

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0628号

江西省国有资本运营控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“19赣国资”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“19赣国资”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十五日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月25日至2024年6月24日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月25日

江西省国有资本运营控股集团有限公司 主体及“19赣国资”2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2023/6/25	AAA/稳定	孟洁	王文娟

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
19赣国资	AAA	AAA	经营规模	所有者权益	35%	35.0
			业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
			盈利与 获利能力	净利润	15%	15.0
				净资产收益率	5%	5.0
				现金收入比	5%	3.5
			债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	6.8
				货币资金短债比	5%	3.0
				EBITDA 利息倍数	5%	4.0
				全部债务/EBITDA	5%	4.5

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

江西省国有资本运营控股集团有限公司是江西省重要的国有资产投资和运营主体,主要从事江西省省属国有资产和国有股权的投资和运营管理业务,下属产业分布在铜业、水资源综合开发和水利基础设施建设、铁路及航空投资建设经营、建筑、盐业等领域。

江西省国有资产监督管理委员会为其控股股东和实际控制人。

基础评分输出结果	aa+	
调整因素	无	
个体信用状况 (BCA)	aa+	
外部支持评价	外部支持能力	G1
	外部支持意愿	S1
评级模型结果	AAA	
外部支持调整子级	1	

注1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度

注2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度

注3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，江西省经济实力依然很强；公司业务构成更加多元，资本实力稳步增强；作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，公司继续得到股东及相关方的大力支持。同时，东方金诚关注到，公司全部债务规模持续增长，面临一定的短期偿债压力；重大资产重组完成后，公司对新增并表子公司的治理及管控情况有待关注。综上所述，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，“19赣国资”到期不能偿还的风险依然极低。

同业比较

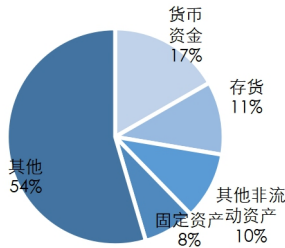
项目	江西省国有资本运营控股集团有限公司	江西省投资集团有限公司	安徽省投资集团控股有限公司	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	陕西投资集团有限公司
地区	江西省	江西省	安徽省	宁夏回族自治区	陕西省
GDP 总量 (亿元)	32074.7	32074.7	45045.0	5069.6	32772.7
人均 GDP (元)	70923	70923	73603	69781	82864
一般公共预算收入 (亿元)	2948.3	2948.3	3589.1	460.1	3311.6
政府性基金收入 (亿元)	2252.0	2252.0	3091.0	129.2	1962.6
地方政府债务余额 (亿元)	10859.5	10859.5	13304.1	1996.3	-
资产总额 (亿元)	5607.48	1510.88	3322.61	1015.73	2590.90
所有者权益 (亿元)	2080.33	468.21	1733.31	597.30	812.60
营业收入 (亿元)	6636.75	497.01	373.21	106.98	806.06
净利润 (亿元)	106.96	1.93	69.26	32.22	60.93
资产负债率 (%)	62.90	69.01	47.83	41.20	68.64

注1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“-”为未获取数据（下页同）

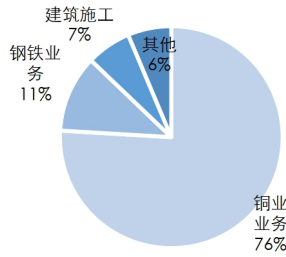
注2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



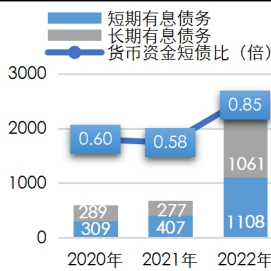
公司营业收入构成 (2022年)



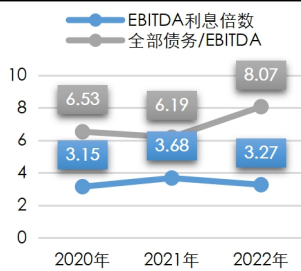
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年	2023年Q1
资产总额	1763.53	2064.97	5607.48	6343.09
所有者权益	405.31	507.22	2080.33	2221.54
营业收入	1387.19	1784.16	6636.75	1585.38
净利润	42.03	57.96	106.96	24.95
全部债务	597.87	684.37	2169.39	-
资产负债率	77.02	75.44	62.90	64.98
全部债务资本化比率	59.60	57.43	51.05	-

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	江西省		
GDP 总量	25691.50	29619.70	32074.70
人均 GDP (元)	56854*	65560	70923
一般公共预算收入	2507.50	2812.30	2948.30
政府性基金收入	3101.50	2971.80	2252.00
财政自给率	37.62	41.49	40.45
政府负债率	27.83	30.43	33.86

优势

- 跟踪期内, 江西省经济保持较快增长, 工业产业升级趋势明显, 第三产业对经济增长的贡献仍突出, 经济实力依然很强;
- 随着江西省省属国有企业战略重组, 公司新增铜业、铁路航空等交通类业务和水利项目建设及运营等, 业务构成更加多元, 营业收入及净利润均显著增长;
- 跟踪期内, 得益于多家省属国有企业股权的划入, 公司资产规模大幅增长, 资本实力稳步增强;
- 作为江西省重要的国有资产投资和运营主体, 公司在江西省国有资产运营管理和推动国有经济发展领域发挥重要作用, 在增资、资产划拨及财政补贴等方面继续得到股东及相关方的大力支持。

关注

- 公司全部债务规模持续增长, 债务率仍处较高水平, 且短期有息债务规模较大, 面临一定的短期偿债压力;
- 公司重大资产重组完成后, 新增合并多家子公司, 涉及行业较多, 对公司管理能力带来挑战, 未来公司对新增并表子公司的治理及管控情况有待关注。

评级展望

预计江西省经济将继续保持较快增长, 公司主营业务将保持很强的区域竞争优势, 能够继续获得股东及相关各方的持续大力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	AAA (19 赣国资)	2022/6/26	卢宝泽 孟 洁	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AAA/稳定	AAA (19 赣国资)	2019/9/17	马丽雅 孟 洁	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 赣国资	2022/6/26	8.00 亿元	2019/9/24~2024/9/24	无	-

跟踪评级说明

按照相关监管要求及江西省国有资本运营控股集团有限公司¹（以下简称“江西国控”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本由2022年3月末的61.00亿元增加至61.70²亿元，除此之外，公司股权结构及实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为61.70亿元；江西省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（以下简称“江西行政事业集团”）分别持有公司90.00%和10.00%的股权，江西省国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

