



江苏省国信集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1834 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 6 月 28 日至 2024 年 2 月 8 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。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪主体 江苏省国信集团有限公司**本次跟踪主体评级结果** AAA/稳定**评级观点**

本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于江苏省国信集团有限公司（以下简称“国信集团”或“公司”）政府支持力度大、业务多元化程度高、竞争实力很强、参股资产优质及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到行业政策变化、原材料采购价格持续上行、投资领域广、管理难度大以及非经常损益规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

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

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司盈利能力持续大幅下降；杠杆水平持续攀升使得偿债压力大幅上升。

正面

- 作为江苏省最大的省属投资集团和国有资产授权经营主体之一，近年来公司持续获得了较多的政策和资金支持
- 公司稳固了能源、金融和新兴产业投资等多元化业务并行的战略格局，各业务板块在区域内竞争实力很强
- 参股资产较为优质，可贡献可观的投资收益和现金分红，且流动性良好，可为债务的偿付提供较好保障
- 控股三家A股上市公司，备用流动性充足，融资渠道畅通

关注

- 行业政策变化对公司各板块业务均形成一定影响，原材料价格持续走高导致公司能源和贸易业务盈利能力承压
- 目前公司业务板块较多，投资领域较广，较多的参控股公司给公司管理能力带来一定挑战
- 2022年，公司继续对部分资产计提了减值准备，对利润形成一定影响

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzha@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

国信集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	1,971.24	2,128.39	2,210.48	2,208.65
所有者权益合计（亿元）	1,037.41	1,055.41	1,093.03	1,106.51
负债合计（亿元）	933.83	1,072.98	1,117.45	1,102.15
总债务（亿元）	688.81	828.07	854.41	859.65
营业总收入（亿元）	532.05	621.42	578.60	135.38
净利润（亿元）	61.40	22.15	37.23	11.80
EBIT（亿元）	112.54	54.75	70.05	--
EBITDA（亿元）	145.60	90.97	109.65	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	139.32	-1.67	41.97	10.00
营业毛利率（%）	14.42	4.41	7.08	7.87
总资产收益率（%）	5.71	2.67	3.23	--
EBIT 利润率（%）	21.15	8.81	12.11	--
资产负债率（%）	47.37	50.41	50.55	49.90
总资本化比率（%）	39.90	43.96	43.87	43.72
总债务/EBITDA（X）	4.73	9.10	7.79	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.27	3.24	3.41	--
FFO/总债务（%）	6.98	0.83	4.41	--
国信集团（本部口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	1,125.03	1,252.65	1,362.99	1,338.82
所有者权益合计（亿元）	714.89	773.74	871.54	876.47
负债合计（亿元）	410.14	478.90	491.45	462.35
总债务（亿元）	398.76	457.52	470.86	430.25
净利润（亿元）	38.73	51.95	42.56	4.93
EBITDA（亿元）	65.40	73.62	57.71	4.95
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	21.58	10.36	26.15	11.37
总资本化比率（%）	35.81	37.16	35.08	32.93
总债务/EBITDA（X）	6.10	6.21	8.16	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.69	5.34	4.09	--
FFO/总债务（%）	-3.29	-2.29	2.30	--

注：1、中诚信国际根据国信集团披露的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告和 2023 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他流动负债中的有息债务及预计负债中的资产弃置义务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

江苏省国信集团有限公司					
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	--	2023/02/09	王琳博、王馨淼	中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2022_04	阅读全文
AAA/稳定	--	2009/12/03	--	--	阅读全文
AA+/正面	--	2009/08/25	--	--	阅读全文
AA+/稳定	--	2008/04/24	倪晓彤、王云鹤	--	阅读全文
AA/稳定	--	2006/09/08	赵洋、张进	--	阅读全文
--	--	2005/12/19	宋广宇、张铮、赵洋	--	阅读全文

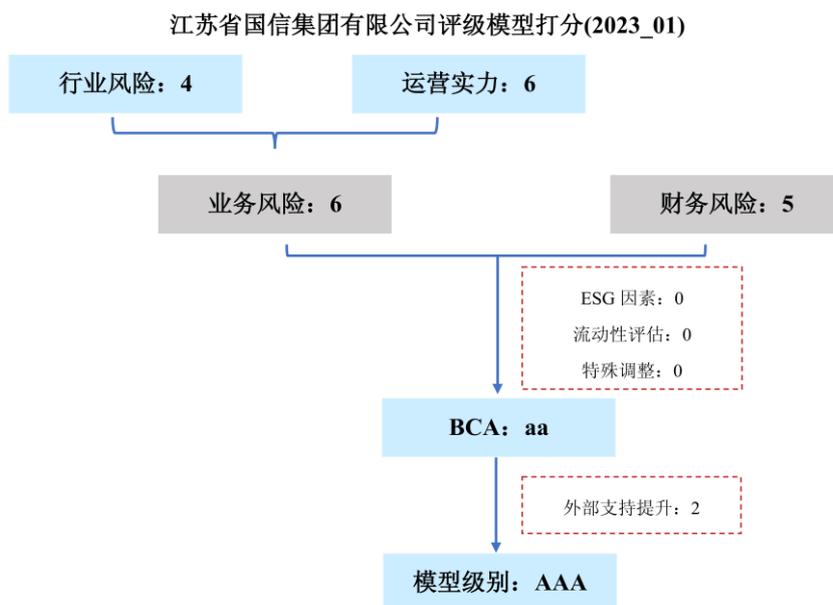
同行业比较（2022 年数据）

公司名称	可控装机容量 (万千瓦)	上网电量/售电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	资产负债率 (%)
申能集团	1,611.38	515.13	2,066.67	701.91	36.98	12.02	42.08
浙能集团	3,638.72	1,776.30*	3,008.89	1,676.47	48.86	4.95	54.21
河北建投	1,508.80	496.19	2,595.07	438.13	37.94	22.13	58.61
国信集团	1,826.40	633.23	2,210.48	578.60	37.23	7.08	50.55

中诚信国际认为，与同行业相比，国信集团装机容量及收入规模优势显著，业务结构较为多元，且财务杠杆及利润处于可比企业中等水平，但装机结构中火电占比较高导致 2022 年以来原材料价格高位运行给公司带来较大的经营性业务盈利压力。

注：“申能集团”为“申能(集团)有限公司”简称；“浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称；“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称；浙能集团上网电量/售电量系 2022 年发电量。

评级模型



方法论

中诚信国际电力生产与供应评级方法与模型 C150000_2022_04

■ 业务风险：

国信集团所属电力行业为国民经济基础行业，稳定性强，电力行业风险评估为较低；国信集团具有很高的装机规模及很强的区域竞争优势，所在区域经济发展水平很高，机组上网电量处于很高水平，收入规模极大，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

国信集团利润水平及资产收益情况受燃料价格影响较大，但仍保持了较好水平，财务杠杆水平适中，同时凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，相关偿债指标有所弱化，但整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对国信集团个体基础信用等级无影响，国信集团具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

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

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“19 苏国信 MTN003B”、“19 苏国信 MTN004B”、“20 苏国信 MTN002”、“20 苏国信 MTN004”、“20 苏国信 MTN006”、“20 苏国信 MTN007”、“20 苏国信 MTN008”、“21 苏国信 MTN001”、“21 苏国信 MTN003”、“21 苏国信 GN001”、“20 苏信 02”、“21 苏信 01”和“21 苏信 02”存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年全国电力供需矛盾凸显，限电频发使得火电投资提速，但非化石能源比重在政策扶持下仍将延续提升态势，电力体制改革亦将持续深化。未来我国用电增速或有提升，但在经济下行压力下整体仍将维持较低水平。行业内企业凭借较好的经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况有所分化

