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

煤炭价格等因素来看，短期内火电机组利用效率能否延续回升趋势仍存在一定不确定性。长期来看，工业领域减排、新能源大规模投运、碳配额供给总量的收紧和免费配额的减少引起的碳交易成本上升等因素将导致火电机组发电空间被持续挤压。

煤炭价格方面，2021年1~9月，在煤炭政策影响下，煤炭供应偏紧，煤炭市场价格快速攀升，已处于近年来很高水平，进而导致火电企业经营压力大幅提升，其中个别已呈亏损态势。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。**值得关注的是**，2021年以来，煤炭价格大幅上升导致火电企业发电意愿不强，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此于2021年10月8日召开的国务院常务会议指出要坚持民生优先，做好今冬明春的电力和煤炭供应；同时强调在保持居民、农业、公益性事业用电价格稳定的前提下，市场化价格上下浮动范围将调整为均不超20%，高耗能企业电价不受上浮20%的限制。**中诚信国际认为**，在目前煤价高企的情况下，煤电企业交易电价将大概率突破标杆电价水平，进入上浮区间，但由于本年度售电协议已经于上年签署，涉及电价调整仍有待后续补充协议的签署和执行，预计未来一段时间，火电电价有望有所增长，但对2021年全年的助益有待关注。

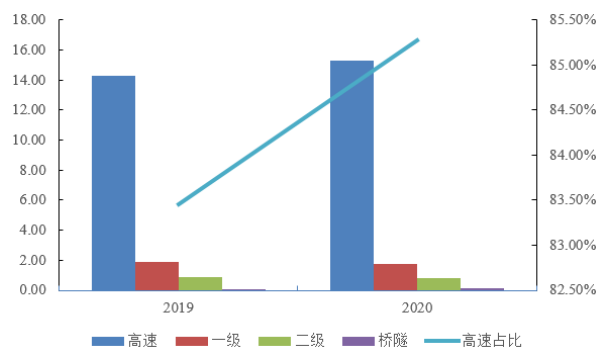
近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞

后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2020年末，全国公路总里程519.81万公里，全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程的3.45%。按技术等级划分，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程8.36万公里，占全国收费公路里程的46.6%；经营性公路里程9.57万公里，占全国收费公路的53.4%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路6.61万公里，经营性高速公路8.68万公里。

图3：2019~2020末全国收费公路里程变化图（万公里）



资料来源：《2020年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

运输量方面，2020年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为68.9亿人次，同比下降47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加2020年疫情影响，全年旅客运输周转量累计4,641.0亿人公里，同比下降47.6%。从货物运输来看，尽

管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但2020年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出

台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为342.6亿吨，同比仅小幅下降0.3%，货物运输周转量60,171.8亿吨公里，实现同比增长0.9%，货运需求总量企稳。

表 1：2020 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
运输总量	196,618.3	-1.0	470.6	-0.5	19,251.4	-45.5	96.7	-45.1

资料来源：《2020年国民经济和社会发展统计公报》，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据2009年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27号），公路项目资本金比例由35%下降至25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015年9月14日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51号），将公路项目资本金比例由25%

进一步降至20%。

截至2020年末，全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程519.81万公里的3.45%。其中，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里，占比分别为85.3%、9.7%、4.4%和0.6%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至2020年末，全国收费公路累计建设投资总额108,075.10亿元，较上年末净增加12,979.00亿元，增长13.6%；其中，累计资本金投入34,432.50亿元，占比31.9%；累计债务性资金投入73,642.50亿元，占比68.1%。截至2020年末，全国收费公路债务余额70,661.20亿元，其中银行贷款余额58,307.50亿元，其他债务余额12,353.70亿元；按收费公路属性划分，2020年末政府还贷公路债务余额32,991.60亿元，经营性公路债务余额37,669.60亿元。2020年，全国收费公路通行费收入为4,868.20亿元，比上年减少18.0%；支出总额12,346.40亿元，比上年增长14.4%；2020年度支出总额中，偿还债务本金7,180.10亿元，偿还债务利息3,061.30亿元。

表 2：2020 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	13,881.20	31,922.20	45,803.40	32,991.60
经营性公路	20,551.40	41,720.40	62,271.80	37,669.60
合计	34,432.50	73,642.50	108,075.10	70,661.20

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、(1)+(2)=(3)。

资料来源：《2020年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入

大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 3：2021 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标

省级高速集团	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
江苏交通控股有限公司	574.17	35.07	6,956.85	59.85
北京市首都公路发展集团有限公司	144.55	20.45	2,498.89	59.18
安徽省交通控股集团有限公司	451.22	32.01	3,020.18	64.97
重庆高速公路集团有限公司	278.80	24.27	2,177.76	69.25
上市公司	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
宁沪高速	137.93	36.33	676.62	47.74
赣粤高速	64.30	38.95	350.63	48.29
四川成渝	90.95	25.83	407.29	54.70
中原高速	56.07	41.21	468.17	73.51
福建高速	29.77	58.93	166.96	22.95

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016年12月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以

下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广PPP等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。经过多年以来的政策实施，总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。

表 4：近年来收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010年12月1日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。

《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

自 2015 年 7 月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《收费公路管理条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

天然气在国内能源消费结构中占比持续提升且需求保持快速增长；国内天然气产量快速增长，供应安全保障能力持续提升

天然气是清洁低碳的化石能源，近年来，在工

业用气、城镇消费、电厂燃料等旺盛需求下，我国天然气消费量保持快速增长。2020 年，我国天然气消费量达 3,280 亿立方米，同比增长 6.9%；占一次能源消费总量的 8.4%，较 2019 年提升 0.3 个百分点。从消费结构看，工业燃料和城镇燃气用气占比基本持平，均在 37%~38%，发电用气占比 16%，化工用气占比 9%。分省看，江苏消费量超过 300 亿立方米，广东、四川和山东 3 省份消费量超过 200 亿立方米，北京、河北、浙江、上海、重庆、河南、陕西、内蒙古、新疆等 9 省（自治区、直辖市）消费量超过 100 亿立方米。2021 年 1-11 月，全国天然气消费量 3,293 亿立方米，同比增长 14.5%。价格方面，2021 年前三季度，受疫情好转，复工复产推动天然气消费等因素影响，国内天然气价格一路上升，直至 12 月初，国内气价开始有所回落。

国产气源方面，近年来，国内“增储上产七年行动计划”持续推进，全国天然气产量快速增长，新增探明地质储量保持高峰水平。2020 年，全国天然气产量达 1,925 亿立方米，5 年增幅达 43%。其中，煤层气产量 67 亿立方米，同比增长 13.5%；页岩气产量超 200 亿立方米，同比增长 32.6%；煤制

天然气产量 47 亿立方米，同比增长 8.8%。天然气产量增速连续两年快于消费增速，供应安全保障能力持续提升。2020 年，国内天然气探明新增地质储量 1.29 万亿立方米。其中，天然气、页岩气和煤层气新增探明地质储量分别达到 10,357 亿立方米、1,918 亿立方米、673 亿立方米。2021 年，全国天然气产量突破 2,000 亿立方米达到 2,053 亿立方米，比上年增长 8.2%，比 2019 年增长 18.8%，两年平均增长 9.0%。

进口气源方面，近年来，受国产气快速增长等因素影响，国内天然气进口增速有所回落。2020 年，天然气进口量 1,404 亿立方米，同比增长 3.6%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。其中，全年 LNG 进口量 6,713 万吨，同比增长 11.5%；管道气进口量 477 亿立方米，同比下降 8.9%。2020 年，受新冠疫情抑制消费及国际油价大跌双重影响，我国天然气进口均价同比下降 23.5%；受淡季历史低价及冬季保供需求双重拉动，全年 LNG 现货进口量 2,717 万吨，同比增长 28.9%，占 LNG 进口量的 40.5%，较 2019 年提升 6 个百分点。2021 年，天然气进口量 1,675 亿立方米，同比增长 19.4%，其中，全年 LNG 进口量 7,893 万吨，同比增长 17.6%。

多项重大管网工程完工，“全国一张网”基本形成；储气容量、调峰能力不断提升

国内天然气配套基础设施建设方面，近年来，西气东输三线、陕京四线、中俄东线（北段、中段）、中靖联络线、青宁线、天津深圳地区 LNG 外输管道等干线管道相继投产，“十三五”时期累计建成长输管道 4.6 万千米，全国天然气管道总里程达到约 11 万千米。近年来，国内集中实施干线管道互联互通，天津、广东、广西、浙江等重点地区打通瓶颈，基本实现干线管道“应联尽联”，气源孤岛“应通尽通”。天然气“全国一张网”骨架初步形成，主干管网已覆盖除西藏外全部省份，有效保障华北、长三角、东南沿海等重点区域天然气。

储气设施方面，近年来，地下储气库工作气量

大幅提升。大港、华北、呼图壁、相国寺、金坛等已建储气库（群）持续扩容改造，中原文 23、辽河双 6 等新建储气库相继建成投产。2020 年，全国已建成地下储气库（群）总工作气量比 2015 年增加 89 亿立方米，增幅 160%；2020~2021 年采暖季前地下储气库形成工作气量 14 亿立方米，同比增加 40 亿立方米，增幅创历史新高。沿海 LNG 接收站储罐罐容实现翻番，2020 年比 2015 年增加 566 万立方米，增幅 113%。2018~2020 年，通过三年中央预算内投资补助支持，地方 3 天应急储气设施建设加快推进。截至 2020 年采暖季前，全国储气能力达到 234 亿立方米，占天然气消费量的 7.2%，比 2015 年提高 2.9 个百分点，调峰保障能力持续提升。