2022年以来，为深入实施国资国企改革创新行动，做优、做强、做大省属国有资本运营平台，省属国有企业进行股权战略重组，经江西省政府同意，江西省国资委将其持有的江西铜业集团有限公司（以下简称“江西铜业”）和江西省水利投资集团有限公司（以下简称“江西水投”）90%股权、江西省交通运输厅持有的江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“江西交投”）90%股权、江西省发展和改革委员会持有的江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“江西铁航”）71.1447%股权无偿划转至公司。同时，为响应国家关于提升国内钢铁行业集中度的工作要求，江西省委省政府推进新余钢铁集团有限公司（以下简称“新钢集团”）与中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）战略重组，决定将公司持有的51%新钢集团股权转让给中国宝武³。截至2023年3月末，江西铜业、江西水投、江西铁航均已完成工商变更，控股股东变更为公司；江西交投股权划转工作尚在进行中；新钢集团已完成股权划转和工商变更。

本轮重组完成后，公司作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，主要从事江西省省属国有资产和国有股权的投资和运营管理业务，下属产业分布在铜业、水资源综合开发和水利基础设施建设、铁路及航空投资建设经营、建筑、盐业等领域。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有44家（详见附件二）。

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司公开发行的“19赣国资”到期利息已按期支付，尚未到本金兑付日；募集资金已全部使用完毕。

个体信用状况

行业分析

¹ 2022年3月15日，公司名称由江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司更为现名。

² 2020年11月27日和2022年11月25日，经赣财资指[2020]16号文和赣财资指[2022]12号文确认，公司注册资本分两次由60.00亿元增加至61.70亿元，增资后公司实收资本为61.70亿元，上述增资尚未办理工商变更。

³ 2022年10月16日，公司与中国宝武签署《关于新余钢铁集团有限公司国有股权无偿划转协议及补充协议》。协议约定，以2022年9月30日为基准日，将公司持有全资子公司新钢集团51%股权无偿划转给中国宝武，划转完成后新钢集团不再纳入公司合并范围，公司持有新钢集团49%股权并采用权益法核算。根据补充协议约定，中国宝武于2022年12月单方面无偿向新钢集团注入现金86.58亿元。

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

跟踪期内，随着江西铜业、江西水投和江西铁航股权的划入，公司营业收入显著增长，但毛利率有所下降

跟踪期内，公司业务结构发生重大调整。作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，公司继续从事江西省省属国有资产投资和运营管理业务，业务范围覆盖铜业、水资源综合开发和水利基础设施建设、铁路及航空投资建设经营、建筑、盐业等领域，同时以股权投资的形式参与钢铁板块运营。

2022年，公司营业收入显著增长，主要来自于铜业、钢铁和建筑施工板块，合计占营业收入的93.67%。随着江西铜业、江西水投和江西铁航股权的划入，2022年，公司新增铜业、水利、铁路及航空投资建设运营收入，其中铜业收入成为营业收入的最主要来源。同期，由于新钢集团出表，公司钢铁板块收入有所下降；建筑施工收入受宏观经济及房地产行业政策等影响亦有所下降。公司其他业务收入主要为盐业、贸易和物业收入等，跟踪期内规模有所增长，对营业收入形成重要补充。

2022年，公司毛利润大幅升高，主要来自于其他业务、铜业业务和钢铁业务。同期，公司

毛利率有所下降。

2023年1~3月，公司营业收入为1585.38亿元，毛利润为54.24亿元，毛利率为3.42%。

图表1 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜业业务	-	-	-	-	5040.18	75.94
钢铁业务	798.10	57.53	1086.11	60.89	745.14	11.23
建筑施工	479.94	34.60	503.59	28.23	431.38	6.50
铁路及航空投资建设运营	-	-	-	-	87.92	1.32
水利业务	-	-	-	-	62.93	0.95
其他业务	109.15	7.87	194.46	10.90	269.19	4.06
合计	1387.19	100.00	1784.16	100.00	6636.75	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
铜业业务	-	-	-	-	94.44	1.87
钢铁业务	48.59	6.09	47.31	4.36	34.94	4.69
建筑施工	22.64	4.72	8.23	1.63	3.38	0.78
铁路及航空投资建设运营	-	-	-	-	2.53	2.88
水利业务	-	-	-	-	5.82	9.25
其他业务	22.27	20.40	70.47	36.24	149.55	55.56
合计	93.50	6.74	126.01	7.06	289.87	4.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、铜业业务

跟踪期内，公司新增铜业业务，铜业收入成为营业收入的最主要构成，但该业务盈利能力较弱，易受行业周期性波动影响，未来存在一定的不确定性

公司铜业业务主要由江西铜业负责，江西铜业原股东为江西省国资委，2022年股权划转至公司名下，划转基准日为2021年12月31日。

江西铜业是我国最大的综合性铜生产企业，行业地位突出，铜资源储量位居国内前列，可采年限长，为其可持续发展提供了有力保障。江西铜业主业突出，产业链完整。2022年以来江西铜业加快锂电铜箔等新能源领域铜材项目布局，多元化经营水平较高且持续提升。江西铜业所属德兴铜矿是我国最大的露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平，2022年以来铜精矿产量稳定；江西铜业铜冶炼规模优势突出、生产技术领先，原材料供应较为稳定，具有较强的成本控制能力。受益于阴极铜产量增加以及下属上市公司山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“恒邦股份”）⁴产量恢复性增长，2022年江西铜业实现营业收入5040.18亿元，毛利率1.87%。由于2022年铜价下跌，且盈利能力较弱的贸易业务收入占比较高，铜业业务毛利率水平处于低位。另外，2022年，江西铜业与中国稀土集团有限公司签订股权转让协议，四川江铜稀土有限责任公司不再纳入江西铜业合并范围，铜箔板块分拆上市进展有待持续关注。

⁴ 截至2022年末，江西铜业对恒邦股份持股比例为44.48%。2022年，恒邦股份营业总收入为500.47亿元，净利润为4.66亿元。2022年末，恒邦股份总资产为198.74亿元，所有者权益为81.93亿元，资产负债率为58.78%。

图表 2 江西铜业主要铜产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

产品		2020年	2021年	2022年
阴极铜	产能	164.00	168.20	188.20
	产量	164.00	178.23	183.94
铜杆线	产能	149.00	201.00	208.00
	产量	133.00	148.88	163.40

注：上表仅为江铜集团自产产品产销量数据，不含贸易数据
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2、钢铁业务

新钢集团为江西省钢铁行业龙头企业，占据区域市场较高份额，具有显著的规模经济效应和很强的竞争力；跟踪期内，新钢集团股权划出，未来公司将以股权投资的形式参与钢铁板块运营