2022 年以来，我国全社会用电量增速放缓，考虑到稳增长政策效果的逐步显现、全球变暖引起的极端天气频繁出现和 2022 年低基数等因素，未来短期内我国用电量增速或将有所提升；但中长期来看，国内外经济较大的下行压力等因素或将影响我国用电量增速继续保持较低水平。同期我国部分区域电力供需偏紧，火电托底作用凸显，其投资加速回暖；国内非化石能源装机继续保持高速增长。但在水电供给不确定性、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素制约下，同时叠加需求回暖和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在。

从机组运营来看，2022 年以来受需求低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时同比有所下降；未来全国发电设备利用效率的增长仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2022 年燃煤电价改革政策的落地实施使得火电企业电价涨幅普遍增至上限以缓解其经营困难，并带动市场交易电量规模大幅增加，亦推动了其他电源品种电价的市场化进程。同时，国家目前仍面临较大的新能源补贴压力，后续缓解仍有待相关政策的落地实施以及碳排放和绿证等交易市场的成熟。

2022 年以来电力生产企业债务规模在加速推进清洁能源项目的建设及并购的影响下虽有所上升，但依托于良好的资源获取、融资及获现能力，预计 2023 年财务风险整体可控；但不同电源企业财务状况仍有所分化，其中火电企业盈利虽有所修复，但仍需持续关注未来燃料价格走势及政策变化情况；风电及太阳能发电企业在政策扶持下盈利及偿债指标整体持续优化，未来仍具较大提升空间。

详见《中国电力生产行业展望, 2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

中诚信国际认为，国信集团作为江苏省级国有资本投资运营管理集团，业务结构多元，区域规模及竞争优势显著，且其中电力及天然气业务为保障区域经济发展起到重要作用；2022 年以来主要板块业务继续保持了很强的运营能力，对企业信用实力提供了有力支撑；但需持续关注经济环境和政策变化等因素对公司各板块业务运营的影响，以及项目投入的资金平衡情况。

公司装机规模优势显著，机组质量优质，装机结构以火电机组为主；江苏省经济实力强劲，用电需求旺盛，为公司电力业务发展提供有利支撑。

公司控股装机容量大，具有很强的竞争实力。2022 年以来，公司装机容量基本维持稳定，截至 2023 年 3 月末，火电机组中 60 万千瓦及以上大型机组占比升至 89.46%，且均已安装脱硫、脱硝等环保设备，机组质量优质。整体来看，公司电源品种较为丰富，但仍以火电为主，装机结构有待进一步优化。

公司电力机组主要位于江苏省内，另有 396 万千瓦火电机组位于山西省内，作为“雁淮直流”配套电源点项目，为江苏省电力供应提供保障¹。2022 年以来，江苏省工业经济支撑有力，先进制造业较快增长，服务业稳定复苏，全年实现地区生产总值 122,875.6 亿元，同比增长 2.8%；实现全社会用电量 7,399.5 亿千瓦时，同比增长 4.2%。2023 年一季度，江苏省实现生产总值 2,9401.7

¹ 江苏与山西两省为落实国家能源战略和部署要求，签订送变电框架协议，两省支持公司控股雁淮直流线路配套电源点，2018 年 10 月与山西省属企业、中央企业合资成立苏晋能源控股有限公司（以下简称“苏晋能源”），投资运营“雁淮直流”配套电源点项目。截至目前，苏晋能源已完成了苏晋塔山发电有限公司、苏晋朔州煤矸石发电有限公司、苏晋保德煤电有限公司三家电厂 396 万千瓦装机的资产并购及建设投产任务，总资产规模超过 170 亿元，建成江苏省外最大的电力能源保障基地。

亿元，同比增长 4.7%。整体来看，江苏省强劲的经济实力及旺盛的用电需求可为公司电力业务的发展提供坚实基础。

表 1：近年来公司控股机组装机情况（万千瓦）

指标	2020	2021	2022	2023.3
控股装机容量	1,780.60	1,826.40	1,826.40	1,826.40
其中：煤机及燃机	1,500.60	1,511.40	1,511.40	1,511.40
抽水蓄能	160	160	160	160
新能源发电	120	155	155	155
火电占比	84.27%	82.75%	82.75%	82.75%

注：火电占比包括煤机及燃机机组；新能源发电业务包含风电、光伏及生物质；江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信”）为公司火电业务的运营主体，2022 年末在运装机容量为 1,443.7 万千瓦（其中煤机 1,184.5 万千瓦、燃机 259.2 万千瓦），另外江苏国信连云港发电有限公司装机容量为 66 万千瓦，国信启东热电有限公司装机容量为 1.7 万千瓦；江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司和江苏沙河抽水蓄能发电有限公司装机容量分别为 150 万千瓦和 10 万千瓦；江苏省新能源开发股份有限公司（以下简称“江苏新能”）为公司新能源发电业务的运营主体，所持淮安、泗阳、如东和盐城四个生物质发电项目装机容量共计 11.5 万千瓦，因项目投运时间较早、全生命周期合理利用小时数用完、燃料价格上升及补贴款到位滞后影响，盐城及如东项目已分别于 2021 年和 2022 年 3 月停机，后续公司拟择机停运淮安和泗阳项目；受统计口径影响，上表所列部分数据与前期披露不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司电力业务运营实力很强，上网电量规模很大；电力体制改革的推进推动 2022 年以来火电上网电价持续上升，但需关注区域用电需求变化、行业政策变更及燃料价格波动对公司电力业务运营的影响。

公司发电量及上网电量规模很大。2022 年，受燃气价格较高公司减少燃气机组发电以及江苏国信协联能源有限公司（以下简称“协联能源”）不再纳入合并范围²影响，公司火电机组发电量同比减少。同期，陆上来风偏弱，但如东海上风电满年度运行对新能源板块发电量及上网电量形成一定支撑。2023 年一季度，苏北地区用电需求低迷，过江通道拥堵，受调度影响公司苏北煤电出力受到挤压，燃气价格仍保持高位运行且供给紧张，导致公司火电机组发电量较上年同期减少 12.42%。但同时，陆上风电及光伏机组发电量均较上年同期有所增加，推动整体新能源机组发电量较上年同期增长 5.46%。2022 年以来，公司供电煤耗整体有所减少。

随着电力体制改革的推进，近年来公司市场化交易电量规模持续增长，且占上网电量比重保持很高水平。2022 年以来，“1439 号文”的出台推动市场化交易电量占比进一步提升，同时受益于燃煤机组市场化交易电价上浮范围扩大及燃气机组上网电价上调等因素，火电机组上网电价持续上升。同时，受新增项目电价不同影响，光伏上网电价有所下降，而受益于电价较高的海上风电项目满年度运行，风电平均上网电价持续上升。值得注意的是，目前新能源机组市场化交易逐步推进，且江苏省正在积极推动电力现货市场交易发展，加之新能源装机规模持续增长，或将对火电机组调峰能力提出更高要求，且对公司上网电价形成影响。

表 2：近年来公司控股机组运行情况（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

火电	2020	2021	2022	2023.1~3
自发电量	567.45	710.67	668.31	142.68
自发上网电量	538.24	672.68	633.23	134.75
市场化交易电量	451.50	542.92	633.23	134.75
市场化交易电量占比（%）	83.88	80.70	100.00	100.00
平均机组利用小时数	3,782	4,536	4,422	1,034