体制机制深化改革，气田开发、管网融合、气价“并轨”等政策不断推进天然气市场向纵深发展

矿产政策方面，国内持续推进矿产资源管理改革，推动油气探矿权竞争出让与区块退出；督促企业加快矿业权内部流转，打破企业属地界限；放开油气勘查开采市场，允许符合条件的内外资公司按规定取得油气矿业权；完善资源有偿使用制度，天然气资源保护和合理利用水平提升；统筹生态保护和油气勘探开发，实现“在保护中开发，在开发中保护”。

管网政策方面，国家石油天然气管网集团有限公司挂牌成立，与三大石油公司完成资产交割，天然气“管住中间、放开两头”改革目标初步落地，油气基础设施公平开放格局进一步夯实。广东、海南、湖北、湖南、福建等省级天然气管网以多种形式融入国家管网，构建“全国一张网”取得阶段性进展。

价格政策方面，天然气价格市场化进程不断推进。实现了居民与非居民门站价格“并轨”。80% 以上的消费气量门站价格由供需双方协商和市场主导形成，完全市场化定价的资源占比从 2015 年的不到 10% 提高到 2020 年的 45%。《中央定价目录》（2020 版）为进一步全面放开门站价格指明方向。

交易中心从无到有，辅助服务市场作用不断增强，交易模式与交易产品推陈出新，价格发现作用初显。

总体来看，国内天然气行业基本面持续向好，供储销体系不断完善。“碳达峰”、“碳中和”等愿景将加速推进国内清洁能源低碳化发展，天然气作为重要的清洁能源，消费需求将持续增长。

2020 年全国水泥市场需求总体平稳，全年产量实现正增长，水泥价格高位震荡；2021 年以来水泥价格震荡上行，前三季度水泥产量保持增长态势

根据国家统计局数据显示，2021 年前三季度全社会完成固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.3%，其中基础设施投资（不含电力）同比增长 1.5%。全国房地产开发投资 11.26 万亿元，同比增长 8.8%，房屋新开工面积 15.29 亿平方米，同比下降 4.5%。总体上，2021 年前三季度基建投资保持低速平稳增长，基础设施补短板项目持续推进，房屋新开工面积下降，但房地产开发投资增速继续保持快速增长，支撑全年水泥需求量持续向好。

2021 年前三季度，水泥行业继续保持稳健发展态势，全国水泥产量 17.78 亿吨，同比增长 5.3%。按月度来看，2021 年 1~4 月，水泥产量延续去年下半年的多项稳增长措施持续发力拉动水泥需求向好，叠加去年同期低基数双重影响影响，全国水泥产量呈现高位增长。进入 5 月份，受持续强降雨天气影响，同时因大宗商品价格上涨导致部分工程进度有所放缓，需求提前回落。5~9 月连续个单月水泥产量同比出现负增长，尤其 9 月份受能源价格进一步暴涨、能耗双控、限电限产等影响，水泥生产受严重制约，导致 9 月份水泥产量增速 2 位数大幅下滑。

表 5：2020 年及 2021 年 1~9 月我国区域水泥价格情况（元/吨、%）

区域	2020 年 1~9 月	2021 年 1~9 月	同比
华北	427	430	0.7
东北	476	497	4.5
华东	462	469	1.5
中南	477	459	-3.9
西南	358	356	-0.6

西北	364	371	1.9
全国	437	450	2.9

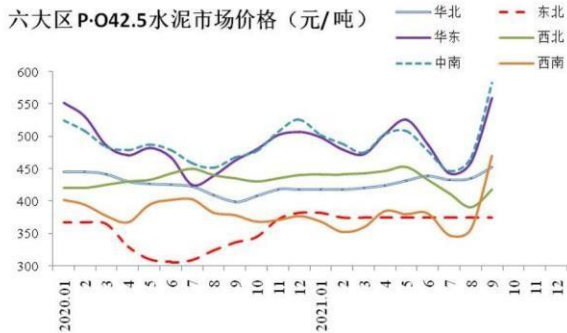
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2020 年全国 PO42.5 水泥价格指数为 439 元/吨，与 2019 年基本持平，价位保持合理运行水平。从全年走势来看，呈“V”字型特征。分阶段来看，第一阶段为 1~8 月，价格呈现“高开低走，但总体价格处于高位，局部出现深度下调”的特点。在疫情和超长梅雨天气的双重影响下，国内水泥市场需求阶段性下滑严重，企业库存持续高位运行，但多数地区水泥价格仍保持在相对合理水平。根据公开数据，1 月份全国水泥市场均价为 468 元/吨（PO42.5 散落地价，下同），8 月份下滑至 418 元/吨，降幅为 50 元/吨，以华东为代表的部分区域，降幅则高达 120 元/吨。第二阶段为 9~12 月，整体表现为“环比上涨、同比下降”的特点。根据公开数据，全国水泥市场价格从 8 月份的 418 元/吨，上涨至 12 月份的 455 元/吨，主要原因系四季度水泥需求总体保持快速增长，支撑水泥价格环比持续回升。同比来看，四季度水泥均价为 444 元/吨，较去年同期下降 13 元/吨，主要是由于 2020 年四季度未出现上年同期因为环保或节能减排等因素大面积停产致使水泥价格局部暴涨，同时，东北、贵州等地区及进口低价水泥大范围流动填补了旺季局部缺口，平抑了部分阶段高价，实现了保供稳价。分区域来看，中南和华东地区表现依旧较强，中南地区水泥价格和增长幅度均位居六大区域首位，2020 年均价 488 元/吨，同比增长 14.7%。其次是华东地区，2020 年均价 484 元/吨，略低于中南地区，同比下降 0.3%。西北地区 2020 年水泥均价 434 元/吨，同比上涨 8.3%。西南地区 and 东北地区则分别同比下降 8% 和 5%，其中东北地区也是六大区域中价格最低的区域。

2021 年前三季度，市场需求和供给均出现大幅波动，导致全国水泥市场价格总体呈现高位宽幅震荡走势，前低后高，前三季度全国水泥平均价格 450 元/吨，同比增长 2.9%。8 月中下旬后，全国水泥价格出现跳涨，9 月底至 10 月初，全国水泥价格突破

600 元/吨，环比 8 月中旬涨幅达 45%。

图 4：近年来分区域水泥价格走势



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

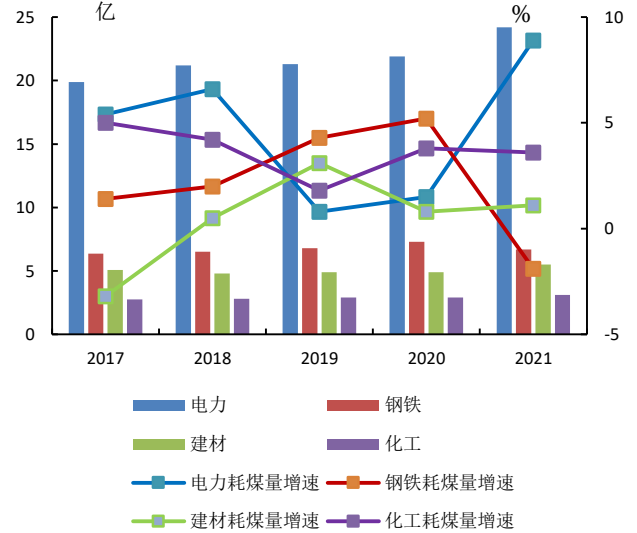
根据中国水泥协会信息研究中心统计，截至 2020 年末，全国新型干法水泥生产线累计 1,609 条，设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。产能置换政策执行中，依旧存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢，甚至局部区域供给出现快速增长。

总体上，2021 年前三季度水泥行业表现为“宽幅震荡、前低后高”的特征，水泥产量实现正增长，价格处于高位波动，呈现出震荡上行的走势，价位较上年有所增长，行业整体依然保持了稳健发展的态势。

2021 年随着宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量呈增长态势；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

煤炭是我国最主要的能源，2021 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 56.0%，比上年下降 0.9 个百分点，煤炭需求主要集中在电力、钢材、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过 90%。2021 年，我国煤炭消耗量为 42.7 亿吨，同比增长 5.0%。

图 5：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2021 年因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，同时面对疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张等复杂考验，叠加海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素，当期我国全社会用电量同比大幅增长，根据中国电力企业联合会数据，2021 年，全社会用电量同比增长 10.3%。根据煤炭市场网显示数据，2021 年我国火电发电量增速同比大幅上升 7.2 个百分点达到 8.4%，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长 8.9%，增速同比上升 7.4 个百分点。

2021 年，在国家能耗双控、京津冀地区错峰限产、行业严格限制新增产能及下半年普遍限产的背景下，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.69 亿吨、10.33 亿吨和 13.37 亿吨，其中钢材产量同比基本持平，生铁和粗钢产量均同比下降，亦是近 6 年来首次实现粗钢产量的压降。钢铁行业用煤需求同比下降 1.9%，近 6 年来首次出现负增长。

得益于有效的疫情防控和经济修复政策的出台，2021 年以来建筑业总产值保持一定韧性，建筑业总产值和订单储备均实现一定幅度增长。具体来

看，在房地产调控政策下，房地产开发投资面临较大的增长压力，而在经济稳增长目标下，积极的财政政策以及适度超前开展基础设施投资对基建投资起到一定拉动作用，新型城镇化建设带来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及医疗等基础设施补短板在一定程度上弥补房地产政策对房建业务的影响。全年建筑业固定资产投资同比增长 1.6%，建材行业用煤需求同比增长 1.1%，增速同比增长 0.3 个百分点。