公司钢铁业务原由直接控股子公司新钢集团负责，新钢集团核心子公司和钢铁业务运营实体为 A 股上市公司新余钢铁股份有限公司（以下简称“新钢股份”，证券代码“600782.SH”）。2022 年，为响应国家关于提升国内钢铁行业集中度的工作要求，江西省委省政府决定将公司持有 51% 新钢集团股权转让给中国宝武，划转基准日为 2022 年 9 月 30 日。2022 年 12 月 23 日，新钢集团已完成股权划转和工商变更，至此新钢集团不再纳入公司合并范围，未来公司参与钢铁板块运营主要采取股权投资的形式。

新钢集团的主要产品为板材、线材，同时拥有中厚板、热轧卷板、冷轧薄板、线材、螺纹钢和金属制品等产品系列 800 多个品种、3000 多种规格，产品结构较为完整。“袁河”牌和“山凤”牌商标为“江西省著名商标”，其中“袁河”牌船体结构用钢板和优质碳素结构钢热轧盘条获“中国名牌产品”称号。碳素结构钢热轧厚钢板、低合金结构钢热轧厚钢板、船体用结构钢板、压力容器用钢板、锅炉用钢板、桥梁用结构钢板、建筑结构用钢板等产品获得全国冶金产品实物质量“金杯奖”；热轧盘条、热轧螺纹钢、热轧中厚板、焊接钢管等产品获得“江西省名牌产品”称号。

从技术研发水平来看，新钢集团于 2000 年成立技术中心，该中心于成立当年被江西省经贸委认定为“江西省省级企业技术中心”，2006 年被国家发改委等五部委认定为“国家级技术中心”。较为完善的研发体系和较强的技术研发能力为新钢集团的持续发展提供了保障。新钢集团为江西省钢铁行业龙头企业，占据区域市场较高市场份额，具有显著的规模经济效应和很强的区域市场竞争力，近年来新钢集团主要钢材产品产销量维持在较好水平。2022 年，公司实现钢铁业务收入 745.14 亿元，系新钢集团 2022 年前三季度产生；实现毛利率 4.69%。

从原材料来看，钢铁产品主要原材料为进口铁矿石、煤和焦炭。进口铁矿石方面，新钢集团与必和必拓、淡水河谷等知名国际铁矿石供应商签订长期供应合同；国内铁矿石方面，新钢集团采购以周边铁矿石、铁精粉为主，主要供应商位于江西、福建等地；煤炭采购方面，新钢集团与河南、安徽、山西及江西等地的大型煤炭生产企业签订长期供应合同；焦炭采购方面，新钢集团生产所需焦炭主要为自产焦炭，剩余部分从国内焦化厂及中间商采购。

3、建筑施工

建工集团总承包和专项资质完备，项目施工经验丰富，在区域市场具有很强的竞争实力；跟踪期内，受宏观经济及房地产行业政策等影响，建工集团新签合同金额及营业收入均有所下降

公司建筑施工业务由直接控股子公司江西省建工集团有限责任公司（以下简称“建工集团”）负责。建工集团成立于1952年，主要从事建筑施工业务，并涉及房地产开发、建筑装潢、工程监理等业务。2013年，根据赣国资产权字【2013】318号文，公司获得江西省国资委无偿划拨的建工集团60.20%的股权。

建工集团具有房屋建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级等多项资质以及对外承包工程和劳务合作经营权，通过了质量、环境、职业健康安全管理体系认证，区域竞争力较强。

建工集团主要通过公开招标方式及市场化竞争获取，承包方式上一般采取工程总承包方式，根据项目特性，在征得业主同意后，部分工程进行专业分包或劳务分包。在基础设施工程、保障房等领域，建工集团部分项目采取BT等运营模式。

建工集团项目施工经验丰富，技术先进，已完工代表性工程有江西前湖迎宾馆酒店及会议中心、赣州市博物馆城展馆、昌北机场改扩建和南昌市国际体育中心等，在区域建筑施工市场具有很强的竞争实力。从施工区域分布看，建工集团业务遍布广东、广西、湖北、河南、上海、重庆、内蒙古等二十多个省市。同时，建工集团积极拓展海外业务，在赞比亚和马拉维设立子公司，在新加坡设立工程项目部，代表性工程有赞比亚十六层高的新政府建筑群、联合国驻赞比亚办事处办公楼及公寓等。

依托建筑资质、项目施工经验等优势，建工集团建筑工程承揽项目持续增加，承揽工程总金额持续增加且以重大工程为主，房建和市政工程仍是主要的业务类型。2022年，建工集团新签合同个数、新签合同金额分别为582个和500.93亿元，当期新签合同金额较上年下降主要受宏观经济及房地产行业政策等影响所致。同期，建工集团实现营业收入431.38亿元，营业收入中省内、省外和国外收入占比分别为56.98%、41.81%和1.21%。同期末，建工集团在手未完工合同金额为1583.07亿元，在手合同较多。

4、铁路及航空投资建设运营

跟踪期内，公司新增铁路及航空投资建设运营，该业务区域专营性很强，但江西铁航在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力

随着江西铁航于2022年无偿划入，公司新增铁路投资建设运营板块。因江西铁航股权划转基准日为2021年12月31日，江西铁航2022年营业收入均包含在公司2022年合并口径营业收入中。

截至2023年3月末，江西铁航已建成投入运营的参股铁路有12条⁵，其中昌九城际铁路股份有限公司于2022年实现分红1.50亿元；截至2023年3月末，除昌九城际外其余参股线路

⁵ 根据2019年江西铁航与中国铁路发展基金股份有限公司、中国铁路南昌局集团有限公司的《路地出资置换协议》，江西铁航以原有沪昆客专的参股股权置换九景衢铁路股权，成为九景衢铁路控股股东，并将其纳入合并范围。但由于江西铁航无法对九景衢铁路进行实际管控，故2022年底江西铁航将九景衢铁路出表，但仍为九景衢铁路控股股东，随着九景衢铁路的出表，江西铁航2022年未获得财政拨款的相关运营补贴。