² 公司对协联能源减持 15% 的股份，其控股股东发生变更，公司不再将其纳入合并范围，工商变更于 2021 年 10 月 26 日完成。截至 2023 年 3 月末，公司持有协联能源 35% 的股份。2020~2021 年，协联能源发电量分别为 19.50 亿千瓦时和 15.31 亿千瓦时。

上网电价（不含税，元/千瓦时）	0.3204	0.3329	0.3877	0.3967
入炉标煤单价（不含税，元/吨）	648	1,007	1,086	1,079
煤电供电标准煤耗（克/千瓦时）	304.75	306.74	303.81	304.31
抽水蓄能	2020	2021	2022	2023.1~3
发电量	19.67	20.11	20.48	5.06
上网电价	2020~2022 年平均不含税容量电价 549 元/千瓦*年，平均不含税电量电价 0.351 元/千瓦时；2023 年一季度，电量电价调整为 0.391 元/千瓦时			
新能源发电（风电、光伏及生物质）	2020	2021	2022	2023.1~3
发电量	26.36	32.09	31.99	8.95
上网电量	25.03	30.82	30.91	8.69
风电上网电价	0.5215	0.5333	0.5881	--
生物质上网电价	0.6638	0.6638	0.6641	--
光伏上网电价	1.1170	1.1372	1.1211	--

注：新能源发电项目上网电价均为江苏省内项目平均上网电价，均不含税，发电量和上网电量包含新建项目试运行期间的电量，但不含分布式项目直接销售给用户侧部分的电量和电价；受统计口径影响，上表所列部分数据与前期披露不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃料采购方面，江苏省内煤炭资源很少，目前公司发电用煤全部需对外采购。为保证煤炭供应，公司已与一些大型煤炭集团签订长期供应合同。2022年以来，受市场供需趋紧等因素影响，煤炭及天然气市场价格快速上升并维持高位，或将难以在短时间内缓解，导致火电业务盈利能力承压。中诚信国际将持续关注燃料价格波动对公司盈利能力的影响。

公司天然气业务的区域竞争优势较强；2022 年以来，公司业务模式已变更为管输业务，对该板块的收入及利润规模形成一定影响。

公司天然气业务的运营主体为江苏省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”）。近年来，随着管网建设的推进，公司运营管道长度不断增长，覆盖范围不断扩大，截至2022年末，公司运营的具有“西气”和“川气”两大气源的天然气管网总里程增至520公里，输气站场达20座，已覆盖苏南地区主要市场，占江苏省17%的市场份额，具有较强的区域竞争优势且为区域内生产生活提供重要保障。

2021年9月，随着天然气改革的推进，公司根据国家政策分离天然气管销业务至江苏省天然气销售有限公司³。分离完成后，公司天然气业务流程由原先的购销及管输，在采购价基础上加收管输费，转变为仅确认管输费收入及成本。天然气公司收取的管输费由江苏省发展改革委核定，自2022年9月1日起，供城燃企业和燃气电厂管输含税价格分别下调至0.12元/立方米和0.05元/立方米，有效期暂定3年⁴。

2022年以来，受益于天然气管网的建成投产和下游需求的增长，公司天然气销售量或管输量保持增长。但同时受业务变更影响，公司天然气业务收入大幅减少，且净利润亦有所减少。中诚信国际将对国家天然气改革等政策变化对公司天然气业务运营及盈利能力的影响保持关注。

表 3：近年来公司天然气销售情况（亿立方米、亿元、公里）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
管网长度	410	520	520	520
销售量（管输量）	40.62	46.56	47.99	12.54
营业收入	81.41	72.99	8.65	2.06
净利润	2.25	2.64	2.17	0.57

³ 截至 2022 年 9 月末，公司与中国石化天然气有限责任公司分别持有江苏省天然气销售有限公司 50% 的股份，公司未将其纳入合并范围。

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

信托业务方面，江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“江苏信托”）业务范围包含固有业务⁵和信托业务。近年来，江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）和利安人寿保险股份有限公司（以下简称“利安人寿”）运行情况稳定。2022年以来，江苏信托聚焦资产管理、资产服务及公益慈善信托等转型发展方向，标品投资、资产证券化、家族信托等业务获得快速发展，TOF/FOF及固定收益类业务扩量提质，业务体系更加健全，集合及财产权信托持续增加，但受监管导向影响，公司单一信托业务进一步减少，2022年收入及利润规模同比减少。2023年一季度，手续费收入及股权投资业务的投资收益增长推动江苏信托盈利能力同比回升。

表 4：近年来江苏信托运营情况（个、亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
总资产	280.74	278.69	297.18	290.78
净资产	223.07	241.84	256.57	265.26
营业收入	25.63	25.22	24.77	7.30
其中：信托手续费收入	10.53	8.50	8.62	2.40
投资收益	14.13	15.62	14.29	5.52
净利润	19.44	20.40	19.89	6.55
集合信托计划	个数	162	182	256
	募集金额	2,196.80	4,084.35	3,921.86
单一信托业务	个数	198	37	18
	募集金额	4,026.47	54.27	49.88
财产权信托	个数	8	21	27
	募集金额	105.47	146.16	189.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券业务方面，截至2023年3月末，公司持有华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”）15.13%的股份⁶，为其第一大股东。目前华泰证券已从地方性券商发展为全国规模较大的综合类券商，业务体系较为完善，运营能力强。2022年，华泰证券总资产规模及资本实力进一步提升，综合实力保持行业内领先水平。但当期受市场波动影响，投资交易业务收入减少，同时私募股权基金及另类投资项目估值同比均有所下降，导致整体收入及净利润同比减少。2023年一季度，华泰证券收费类业务维持稳健，投行业务延续强势地位，自营投资收益大幅回升，推动其经营业绩较上年同期有所回升。

表 5：近年来华泰证券主要财务指标（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	7,167.51	8,066.51	8,465.67	8,532.01
净资产	1,323.12	1,520.36	1,678.49	1,709.74
营业总收入	314.45	379.05	320.32	89.93
净利润	108.70	136.01	113.65	33.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

⁶ 截至 2023 年 3 月末，江苏省国信集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司和江苏苏豪国际集团股份有限公司通过港股通分别购入华泰证券 H 股股份 102,408,800 股、37,000,000 股、14,205,200 股、201,413,000 股和 94,705,800 股，此部分股份为香港中央结算（代理人）有限公司代为持有。

公司担保业务由江苏省国信信用融资担保有限公司（以下简称“国信担保”）运营。2022年以来，公司担保余额整体有所增加，同时公司风险控制力度强，未出现担保代偿情况。

表 6：近年来公司担保业务情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
担保余额	57.25	60.07	59.57	64.38
担保放大倍数（倍）	6.86	7.11	6.97	7.48
代偿金额	0.00	0.00	0.00	0.00
代偿回收额	0.03	0.02	0.08	0.00
担保代偿率	0.00	0.00	0.00	0.00
拨备余额	4.13	4.88	5.55	5.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

值得注意的是，近年来国家金融政策不断调整，监管要求持续加强，严控地方政府负债规模，并持续加大对同业、理财以及影子银行监管力度。另外，目前资管新规下监管框架已基本成型，但相关配套制度仍需等待进一步完善，未来风险防控等方面监管政策的出台和推进仍将对公司各项金融业务的开展形成影响。