2021 年随着全球范围疫情控制及恢复生产，对化工品需求增加，主要化工品价格和产量同比增长，其中，全年化肥产量同比增长 0.80%，当期化工行业煤炭消费量同比增长 3.6%，增速同比下降 0.2 个百分点。

根据中共中央、国务院先后印发的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称“双碳意见”）和《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）（以下简称“行动方案”），我国非化石能源占消费的比重到 2025 年、2030 年和 2060 年要分别达到 20%、25% 和 80% 左右。能源结构调整步伐加快，使得煤炭需求增长空间受到压制。

整体看，2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛、2020 年低基数等多重因素影响下，我国煤炭消费保持较快增长态势。但长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

随着去产能目标超额完成以及能源结构调整步伐加快，煤炭产能总量增长空间有限，但煤炭资源开发布局将更加优化

2016 年以来，随着淘汰落后煤炭产能政策的积极推进，我国煤炭产业去产能成果显著。截至 2020 年末，全国累计退出煤矿 5,500 处左右、退出落后

煤炭产能 10 亿吨/年以上，已超额完成《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）提出的化解过剩产目标。在双碳意见和行动方案的政策指导下，煤炭产量的增长空间有限。根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4,000 处以内，大型煤矿产量占 85% 以上，大型煤炭基地产量占 97% 以上。

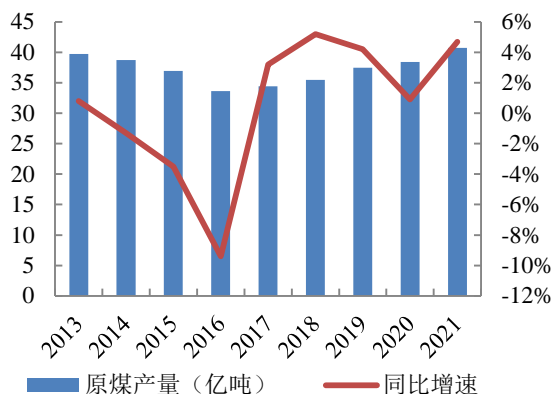
表 6：“十四五”期间 14 个大型煤炭生产基地建设要求（亿吨）

	要求	年产量	
内蒙古东部（东北）	稳定规模、安全生产，区域保障	5.0	
云贵		2.5	
冀中	控制规模，提升水平，基本保障	0.6	
鲁西		1.2	
河南		1.2	
两淮		1.3	
晋北	控制节奏，高产高效，兜底保障。控制煤炭总产能，建设一批大型智能化煤矿，提高基地长期稳定供应能力	9	
晋中			
晋东			
神东			9
陕北			
黄陇	6.4		
新疆	科学规划，把握节奏，应急保障	3	
宁东	稳定规模，就地转化，区内平衡	0.8	

资料来源：《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，中诚信国际整理

原煤产量方面，2021 年以来，受安检及环保力度加大、超产严查等影响，煤炭供给增量相对平稳，下半年以来随着保供增产政策对产量有所拉动，但因经济修复带来的工业用电以及极端天气提升的居民用电对煤炭需求增速明显，煤炭供需整体呈“紧平衡”状态，上述因素带动全年煤炭产量同比增加 4.70%，达 40.71 亿吨。

图 6：全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

煤炭运输方面，我国煤炭生产与消费呈逆向分布，从而形成北煤南运、西煤东运的格局。“西煤东运+海铁联运”是我国当前主要的煤炭运输方式，煤炭一次下水量经由大秦线和朔黄线集中在以北方秦皇岛、唐山、天津、黄骅为主的环渤海港口。2021 年，环渤海港口发运煤炭约 7.43 亿吨，同比增加约 5,000 万吨。“北煤南运”通道除浩吉铁路为专用通道外，其他大多为路网干线，同时承担大量普速客运以及其他大宗物资运输任务。浩吉铁路设计年输送能力为 2 亿吨，并于 2019 年 9 月全线通车投入运营，全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，但受铁路专用线、储配基地和物流园区等基础设施不完备等因素限制，浩吉铁路运力并未完全释放，2021 年浩吉铁路完成煤炭运量首次超过 5,000 万吨。主干网煤炭运力受到限制的重要原因之一是集疏运系统建设相对有所滞后。根据交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》，建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设。到 2025 年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量 150 万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，出省（区）运距 500 公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到 80% 左右。

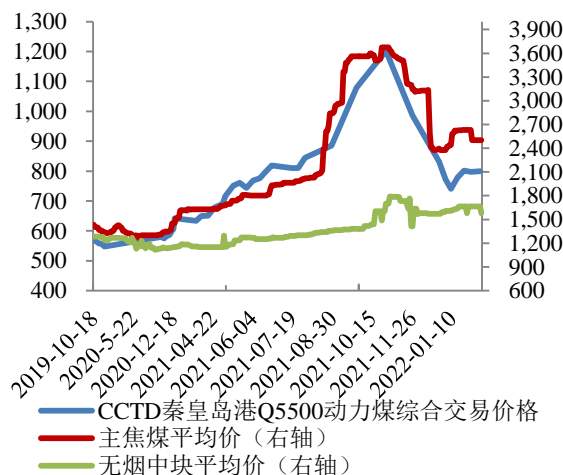
中诚信国际认为，通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去

产能成果显著，受碳达峰、碳中和政策影响，未来煤炭产量增速将明显放缓，煤炭行业将着力优化布局，转型升级，提升发展质量，另外，突破煤炭运输瓶颈，亦是释放优质产能，保障供应的关键。

2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平

近年来，受新冠疫情、产能控制、市场需求激增、政策调控等因素影响，煤炭价格呈现大幅波动态势。

图 7：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，2020 年 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但 2020 年下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。2021 年煤价上涨的趋势得到延续，动力煤、焦煤及无烟煤价格均大幅上涨，2021 年 10 月末，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格已达到近年来峰值，为 1,202 元/吨，较上年末增长 87.23%；同期末，全国无烟中块均价达到 1,702 元/吨，较年初增长 47.87%。值得注意的是，受全国煤矿安全事故频发、

水灾、疫情蔓延的影响，焦煤供给严重萎缩，下游行业陷入价格恐慌，焦煤价格高抬。截至 2021 年 10 月末，全国主焦煤均价 3,674 元/吨，较年初增长 142.67%，增幅显著。针对上述情况，国家相关部门、行业协会及煤炭主产地及时大力推进稳价保供，且国家相关部门发文保障后期煤炭等能源物资运输工作，全国煤炭产量取得了较为显著的增长；11 月份以来，全国煤炭日均产量已达到了 1,153 万吨，较 10 月初增加超过 80 万吨，最高日产量达到 1,193 万吨，创近年来新高，电厂和港口煤炭库存快速提升，为煤炭现货价格下行提供了有力支撑。受供需格局逐步平衡以及煤炭价格调控政策双重因素的影响下，煤炭价格迅速回落，截至 2021 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛 5,500 大卡动力煤综合交易价格回落至 773 元/吨，主焦煤和无烟中块均价回落至 2,375 元/吨和 1,607 元/吨。随着天气回暖，晋陕蒙煤炭主产地生产供应将趋于稳定，同时春节期间煤矿进行了安全生产隐患排查整改和检修，安全生产能力有所增强，优质煤炭产能将进一步释放，煤炭供应水平将继续提升，煤炭价格将不会出现大幅波动情况。2022 年 2 月，国家发改委发布《国家发改委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”）指出，要立足以煤为主的基本国情，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，综合运用市场化、法治化手段，引导煤炭（动力煤，下同）价格在合理区间运行，完善煤、电价格传导机制，保障能源安全稳定供应，推动煤、电上下游协调高质量发展。《通知》还认为，从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理，并给出了晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

中诚信国际认为，新冠疫情的爆发及其在得到有效控制后经济增长的复苏对我国煤炭需求产生较大影响，短期内使得煤炭价格大幅波动。随着国家煤炭调控力度加大，煤炭供应的持续增加，短期内用煤需求得到有效缓解，但煤炭价格或将继续维

持高位。长期来看，随着达标煤矿逐步恢复产能以及清洁能源出力的增加，未来煤炭供应及价格有望回归合理水平。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人仍为江西省国资委；法人治理结构较为完善，由于下属子公司及业务众多，对公司治理及管控能力仍提出考验；近期公司被委托赣江新区领导和管理事项对公司未来经营和治理的影响有待关注

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本仍为 60.00 亿元，江西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有公司 90.00% 和 10.00% 的股权，公司控股股东与实际控制人仍为江西省国资委。

公司系江西省重要的国有资本投资运营平台，已逐步形成电力、天然气、交通、建材、煤炭、建筑施工为主业；贸易、房地产等相关辅业协调发展的业务格局。公司已建立了由出资人、董事会、监事会以及经理层组成的较为健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构较为完善，但由于下属公司及业务众多，部分管理制度正在完善当中，后续公司在业务整合、人员管理和战略调整等方面仍面临一定的挑战，治理及管控能力的提升仍面临考验。

2022 年 6 月 10 日，公司发布《关于将江西省投资集团有限公司委托赣江新区领导和管理的公告》称，2022 年 5 月 31 日，《中共江西省委办公厅、江西省人民政府办公厅印发〈关于支持赣江新区激发活力增强实力的若干措施〉的通知》（赣办发〔2022〕24 号）明确将公司委托赣江新区领导和管理，江西省国资委作为出资人代表负责公司资产监管。公司的省管重点企业属性不变，党组织关系隶属于赣江新区党工委。中诚信国际关注到，赣江新区是全国第 18 个国家级新区，也是江西省唯一的国家级新区，未来江西省将全力推动赣江新区激发活力、增强实力，为全面建设社会主义现代化江西提供强