均未产生分红。

图表 3 截至 2023 年 3 月末江西铁航已建成参控股铁路项目情况（单位：%、公里）

项目名称	持股比例	线路起终点	建设公里数	建设时间
昌九城际	39.33	南昌北-九江	131.27	2007.06~2010.09
向莆铁路	9.13	南昌西-福州、永泰-莆田	246.00	2007.11~2013.09
衡茶吉铁路	8.90	吉安南-衡阳东	65.00	2008.12~2013.12
赣龙铁路扩能改造	4.70	赣州-龙岩	125.00	2010.10~2015.06
合福铁路	5.00	婺源-福州	183.00	2009.12~2015.03
武九客专	50.00	武汉-九江	46.00	2013.12~2017.12
九景衢铁路	78.84	九江-景德镇-衢州	245.00	2013.12~2017.12
昌吉赣客专	40.00	南昌-赣州西	420.00	2014.12~2019.12
浩吉铁路	1.20	浩勒报吉-吉安	212.00	2014.12~2019.09
兴泉铁路	50.00	兴国-泉州	127.30	2016.12~2021.09
赣深铁路	40.00	赣州-深圳	136.00	2016.12~2021.12
安九客专	50.00	安庆-九江	17.00	2016.12~2021.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 3 月末，江西铁航在建铁路项目为昌景黄铁路、昌九客专和瑞梅铁路，拟建铁路项目为长赣铁路。除与中国国家铁路集团有限公司的合资铁路外，江西铁航还投资建设部分铁路专用线项目，主要为铁路干线沿线的企业或产业基地提供便捷铁路通道。截至 2023 年 3 月末，江西铁航铁路专用线主要系樟新盐化铁路专线及萍乡工业陶瓷基地专用线。

航空投资业务方面，按照江西省政府工作部署，江西铁航会同江西省财政投资集团有限公司和江西南昌旅游集团有限公司及江西省鄱阳湖融资租赁有限公司共同出资组建江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”），其主营业务为对航空业的投资、飞机租赁及购买、房地产开发、酒店管理及航空物流园服务等；并根据江西省委省政府决策部署，由江西铁航与江西省机场集团成立合资公司，作为昌北国际机场三期扩建项目法人主体及运营管理主体。整体来看，江西铁航在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表 4 截至 2023 年 3 月末江西铁航在建铁路项目情况（单位：公里、亿元、%）

项目名称	江西段里程	建设期	江西段总投资	江西段已投资	投资计划	参股比例	江西铁航已投资
昌景黄铁路	230.00	2018~2023	350.20	273.51	115.60	66	96.96
昌九客专	138.00	2022~2026	315.90	25.00	178.19	70	27.49
瑞梅铁路	164.00	2022~2026	116.73	2.80	88.18	76	5.36
合计	532.00	-	782.83	301.31	381.97	-	129.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

5、水利业务

江西水投是江西省唯一的省级水利基础设施建设主体，从事的水利基础设施建设业务具有较强的区域专营性；公司在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

随着江西水投资于 2022 年 4 月完成股权划转和工商变更，公司新增水资源综合开发和水利基础设施建设板块，由江西水投负责经营。因江西水投股权划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，

江西水投 2022 年营业收入均包含在公司 2022 年合并口径营业收入中。

江西水投作为出资人参与了江西省内主要的水利工程建设任务，目前参与的项目主要有江西省内大型水利枢纽工程、病险水库加固工程及重点段防洪应急整治工程等。江西水投负责使用和管理中央及省政府投入以上项目建设的各项资金，并筹措部分建设资金。由于水利建设工程投资资金压力大，投资期限长，投资效益不明显，为了平衡资金支出，江西省人民政府主要通过注入资本金、财政补贴及税后优惠等方式给予江西水投大力支持，同时，根据《盘活水库存量资产工作实施意见》，由江西水投分别与各地方政府共同组建由江西水投控股的水库资产管理公司，对水库资产进行统一管理 & 经营，江西水投可通过进一步开发水利工程供水、供电、养殖、旅游资源等方式实现经营收入。

其次，江西水投还担任江西省五河重点段防洪应急整治工程项目法人，该项目实施范围为江西省列入全国主要支流治理范围的 19 条河流的防洪工程建设，涉及 193 个单项工程，项目按照成熟一个，报批一个的原则，由各县市区分别报批取得批文后开工建设。此外，江西水投自建自营的在建水利基础设施建设项目为城乡供水一体化，该项目涉及 42 个县市区，工程主要项目包括取水泵站、原水输水水管、净水厂、配水管网四部分，亦按照成熟一个，报批一个的原则，由各县市区分别报批取得批文后开工建设，资金来源于自有资金、财政拨款和外部融资，未来主要通过供水及安装收入等实现资金平衡。

图表 5 截至 2023 年 3 月末江西水投主要在建水利基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额	尚需投资额
五河重点段防洪应急整治工程	-	36.00	34.60	1.40
城乡供水一体化	2016 年~2024 年	119.17	89.34	29.83
合计	-	155.17	123.94	31.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

供水业务方面，江西水投的下属子公司与江西省内各县（市）政府建立城乡一体化供水的合作关系，签订相关协议，约定各供水子公司通过特许经营方式运作供水业务，各供水子公司承担供水运营管理职能，履行当地城市及农村供水基础设施建设、改造及维护职责，并提供自来水售水服务，经营期限以 30 年为主。

6、盐业业务

江盐股份为江西省唯一的省属盐业公司，盐矿资源较为丰富

公司盐业板块由子公司江西省盐业集团股份有限公司（以下简称“江盐股份”）负责。江盐股份目前已形成制盐和商贸流通两大业务板块，具体包括食盐、工业盐及盐化产品的生产，盐产品、厨房食材的销售与流通。

江盐股份为江西省唯一的省属盐业公司，盐业生产和销售业务主要由下属子公司江西晶昊盐化有限公司（以下简称“晶昊盐化”）和江西富达盐化有限公司（以下简称“富达盐化”）负责。江盐股份盐矿资源较为丰富，其中晶昊盐化矿区拥有岩盐储量 3 亿吨以上，属特大型工业矿床；富达盐化矿区氯化钠储量在 104 亿吨左右，属特大型盐田，原盐生产能力约 50 万吨/年。

制盐方面，江盐股份生产的盐产品主要包括食盐、两碱用盐、小工业盐、芒硝和纯碱。从

生产成本来看，盐及盐类产品的生产原材料主要包括氯化钠、煤炭、电力等。其中，氯化钠主要来自江盐股份自有盐矿，煤炭主要来自江西省内煤炭生产企业，电力主要由江盐股份自建热电站生产。商贸流通方面，江盐股份是中国南方区域食盐及工业盐的主要供应商，拥有遍布全省的商贸流通网络。江盐股份主要经营纸塑盐，多品种盐和散盐以及厨房食材的销售与流通。

企业管理

截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为61.70亿元；江西省国资委和江西行政事业集团分别持有公司90.00%和10.00%的股权，江西省国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构和组织架构未发生重大变化。公司重大资产重组完成后，新增合并多家子公司，涉及行业较多，对公司管理能力带来挑战，未来公司对新增并表子公司的治理及管控情况有待关注。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年及2023年1~3月合并财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1~3月合并财务数据未经审计。跟踪期内，公司未更换会计师事务所。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共44家，较2021年末相比，新增江西水投、江西铁航、江西铜业等各级子公司11家，减少新钢集团等各级子公司6家。