公司贸易业务规模较大，对收入形成重要补充；宏观环境变化对贸易业务运营及盈利能力影响较大。

公司贸易业务主要运营主体为江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”），内贸项目主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等；出口商品以服装纺织类产品、机电产品、有色金属和船舶为主。出口市场主要为欧盟、北美、日本和东南亚等区域国家。舜天集团进口产品主要来自日本、欧盟、中国香港、东南亚等国家和地区，以生产设备和原材料为主，产品结构比较稳定。2022年，舜天集团主动压缩部分收益与风险不匹配的低效业务和大宗产品业务，且工业生产线和进口纸浆相关业务减少导致内贸及进口业务收入均同比减少，而同时服装业务、援外物资业务、跨境电商业务以及新开发的船舶出口业务同比增加。2023年一季度，舜天集团内贸收入延续减少态势，主要系大宗商品业务、建材涂料业务减少所致，而木材制品、服装、援外物资、科研仪器设备等业务收入增加推动进出口业务收入较上年同期小幅回升。

表 7：近年来舜天集团贸易业务主要情况（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
内贸	65.85	71.49	61.61	13.42
出口	36.69	40.59	45.61	10.68
进口	20.14	25.93	24.30	5.12
营业收入	122.69	138.01	131.53	29.22
净利润	1.67	-6.17	1.52	0.48

注：受四舍五入影响，上述数据加总与合计数不一致；2021年，舜天集团控股子公司江苏舜天股份有限公司（以下简称“江苏舜天”）由于对通讯器材业务单项计提坏账准备等原因亏损 5.82 亿元，同比减少利润 7.83 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

医药流通方面，公司下属的江苏省医药有限公司（以下简称“江苏医药”）主要从事医药经销、药品批发和医疗器械等业务。2022年以来，随着外部环境变化及零售业务的显著增长，江苏医药收入及利润均有所增加，但需持续关注应急类产品需求变化及集采招标等因素对江苏医药运营的影响。

表 8：近年来江苏医药运营情况（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	64.28	66.42	75.97	19.92
净利润	0.67	0.74*	0.78	0.20

注：2021 年净利润系归母净利润。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，目前宏观经济面临下行压力，市场竞争激烈，叠加复杂外部环境因素影响，贸易行业景气度以及商品价格波动较大。中诚信国际将持续关注公司贸易板块经营情况。

目前公司新兴产业投资等其他业务较为多元，但规模较小。

公司新兴产业投资业务由全资子公司江苏省投资管理有限责任公司经营管理。未来投管公司将转型升级为公司的资本投资平台，通过设立相应主题基金的方式对新一代信息技术、新能源、高端装备制造、新材料、生物医药等领域进行投资和布局。目前投管公司已发起设立及投资部分基金项目，并收到部分管理费和基金分配收益。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司参股基金情况（亿元）

名称	总规模	投管公司认缴规模	已出资金额	类型	投资领域	建立时间	基金单位净值
南京国调国信智芯基金	34.00	7.50	7.50	LP	人工智能、物联网、工业 4.0	2019.4	1.76
江苏趵泉国信新能源产业投资基金	11.22	4.00	3.20	GP	新能源技术	2020.3	1.24
中金共赢启江(上海)科创股权投资基金	55.01	2.00	1.40	LP	人工智能、先进制造、信息技术、集成电路、新能源新材料、大健康、教育文化产业	2020.2	1.03
苏州工业园区元禾秉胜股权投资基金	76.80	1.60	1.60	LP	医疗健康，智能制造，企业服务，文化和娱乐和消费升级	2016.7	1.81
江苏趵泉中金国信创业投资基金	15.15	6.00	1.80	LP	人工智能、先进制造、信息技术、集成电路、新能源、新材料、生物医药	2021.7	1.03
南京华泰国信医疗投资基金	30.00	12.00	8.40	GP	生物医药、医疗器械、医疗服务等医疗健康领域	2021.7	0.97

注：“江苏趵泉中金国信创业投资基金”原名为“中金长三角科创发展基金”；“南京华泰国信医疗投资基金”原名为“江苏省医疗健康产业投资基金”。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，目前公司控股酒店企业共有 2 家，分别为南京丁山宾馆有限公司与南京国信大酒店有限公司，酒店运营较为稳定但宏观环境变化对盈利能力形成一定影响。园区开发方面，截至 2023 年 3 月末，公司运营的徐庄基地已累计引入企业 146 家（其中购房企业 22 家，租赁企业 124 家），完成园区可供招商面积的 87%。根据江苏省政府规划，未来软件产业将成为江苏省加速发展新型服务业的龙头，公司计划增强园区的服务功能，并依托于金融平台优势，在提供金融服务的同时，积极拓展高科技产业投资业务。整体来看，目前公司新兴产业投资等业务投资规模及收益较小，对公司影响不大。

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

截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建项目主要为电力及天然气项目，其中电力机组装机规模共计 705 万千瓦，其中在建燃煤发电机组 500 万千瓦。整体来看，公司储备项目充足，未来随着项

目的建成投产，运营实力将进一步提升，但较大的投资规模或将给公司带来一定投资压力。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（亿元、%）

项目名称	建设内容	总投资	已投资	预计投运时间
川气东送江苏配套管线吴昆管道工程	项目位于苏州市吴江区和昆山市，管道全长约 107 公里	12.95	9.60	2023
江苏沿海管道如东-常熟-太仓段输气管线工程项目	项目涉及苏州市、南通市，管线全长 170.7 公里，设计年输气量 61.6 亿立方米	53.00	21.79	2025
江苏沿海输气管道启东-海门支线工程	管道长度 48 公里，起点为广汇启东 LNG 分销转运站，终点为正余清管站	7.39	2.24	2025
江苏省液化天然气储运调峰工程项目	在江苏如东洋口港投资建设 3 座 20×104 m ³ LNG 储罐及相关配套设施	52.10	17.11	2025
射阳港电厂 100 万千瓦燃煤发电机组扩建工程项目	位于盐城市射阳县射阳港经济开发区，建设两台 100 万千瓦高效超超临界二次再热燃煤发电机组	45.40	23.33	2023
江苏国信滨海港 2×100 万千瓦高效清洁燃煤发电项目	--	83.79	16.68	2025
江苏国信沙洲 2×100 万千瓦高效清洁燃煤发电项目	2 台 100 万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组，所发电力直接送入苏南电网主网架，实现就近消纳	82.37	7.40	2025
合计	--	337.00	98.15	--

注：射阳港电厂 100 万千瓦燃煤发电机组扩建工程项目计划建设两台 100 万千瓦机组，其中表中所列系一号机组计划总投资及已投资规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元、%）

项目名称	建设内容	总投资	2023 年计划投资	预计开工及投运时间
江苏省沿海输气管道项目	计划设置 1 条沿海干线、6 条分输支干线、6 条分输支线、11 条大专户专线及 3 条联络线和 2 条储气库注采线，在苏北苏中地区形成“一纵四横”多环网状区域管网，规划线路 2,542 公里	133.83	23.87	2019~2028
江苏国信如东液化天然气接收站工程	项目将依托原预留用地建设 1 座 20 万方全包容 LNG 储罐，新建 1 座 8-26.6 万方 LNG 专用码头，以及配套设施设备。项目建成后将主要从事 LNG 的接卸作业	25.10	4.00	2023~2025
盐城海上风电-大丰 85 万千瓦海上风电项目	位于新洋港东南方向、大丰港东北方向海域，项目中心离岸距离约 33 公里	105.00	5.00	2023~2025
江苏国信连云港抽水蓄能电站	建设 4 台 30 万千瓦单级立轴单转速混流可逆式水泵水轮机组，总装机 120 万千瓦	89.90	8.29	2023~2030
合计	--	407.00	41.16	--