劲支撑。公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台定位未发生改变，实际控制人仍为江西省国资委，中诚信国际将持续关注上述事项对公司未来经营及治理等方面的影响。

2021年，公司电力板块收入同比较为稳定，但因煤炭价格大幅上涨，火电业务盈利能力大幅弱化，当期赣能股份经营由盈转亏；电力板块在建项目未来仍面临一定的资本支出压力

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（SZ000899，以下简称“赣能股份”）经营；子公司江西东津发电有限责任公司的电力业务公司亦委托赣能股份经营。公司煤层气（俗称“瓦斯”）和煤矸石发电业务主要由江西能源全资子公司江西丰矿集团有限公司（以下简称“丰矿集团”）和萍乡矿业集团有限责任公司（以下简称“萍矿集团”）等所属的电力公司经营。光伏发电业务主要由子公司江西省赣浙能源有限公司（以下简称“赣浙能源”）和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。2021年及2022年1~3月，公司电力板块分别实现收入28.41亿元和8.29亿元，仍主要来自赣能股份火电业务收入；同期，公司电力板块毛利率分别为-2.11%和3.60%。总体来看，2021年电力板块收入同比变化不大，但盈利能力大幅弱化且转为亏损状态。

电力资产方面，2021年以来无新增发电机组。截至2022年3月末，公司拥有在营发电机组总装机容量164.2万千瓦，其中火电机组装机容量140.0万千瓦，水电机组装机容量16.4万千瓦，光伏装机容量7.8万千瓦。

表7：截至2022年3月末公司主要电力资产情况（万千瓦）

类型	控股电力资产	直接持股比例	装机容量
火电	赣能股份丰城二期发电厂	39.72%	140.0
	赣能股份抱子石水电站	39.72%	4.0
水电	赣能股份居龙潭水电站	39.72%	6.0

² 公司直接持有赣能股份39.72%的股份。截至2021年末，赣能股份总资产、净资产分别为98.51亿元和47.01亿元。

光伏	江西东津发电有限责任公司东津水电站	97.68%	6.4
	江西昱辰智慧能源有限公司	27.80%	2.5
	上饶宇浩光伏科技有限公司	39.72%	5.0
	赣能股份抱子石水电站	39.72%	0.3

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

火电方面，丰城二期发电厂（以下简称“丰电二期”）是赣能股份主要运营的火电机组。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，年发电量可达70亿千瓦时。2021年及2022年1~3月，丰电二期分别完成发电量68.67亿千瓦时和16.78亿千瓦时，2021年同比小幅减少，同时设备利用小时数亦有所降低，主要系社会用电需求降低所致；平均上网电价方面，2021年以来持续提高，截至目前，最新火电上网电价为0.4859元/千瓦时。

表8：2019~2022年3月赣能股份火电业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.3
装机容量（万千瓦）	140	140	140	140
发电量（亿千瓦时）	71.55	71.65	68.67	16.78
上网电量（亿千瓦时）	68.03	68.38	65.36	15.99
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4180	0.4135	0.4330	0.4945
供电标准煤耗（克/千瓦时）	305.28	302.48	302.47	300.31
设备利用小时数	5,111	5,118	4,905	1,199

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，2021年，赣能股份采购原煤数量增加至282.65万吨，同时2021年以来，受国内煤炭需求强劲影响，煤炭价格大幅上涨，导致赣能股份原煤采购成本大幅提高，对当期盈利能力产生较大影响。根据赣能股份公开披露的2021年度审计报告显示，2021年，赣能股份实现营业总收入27.00亿元，同比增长0.84%；利润总额为-2.46亿元，同比下降168.64%，由盈转亏；归属于上市公司股东的净利润-2.48亿元，同比下降178.54%。

表 9：2019~2022 年 3 月火电业务原煤采购情况

指标	2019	2020	2021	2022.3
采购原煤数量（万吨）	288.69	268.71	282.65	57.38
平均采购单价（不含税） （元/吨）	789.62	752.95	821.93	826.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水电业务方面，2021 年及 2022 年 1~3 月公司水电发电量分别为 3.78 亿千瓦时和 1.03 亿千瓦时；上网电量分别为 3.72 亿千瓦时和 1.02 亿千瓦时，同比均有所减少。水电电价方面，截至 2022 年 3 月末，居龙潭水电厂电价为 0.4056 元/千瓦时，抱子石水电厂电价为 0.4047 元/千瓦时，东津电厂电价为 0.5120 元/千瓦时，3 座水电厂电价与 2020 年相比变化不大。

表 10：2019~2022 年 3 月公司水电业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.3
装机容量（万千瓦）	16.40	16.40	16.40	16.40
发电量（亿千瓦时）	5.03	4.26	3.78	1.03
上网电量（亿千瓦时）	4.95	4.19	3.72	1.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤层气（俗称瓦斯）和煤矸石发电业务主要满足江西能源各子公司的生产经营需要，剩余部分向国网江西省电力有限公司销售。截至 2022 年 3 月末，公司共有 19 台煤层气发电机组，装机容量 9,500 千瓦，2021 年及 2022 年 1~3 月，煤层气发电量分别为 1,581.62 万千瓦时和 303.27 万千瓦时。因相关股权出表，2021 年末公司煤矸石发电机组数减少至 2 台，装机容量为 12,000 千瓦，2021 年煤矸石发电量 3,166.48 万千瓦时；2022 年因环保要求限产，公司煤矸石发电业务暂停。

光伏发电业务方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司光伏发电量分别为 16,538 万千瓦时和 2,800 万千瓦时，同比继续增长。

在建项目方面，赣浙能源主要负责国华信丰电厂项目建设，国华信丰电厂项目一期工程拟建设 2×66 万千瓦国产高效超超临界燃煤发电机组，项目动态投资 49.66 亿元，于 2020 年 3 月正式开工，截至 2022 年 3 月末已完成项目动态投资 39.50 亿元，

预计完工时间为 2022 年 6 月。江西丰城电厂三期扩建工程（以下简称“丰电三期项目”）于 2016 年 11 月在施工过程中发生施工平台倒塌，造成特大安全事故并停工；其后于 2020 年 4 月正式复建开工；丰电三期项目计划总投资 73.81 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 58.94 亿元，其中#7 机组预计于 2022 年 6 月完工投产。总体来看，公司电力板块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、生产过程中的安全生产工作情况。

2021 年天然气销售量及销售收入同比均大幅增长；公司持续推进省天然气管网工程建设，随着管道陆续投产通气，未来天然气业务收入或进一步提高

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”）控股的江西省天然气管道有限公司（以下简称“天然气管道公司³”）和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”）负责运营。

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江西省投资燃气有限公司（以下简称“省投燃气公司”），由省投燃气公司参与九江、新余、吉安、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，与中石化各出资 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。

³ 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。

截至 2022 年 3 月末，公司管输天然气业务已覆盖南昌、九江、景德镇、鹰潭、抚州等 11 个设区市、62 个县（市、区）。随着管道建设投产，公司天然气销量逐年增长。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司分别实现天然气销量 20.62 亿立方米和 4.95 亿立方米；同期，天然气销售收入分别为 53.69 亿元和 16.18 亿元，得益于天然气销售量的大幅增加，2021 销售收入同比增长 43.79%。价格方面，截至 2022 年 3 月末，天然气采购价为 2.95 元/立方米，销售价为 3.07 元/立方米，天然气管输费价格最新收费标准为居民用户 0.20 元/立方米，非居民用户 0.18 元/立方米。

表 11：2019~2022 年 3 月公司天然气业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.3
管道运输费（非居民，元/立方米）	0.20	0.18	0.18	0.18
管道运输费（居民，元/立方米）	0.20	0.20	0.20	0.20
采购数量（亿立方米）	15.57	16.29	20.57	4.93
销售数量（亿立方米）	15.60	16.39	20.62	4.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

天然气管道公司还负责江西省天然气管网一期工程（以下简称“天然气一期工程”）的投资及建设运营，该工程承接川气东送入赣天然气，主要围绕鄱阳湖生态经济区规划建设，项目涉及南昌、九江、景德镇、鹰潭、抚州、宜春、上饶、新余等地市，干线全长 860 公里（不含支线），规划 10 条支线，共设 28 座分输站、30 座截断阀室和 5 个 CNG

表 12：近年来公司所属公路运营情况（万车次、亿元）

路段名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
康大高速	648.02	2.57	736.23	2.18	839.49	3.22	205.30	0.71
瑞寻高速	552.03	2.18	609.85	1.90	578.17	2.76	156.80	0.78
九江二桥	748.97	4.01	889.19	3.16	985.70	4.31	228.36	0.86
九江一桥	729.55	1.27	652.96	1.07	900.91	1.61	232.11	0.36
资溪高速	218.02	0.51	248.23	0.43	264.26	0.63	93.26	0.21
合计	2,896.59	10.54	3,136.46	8.74	3,568.53	12.53	915.83	2.92

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

2021 年以来，公司建材产品销售收入继续呈增长态势；江西建材竞争实力较强，2021 年销售集中度依然较低，具备一定抗风险能力

公司建材业务由江西省建材集团有限公司（以

加气母站。截至 2022 年 3 月末，天然气一期工程总投资 67.49 亿元，已投资 64.26 亿元，投产管道 1,092 公里，同时，南昌、赣州等 10 个设区市，高安、丰城等多个省网沿线城市，九江出口加工区等多个工业园区已实现和省网对接通气，预计 2022 年底具备整体投产通气条件。

2021 年以来，公司公路运营业务稳步恢复，2021 年车辆通行费收入大幅增长，且超过疫情前规模

2021 年以来，公司无新通车路产，截至 2022 年 3 月末，公司高速公路运营里程合计 240.54 公里，均为经营性高速公路。公司目前已形成“三路两桥”的交通板块架构，“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。公司暂无在建及拟建公路项目。

2021 年以来，公司公路运营业务恢复稳定，2021 年及 2022 年 1~3 月分别实现车辆通行费收入 12.27 亿元和 2.85 亿元，已超过新冠疫情前规模。分具体路段来看，九江二桥车流量及收入贡献依然最大；九江二桥车流量增长较快，但通行费收入相对不高；康达高速车流量及通行费收入亦稳步提高。此外，2021 年公司公路养护支出合计 5,832.70 万元，较上年增加 1,241.28 万元。

下简称“江西建材”）负责经营，其中水泥相关业务的运营主体为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（股票代码 000789.SZ，以下简称“万

年青水泥”），江西水泥持有万年青水泥的股权比例为 42.58%。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司建材产品收入分别为 157.03 亿元和 34.08 亿元，仍主要来源于水泥和混凝土销售，得益于水泥行业较高的景气度，建材产品收入继续呈增长态势，2021 年同比增幅为 23.44%。毛利率方面，2021 年建材板块毛利率为 25.98%，较 2020 年下降 1.69 个百分点。

江西建材生产所需的主要原材料为煤炭、有色金属灰渣、脱硫石膏、磷石膏和水渣等，以国内采购为主。产能方面，2021 年以来，江西建材新增混凝土年产能 80 万立方米，截至 2022 年 3 月末，江西建材共拥有 11 条熟料生产线及 33 台水泥磨机，水泥、熟料和混凝土年产能分别为 2,600 万吨、1,375 万吨和 2,055 万立方米，生产基地主要集中在江西和福建。2021 年及 2022 年 1~3 月，江西建材水泥产量分别为 2,468.67 万吨和 417.65 万吨；混凝土产量分别为 625.34 万立方米和 130.55 万立方米；2021 年产量同比均有所提高。

销售方面，江西建材销售采取经销与直销相结合的方式，以经销商销售为主，重点工程项目以直销为主。江西建材货款结算以现金结算为主，票据结算为辅；对普通经销采取款到发货，对大型经销商及重点工程采取次月结算的方式，结算周期为一个月。销售区域方面，2021 年以来仍以江西和福建为主，同时辐射广东、浙江及安徽等周边省份。2021 年，江西建材前五大客户销售额占销售总额的比重为 5.04%，销售集中度依然较低，有利于分散经营风险。得益于水泥行业较高的景气度，2021 年江西建材水泥销售均价大幅提高，其销量亦稳步增长；同期，混凝土销售均价略有下降，但销量明显增长。

表 13：江西建材主要产品生产销售情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
水泥产量（万吨）	2,425.47	2,409.63	2,468.67	417.65
水泥销量（万吨）	2,439.67	2,401.01	2,450.99	410.13
水泥销售平均价格（元/吨）	327.08	332.10	367.79	353.79

⁴ 江西能源持有安源煤业 39.34% 的股份，截至 2021 年末，安源煤业总资产、净资产分别为 79.12 亿元和 6.79 亿元。

混凝土产量（万立方米）	600.10	561.13	625.34	130.55
混凝土销量（万立方米）	600.10	567.70	626.08	130.48
混凝土销售平均价格（元/立方米）	463.97	463.21	459.97	455.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资源储备方面，江西建材石灰石矿产资源储量较丰富，截至 2022 年 3 月末，共拥有 6 处石灰石矿山，已获得政府批准的石灰石储量约 5 亿吨，均已获得采矿许可证，年开采能力为 0.24 亿吨，为生产运营所需原材料提供了有力保证。目前公司石灰石自给率约为 96%。

江西能源经营及盈利情况易受市场价格波动影响，2021 年以来净利润仍呈波动状态；煤炭业务面临一定的去产能压力，且 2021 年以来下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力依然较大；江西能源资产负债率较高，债务以短期债务为主，仍需关注其未来经营及债务偿还情况

2019 年 12 月，江西省能源集团有限公司（以下简称“江西能源”）纳入公司合并范围，江西能源业务以煤炭业务、焦化业务为主，同时发展建筑施工、贸易等非煤产业。截至 2021 年末，江西能源总资产 258.34 亿元，总负债 226.51 亿元，总债务 167.97 亿元，其中短期债务 120.60 亿元，资产负债率 87.68%；2021 年江西能源实现营业总收入 143.74 亿元，净利润 2.01 亿元，得益于 2021 年煤炭价格强劲，当期利润扭亏为盈；2022 年 1~3 月，江西能源实现营业总收入 28.18 亿元，净利润-2.14 亿元。总体来看，江西能源盈利能力受市场环境变化影响，波动较大；2021 年以来资产负债率依然偏高，且债务以短期债务为主，债务负担较重。

煤炭业务

煤炭业务主要由江西能源下属的安源煤业集团股份有限公司（SH600397，以下简称“安源煤业 4”）、江西乐矿能源集团有限公司、江煤贵州矿业集

团有限责任公司（以下简称“贵州矿业”）等子公司负责。

煤炭资源方面，江西省内煤炭资源储量少，江西能源积极向省外和国外进行资源收购整合，目前已拥有“省内、省外、国外”三大产区，实现跨国企业经营。为避免同业竞争，江西省加大了对其下属煤炭企业的整合力度，将江西省内优质煤炭资产整体注入上市公司安源煤业，省外煤炭生产主要由贵州矿业经营，国外矿区生产委托安源煤业管理。江西能源主要煤种有主焦煤、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，主要销往江西省内外钢铁厂、火电厂、焦化厂。截至2022年3月末，江西能源主要生产矿井保有地质储量为35,320.90万吨。

煤炭生产方面，截至2022年3月末，江西能源主要生产矿井产能合计464万吨/年，其中约299万吨/年的产能位于江西省内。2021年及2022年1~3月，江西能源煤炭产量分别为222.53万吨和40.28万吨，2021年产量下降主要系当期关闭退出了产能45万吨/年的沿沟煤矿。在建项目方面，截至2022年3月末，公司在建矿井为群力煤矿（赣兴煤矿），产能为60万吨/年，总投资额4.84亿元，已投资4.23亿元，目前处于试运转状态。此外，2021年以来，江西能源未收到去产能补助。

安全生产方面，子公司安源煤业煤炭资源禀赋较差、地质条件复杂，在煤炭开采及矿井开采深度增加过程中容易产生安全隐患，2021年以来下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力较大，对煤炭产销量、开采成本等产生负面影响。2021年2月山西煤矿2319B工作面爆破事故，造成1人受伤，经抢救无效死亡；目前事故均以妥善处理完毕，煤矿正常生产。2021年12月，安源煤业所属尚庄煤矿一名工作人员在507工作面回风巷拖运工作面溜子槽板过程中，被回柱绞车钢丝绳弹伤手臂及胸部，经抢救无效后死亡；2022年3月，安源煤业所属山西煤矿236运输巷发生安全事故，造成一名检修人员死亡；山西煤矿停产时间为2022年3月1日至

2022年3月18日，现已恢复生产。2022年3月，安源煤业所属尚庄煤矿发生安全事故，造成一名作业人员死亡，目前尚庄煤矿正停产整顿，事故调查和善后工作正在有序开展。

煤炭销售方面，2021年由于原煤产量的下降，商品煤销量下降至208.05万吨，但得益于煤炭价格的大幅走高，当期销售收入增加4.31亿元至18.84亿元，毛利率水平亦有较大提升。2022年1~3月，公司商品煤销售收入相对较少，毛利率转为负，主要系部分矿井停产整顿导致营业成本大幅增加所致。

表 14：近年来煤炭生产销售情况（万吨、元/吨、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
商品煤产量	301.25	244.63	222.53	40.28
商品煤销量	281.43	240.89	208.05	43.31
商品煤均价	616.50	604.52	770.64	688.60
商品煤销售收入	17.47	14.53	18.84	2.72
商品煤毛利率	23.98%	19.66%	30.31%	-23.16%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，煤炭开采属于高危行业，且江西能源开采机械化程度较低，安全生产压力大，中诚信国际持续关注公司面临的相关安全生产风险。

焦化业务

焦炭业务主要由子公司萍乡焦化有限责任公司（以下简称“萍乡焦化”）和丰矿集团子公司丰城新高焦化有限公司经营。2021年及2022年1~3月，焦炭销量分别为85.10万吨和15.90万吨，同比变化不大，销售对象仍主要为新余钢铁集团有限公司、江西萍钢实业股份有限公司和福建省三钢集团有限责任公司等钢铁生产企业。焦炭生产方面，截至2022年3月末，江西能源焦炭产能为110.00万吨/年；2021年产量与2020年持平，产能利用率持续偏低原因系受制于环保措施不完善。

焦炭销售方面，2021年和2022年1~3月公司分别实现焦炭销售收入28.43亿元和5.82亿元，毛利率分别为15.55%和-1.20%。得益于焦炭价格上涨，2021年焦炭销售收入及盈利水平均显著提升；2022年1~3月，受2021年10月以来焦炭市场价格下滑

以及生产成本上升的影响，导致该业务转为亏损。总体来看，公司焦化业务盈利能力易受焦化产品价格波动影响，经营抗风险能力较弱。

表 15：近年来焦炭生产销售情况（万吨、元/吨、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
焦炭产量	79.67	85.20	85.20	15.70
焦炭销量	79.60	86.77	85.10	15.90
焦炭平均生产成本	1,917.07	1,697.08	2,452.50	3,155.51
平均销售价格	1,810.56	1,852.29	2,806.76	3,020.01
焦炭销售收入	15.76	17.10	28.43	5.82
焦炭毛利率	-6.16%	9.98%	15.55%	-1.20%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

建筑施工业务收入规模持续增长，项目储备依然较为充足；公司其他业务辐射范围较广，2021 年以来仍呈稳步发展态势

公司建筑施工业务主要由江西能源子公司中鼎国际建设集团有限责任公司（以下简称“中鼎国际”）负责运营。2021 年，中鼎国际新签订建筑施工合同 130 个，合同金额 48.68 亿元；实现收入 51.43 亿元，同比增长 11.63%。2022 年 1~3 月，公司新签订建筑施工合同 54 个，合同金额 31.86 亿元，实现收入 8.21 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司在建未完工施工项目共 122 个，涉及合同金额共计 204.19 亿元；已签约未开工项目 41 个，涉及合同金额 24.63 亿元。总体来看，2021 年以来建筑施工板块业务运营稳定，项目储备依然较为充足。

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。其中环保板块是公司未来重点发展的业务领域之一，为打造江西省打好污染防治攻坚战、解决生态环保突出问题的重要抓手，为此，公司牵头设立江西省华赣环境集团有限公司，注册资本金 30.00 亿元。环保板块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。

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。近年来，由于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，使得销量激增。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现成品油业务收入 15.49 亿元和 5.85 亿元，呈逐年大幅增长趋势，但盈利空间相对较小。

财务分析

以下分析基于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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，以下财务分析采用各期财务报表期末数。

公司收入来源多元化，2021 年营业总收入继续增长，部分业务板块盈利状况变化较大，但整体营业毛利率基本维持稳定，利润总额稳步增加

公司业务板块较多，收入来源多元化。2021 年公司实现营业总收入 420.20 亿元，较 2020 年增长 69.22 亿元。从收入构成来看，建材产品销售收入仍为最重要的收入来源，且得益于水泥销售价格、混凝土销量提升，2021 年建材产品收入持续增加，对收入规模增长贡献较大；商品煤及煤炭延伸业相关收入稳步增长，系公司营业收入的第二大来源；随着天然气管道陆续建设投产，公司天然气销量逐年扩大，2021 年天然气业务收入大幅增长至 53.69 亿元；电力板块及建筑施工收入仍是公司营业收入的重要构成，2021 年同比较为稳定；车辆通行费收入占比相对较小，但 2021 年公路运营业务恢复情况较好，当期收入规模大幅增加且已超过疫情前水平。此外，公司其他业务收入仍主要系成品油、房地产销售、租赁等业务收入，2021 年持续稳步增加。2022 年 1~3 月，公司营业总收入为 98.13 亿元，较上年同期亦有所增加，主要业务收入结构无明显变

化。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率为 17.76%，较上年基本持平。具体业务来看，煤炭及电力板块业务盈利能力变化较大，主要系受到煤炭价格走高影响，商品煤及煤炭延伸业毛利率大幅提高，电力板块由盈转亏。天然气业务、建材产品销售及建筑施工板块毛利率相对稳定；公路运营业务毛利率同比提高，且已恢复至疫情水平。2022 年 1~3 月，公司营业毛利率有所下降，主要是由于煤炭及焦炭市场价格下滑以及生产成本上升，导致收入占比较高的商品煤及煤炭延伸业务毛利率转负。

表 16：公司主要业务板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
电力板块	29.61	28.47	28.41	8.29
天然气业务	39.38	34.88	53.69	16.18
车辆通行费	10.54	8.47	12.27	2.85
建材产品	117.52	129.86	157.03	34.08
商品煤及煤炭延伸业	46.78	72.81	78.87	17.12
建筑施工	40.61	38.13	45.26	7.87
其他	30.11	38.36	44.67	11.76
合计	314.55	350.98	420.20	98.13
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力板块	18.08	19.40	-2.11	3.60
天然气业务	4.52	4.69	5.51	4.73
车辆通行费	56.43	44.45	56.14	52.58
建材产品	30.83	27.67	25.98	17.67
商品煤及煤炭延伸业	9.88	7.91	14.59	-2.28
建筑施工	4.90	8.15	8.38	8.86
其他	19.68	14.73	20.76	20.84
综合	19.63	17.31	17.76	11.55

注：其他业务收入主要为成品油、房地产销售、非煤产品销售、租赁、酒店、医疗服务等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，随着业务规模的扩大及人员工资等日常开支增加，管理费用增长较快，带动期间费用有所增加，但得益于营业总收入上升，2021 年期间费用率仍维持稳定；2022 年 1~3 月，期间费用率小幅降至 9.61%。

利润总额构成方面，经营性业务利润仍是最主要来源，得益于营业总收入增加，同时营业毛利率

及期间费用率均维持稳定，2021 年公司经营性业务利润同比增长 6.07 亿元至 31.32 亿元，其中包括其他收益 3.92 亿元，主要系财政贴息补助、亏损补贴、三废退税及奖补资金等，其规模较上年略有减少。投资收益亦对利润总额形成一定补充，2021 年公司实现投资收益 4.65 亿元，较 2020 年有所减少，主要来自对部分合营、联营企业以及相关基金投资形成的收益；同期，公司资产减值损失为-3.35 亿元，主要系部分原材料及库存商品的跌价准备，对利润总额仍有一定侵蚀。上述因素共同影响下，2021 年公司实现利润总额 30.68 亿元，同比小幅增加 2.48 亿元。2022 年 1~3 月，公司利润总额较上年同期有所减少，主要系综合毛利率下降所致。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	37.34	37.07	44.09	9.43
管理费用	16.97	17.51	20.82	4.13
财务费用	14.08	13.30	13.48	3.68
期间费用率	11.87%	10.56%	10.49%	9.61%
其他收益	3.49	4.11	3.92	2.41
经营性业务利润	25.17	25.25	31.32	3.69
资产减值损失	-2.55	-4.00	-3.35	0.0005
投资收益	8.16	7.00	4.65	0.34
利润总额	30.31	28.20	30.68	3.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，由于其主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，2021 年以来营业收入仍主要系利息收入和少部分房租收入，同比略有增加。期间费用主要为财务费用，跟踪期内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，2021 年同比有所减少，导致利润总额大幅降至 0.71 亿元。2022 年 1~3 月母公司实现利润总额相对较小。

表 18：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	1.42	2.56	2.85	0.77
期间费用合计	2.47	2.45	2.64	1.03
管理费用	0.62	0.62	0.79	0.10
财务费用	1.84	1.83	1.84	0.93
期间费用率	174.14%	95.63%	92.66%	133.14%
经营性业务利润	-2.22	-1.89	-2.01	-0.26
投资收益	2.38	3.96	2.72	0.48
利润总额	0.03	2.60	0.71	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，随着业务规模逐步扩大，公司总资产及有息债务持续增长，财务杠杆率亦进一步提高；公司资产仍以公路、发电设备、天然气管网、矿井等经营性资产为主；公司合并口径及母公司均有一定规模的少数股东权益或其他权益工具，权益的稳定性有待关注；公司合并口径及母公司短期债务规模均呈增长态势，面临短期偿债压力，需关注未来资本结构调整情况

随着业务规模扩大，公司总资产持续增长，2021 年以来仍以非流动资产为主，且其占比已超过 65%。公司流动资产主要系货币资金、存货、应收账款、其他应收款等，跟踪期内货币资金规模维持稳定；存货规模呈下降态势，主要系陆续结转开发成本所致；应收账款及其他应收款均有所增加，主要是由于各业务板块经营所产生的下游客户应收款项及煤炭板块应收往来款增加。非流动资产方面，以固定资产和在建工程为主，固定资产主要为公路、房屋及机械设备，在建工程主要为天然气管网、电力项目、矿井等，2021 年以来随着在建工程陆续转固，公司固定资产稳步增长，截至 2021 年末未办妥产权证书的固定资产账面价值为 133.97 亿元；2021 年末在建工程大幅增加，主要系天然气管网工程、电力板块项目、水泥生产线等投入力度较大，其中丰电三期项目 2021 年新增投入 18.18 亿元，赣浙国华信丰电厂项目 2021 年新增投入 11.47 亿元。无形资产主要为土地使用权、采矿及探矿权，2021 年以来变化不大。2021 年，因执行新会计准则，可供出售金融资产按投资方式不同分别调整至债权投资和其他权益工具投资核算，期末债权投资为 17.75 亿元，主要系银行大额定期存单及部分对外部企业的借款；其他权益工具投资为 29.03 亿元，当期主要新增了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等企业的股权投资。2021 年以来长期股权投资稳步增长，相关合营、联营企业可为公司贡献较为稳定的投资收益。

表 19：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	131.21	164.15	169.16	161.80
应收账款	25.58	26.45	33.38	39.94
其他应收款	19.17	17.46	18.62	26.65
存货	49.63	54.33	45.25	41.95
可供出售金融资产	20.56	20.68	-	-
债权投资	-	-	17.75	19.75
其他权益工具投资	5.58	8.09	29.03	27.91
长期股权投资	24.94	25.38	28.02	29.42
固定资产	315.48	332.31	345.45	364.47
在建工程	54.57	66.88	118.19	110.47
无形资产	50.62	51.16	50.98	55.42
总资产	769.27	874.80	993.58	1,022.31

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司所有者权益增长 42.39 亿元，主要是由于其他权益工具及少数股东权益的增加。其他权益工具系公司发行的多期可续期债券，2021 年以来快速增长，但未来需要偿还本金，其到期情况将对公司所有者权益规模产生影响；随着非全资子公司经营利润累积，2021 年末少数股东权益稳步增加，未分配利润与上年末基本持平。同期末，得益于江西省财政增资，公司资本公积增至 75.07 亿元。2022 年 3 月末，公司资本公积及少数股东权益略有下降，使得所有者权益规模小幅回落。

负债方面，持续扩大的业务规模使得公司对外部融资的需求进一步加大，2021 年以来公司有息债务持续上升，主要来自长期借款（以质押借款为主）等长期债务的增加；短期债务方面，短期借款和一年内到期的非流动负债同比变化不大，增加部分主要为新发行的短期债券。此外，应付账款和其他应付款亦是公司负债的重要组成部分，2021 年以来总体呈上升态势，应付账款主要系工程款，其他应付款主要系业务相关的往来款、质保金等。

从资本结构来看，2021 年以来，随着债务规模的上升，公司财务杠杆水平有所提高，2022 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别升至 66.07% 和 59.99%。债务结构方面，子公司江西能源和江西建材的债务均以短期债务为主，2021 年以来，公司合并口径短期债务占比有所下降，但仍处于较高水

平，同时短期债务规模呈增长态势，仍需关注公司短期债务偿还安排及未来资本结构调整情况。

表 20：近年来公司资本结构及债务结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00
其他权益工具	-	29.90	59.86	59.86
资本公积	73.01	71.91	75.07	73.44
未分配利润	-21.84	-21.03	-21.07	-20.72
少数股东权益	154.99	166.04	177.37	175.85
所有者权益合计	269.01	307.63	350.02	346.91
应付账款	32.46	40.18	50.85	46.11
其他应付款	39.86	32.17	31.71	39.02
总负债	500.26	567.17	643.56	675.41
总债务	372.90	430.89	490.57	520.06
短期债务	186.28	199.28	205.35	217.94
短期债务/总债务	0.50	0.46	0.42	0.42
资产负债率	65.03	64.83	64.77	66.07
总资本化比率	58.09	58.34	58.36	59.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，2021 年以来资产规模呈稳步增长趋势，长期股权投资系母公司资产的最主要构成，2021 年末同比小幅增加；其他应收款主要为母公司应收天然气集团的往来款，规模维持稳定；同期末，一年内到期的非流动资产增加较多，主要是由于借款陆续到期而转入流动资产所致。2021 年以来，母公司所有者权益规模上升亦主要来自发行永续期债券导致的其他权益工具增加。资本结构方面，跟踪期内母公司资产负债率及总资本化比率总体有所降低，但短期债务增长较快，致使短期债务占比大幅增加，2021 年以来母公司债务结构转为以短期债务为主，母公司面临较大的短期偿债压力。

表 21：近年来母公司资产及资本结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	237.80	267.15	289.68	301.07
货币资金	10.36	8.05	11.71	15.57
其他应收款	20.84	22.08	23.02	23.14
一年内到期的非流动资产	4.60	1.95	12.64	12.41
长期股权投资	144.51	150.35	152.51	152.51
所有者权益合计	129.59	159.92	186.93	186.35
总债务	92.67	101.63	89.56	102.54
短期债务	32.95	46.30	54.72	67.38
短期债务/总债务	0.36	0.46	0.61	0.66
资产负债率	45.51	40.14	35.47	38.10
总资本化比率	41.70	38.86	32.39	35.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司投资活动现金流缺口进一步扩大，仍较为依赖外部融资；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出具有较好的保障能力，但货币资金对短期债务的覆盖能力整体有所弱化，公司合并口径和母公司均面临较大的短期偿债压力

2021 年以来，公司整体现金流结构未发生变化。具体来看，2021 年得益于营业收入增长及支付往来款减少，经营活动净现金流有所增加，但依然无法覆盖投资需求，且因天然气板块、电力板块等在建项目投资力度加大，2021 年投资活动现金流缺口进一步扩大，仍需依赖外部融资弥补，因此当期筹资活动净现金流亦有所增加。2022 年 1~3 月，公司维持较大规模的投资支出及筹资活动，但经营活动实现的现金净流入规模相对较少。

2021 年，公司 EBITDA 稳步增长，对利息支出的保障能力依然较强，经营活动净现金流表现较好，其对利息覆盖倍数亦有所提高。跟踪期内，公司短期债务呈增长态势，货币资金对其覆盖能力整体有所弱化，截至 2022 年 3 月末覆盖倍数为 0.74 倍，货币资金无法有效保障短期债务的偿还。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	31.71	28.49	42.05	0.02
投资活动净现金流	-34.31	-61.92	-97.11	-28.11
筹资活动净现金流	13.05	57.80	63.01	22.73
收现比	1.02	1.06	1.01	1.04
EBITDA	64.94	62.40	66.89	--
总债务/EBITDA	5.74	6.91	7.33	--
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.07	0.09	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.46	2.75	3.28	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.69	1.25	2.06	--
货币资金/短期债务	0.70	0.82	0.82	0.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径看，经营活动现金流主要为往来款资金的流入和流出，2021 年支付往来款规模大幅减少，使得经营活动净现金流由负转正；同期，投资活动现金流仍呈净流出状态，但净流出规模有所下降，主要系收回一部分对外投资以及对子公司借

款所致；母公司资金平衡主要依赖于外部融资，2021年筹资活动现金净流入同比减少。

短期偿债能力方面，母公司货币资金/短期债务始终处于较低水平，2021年以来虽有所提高，但货币资金仍无法足额保障短期债务的偿还。截至2022年3月末，母公司货币资金/短期债务仅0.23倍，母公司短期偿债压力较合并口径更大。

表 23：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	1.20	-11.33	6.82	-0.09
投资活动净现金流	-42.21	-27.86	-18.29	-6.27
筹资活动净现金流	45.03	36.88	15.13	10.21
货币资金/短期债务	0.31	0.17	0.21	0.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 2022 年债务到期规模大，面临偿还压力，需关注偿还资金安排及债务结构调整情况；公司目前尚有一定数量的未决诉讼，对经营情况的影响总体有限

截至 2022 年 3 月末，公司合并口径总债务为 520.06 亿元，其中 2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年到期债务分别为 159.48 亿元、82.06 亿元和 53.82 亿元；同期末，母公司债务总额 102.54 亿元，其中 2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年分别到期 56.50 亿元、14.40 亿元和 20.50 亿元。总体来看，2022 年为公司债务到期高峰期，偿还压力较大，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排及后续债务结构调整情况。

表 24：截至 2022 年 3 月末合并口径债务到期分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
到期金额	159.48	82.06	53.82	34.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 25：截至 2022 年 3 月末母公司债务到期分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
到期金额	56.50	14.40	20.50	10.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 59.90 亿元，占总资产的比重为 5.86%，主要包括受限保证金、质押的应收票据、长期应收款；抵押的固定资产、无形资产，以及大

额定期存单等。

表 26：截至 2022 年 3 月末公司受限资产明细（亿元）

受限资产科目	账面价值
货币资金	10.01
应收票据	4.39
应收账款	0.77
存货	0.39
长期应收款	10.99
固定资产	17.83
无形资产	1.88
债权投资	13.64
合计	59.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司合并口径无对外担保。因业务规模较大，涉及业务品种较多，公司目前尚有一定数量的未决诉讼，截至目前公司重大未决诉讼案件共有 4 起，涉案金额合计 2.24 亿元，对公司经营情况的影响总体有限。

表 27：截至 2022 年 3 月末公司重大未决诉讼事项（亿元）

具体涉案单位	诉讼地位	案由	金额	阶段
江西煤业物资供应有限责任公司	被告	侵权责任纠纷	0.52	一审
江西省天然气管道有限公司	债权人	破产重整	0.56	破产重整
中鼎国际工程有限责任公司建筑安装分公司	申请执行人	建设工程施工合同纠纷	0.63	执行
中鼎国际工程有限责任公司市政分公司	申请执行人	建设工程施工合同纠纷	0.53	执行
合计	--	--	2.24	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,113.56 亿元，其中未使用授信额度为 735.24 亿元，公司和银行保持了密切的合作关系，备用流动性充足。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 6 月 6 日，公司本部存在 3 笔已结清关注类贷款，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。截至目前，公司无未结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

江西省区位优势，经济及财政实力持续增强，公司作为江西省重点打造的国有资本投资运营平台，2021 年以来在资金注入和财政补贴方面继续获得有力的外部支持

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，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

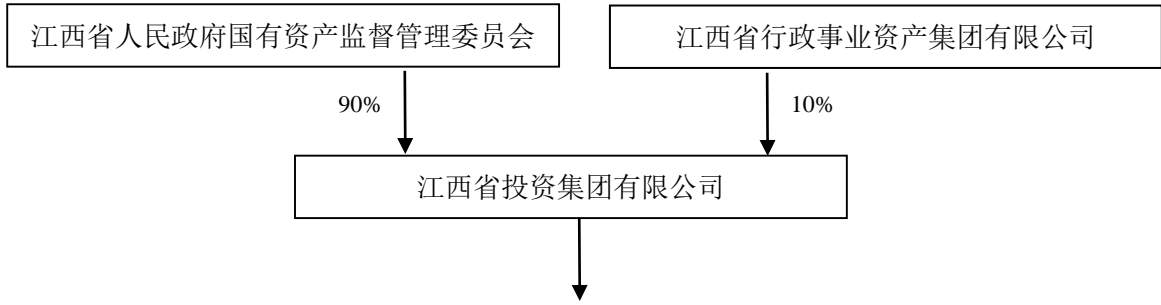
公司作为江西省重点打造的国有资本投资运营平台，旗下拥有电力、天然气、交通、建材、煤炭等业务板块，在江西省具有重要战略地位。

2021 年以来，公司继续获得江西省政府在资金注入、财政补贴方面的重要支持。1) 2021 年公司收到江西省财政资本性投入 3.64 亿元；2) 2021 年，公司收到省级天然气管网建设财政贴息补助 1.34 亿元，计入“其他收益”，收到政府补助 3.42 亿元，计入“营业外收入”，上述补贴规模均较 2020 年有所增加。

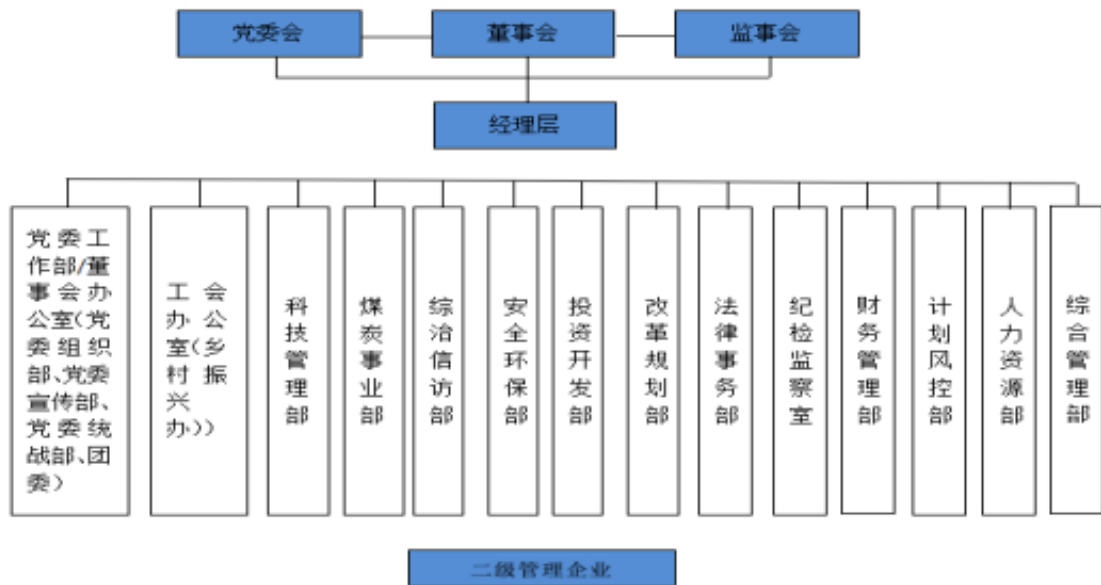
评级结论

综上所述，中诚信国际维持江西省投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

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 2022 年 3 月末)



主要二级子公司	实收资本 (亿元)	持股比例	享有的表决权
江西赣能股份有限公司	9.76	39.72%	39.72%
江西省江投路桥投资有限公司	6.51	70.00%	70.00%
江西省建材集团有限公司	4.04	100.00%	100.00%
江西省九江长江公路大桥有限公司	2.79	61.43%	61.43%
江西省瑞寻高速公路有限责任公司	3.00	67.33%	67.33%
江西省天然气集团有限公司	8.68	100.00%	100.00%
江西赣鄂皖路桥投资有限公司	0.60	50.00%	50.00%
江西省能源集团有限公司	29.66	83.33%	83.33%
江西省华赣环境集团有限公司	30.00	40.00%	40.00%
江西倬云数字产业集团有限公司	7.50	100.00%	100.00%
江西省赣浙能源有限公司	10.00	51.00%	51.00%



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,312,098.69	1,641,518.66	1,691,571.37	1,618,016.78
应收账款	255,814.91	264,513.35	333,818.78	399,363.77
其他应收款	191,723.63	174,572.23	186,209.66	266,521.83
存货	496,277.89	543,343.87	452,536.62	419,539.56
长期投资	531,746.56	583,399.31	814,796.72	844,649.30
在建工程	545,660.28	668,821.59	1,181,905.22	1,104,681.92
无形资产	506,224.14	511,628.64	509,807.91	554,212.17
总资产	7,692,715.21	8,748,002.22	9,935,818.62	10,223,122.72
其他应付款	398,642.32	321,664.41	317,055.29	390,247.52
短期债务	1,862,806.14	1,992,821.96	2,053,472.67	2,179,370.75
长期债务	1,866,155.35	2,316,041.54	2,852,196.64	3,021,271.46
总债务	3,728,961.49	4,308,863.50	4,905,669.31	5,200,642.20
总负债	5,002,623.73	5,671,666.94	6,435,621.16	6,754,051.01
费用化利息支出	176,586.48	170,599.06	171,918.08	--
资本化利息支出	11,204.04	56,425.30	32,009.90	--
实收资本	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	1,549,868.75	1,660,358.06	1,773,672.03	1,758,470.17
所有者权益合计	2,690,091.48	3,076,335.28	3,500,197.46	3,469,071.72
营业总收入	3,145,492.91	3,509,764.25	4,201,977.38	981,346.04
经营性业务利润	251,699.26	252,525.27	313,243.75	36,890.17
投资收益	81,634.22	70,007.64	46,480.98	3,426.69
净利润	219,405.67	188,844.36	209,261.83	20,407.76
EBIT	479,644.59	452,620.84	478,739.71	--
EBITDA	649,400.30	623,998.16	668,885.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,202,767.28	3,724,534.72	4,229,884.24	1,019,081.45
收到其他与经营活动有关的现金	438,446.62	508,910.72	501,423.38	173,981.89
购买商品、接受劳务支付的现金	2,183,525.81	2,772,490.70	3,247,183.09	844,971.72
支付其他与经营活动有关的现金	522,107.09	608,316.58	438,836.85	191,247.12
吸收投资收到的现金	175,846.74	122,931.24	223,296.66	3,007.41
资本支出	349,001.20	523,143.63	718,710.60	171,997.92
经营活动产生现金净流量	317,123.99	284,880.66	420,509.23	165.10
投资活动产生现金净流量	-343,140.14	-619,178.21	-971,109.52	-281,097.60
筹资活动产生现金净流量	130,451.54	578,025.44	630,052.17	227,333.55
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	19.63	17.31	17.76	11.55
期间费用率(%)	11.87	10.56	10.49	9.61
应收类款项/总资产(%)	7.06	6.60	6.63	8.14
收现比(X)	1.02	1.06	1.01	1.04
总资产收益率(%)	8.42	5.51	5.12	--
资产负债率(%)	65.03	64.83	64.77	66.07
总资本化比率(%)	58.09	58.34	58.36	59.99
短期债务/总债务(X)	0.50	0.46	0.42	0.42
FFO/总债务(X)	0.13	0.12	0.12	--
FFO 利息倍数(X)	2.67	2.24	2.93	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.69	1.25	2.06	--
总债务/EBITDA(X)	5.74	6.91	7.33	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.31	0.33	--
货币资金/短期债务(X)	0.70	0.82	0.82	0.74
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.46	2.75	3.28	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债、长期应付款及租赁负债中的带息债务；3、公司未提供合并口径 2022 年一季度现金流量补充资料，故相关指标失效。

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	103,632.64	80,503.64	117,145.77	155,732.12
应收账款	10.80	0.00	0.00	0.00
其他应收款	208,358.41	220,817.98	230,185.23	231,424.91
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,609,679.50	1,676,887.38	1,734,215.65	1,753,912.16
在建工程	33.88	5.76	33.44	33.44
无形资产	316.96	325.03	281.68	270.84
总资产	2,377,975.21	2,671,494.10	2,896,826.26	3,010,658.37
其他应付款	15,273.65	14,179.91	3,874.60	2,261.88
短期债务	329,500.00	463,000.00	547,180.46	673,752.97
长期债务	597,200.00	553,337.35	348,375.98	351,622.15
总债务	926,700.00	1,016,337.35	895,556.44	1,025,375.12
总负债	1,082,117.47	1,072,344.06	1,027,523.95	1,147,139.29
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
实收资本	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,295,857.75	1,599,150.04	1,869,302.31	1,863,519.08
营业总收入	14,158.43	25,591.60	28,475.83	7,741.91
经营性业务利润	-22,237.70	-18,889.17	-20,052.14	-2,627.04
投资收益	23,770.03	39,634.12	27,213.04	4,768.61
净利润	267.17	25,996.89	7,095.52	2,141.57
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	232.57	165.93	243.76	16.62
收到其他与经营活动有关的现金	21,832.60	29,897.50	81,383.17	2,202.01
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	5,486.03	137,107.47	6,202.04	639.81
吸收投资收到的现金	0.00	35,829.00	36,399.00	0.00
资本支出	106.38	90.57	106.98	1.35
经营活动产生现金净流量	11,981.93	-113,330.99	68,246.37	-875.61
投资活动产生现金净流量	-422,110.59	-278,611.38	-182,858.00	-62,681.74
筹资活动产生现金净流量	450,273.88	368,813.36	151,253.75	102,143.70
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	18.31	22.84	23.20	100.00
期间费用率(%)	174.14	95.63	92.66	133.14
应收类款项/总资产(%)	8.76	8.27	7.95	7.69
收现比(X)	0.02	0.01	0.01	0.00
总资产收益率(%)	--	--	--	--
资产负债率(%)	45.51	40.14	35.47	38.10
总资本化比率(%)	41.70	38.86	32.39	35.49
短期债务/总债务(X)	0.36	0.46	0.61	0.66
FFO/总债务(X)	0.01	0.00	0.00	-0.00
FFO 利息倍数(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.31	0.17	0.21	0.23
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、为反映母公司债务情况，中诚信国际债务统计口径包含母公司其他流动负债中的带息债务；3、公司未提供母公司口径 2019 年~2022 年一季度现金流量补充资料及利息支出，故相关指标失效。

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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。