2022年，由于会计政策、会计估计变更，公司合并财务报表对2021年度财务数据进行了会计调整，本报告2021年度财务数据均采用调整后数据。

资产构成与资产质量

跟踪期内，随着多家省属企业股权的划入，公司资产总额显著扩充，资产结构较为均衡；公司存货及工程施工类成本规模相对较大，资产流动性一般

跟踪期内，随着多家省属企业股权的划入，公司资产总额显著扩充，资产结构较为均衡。2022年末，公司流动资产同比大幅增长，主要由货币资金、存货和合同资产构成，合计占流动资产的65.27%。

图表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
资产总额	1763.53	2064.97	5607.48	6343.09
流动资产	1075.93	1345.81	2819.38	3211.80
其中：货币资金	184.62	236.67	936.71	1138.83
存货	387.43	246.89	613.20	667.91
合同资产	0.65	258.01	290.25	276.06
非流动资产	687.60	719.16	2788.09	3131.29
其中：其他非流动资产	29.61	11.02	564.84	590.23
固定资产	184.17	210.05	433.39	519.06
在建工程	30.07	29.61	398.94	550.47
长期股权投资	62.03	47.39	395.62	410.38
其他权益工具投资	0.90	84.92	302.67	323.07

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司货币资金充裕，是流动资产的最主要构成，跟踪期内，仍主要由银行存款和其他货币资金构成；2022 年末，公司受限制的货币资金 223.38 亿元，主要为定期存款、各类保证金和冻结资金等。同期末，公司存货中的原材料、自制半成品及在产品 and 库存商品大幅增加，带动存货规模整体大幅增长；合同资产较上年末有所增长，仍主要为计入的工程施工成本。

跟踪期内，公司非流动资产主要由其他非流动资产、固定资产、在建工程、长期股权投资和其他权益工具投资构成。2022 年末，公司其他非流动资产主要为昌九城际铁路股份有限公司、江西省铁路发展有限公司、向莆铁路股份有限公司和持有的定期存款、水库资产等；固定资产增加主要为本部和子公司的房屋建筑物及机器设备增加导致；在建工程主要为昌景黄铁路、赣江生米九龙湖段防洪大堤工程、搬迁 18 万吨阴极铜节能减排建设项目等；长期股权投资主要为对合营及联营企业等的投资，公司对外投资对象众多，不限于江西省内企业；其他权益工具投资主要为对 First Quantum Minerals Ltd.（“第一量子”）、江西钨业控股集团有限公司、江西省能源集团有限公司以及投资的金融产品及投资基金等。

截至 2022 年末，公司受限资产合计 480.50 亿元，占资产总额的 8.57%，主要系因保证金、冻结款而受限的货币资金、因抵押借款受限的存货等。

资本结构

跟踪期内，得益于多家省属企业股权的划入以及股东及相关方对公司的支持，公司资本实力进一步增强

跟踪期内，得益于多家省属企业股权的划入以及股东及相关方对公司的支持，公司资本实力进一步增强，主要由少数股东权益、资本公积、未分配利润和实收资本构成。由于公司持有少数股权的子公司增多，跟踪期内，公司少数股东权益大幅增长。同期，公司资本公积进一步增多，主要系多家省属企业股权划入以及股东及相关方注入的项目资本金、财政资金等导致；未分配利润持续增长，主要为经营利润的累积；实收资本由 2021 年末的 61.00 亿元增至 2023 年 3 月末的 61.70 亿元，主要系根据赣财资指【2022】12 号文件收到的股东增资款。

图表 7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
所有者权益合计	405.31	507.22	2080.33	2221.54
少数股东权益	206.08	277.87	1004.60	1031.21
资本公积	28.10	23.00	828.80	938.63
未分配利润	91.45	132.02	169.66	180.66
实收资本	61.00	61.00	61.70	61.70

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，随着合并范围的扩大以及业务开展融资需求的增加，公司负债总额大幅增长，负债结构仍以流动负债为主

跟踪期内，随着合并范围的扩大以及业务开展融资需求的增加，公司负债总额大幅增长，负债结构仍以流动负债为主。2022 年末，公司流动负债占负债总额的比重为 65.28%，主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。

跟踪期内，公司短期借款主要由信用借款和质押借款构成；应付账款同比有所增长，债权单位仍较为分散，主要为各个子公司在经营过程中形成的尚未支付的工程款及材料款等；从账龄分布来看，公司应付账款账龄集中在 1 年以内及 1~2 年。公司其他应付款主要为与其他单位的往来款、保证金等，债权单位较为分散。

图表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
负债总额	1358.22	1557.75	3527.15	4121.55
流动负债	1042.14	1245.35	2302.55	2545.17
其中：短期借款	123.30	150.64	746.75	901.17
应付账款	348.91	404.49	564.33	533.03
其他应付款	144.74	172.86	250.72	280.99
非流动负债	316.08	312.40	1224.60	1576.38
其中：长期借款	149.32	121.89	595.52	898.37
应付债券	128.26	144.01	390.27	406.59

注：2020 年~2022 年末其他应付款不含应付利息及应付股利；2023 年 3 月末含

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债大幅增长，仍主要由长期借款和应付债券构成。2022 年末，公司长期借款（含一年内到期的长期借款）主要为信用借款和质押借款，分别为 409.90 亿元和 232.34 亿元；应付债券主要是本部及子公司建工集团、江西水投和江西铁航等发行的各类债券，跟踪期内，规模持续增长。

公司全部债务规模持续增长，债务率仍处较高水平，且短期有息债务规模较大，面临一定的短期偿债压力

公司融资渠道主要为银行借款和发行债券。跟踪期内，随着并表范围的扩大，公司全部债务规模随之增长。2022 年末，公司短期有息债务为 1108.10 亿元，面临一定的短期偿债压力。跟踪期内，公司资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。

图表 9 公司全部债务及债务率情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
全部债务	597.87	684.37	2169.39	-
其中: 短期有息债务	309.28	407.17	1108.10	-
长期有息债务	288.59	277.20	1061.29	-
资产负债率 (%)	77.02	75.44	62.90	64.98

资料来源: 公司合并财务报表及公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2022 年末, 公司对外担保金额为 11.12 亿元, 占期末净资产的比重为 0.53%。公司对外担保比率较低, 整体代偿风险较小。