注：江苏省沿海输气管道项目计划总投资为整体项目投资规模，该项目将分为多个子项目建设；公司牵头组建联合体参与了海上风电竞争性配置申报，中选大丰 85 万千瓦海上风电项目，公司持有联合体 51% 的股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，国信集团收入规模极大，2021 年以来原材料采购成本高企对公司盈利能力形成影响，投资收益成为利润的主要构成；公司资产及资本实力均保持增长，财务杠杆处于行业内较优水平；偿债指标虽有所弱化，但凭借其优质的可变现资产、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平。

2022 年公司收入规模受合并范围变化和业务模式变更影响有所下降，但仍保持极大规模，高企

的燃料价格继续对公司盈利形成挤压,但可观的投资收益为利润提供强有力的支撑;同时需关注公司未来非经常性损益情况。

2022 年以来,受协联能源不再纳入合并范围、燃气业务模式变更及燃料等原材料采购价格持续上升导致火电发电量减少等因素影响,公司营业总收入有所减少,但仍保持极大规模。同时,电价上升及毛利率较低的燃气业务模式变更使得公司毛利率持续回升。受期间费用及高燃料价格侵蚀,当期经营性业务利润仍呈亏损状态,但亏损幅度有所收窄。公司参股大量优质资产,2022 年公司所持徐工集团工程机械有限公司(以下简称“徐工机械”)股权重分类至其他权益工具投资导致产生亏损,投资收益亦同比有所减少,但联营企业华泰证券、江苏银行及江苏核电有限公司均保持了很强的盈利能力,投资收益对利润形成有效支撑。2022 年以来,公司利润总额及相关盈利指标均有所回升。2022 年,公司公允价值变动损益主要系所持股票及股权投资公允价值增加。同期,公司资产减值损失主要系投资性房地产经资产评估计提减值损失、电厂煤炭存货跌价损失和对长期未分红无效投资的股权计提的减值损失,同比有所减少,但仍对利润形成较大侵蚀。2022 年,公司收回参股企业委贷,冲回部分信用减值损失。中诚信国际将持续关注燃料价格波动对公司经营性业务盈利能力的影响,并对未来非经常性损益情况保持关注。

表 12: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元)

收入	2020	2021	2022	2023.1-3
能源业务	336.52	396.21	349.08	81.93
贸易业务	172.82	204.37	206.44	49.15
金融业务	18.13	18.96	21.49	3.62
投资业务	0.26	0.47	0.32	
其他	1.23	1.42	1.27	0.68
房地产业务	3.09	--	--	
营业总收入	532.05	621.42	578.60	135.38
毛利率	2020	2021	2022	2023.1-3
能源业务	14.22%	0.17%	4.13%	7.87%
贸易业务	9.06%	6.99%	6.79%	7.73%
金融业务	67.68%	63.14%	59.11%	62.71%
投资业务	62.59%	61.92%	45.54%	
其他	51.94%	10.77%	-20.97%	--
房地产业务	5.41%	--	--	
营业毛利率	14.42%	4.41%	7.08%	7.87%

注:公司其他业务主要为酒店、房屋租赁、电影发行、软件、服装加工制造等;贸易板块包含医药经销业务;2020 年 9 月,公司与华城华东投资有限公司完成国有股权无偿划转事项,将其持有的江苏省房地产投资有限责任公司(以下简称“房地产公司”)51%的股权无偿划转给后者,至此公司剥离房地产业务板块,2020 年 9 月起,房地产公司不纳入公司合并范围,但上表中 2020 年收入包含 1-8 月房地产收入数据;江苏省电影发行放映有限公司于 2022 年 11 月无偿划转,2022 年末不在并表范围内;2020-2021 年收入及毛利率经追溯调整;部分数据加总与合计数不一致,系四舍五入所致。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 13: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

指标	2020	2021	2022	2023.1-3
期间费用合计	48.36	48.56	52.24	11.97
期间费用率	9.09	7.81	9.03	9.00
经营性业务利润	25.60	-23.67	-13.92	-0.28
资产减值损失	57.12	20.03	15.30	-0.02
信用减值损失	2.32	5.75	-8.84	0.17
公允价值变动收益	2.59	20.51	10.23	0.72
投资收益	121.89	58.80	52.35	13.45
利润总额	80.52	30.81	41.41	13.66
EBITDA	145.60	90.97	109.65	--

总资产收益率(%)	5.71	2.67	3.23	--
-----------	------	------	------	----

注：由于缺少数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，随着对外投资及项目建设的推进，公司总资产及总债务均整体有所增长；资本实力进一步积累，财务杠杆仍处于行业内较低水平，债务结构有所优化。

公司资产以非流动资产为主，其中所持实体及金融企业股权和固定资产占比较高，2022 年以来总资产规模整体有所增长。细分来看，公司处置部分参控股企业股权，导致长期股权投资及固定资产规模有所减少。但同时，徐工机械股权重分类推动其他权益工具增长。流动资产方面，公司非受限货币资金规模充沛，并持有较大规模的交易性金融资产。2022 年，经营活动获现能力大幅回升及江苏信托拆借资金增加使得期末货币资金规模大幅增加。2023 年一季度，江苏信托归还所拆借资金导致期末货币资金规模回落。2022 年以来，公司持有理财产品增加，推动交易性金融资产持续增长。另外，公司应收账款规模整体有所增加，欠款方主要为电网公司，回收风险很低。

公司经营性负债主要为应付账款和其他应付款。2022 年，江苏信托将信保基金重分类至拆入资金，使得其他应付款有所增长。2022 年以来，在建项目的推进及业务规模的拓展推升公司对外融资需求，其中短期债务占比有所上升，但债务结构仍处于合理水平。所有者权益方面，2022 年以来，随着未分配利润的不断累积及由于对参股企业的长期股权投资调整使得资本公积增加，公司资本实力持续增强，财务杠杆处于行业内较低水平，财务政策较为稳健。

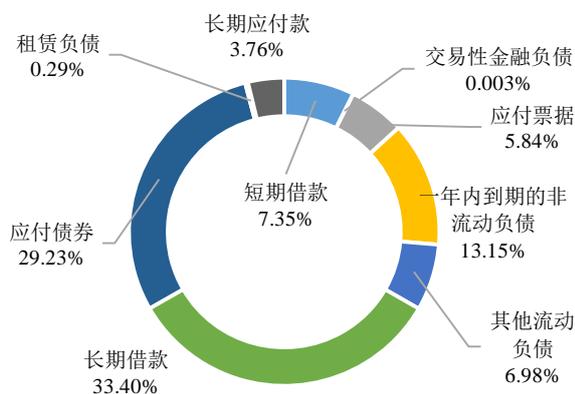
表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