盈利能力

公司营业收入显著增长, 利润总额对投资收益和财政补贴的依赖较大; 公司整体盈利能力易受市场环境影响较大, 未来仍存在一定的不确定性

2022 年, 公司营业收入显著增长, 主要来自于铜业和钢铁板块。同期, 公司营业利润率较上年有所下降, 仍处于较低水平。公司对期间费用的控制能力较好, 2022 年, 公司期间费用占营业收入的比重为 2.25%, 占比仍较低。公司利润总额及净利润均大幅增长, 其中利润总额对投资收益和财政补贴的依赖较大。

2022 年, 公司主要盈利能力指标均有所下降, 主要受盈利能力相对较强的新钢集团出表以及铜业板块盈利能力较弱影响, 公司整体盈利能力受市场环境影响较大, 未来仍存在一定的不确定性。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 Q1
营业收入	1387.19	1784.16	6636.75	1585.38
营业利润率	6.35	6.66	4.02	3.12
期间费用	48.90	64.72	149.22	29.69
期间费用/营业收入	3.52	3.63	2.25	-
利润总额	50.87	69.37	133.24	29.57
其中: 投资收益	9.94	14.40	29.57	-
财政补贴	3.22	4.27	13.90	-
净利润	42.03	57.96	106.96	24.95
总资本收益率	6.55	6.82	4.10	-
净资产收益率	10.37	11.43	5.14	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 由于合并范围的扩大, 公司净融资规模显著增长, 整体现金流表现较为充足

2022 年, 公司经营活动现金流入规模大幅提高, 主要是收到的钢材及铜产品销售款、工程施工回款、政府补贴及往来款等形成的现金流入; 公司主营业务回款能力较好。同期, 公司经营活动现金流出规模亦大幅增长, 主要是公司支付的原材料采购、工程成本及往来款等形成的

现金流出。2022年，公司经营性现金流净流入规模有所扩大，经营活动现金流入可满足公司日常经营活动支出。

图表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 Q1
经营活动现金流入	1621.57	2026.02	7624.29	1830.00
现金收入比率（%）	98.18	102.59	109.88	107.75
经营活动现金流出	1545.05	1953.24	7418.59	1862.38
经营性净现金流	76.53	72.78	205.70	-32.38
投资活动现金流入	352.81	255.64	1048.04	83.41
投资活动现金流出	391.63	297.27	929.56	225.14
投资性净现金流	-38.82	-41.63	118.48	-141.73
筹资活动现金流入	404.25	509.71	2531.10	721.71
筹资活动现金流出	421.34	499.38	2355.69	464.96
筹资性净现金流	-17.09	10.33	175.40	256.75
现金及现金等价物净增加额	20.62	41.52	501.60	79.88

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2022年，公司投资活动现金流入主要为投资收回的现金和收到与投资活动相关的现金，投资活动现金流出主要是投资及投资固定资产等支付的现金。由于江西铁航、江西水投等省属企业股权无偿划入带入大额货币资金，2022年，公司投资性净现金流由净流出转为大额净流入。

跟踪期内，公司筹资活动现金流保持较大规模。2022年，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的本息。同期，公司筹资性净现金流净流入规模有所扩大。跟踪期内，公司净融资规模显著增长，主要系各并表企业的债务融资、资金往来及收到政府划入的结存尚未拨付到产业引导基金的现金较多导致。

偿债能力

考虑到公司作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，在江西省国有经济发展方面具有重要地位，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，且在铜业、建筑施工等领域具有很强的竞争优势，整体来看，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力来看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率和现金比率均有所升高，保持在较高水平；公司货币资金对短期有息债务的保障能力虽有上升，但保障程度一般；经营现金流对流动负债的覆盖程度有所提升。

从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率小幅下降；EBITDA对全部债务的覆盖能力略有下降，但对利息的保障能力很强。

图表 12 公司偿债能力指标（单位：%）

项目	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年3月(末)
流动比率	103.24	108.07	122.45	126.19
速动比率	66.07	88.24	95.81	99.95
现金比率	17.72	19.00	40.68	44.74
货币资金短债比(倍)	0.60	0.58	0.85	-
经营现金流动负债比率	7.34	5.84	8.93	-
长期债务资本化比率	41.59	35.34	33.78	-
全部债务资本化比率	59.60	57.43	51.05	-
EBITDA 利息倍数(倍)	3.15	3.68	3.27	-
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	6.19	8.07	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司 2023 年到期债务规模为 1108.10 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为 205.70 亿元，经营性现金流净流入规模有所扩大，未来具备稳定性。间接融资方面，公司已与多家银行建立了良好的、长期的合作关系，备用流动性充足。截至 2023 年 3 月末，公司及其子公司获得的银行授信总额为 6530.64 亿元，尚未使用授信额度 4476.03 亿元。

考虑到公司作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，在江西省国有经济发展方面具有重要地位，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，且在铜业、建筑施工等领域具有很强的竞争优势，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约情况和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 5 月 23 日，公司本部未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录；已结清贷款信息中有 1 笔关注类贷款记录。根据中国银行江西省分行于 2017 年 8 月 8 日出具的情况说明，该笔贷款已于 2008 年 10 月 22 日结清，非不良贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按期履约偿付。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，

大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

跟踪期内，江西省经济保持较快增长，工业产业升级趋势明显，第三产业对经济增长的贡献仍突出，经济实力依然很强

跟踪期内，江西省经济保持较快增长。2022 年，江西省地区生产总值在中部各省中排名第 5 位，经济增速排名第 1 位，高于全国平均增速 1.7 个百分点，经济实力依然很强。

图表 13 江西省主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

主要指标	2020年		2021年		2022年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	25691.5	3.8	29619.7	8.8	32074.7	4.7
人均 GDP (元)	56854	-	65560	8.8	70923	4.6
三次产业结构	8.7: 43.2: 48.1		7.9: 44.5: 47.6		7.6: 44.8: 47.6	
规模以上工业增加值	-	4.6	-	11.4	-	7.1
全社会固定资产投资	-	8.2	-	10.8	-	8.6
社会消费品零售总额	10371.8	3.0	12206.7	17.7	12853.5	5.3

注：2020 年人均 GDP 为按“当年 GDP/常住人口”估算所得
资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，江西省工业产业升级趋势明显，装备制造、电子信息等支柱产业保持较快发展。2022 年，江西省完成工业增加值 11770.3 亿元，同比增长 5.5%；战略性新兴产业、高新技术产业增加值占规模以上工业增加值比重分别为 27.1%、40.5%，较上年分别提高 3.9、2.0 个百分点。同年，吉利新能源城市商用车、格力电器（赣州）智能制造基地等投运投产；富士康工业互联网智能制造、晶科能源 24GW 光伏组件等开工建设。

第三产业仍是拉动江西省经济增长的重要力量，2022 年江西省第三产业增加值达 15263.70 亿元，同比增长 4.2%。其中，批发和零售业增加值为 2844.5 亿元，增长 6.4%；交通运输、仓储和邮政业增加值为 1341.7 亿元，增长 2.3%；金融业增加值 2140.5 亿元，增长 5.6%。旅游业方面，2022 年江西省旅游业遇冷，接待游客人数与旅游总收入同比分别下降 11.8%和 14.9%，但当地拥有婺源江湾、景德镇古窑、井冈山等优质旅游资源，预计未来将迅速回暖。房地产方面，2022 年江西省房地产开发投资同比下降 12.6%；商品房销售额同比下降 16.8%，年末商品房待售面积同比下降 7.3%。金融业方面，2022 年末江西省金融机构本外币各项存款余额 53162.4 亿元，比上年末增长 11.3%；金融机构本外币各项贷款余额 52775.6 亿元，比上年末增长 11.9%。

跟踪期内，江西省一般公共预算收入保持增长，财政实力依然很强

2022 年，江西省一般公共预算收入同比增长 4.8%；其中税收收入下降 7.3%，占比下降至 60.68%，主要系留抵退税所致。从收入构成看，2022 年，江西省增值税下降 14.4%，企业所得税和个人所得税同比分别增长 4.5%和 30.1%。同年，江西省非税收入同比增长 31.3%，主要系将历年延压非税收入集中在 2022 年缴库所致。跟踪期内，受房地产市场遇冷影响，江西省土地市场下行，政府性基金收入有所下降。

图表 14 江西省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
1 地方财政收入	5609.00	5784.10	5200.30
一般公共预算收入	2507.50	2812.30	2948.30
其中：税收收入	1702.00	1929.40	1788.90
政府性基金收入	3101.50	2971.80	2252.00
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
财政收入 (1+2)	-	-	-
1 地方财政支出	10669.90	10372.50	10772.30
一般公共预算支出	6666.10	6778.50	7288.30
政府性基金支出	4003.80	3594.00	3484.00
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出 (1+2)	-	-	-
地方债务限额	8299.44	10041.44	11794.44
地方债务余额	7149.13	9013.34	10859.50
政府负债率 (%)	27.83	30.43	33.86

资料来源：2020年~2022年江西省预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，跟踪期内，江西省一般公共预算支出规模持续扩大，政府性基金支出有所减少，地方财政自给率⁶小幅回落至 40.45%。

政府债务方面，截至 2022 年末，江西省地方政府债务余额为 10859.50 亿元，其中一般债务余额 4043.97 亿元，专项债务余额 6815.53 亿元。

综上所述，东方金诚对江西省的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有极强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备极强的支持能力。

支持意愿

作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，跟踪期内，公司在增资、资产划拨及财政补贴等方面继续得到股东及相关方的大力支持

公司是江西省重要的国有资产投资和运营主体，在江西省国有资产运营管理和推动区域国有经济发展领域发挥重要作用。跟踪期内，公司在增资、资产划拨及财政补贴等方面继续得到股东及相关方的大力支持。

增资方面，2022 年，公司收到股东 0.70 亿元增资款，使得实收资本由上年末的 61.00 亿元增加至 61.70 亿元。

资产划拨方面，2022 年，江西省政府将江西铜业、江西水投和江西交投 90%的股权以及江西铁航 71.1447%的股权无偿划入公司，增加资本公积 653.92 亿元；江西省人力资源和社会保障厅将持有江西人力经济技术合作集团有限公司 100%股权无偿划入公司，增加资本公积 1.64 亿元；江西省财政厅将省财政安排 120.00 亿元用于省发展升级引导基金出资形成的全部资产无偿划转至公司，增加资本公积 117.77 亿元；江西省财政厅向公司注入财政资金 14 亿元，计入

⁶ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资本公积。同期，江西铁航收到南昌市政府及九江市政府投入的昌九高铁项目资本金 41.31 亿元，公司按持股比例相应增加资本公积 29.39 亿元。

财政补贴方面，2022 年，公司收到各类与日常经营活动有关的财政补贴资金 13.90 亿元。

考虑到公司将继续在江西省国有资产投资运营领域发挥的重要作用，股东及相关方将继续给予公司大力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对江西省的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

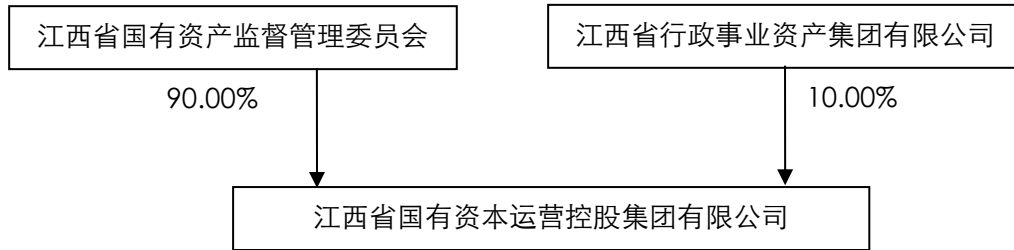
东方金诚认为，跟踪期内，随着江西省省属国有企业战略重组，公司新增铜业、铁路航空等交通类业务和水利项目建设及运营等，业务构成更加多元，营业收入及净利润均显著增长。同时，东方金诚也关注到，公司全部债务规模持续增长，债务率仍处较高水平，且短期有息债务规模较大，面临一定的短期偿债压力；公司重大资产重组完成后，新增合并多家子公司，涉及行业较多，对公司管理能力带来挑战，未来公司对新增并表子公司的治理及管控情况有待关注。

跟踪期内，江西省经济保持较快增长，工业产业升级趋势明显，第三产业对经济增长的贡献仍突出，经济实力依然很强；得益于多家省属国有企业股权的划入，公司资产规模大幅增长，资本实力稳步增强；作为江西省重要的国有资产投资和运营主体，公司在江西省国有资产运营管理和推动国有经济发展领域发挥重要作用，在增资、资产划拨及财政补贴等方面继续得到股东及相关方的大力支持。