指标	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	168.84	170.78	238.96	187.49
交易性金融资产	203.28	238.69	245.55	309.72
应收账款	76.59	83.59	84.64	90.17
长期股权投资	675.46	744.52	734.85	734.13
其他权益工具投资	71.08	101.33	144.19	133.30
固定资产	462.41	502.88	485.09	479.58
在建工程	77.43	47.24	69.56	82.64
流动资产/总资产	28.12	28.49	30.44	31.59
总资产	1,971.24	2,128.39	2,210.48	2,208.65
应付账款	69.81	91.94	89.65	91.88
其他应付款	77.97	60.99	68.71	72.00
短期债务/总债务	48.68	33.89	37.76	33.32
总债务	688.81	828.07	854.41	859.65
实收资本	306.00	309.00	309.00	309.00
资本公积	131.15	133.20	144.25	144.25
未分配利润	239.72	261.13	276.50	285.81
少数股东权益	248.68	226.82	235.23	239.07
所有者权益	1,037.41	1,055.41	1,093.03	1,106.51
总资本化比率	39.90	43.96	43.87	43.72

注：2020 年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在上表中计入交易性金融资产；2023 年 3 月末其他应付款包含应付利息及应付股利。

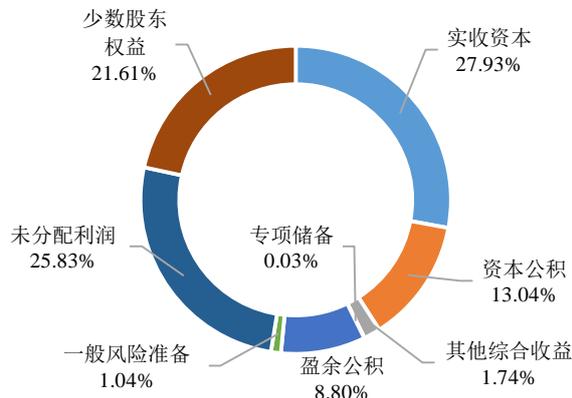
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财报，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财报，中诚信国际整理

2022 年，公司经营获现能力大幅回升；公司仍有一定的对外投融资需求，但规模有所收窄，主要偿债指标处于较强水平。

2021 年江苏房地产不再纳入合并范围，减少其在财务公司存款等因素影响，公司经营活动现金呈净流出态势。2022 年公司无此类重大经营活动现金流出情况，加之上网电价上升及收到税费返还增加等因素，经营活动获现能力大幅回升。同期，公司收回投资规模较大使得投资活动现金净流出规模大幅减少。但随着项目建设及投资的推进，公司保持了一定的对外融资需求，但规模有所减少。2023 年一季度，收入规模减少导致公司经营活动现金净流入规模较上年同期有所减少。同期，公司投资支出及债务偿还规模较大，使得投资及筹资活动现金均呈净流出态势。公司仍有较大规模的在建及拟建项目，预期未来仍将保持一定的投融资规模。

2022 年，受益于 EBITDA 及经营活动净现金流规模增加，公司主要偿债指标均有所优化。另外，依托于较为优质的可变现资产和畅通的外部融资渠道，公司整体偿债能力处于较强水平。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	139.32	-1.67	41.97	10.00
投资活动净现金流	-110.66	-82.81	-4.66	-51.79
筹资活动净现金流	32.23	87.74	28.93	-9.63
总债务/EBITDA (X)	4.73	9.10	7.79	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.27	3.24	3.41	--
经营活动净现金流/利息支出 (X)	5.04	-0.06	1.31	--
FFO/总债务 (%)	6.98	0.83	4.41	--

注：由于缺少数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部情况

公司本部利润主要来源于投资收益；近年来资产及债务规模均整体有所增长，财务杠杆保持较低水平，整体偿债压力较小。

公司本部资产及利润来源主要为对子公司、合联营企业及金融资产的投资及产生的投资收益，2022 年公司处置所持参股公司股权产生亏损，导致投资收益及利润规模均同比减少。2023 年一

季度，公司本部利润规模较上年同期有所增加。2022 年以来，受益于业务规模的拓展及参、控股企业利润的积累，本部总资产及资本实力进一步提升。同时，本部债务规模随着超短期融资券的发行和偿付而先增后减，财务杠杆持续下降，且处于较低水平，债务结构合理。公司本部经营活动净现金流主要为向其他金融机构拆借的资金，2022 年以来有所波动。2022 年，受债务规模增加影响，公司本部偿债指标有所弱化，但整体来看，公司本部所持金融资产可变现能力较强，本部整体偿债压力较小。

表 16：近年来公司本部主要财务情况（亿元、X、%）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	4.53	3.38	2.05	0.37
公允价值变动收益	0.94	16.33	7.48	0.26
投资收益	103.43	44.58	38.27	7.40
净利润	38.73	51.95	42.56	4.93
货币资金	81.53	82.92	119.81	49.09
交易性金融资产	82.45	120.18	124.83	167.07
长期股权投资	789.29	855.47	900.40	910.00
资产总额	1,125.03	1,252.65	1,362.99	1,338.82
短期债务	208.87	134.34	165.26	139.13
总债务	398.76	457.52	470.86	430.25
所有者权益	714.89	773.74	871.54	876.47
总资本化比率	35.81	37.16	35.08	32.93
经营活动净现金流	21.58	10.36	26.15	11.37
投资活动净现金流	-13.87	-45.33	15.30	-43.59
其中：取得投资收益收到的现金	32.91	38.64	33.75	0.96
筹资活动净现金流	25.94	36.36	-4.56	-38.50
总债务/EBITDA	6.10	6.21	8.16	--
EBITDA 利息保障倍数	4.69	5.34	4.09	--
货币资金/短期债务	0.39	0.62	0.73	0.35

注：2020 年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在上表中作为交易性金融资产列示；由于缺少数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算；2021 年，公允价值变动收益主要来源于持有中国电信股份公允价值上升。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产共计 75.33 亿元，占期末总资产的 3.41%，主要为受限的货币资金、固定资产、应收账款及使用权资产等，其中受限货币资金 16.11 亿元，占期末货币资金的 6.74%，比重较小，对公司不构成重大影响。

截至 2023 年 3 月末，公司无重大未决诉讼、仲裁及行政处罚案件及对外担保事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

⁷ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，受天然气业务变更影响，该板块业务收入规模大幅减少，且在国内外经济形势的影响下，燃料等原材料成本或将仍保持高位震荡，持续影响能源业务利润规模。

——2023 年，贸易、金融及投资等其他业务将持续稳健发展。

——2023 年，公司在建、拟建项目如期推进，项目建设及股权类资本支出仍将维持较大规模，推升债务融资需求。

预测

表 17: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	43.96	43.87	43.90~46.21
总债务/EBITDA(X)	9.10	7.79	6.07~6.43

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司可变现资产及备用流动性充足，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

2022 年以来，公司经营活动获现能力同比回升至较好水平。截至 2022 年末，未受限货币资金规模为 222.85 亿元，对债务的覆盖能力尚可，债务偿还主要依靠经营收入和融资续作解决。2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2,854.99 亿元，其中尚未使用额度为 2,152.07 亿元，备用流动性充足。另外，公司子公司江苏新能、江苏国信和江苏舜天为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。公司所持金融资产优质，可变现能力强，且可贡献可观的投资收益和分红，能够为公司的流动性需求提供较强支持。公司融资渠道多元，债券发行顺畅，利率优于同行业可比企业，整体融资能力很强。

表 18: 截至 2023 年 3 月末公司主要参控股上市公司情况（亿元、%）

名称	简称	代码	持股比例	2023 年 3 月末总市值	公司 2022 年确认投资收益	2022 年对公司分红
江苏国信股份有限公司	江苏国信	002608	73.82	232.35	--	--
江苏省新能源开发股份有限公司	江苏新能	603693	57.27	110.10	--	--
江苏舜天股份有限公司	江苏舜天	600287	50.69	23.59	--	--
华泰证券股份有限公司	华泰证券	601688	15.13	1,074.42	17.20	6.18
江苏银行股份有限公司	江苏银行	600919	8.17	1,036.83	24.40	6.00
华能国际电力股份有限公司	华能国际	600011	1.69	1,112.03	-1.25	--
徐工集团工程机械股份有限公司	徐工机械	000425	5.54	818.86	--	1.51