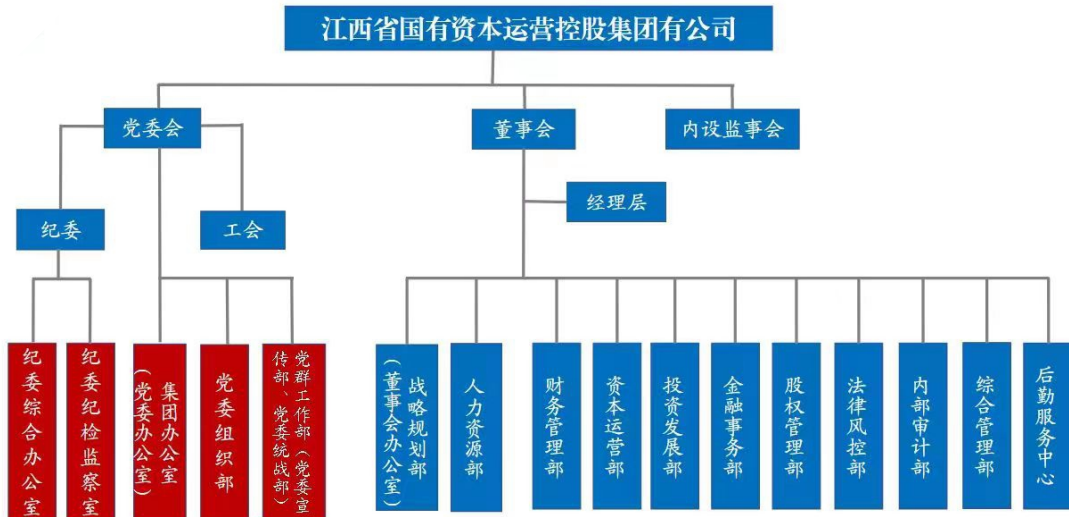
综上所述，公司自身偿债能力很强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，“19 赣国资”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2022 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况

子公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
江西省咨询投资集团有限公司	专业技术服务业	20000.00	28.54
江西省盐业集团股份有限公司	轻工行业	48277.61	35.24
江西省建工集团有限责任公司	建筑业	104350.00	60.20
江西省水利投资集团有限公司	水利管理业	262573.00	90.00
江西省铁路航空投资集团有限公司	航空运输业	2026453.17	71.14
江西铜业集团有限公司	有色金属矿采选业	672964.61	90.00
江西人力经济技术合作集团有限公司	商务服务业	10000.00	100.00
江西省畜产进出口有限公司	批发业	1587.60	100.00
江西省进出口有限公司	批发业	60000.00	100.00
江西省长青国贸实业有限公司	房地产业	2500.00	100.00
江西集成置业有限公司	商务服务业	3633.33	100.00
深圳市春江宏丰经贸发展有限公司	批发业	1510.00	60.00
江西省化工建材有限公司	化学原料和化学制品制造业	1000.00	65.98
江西联晟投资发展有限公司	各类行业投资	200000.00	100.00
江西红光实业管理中心	房地产业	10.00	100.00
江西国资创业投资管理有限公司	资本市场服务业	3000.00	100.00
江西旧机动车交易中心股份有限公司	租赁业	1512.72	35.50
江西国控物流投资发展有限公司	装卸搬运和仓储业	20000.00	100.00
江西南冶资产管理有限公司	商务服务业	1000.00	100.00
南昌市信仁富基商业管理有限公司	商务服务业	5000.00	34.00
江西省赣林科技发展有限公司	林业服务	200.00	100.00
江西省旅游集团股份有限公司	旅游及相关产业	130000.00	76.96
江西联晟电子股份有限公司	计算机、通信和其他电子设备制造业	7400.00	40.00
江西省晶诚物业管理有限公司	物业管理	9000.00	100.00
江西瑞林房地产有限公司	房地产业	6000.00	100.00
江西省拓新汽车服务有限公司	商务服务业	200.00	35.50
江西国控吉成物业管理有限公司	房地产业	1000.00	100.00
江西国控自然资源开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00
江西省国资汇富产业整合投资管理有限公司	其他金融业	1000.00	60.00
江西国资创新发展基金（有限合伙）	其他金融业	100100.00	99.90
江西省国控产业发展基金（有限合伙）	其他金融业	100100.00	99.90
江西中江控股有限责任公司	商务服务业	200.00	100.00
江西国控启迪云计算有限公司	科技推广和应用服务业	10000.00	55.00
江西国文文化产业基金（有限合伙）	商务服务业	100100.00	69.93
江西江中医药商业运营有限责任公司	商务服务业	75000.00	20.50
江西国控资本有限公司	商务服务业	200000.00	70.00
江西国控私募基金管理有限公司	资本市场服务	6000.00	100.00

江西省发展升级引导基金（有限合伙）	其他金融业	10001000.00	20.00
江西省财投股权投资基金管理有限公司	资本市场服务	50000.00	100.00
江西国控置业有限公司	房地产业	5000.00	100.00
江西国新实业发展有限公司	科技推广和应用服务业	623040.00	100.00
江西省现代产业引导基金（有限合伙）	资本市场服务	6000000.00	99.90
江西省外经贸融资担保有限公司	其他金融业	10000.00	100.00
江西省商业建筑设计院有限公司	专业技术服务业	301.70	100.00

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年3月(末)
主要财务数据(单位:亿元)				
资产总额	1763.53	2064.97	5607.48	6343.09
其中:货币资金	184.62	236.67	936.71	1138.83
存货	387.43	246.89	613.20	667.91
其他非流动资产	29.61	11.02	564.84	590.23
固定资产	184.17	210.05	433.39	519.06
负债总额	1358.22	1557.75	3527.15	4121.55
其中:短期借款	123.30	150.64	746.75	901.17
长期借款	149.32	121.89	595.52	898.37
应付账款	348.91	404.49	564.33	533.03
应付债券	128.26	144.01	390.27	406.59
全部债务	597.87	684.37	2169.39	-
其中:短期有息债务	309.28	407.17	1108.10	-
所有者权益	405.31	507.22	2080.33	2221.54
营业收入	1387.19	1784.16	6636.75	1585.38
净利润	42.03	57.96	106.96	24.95
经营活动产生的现金流量净额	76.53	72.78	205.70	-32.38
投资活动产生的现金流量净额	-38.82	-41.63	118.48	-141.73
筹资活动产生的现金流量净额	-17.09	10.33	175.40	256.75
主要财务指标				
营业利润率(%)	6.35	6.66	4.02	3.12
总资本收益率(%)	6.55	6.82	4.10	-
净资产收益率(%)	10.37	11.43	5.14	-
现金收入比(%)	98.18	102.59	109.88	107.75
资产负债率(%)	77.02	75.44	62.90	64.98
长期债务资本化比率(%)	41.59	35.34	33.78	-
全部债务资本化比率(%)	59.60	57.43	51.05	-
流动比率(%)	103.24	108.07	122.45	126.19
速动比率(%)	66.07	88.24	95.81	99.95
现金比率(%)	17.72	19.00	40.68	44.74
货币资金短债比(倍)	0.60	0.58	0.85	-
经营现金流流动负债比率(%)	7.34	5.84	8.93	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.15	3.68	3.27	-
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	6.19	8.07	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
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，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。