注：上表中所示对江苏国信、江苏新能及华泰证券的持股比例为公司直接持股比例；对江苏舜天持股比例为舜天集团持股比例；对江苏银行持股比例为江苏省国际信托有限责任公司持股比例。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，资金平衡状况尚可。2022 年以来，公司债务规模整体呈增长态势，但债务结构仍保持合理水平，且其中以银行融资和公募债券为主，债务规模可控。2022 年以来公司保持了较大的资本支出力度，目前在建及拟建项目较多，未来或面临一定的资本支出压力。综上所述，公司资金平衡能力很强，良好的银企关系、较强的债券市场融资能力及畅通的融资渠道有助于债务平稳续接，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

盖。

表 19：截至 2022 年末公司债务到期分布情况

项目	类型	1 年以内到期	1 年以上到期	合计
借款	信用借款/抵押借款质押借款/保证借款	101.32	244.27	345.59
债券	中期票据/公司债/绿色债/超短期融资券	145.00	276.25	421.25
融资租赁	融资租赁	25.88	11.22	37.10
其他有息债务	应付票据/应计利息/交易性金融负债	50.46	0.01	50.47
合计	--	322.67	531.74	854.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本部方面，公司本部口径现金对一年内到期的债务规模覆盖程度尚可，资金储备一般。但公司本部持有较大规模的上市公司股权，可变现能力强，且下属子公司可贡献可观的投资收益，加之公司外部融资能力很强，可对债务的偿付提供支持。

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司注重清洁环保发展，下属板块为地区能源供应提供重要保障，电力机组质量较优，但以火电为主的电力结构未来或面临一定的环保压力；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司电力机组以火电为主，其中大容量机组占比较高，且脱硫、脱硝、除尘系统投运率均达到 99% 以上，二氧化硫、氮氧化物、烟尘等污染物排放均符合国家超低排放标准。另外，公司积极推进新能源项目获取及建设，但公司在建及拟建项目中燃煤机组规模仍较大，需持续关注碳配额交易等环保政策以及深度调峰需求对项目运营及盈利情况的影响。

社会方面，公司的电力及天然气业务在地区市场占有率高，为地区建设发展提供重要保障。公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司建立了由董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构，管理层下设战略与投资部、财务部和能源部等职能部门。公司风险管理意识较高，风险监督安排较为健全，以财务、审计、法律和纪检监察为基础构成的内部风险监督部门和各自职能已基本确立，投资决策的制度安排基本到位。公司设立财务公司，对系统内资金进行集中管理、统筹融资及调度，确保公司资金的总体平衡，提高了资金使用效率。整体来看，公司法人治理结构完善，管理体系健全，但目前公司参股企业相对较多，投资领域较分散，给公司的管理能力带来一定挑战。未来，公司将继续聚焦主责主业发展。能源方面，公司作为江苏省最大的地方能源投资主体，积极在省内沿海布局新的能源项目，同时在全省各地级市布局能源项目，借助特高压通道，在省外重点布局新能源电源点，建立“风光水火气储”综合能源基地；金融方面，公司将以市场为导向，主动顺应国家“金融脱虚向实、服务实体经济”的号召，主动适应金融“强监管”、“降杠杆”的新时代要求，打造省级金融控股平台；新兴产业投资方面，公司将紧盯能源、金融主业行业发展新趋势新动向，重点研究新能源产业链突破性新技术、绿色金融产品等方面的投资机会，培育壮大集团新的投资增

⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

长点，推动重点产业领域加快形成规模效应。

外部支持

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

公司是江苏省唯一既具备实业投资功能又具备金融功能的省属企业，是江苏省国资委直属的江苏省最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体，也是国有资本的重大战略实施平台。目前公司已形成了多元化的产业格局，多个板块业务在江苏省内均居行业前列，在推动江苏省战略新兴产业发展、稳步发展能源及金融等传统产业方面发挥了很大作用。2022 年以来，江苏省国资委在产业政策、资源获取以及资金等方面继续给予了公司强有力的支持。

同行业比较

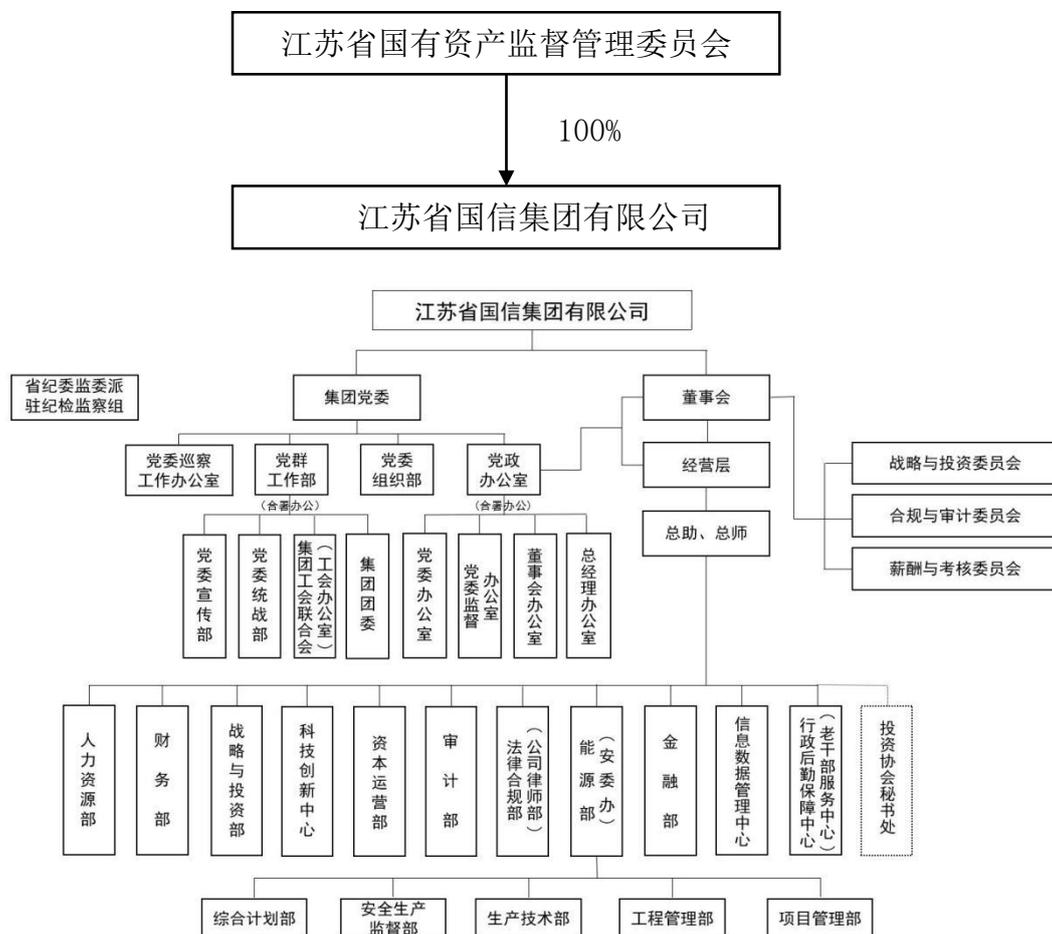
中诚信国际选取了申能(集团)有限公司、浙江省能源集团有限公司和河北建设投资集团有限责任公司作为国信集团的可比公司，上述公司均为区域型能源投资集团，业务多元化程度高，与国信集团在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，国信集团与可比企业均为省或直辖市直属的综合性能源投资集团，且能源业务收入或利润占比较高，利润来源中投资收益贡献大。国信集团装机容量及收入已具备规模优势，业务结构更为多元，但控股机组中火电机组占比较高，在燃料等原材料价格大幅上升的情况下，经营性业务盈利能力面临更大压力。另外，国信集团资本实力雄厚，财务杠杆处于行业内较低水平。

评级结论

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

附一：江苏省国信集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏省国信集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	1,688,384.78	1,707,782.60	2,389,631.29	1,874,928.02
应收账款	765,871.66	835,919.35	846,407.52	901,709.84
其他应收款	197,177.20	76,621.41	69,141.35	132,576.16
存货	263,599.15	448,251.32	406,845.92	374,294.64
长期投资	7,679,566.52	8,716,253.79	9,011,433.71	8,765,455.61
固定资产	4,624,092.08	5,028,800.79	4,850,934.10	4,795,757.55
在建工程	774,331.28	472,430.34	695,593.53	826,355.91
无形资产	197,184.62	248,311.30	258,043.09	263,296.18
资产总计	19,712,415.91	21,283,911.04	22,104,765.29	22,086,534.43
其他应付款	779,682.74	609,893.97	687,064.14	720,047.24
短期债务	3,352,970.75	2,806,062.27	3,226,662.62	2,864,057.08
长期债务	3,535,173.65	5,474,656.94	5,317,410.45	5,732,437.76
总债务	6,888,144.40	8,280,719.21	8,544,073.07	8,596,494.84
净债务	5,359,955.24	6,719,668.32	6,315,572.27	6,721,566.82
负债合计	9,338,348.18	10,729,796.05	11,174,467.56	11,021,462.51
所有者权益合计	10,374,067.74	10,554,114.98	10,930,297.73	11,065,071.92
利息支出	276,365.17	281,003.15	321,258.11	--
营业总收入	5,320,487.20	6,214,205.23	5,785,984.07	1,353,753.90
经营性业务利润	255,989.14	-236,676.16	-139,211.11	-2,840.81
投资收益	1,218,920.87	587,975.63	523,451.26	134,513.60
净利润	614,009.44	221,540.07	372,312.71	118,048.03
EBIT	1,125,353.56	547,455.93	700,495.46	--
EBITDA	1,455,961.80	909,668.80	1,096,481.49	--
经营活动产生的现金流量净额	1,393,183.36	-16,678.14	419,652.82	99,977.78
投资活动产生的现金流量净额	-1,106,602.48	-828,137.35	-46,556.22	-517,933.86
筹资活动产生的现金流量净额	322,284.98	877,361.43	289,270.03	-96,345.16
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率(%)	14.42	4.41	7.08	7.87
期间费用率(%)	9.09	7.81	9.03	9.00
EBIT 利润率(%)	21.15	8.81	12.11	--
总资产收益率(%)	5.71	2.67	3.23	--
流动比率(X)	0.98	1.21	1.20	1.39
速动比率(X)	0.93	1.12	1.12	1.31
存货周转率(X)	17.27	16.69	12.57	12.55*
应收账款周转率(X)	6.95	7.76	6.88	6.09*
资产负债率(%)	47.37	50.41	50.55	49.90
总资本化比率(%)	39.90	43.96	43.87	43.72
短期债务/总债务(%)	48.68	33.89	37.76	33.32
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.16	-0.03	0.04	0.05
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.34	-0.09	0.10	0.14
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	5.04	-0.06	1.31	--
总债务/EBITDA(X)	4.73	9.10	7.79	--
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.32	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.27	3.24	3.41	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.07	1.95	2.18	--
FFO/总债务(%)	6.98	0.83	4.41	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他流动负债中的有息债务及预计负债中的资产弃置义务；3、由于缺乏有关数据，2023 年 1-3 月相关指标无法计算；4、带“*”指标经年化处理。

附三：江苏省国信集团有限公司财务数据及主要指标（公司本部）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	815,304.13	829,162.14	1,198,126.35	490,854.86
应收账款	--	--	--	--
其他应收款	100,996.40	119,651.95	119,539.95	117,914.15
存货	--	--	--	--
长期投资	8,614,969.15	9,624,612.29	10,472,828.61	10,568,826.26
固定资产	16,911.22	18,208.26	12,280.93	11,996.27
在建工程	5,690.15	2,223.01	2,377.28	2,708.72
无形资产	1,317.88	5,828.79	6,094.32	5,726.29
资产总计	11,250,276.70	12,526,450.13	13,629,946.70	13,388,175.52
其他应付款	72,798.17	66,835.21	55,689.51	209,488.92
短期债务	2,088,721.37	1,343,417.26	1,652,575.00	1,391,320.00
长期债务	1,898,894.06	3,231,749.85	3,056,044.92	2,911,150.00
总债务	3,987,615.43	4,575,167.12	4,708,619.92	4,302,470.00
净债务	3,172,311.30	3,746,004.98	3,510,493.57	3,811,615.14
负债合计	4,101,365.32	4,789,016.15	4,914,520.41	4,623,464.82
所有者权益合计	7,148,911.38	7,737,433.98	8,715,426.28	8,764,710.69
利息支出	139,447.83	137,874.43	141,246.53	--
营业总收入	45,337.18	33,843.39	20,530.17	3,692.74
经营性业务利润	-83,023.32	-94,003.62	-102,851.57	-27,122.88
投资收益	1,034,258.76	445,818.58	382,681.78	74,000.00
净利润	387,279.99	519,487.96	425,628.37	49,284.41
EBIT	651,420.81	733,764.96	572,442.49	--
EBITDA	653,984.36	736,186.74	577,119.04	--
经营活动产生的现金流量净额	215,834.46	103,578.06	261,512.72	113,650.01
投资活动产生的现金流量净额	-138,735.52	-453,338.14	153,015.08	-435,897.10
筹资活动产生的现金流量净额	259,442.03	363,618.09	-45,563.59	-385,024.40
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	99.76	99.48	99.13	100.00
期间费用率（%）	279.23	375.57	595.32	831.89
EBIT 利润率（%）	1,436.84	2,168.12	2,788.30	1,340.25
总资产收益率（%）	5.79	6.17	4.38	1.47
流动比率（X）	0.91	1.77	1.66	1.58
速动比率（X）	0.91	1.77	1.66	1.58
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	36.46	38.23	36.06	34.53
总资本化比率（%）	35.81	37.16	35.08	32.93
短期债务/总债务（%）	52.38	29.36	35.10	32.34
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.00	0.02	0.11*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.04	-0.01	0.07	0.33*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.55	0.75	1.85	--
总债务/EBITDA（X）	6.10	6.21	8.16	--
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.55	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.69	5.34	4.09	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.67	5.32	4.05	--
FFO/总债务（%）	-3.29	-2.29	2.30	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债中的有息债务；3、由于缺乏有关数据，2023 年 1~3 月相关指标无法计算；4、带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
		营业毛利率
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用	
期间费用率	期间费用合计/营业收入	
盈利能力	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

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

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn