

信用等级通知书

信评委函字 [2016]0971D 号

江苏省国信资产管理集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“江苏省国信资产管理集团有限公司2016年度第三期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

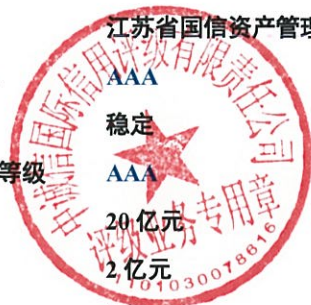
中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年九月二十三日

江苏省国信资产管理集团有限公司 2016 年度第三期中期票据信用评级报告

发行主体	江苏省国信资产管理集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	20 亿元
本期规模	2 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年支付利息，到期还本付息
发行目的	用于项目建设及偿还该项目银行借款



概况数据

江苏国信	2013	2014	2015	2016.6
总资产(亿元)	1,345.67	1,450.09	1,449.73	1,463.82
所有者权益合计(亿元)	575.75	642.17	688.19	717.95
总负债(亿元)	769.92	807.92	761.54	745.87
总债务(亿元)	554.59	566.23	502.28	487.36
营业总收入(亿元)	526.41	498.86	484.56	216.86
净利润(亿元)	52.53	55.85	46.28	31.27
EBIT(亿元)	81.70	87.10	82.73	--
EBITDA(亿元)	102.22	112.78	110.94	--
经营活动净现金流(亿元)	53.07	49.52	67.50	2.98
营业毛利率(%)	16.82	14.01	18.09	16.96
总资产收益率(%)	6.40	6.23	5.71	--
资产负债率(%)	57.21	55.72	52.53	50.95
总资本化比率(%)	49.06	46.86	42.19	40.43
总债务/EBITDA(X)	5.43	5.02	4.53	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.80	5.03	5.18	--

注：公司 2016 年上半年财务报表未经审计；财务报表均依照新会计准则编制；利息支出不包括资本化利息支出；由于财务报表中其他流动负债科目中部分余额为公司发行的短期融资券等有息债务，因此在计算债务及相关财务指标时进行了相应调整；由于缺乏有关数据，未计算公司 2016 年 1-6 月 EBIT、EBITDA 及相关指标。

分析师

项目负责人：李俊彦 jyli@ccxi.com.cn
 项目组成员：王超凡 chfwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 9 月 23 日

基本观点

中诚信国际评定江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“江苏国信”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“江苏省国信资产管理集团有限公司 2016 年度第三期中期票据”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了公司可以获得有力的政府支持、公司自身各业务较强的竞争实力和良好的业务协同性、可观的投资收益对公司盈利能力和获现能力的支持、逐步下降的债务压力以及畅通的融资渠道等优势。中诚信国际同时关注电改再次重启、相关产品上下游价格波动和用电需求增速放缓等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **有力的政府支持。**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，公司可获得较多的政策和资金支持。
- **很强的竞争实力。**经过多年的发展，公司的能源基础产业、金融业等业务均形成了一定的规模优势和区位优势。作为江苏省最大的区域电力供应商，截至 2015 年末公司火电机组可控电力装机容量达 923.90 万千瓦，占江苏省总装机容量的 9.70%；且下属信托子公司为江苏省规模最大的信托公司，竞争实力很强。
- **多元化业务相互协同。**目前公司已形成了能源、贸易、房地产和金融等多元化战略格局，各板块在省内外均具有良好口碑和领先地位，多元化发展可以有效规避行业系统性风险，并形成板块联动和协同发展效应。
- **可观的投资收益和分红提升公司盈利能力和获现能力。**近年来公司联营和合营企业经营情况良好，为公司带来可观的投资收益，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月分别为 47.75 亿元、71.48 亿元、84.41 亿元和 20.10 亿元；各期获得现金分红分别为 28.17 亿元、29.27 亿元、42.25 亿元和 20.56 亿元。
- **债务压力下降，偿债能力增强，财务政策稳健。**得益于公司盈利能力和获现能力的提升，2015 年末公司总债务规模下降至 502.28 亿元，资产负债率和总资本化比率下降至 52.53% 和 42.19%，同时公司偿债能力也逐步强化。
- **畅通的融资渠道。**截至 2016 年 3 月末，公司本部获得的银行授信总额约为 323.2 亿元，其中未使用授信额度约为 271.1 亿元。同时公司下属公司江苏舜天股份有限公司（以下简称“江苏舜天”，证券代码：600287）和江苏舜天船舶股份有限公司（以下简称“舜天船舶”，证券代码：002608）均为 A 股上市公司，为公司提供多元化融资渠道。

关 注

- **电改再次重启。**继中共中央国务院 2015 年 3 月 15 日内部下发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）（以下简称“9 号文”）后，国家发改委、国家能源局于 2015 年 11 月再次印发了 6 个电力体制改革配套文件，国家能源局又于 2015 年 12 月出台电改三大配套细则。中诚信国际将对未来相关政策的实施效果保持关注。
- **上下游价格波动。**煤炭价格变动、上网电价下调、天然气价格市场化、贸易产品价格波动及去库存压力下的地产项目售价调整对公司多个板块盈利能力产生影响。
- **用电需求增速放缓。**受经济增长方式转变和能源消费结构调整的影响，我国用电需求增速放缓，对公司收入及盈利的提升造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。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。

二、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。

三、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。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

江苏省国信资产管理集团有限公司是于 2001 年 8 月经江苏省政府批准，在江苏省国际信托有限责任公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，也是江苏省政府授权的国有资产投资主体，公司成立时注册资本为 56 亿元。2006 年公司以吸收合并的方式重组江苏省国有资产经营（控股）有限公司（以下简称“江苏国资”），重组后江苏国资被注销，原由江苏国资持有的华泰证券有限责任公司 15% 股权及其他对外投资形成的股权由公司持有，债务债权也由公司承继。2007 年公司根据一届八次董事会决议及苏国资复（2007）23 号批复，以财政资金 1.4 亿元及资本公积 42.6 亿元共 44 亿元增加注册资本至 100 亿元。2010 年根据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”）批复，江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）被整体划转至公司。2012 年经江苏省国资委批准，公司以资本公积转增股本 100 亿元，变更后的注册资本增至 200 亿元。截至 2016 年 6 月末公司注册资本和实收资本均为 200 亿元。

公司主要从事国有资产经营和资本运作，是江苏省政府授权的国有资产投资主体，从事授权范围内的国有资产经营、管理、转让、投资、企业托管、资产重组以及经批准的其他业务。公司业务范围涉及电力、贸易、证券、信托、工业、天然气、新能源、房地产、酒店等领域。截至 2016 年 6 月末，公司控股及拥有控制权的主要下属子公司 34 家，另外还拥有 100 余家参股企业。

截至 2015 年末，公司总资产 1,449.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）688.19 亿元，资产负债率 52.53%；2015 年，公司实现营业收入 484.56 亿元，净利润 46.28 亿元，经营活动净现金流 67.50 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司总资产 1,463.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）717.95 亿元，资产负债率 50.95%；2016 年 1~6 月，公司实现营

业总收入 216.86 亿元，净利润 31.27 亿元，经营活动净现金流 2.98 亿元。

本期票据概况

江苏省国信资产管理集团有限公司发行的“江苏省国信资产管理集团有限公司 2016 年度第三期中期票据”的发行规模为 2 亿元，期限为 5 年。

本期中期票据所募集资金用于项目建设及偿还该项目银行借款。

表 1：公司本期中期票据募集资金用途表

（单位：亿元、万千瓦、万吨）

项目名称	总投资	装机规模	预计年度减排 CO2	预计节约标准煤
射阳港电厂扩建“上大压小”项目	45.20	2*66	25.44	10.35
新海电厂“上大压小”项目	72.09	2*100	51.72	21.05
大丰大中风电场项目	8.61	10	17.02	6.93
东台琼港农场风电场工程项目	7.91	9.8	16.68	6.79

资料来源：公司提供

射阳港电厂扩建“上大压小”项目位于江苏省盐城市射阳县东部沿海的射阳河河口北岸，距县城约 24 公里。为了落实“上大压小、节能减排”的政策，根据《国务院批转发展改革委、能源办关于加快关停小火电机组若干意见的通知》（国发〔2007〕2 号）精神，电厂拟关停射阳港电厂 #4 机组（1×13.75 万千瓦），另外，江苏国信内部拟关停一台 12.5 万千瓦机组，继续以“上大压小”方式扩建第二台 66 万千瓦机组（#6 机组）。目前，项目已取得国家发改委批复、用地预审、环评批复等支持文件，批文齐备。该项目目前已建设完成，并实现投产发电。项目总投资额 45.20 亿元（静态投资）。

新海电厂“上大压小”项目位于连云港市西南部的海州区西北边缘的城郊结合部，并处于其城区主导风向（东南风）的下风侧。东北距连云港市新浦区中心约 6 公里。本工程拆除原有中温中压机组（4×0.6+1.2+2×2.5）及 2×22 万千瓦机组，实际共计 51.727 万千瓦容量，于 2008 年 10 月经江苏省发改委及省电力公司核查确认。在该场地建设 2×100 万

千瓦超超临界燃煤机组，并考虑充分利用原有部分辅助生产设施。项目已取得发国家改委批复、环评批复等支持文件，批文齐备。该项目目前已建设完成，并实现投产发电。项目总投资 72.09 亿元（静态投资）。

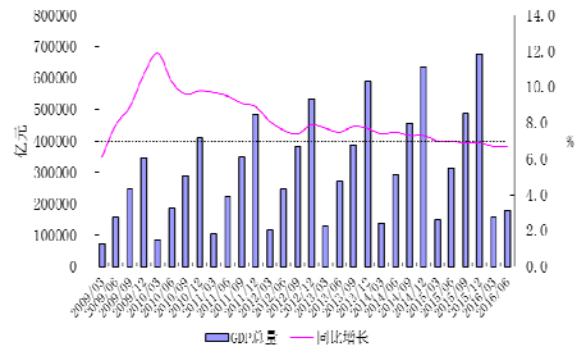
大丰大中风电场项目位于大丰市境内的大中农场。场区东西长约 10 公里，南北宽约 14 公里，距离大丰市约 23 公里。项目总装机容量 10 万千瓦，拟安装 50 台单机容量 0.2 万千瓦的风电机组，新建一座 110kV 升压站，最终以一回 110kV 线路接入外部电网系统。项目已取得核准文件、用地预审、选址意见书、环评批复、接网批复等支持文件，批文齐备。该项目预计于 2016 年 10 月全部投产、并网发电。项目总投资 8.61 亿元（静态投资）。

东台弼港农场风电场工程项目属于江苏陆上沿海风电场，位于江苏省盐城市东台弼港农场。东台市位于江苏省中部，盐城市最南端。本期风电场场址区域东西长约 6.1 公里，南北长约 10.7 公里，离岸距离约 17 公里，风电场总面积约 60 平方公里。项目总装机容量 9.8 万千瓦，拟安装 49 台单机容量 0.2 万千瓦的风电机组，配套新建 110KV 的变电站。项目已取得核准文件、用地预审、选址意见书、环评批复、接网批复等支持文件，批文齐备。该项目预计于 2016 年 10 月全部投产、并网发电。项目总投资 7.91 亿元（静态投资）。

宏观经济和政策环境

2016 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，上半年 GDP 增长 6.7%，增速与一季度持平。未来，虽然经济下行压力依然较大，但随着“十三五”规划逐步落实、供给侧改革实质性推动，结构性减税等改革持续推进，一系列稳增长、促改革措施持续发力，中国经济或将持续筑底，预计 2016 年全年经济增长 6.6% 左右。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求来看，需求结构呈现投资增长有所放缓、消费相对稳定、外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。上半年，全社会固定资产投资增速由一季度的 10.7% 回落至 9%；其中，随着财政支出力度加大，基础设施投资保持 20.9% 的高位增长，比前值加快 0.9 个百分点；而在销售增长趋缓的带动下，房地产开发投资增长进一步趋缓；受产能过剩制约，制造业投资增长由一季度的 4.6% 进一步回落至 3.3%；与此同时，受投资回报率低、投资门槛相对较高等多种因素影响，民间投资增速进一步降至 2.3%。消费增长相对平稳，季度内呈现稳中趋升态势，总体上与消费结构升级相关的消费持续保持较快增长，网上消费等新业态持续保持快速增长。传统金银珠宝类消费呈现下滑态势，而建筑装潢等与房地产相关的消费增长有所放缓，石油类消费持续下滑；网上消费等新业态持续保持 20% 以上的增速高位增长，占消费比重再创新高。随着美国等主要贸易伙伴经济复苏有所改善、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，对外贸易下滑幅度有所收窄；上半年，进出口贸易总额为 17,126.73 亿美元，同比下滑 8.7%，降幅比一季度收窄 2.6 个百分点；贸易顺差达到 2,582.8 亿美元，比上年同期减少 50 亿美元。从产业发展来看，在需求疲弱、产能过剩依然没有化解的影响下，工业生产进一步回落，但整体效益有所改善，工业企业利润增长由负转正；从先行指标来看，5 月以来 PMI 指数呈现连续下滑态势，7 月为 49.9%，重回景气线之下，说明制造业总体下行压力依然较大。产业内部加速调整，传统行业与新兴行业分化态势

延续，服务业持续保持快于工业的增速发展，新兴业态发展势头良好，产业结构持续优化。随着鲜菜等食品价格涨幅高位回落，猪周期影响渐弱，消费者价格指数呈现温和上涨态势；受大宗商品价格短期反弹、去产能有所进展等影响，工业领域产品价格下降幅度持续收窄；由于化解产能过程持续较长，工业领域通缩年内仍将持续，但伴随着供给侧结构性改革持续推进，通缩有望进一步改善。

货币政策方面，央行实施稳健偏松的货币政策，创新调控思路和方式，注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度宽松的货币金融环境。上半年，货币政策在操作工具和操作思路发生一定调整，操作工具更多通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF、PSL 等工具来维持资金面稳定；总体上，二季度末“宏观审慎评估体系”（MPA）对资金面的冲击明显减弱，市场流动性相对宽裕。上半年，社会融资规模增量为 9.58 万亿元，比去年同期增加 0.96 万亿元；其中，人民币贷款、委托贷款、信托贷款、企业债、非金融企业境内股票融资持续保持较快增长；而新增外币贷款及新增未贴现票据规模仍在继续收缩。年初，由于美元加息、年底购汇需求变化、监管政策等因素影响，人民币汇率走势跌宕起伏，外汇占款流出加剧，后来随着监管层的有所作为以及美元阶段性见顶，人民币汇率走势逐步企稳，5、6 月受美联储加息预期变化、英国“脱欧”事件等因素影响，人民币汇率贬值压力加大，短期波动加强。综合考虑汇率波动、资本外流压力、通胀水平、经济增长以及近期中央政治局经济工作会议精神，下半年将继续稳健的货币政策，央行将持续通过公开市场操作、中期借贷便利和新型再融资工具等多种手段合理调节银行体系流动性，同时考虑到下半年 MLF 集中到期，加上配合积极财政政策的资金需求，不排除央行通过实施一次降准来补充长期流动性。此外，随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策将更加积极，上半年，在房地产相关税收增长加快带动下财政收入增长略有加快。全国

一般公共预算财政收入增长 7.1%，比去年全年下降 1.3 个百分点，但比上年同期加快 2.4 个百分点。与此同时，财政支出力度大幅加强，全国一般公共预算支出增长 15.1%，比上年同期加快 4.9 个百分点，并且增长持续高于财政收入增长，财政收支压力进一步凸显。随着经济下行压力不减以及财政赤字目标提升，预计财政政策将更加积极。首先，适当扩大国债和地方债发行规模，加大对重大基础设施项目建设的支持力度。其次，进一步优化财政支出结构，实现兼顾短期需求托底与长期供给改善的目标。一方面，要加快过剩产能的出清，另一方面，要增加供给相对不足领域的支持力度，如科研、环保、新能源、教育等领域，同时与中国制造 2025、“十三五”规划重点产业相结合，改善财政支出结构，兼顾短期需求托底与长期供给改善。第三，加大结构性减税力度，降低税费。第四，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。

未来，财政金融风险、资产泡沫以及产能过剩等问题仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量和发展转型，因此，结构性改革仍是经济工作的核心。

“两会”对“十三五时期”以及 2016 年的主要目标进行了明确，并对今年的重点工作做出了方向性部署。7 月的中央政治局经济工作会议进一步提出，全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务。中诚信国际认为：促进五大重点任务推进，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动；阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。围绕全面深化改革、促进创新发展将释放新的动力和活力，一方面，通过有效的市场竞争，提高资源配置效率，实现优胜劣汰和产业重组，提升产能过剩行业集中度；另一方面，积极

推进科技创新，增强核心竞争力，从而加快推进新旧动能转换。与此同时，通过有效措施，增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负。此外，用重大改革举措落地增强发展信心，特别要坚持基本经济制度，鼓励民间投资，改善企业微观环境，创造各类企业平等竞争、健康发展的市场环境。

中诚信国际认为，改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

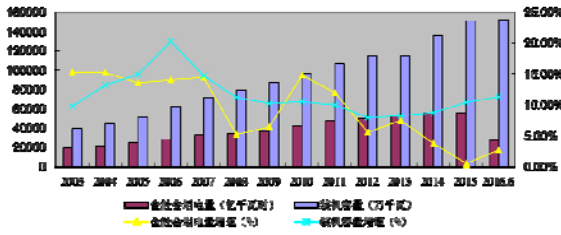
行业及区域经济环境

电力行业

电力是国民经济的支柱产业，近几年随着我国经济的发展，电力需求保持增长。2013年，全国全社会用电量5.32万亿千瓦时，同比增长7.5%，增速同比上升1.9个百分点。2014年，全国全社会用电量5.52万亿千瓦时，同比增长3.8%。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业40,650亿千瓦时，同比增长3.7%；第三产业6,660亿千瓦时，同比增长6.4%；城乡居民生活6,928亿千瓦时，同比增长2.2%。工业用电量39,930亿千瓦时，同比增长3.7%，其中，轻、重工业用电量分别为6,658亿千瓦时和33,272亿千瓦时，分别比上年增长4.2%和3.6%。2015年，全国全社会用电量5.55万亿千瓦时，同比增长0.5%，增速同比回落3.3个百分点。其中，第一产业用电量1,020亿千瓦时，同比上升2.5%；第二产业40,046亿千瓦时，同比下降1.4%；第三产业7,158亿千瓦时，同比增长7.5%；城乡居民生活7,276亿千瓦时，同比增长5.0%。2015年，全国工业用电量39,348亿千瓦时，同比下降1.4%，其中，轻、重工业用电量分别为6,729亿千瓦时和32,620亿千瓦时，分别比上年增长1.3%和下降1.9%。2016年上半年，全国全社会用电量2.78万亿千瓦时，同比增长2.7%，增速同比提高1.4个百分点，用电形势同比有所好转；其中第二产业及其工业用电量均同比增长0.5%，增速均同比提高1.0个百分点；第三产业和城乡居民生活用电较快增长，分别拉动全社会用电量增长1.2和1.0个百分点。

电力装机容量方面，从2013年新增装机来看，2013年全国新增发电装机9,400万千瓦，同比有所增加，其中，水电新增2,993万千瓦，火电3,650万千瓦，核电221万千瓦，并网风电1,406万千瓦，并网太阳能发电1,130万千瓦。截至2013年底，全国发电装机容量达到12.5亿千瓦，同比增长9.2%，增速较2012年提高1.4个百分点。其中，水电2.6亿千瓦，同比增长12.9%；火电8.6亿千瓦，同比增长5.7%；核电1,461万千瓦，同比增长16.2%；并网风电7,548万千瓦，同比增长24.5%；并网太阳能发电装机容量1,479万千瓦，增长3.4倍。新能源和可再生能源发电装机占31%，较上年提高5.76个百分点。2014年，全国基建新增发电设备容量10,350万千瓦，其中，水电新增2,185万千瓦，火电新增4,729万千瓦，核电新增547万千瓦，并网风电新增2,072万千瓦，并网太阳能发电新增817万千瓦。截至2014年底，全国发电装机容量13.6亿千瓦，同比增长8.7%；其中，水电3.0亿千瓦（含抽水蓄能2,183万千瓦），占全部装机容量的22.2%；火电9.2亿千瓦（含煤电82,524万千瓦、气电5,567万千瓦），占全部装机容量的67.4%；核电1,988万千瓦，并网风电9,581万千瓦，并网太阳能发电2,652万千瓦。截至2015年底，全国全口径发电装机容量15.1亿千瓦，同比增长10.5%。其中，水电3.2亿千瓦，随着西南大型水电的相继投产，预计未来水电装机增速将有所放缓；火电9.9亿千瓦，同比增长7.8%，为2009年以来年度投产最多的一年；核电投产规模创年度新高，年末核电装机规模达2,608万千瓦；受2016年初风电上网电价调整预期影响，2015年新增并网风电装机再创新高，年末并网风电达1.3亿千瓦。2016年上半年，国内新增发电装机容量为历年同期最多，当期末全国6,000千瓦及以上电厂发电装机容量15.2亿千瓦，同比增长11.3%，超过同期全社会用电增速8.6个百分点，局部地区电力供应能力过剩问题进一步加剧。

图 2：近年来我国电力消费与发电装机增长情况

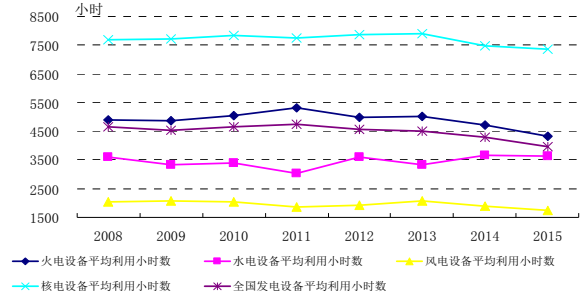


资料来源：中国电力企业联合会

我国发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2013年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时4,511小时，同比降低68小时，主要受利用小时数较低的可再生能源机组容量占比上升影响所致。分类型看，全国常规水电设备平均利用小时3,592小时；全国火电设备平均利用小时5,012小时；全国核电设备平均利用小时7,893小时；全国风电设备平均利用小时2,080小时。2014年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数4,286小时，同比降低235小时。其中，水电设备平均利用小时3,653小时，同比增加293小时；火电设备平均利用小时4,706小时，同比降低314小时；核电7,489小时，同比降低385小时；风电1,905小时，同比降低120小时。2015年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数3,969小时，同比降低317小时。其中，水电设备平均利用小时3,621小时，同比增加32小时，保持在较好水平；火电设备平均利用小时4,329小时，同比降低377小时，创1969年以来的年度最低值；核电7,350小时，同比降低139小时；风电1,728小时，同比降低177小时。2016年上半年，全国规模以上电厂发电设备利用小时1,797小时，同比降低138小时；其中火电设备利用小时为1,964小时（其中煤电2,031小时），同比降低194小时，为近十年来的同期最低水平，火电设备利用小时分省份看，重庆、福建、广西、湖南、四川和云南低于1,500小时，其中云南仅有648小时、比全国平均水平低1,316小时，该省火电企业持续亏损、生产经营异常困难；水电设备由于汛期降水增多，其利用小时达1,658小时，同比提高146小时，为近十年来同期最高水平；风电设备利用小时为917小时，同比降低

85小时，其中宁夏、新疆分别降低350和317小时，“三北”地区部分省份弃风情况较为严重；太阳能发电设备利用小时为591小时，同比降低55小时，新疆和宁夏降幅超过100小时，西北地区部分省份弃光情况较为突出。

图 3：2008年以来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中国电力企业联合会

在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，从2001年至今火电机组装机容量占电力装机总容量的比重一直保持约70%，仍居主导位置。但随着风电、光伏等新能源装机占比的上升，火电机组所占比重将呈下降态势。

中诚信国际认为，全国用电需求整体上仍将保持增长态势，但区域性电力供给不平衡及总体电力需求增速的放缓将给机组利用水平带来一定压力，尤其是清洁能源装机容量占比的提升对火电机组出力造成较大影响。

贸易行业

在全球经济一体化的背景下，国际贸易在全球经济中的地位更加突出。从国际环境来看，世界经济发展不平衡、收入分配不均、油价上涨、通货膨胀风险上升、利率波动、房地产市场泡沫、贸易保护主义抬头等相互交织在一起，全球经济一体化进程加快，国际贸易潮流不可逆转，中国进出口贸易既面临机遇又必须接受挑战。

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模增速放缓，国内贸易增速持续下降。2013年国内生产总值568,845亿元，同比增长7.7%；社会消费品零售总额237,810亿元，同比增长13.10%（扣除价格因素，实际增长11.5%），增速均出现同比下滑。2014年国

内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%；社会消费品零售总额262,394亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素，实际增长10.9%）。2015年国内生产总值676,708亿元，同比增长6.90%；社会消费品零售总额300,931亿元，同比名义增长10.70%（扣除价格因素，实际增长10.60%）。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口，贸易顺差逐步走高。2013年，我国实现贸易顺差0.26万亿美元，同比增长12.55%；2013年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014年我国实现贸易顺差0.38万亿美元，同比增长47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面2014年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015年，我国实现贸易顺差0.59万亿美元，同比增长56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。

从江苏省的贸易形势看，2013年，江苏省实现进出口总值5,508.4亿美元，同比增长0.5%，进出口值占到同期全国进出口总值的13.2%。2014年全年实现进出口总额5,637.6亿美元，比上年增长2.3%。2015年全年实现进出口总额5,456.1亿美元，比上年下降3.2%。

总体上，2015年以来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国庞大内需的释放；同时十八大以来，以调结构为重点的新型城镇化路线的提出，有利于促进城乡一体化发

展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

金融业

人民生活水平提高、可支配收入增加和通货膨胀预期提高了中国居民的理财需求，随着经济的持续高位增长，近年来我国和江苏省的金融产业发展迅速。

根据中国信托行业协会的最新统计，截至2015年末国内信托公司为68家。我国信托公司数目已较80年代高峰期的1,000多家大幅减少，行业集中度的提高有助于业内企业盈利能力的提升。目前，我国的信托资金投向主要集中于房地产、交通运输、电力等领域。中国信托业协会数据显示，截至2015年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为16.30万亿元，较2014年末13.98万亿元，同比增长16.60%，较2014年28.14%的增速有所下降。

根据证券业协会的统计，截至2015年末国内证券公司为125家，证券公司总资产为6.42万亿元，净资产为1.45万亿元，净资本为1.25万亿元。2015年证券公司全年实现营业收入5,751.55亿元，同比大幅增长121%；净利润也较上年大幅增长153%至2,447.63亿元，二者均为行业历史新高。2015年互联网金融和“一人多户”对行业的冲击明显，同时大型金控集团陆续崛起，行业竞争格局或将改变；经纪业务由通道业务向综合金融服务转型不断推进，提升服务能力、增加客户忠诚度仍是重要挑战；投行业务面临良好机遇，多层次资本市场改革有望推动投行业务收入大幅增长；市场波动剧烈、对冲工具有限、实体经济下行等因素考验证券公司多元化投资能力；资产管理业务持续快速增长，资本中介作用凸显，业务获利充分释放。

总体看，随着我国经济的不断增长，金融业发展快速。未来，宏观调控政策仍将保持连续性、稳定性，伴随江苏金融生态环境的向好，预计江苏省金融业将继续平稳发展，运行质量进一步趋好。但证券行业及信托行业对于宏观经济、政策环境等因素敏感性极高，业绩存在较大波动性。

房地产行业

2013年，房地产市场延续了2012年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高，增速较2012年有显著提升。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增幅较2012年增加15.5个百分点；商品房销售额8.14万亿元，同比增长26.3%，比2012年提高16.3个百分点。2014年前三季度，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品房销售面积和销售金额同比持续下降，且降幅呈现扩大趋势，前三季度同比下降分别为8.6%和8.9%。2014年9月底以来，伴随着央行对个人住房贷款政策的松绑以及降息，2014年四季度，全国商品房销售面积和销售金额同比降幅开始收窄。2014年全国商品房销售面积和销售金额分别为12.06亿平方米和7.63万亿元，同比分别下降7.6%和6.3%。2015年以来，随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息，市场需求开始逐步释放，房地产市场需求转暖，全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在2015年5月和6月由负转正。2015年1~12月，全国商品房销售额和销售面积分别为8.73万亿元和12.85亿平方米，同比增长14.4%和6.5%。2016年上半年，在政府“去库存”的大基调下，整体政策环境保持宽松，房地产市场明显复苏，销售势头强劲，当期全国商品房销售额和销售面积同比分别大幅增长42.1%和27.9%至4.87万亿元和6.43亿平方米，尤其是一线城市、部分热点二线城市（南京、苏州、杭州、厦门等）以及发达城市群的卫星城市（惠州、东莞、昆山、廊坊等）地区市场销售表现尤其突出。

商品房销售价格方面，2014年在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014年1~4月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，2014年5~12月，百城指数环比连续下降8个月。2015年以来，市场需求的回暖带动房地产销售价格企稳回升，自2015年5月至2016年6月，百城指数实现连续的环比增长，且环比增幅在2016年3月份以来明显加大，2016年3~6月百城指数环比增幅均保持在1.3%以上，值得注意的是

部分新房库存较少的城市面临房价上涨过快的压力。

2014年以来，随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。2014年12月末，全国商品房待售面积6.22亿平方米，较2013年末增加1.29亿平方米。其中，住宅待售面积4.07亿平方米，较2013年末增加0.83亿平方米。虽然2015年以来全国商品房销售情况持续好转，但由于新开工和竣工面积依旧维持在较高水平，因此全国商品房待售面积依旧攀升，2015年12月末为7.19亿平方米，较2014年末继续增加0.97亿平方米，其中住宅待售面积4.52亿平方米，同比增加0.45亿平方米。在整体来看依然面临较大的去化压力。2016年上半年，受益于良好的房地产销售表现，当期末待售面积小幅下降至7.14亿平方米，去库存效果初现。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的城市，库存压力仍然较大，情况并未根本好转。

2013年，房地产市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年以来，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年房地产新开工面积较上年同比下降10.7%。2015年以来，虽然购房政策扶持力度较大，且市场需求好转，但需求传导至供给需要一定的时间，更为重要的是全国房地产市场整体库存压力依旧较大，这也压制了房地产开发商开工意愿，因此当期新开工面积同比增速依旧处于下滑态势。在房地产市场持续热销的带动下，2016年以来房地产新开工面积增速发生反弹，结束了自2014年以来连续24个月的同比下降，2016年1~6月，房地产新开工面积同比增长14.9%至7.75亿平方米。

土地成交方面，2014年以来，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产开发企业购置面积同比出现

下降，2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，较上年下降14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一二线城市，同期土地成交价款为10,020亿元，较上年增长1.0%。2015年以来，土地市场延续了2014年的格局，全年全国土地购置面积和购置金额同比下滑幅度达31.7%和23.9%。同时，中诚信国际关注到，2015年一线城市和部分二线城市商品房出现量价齐升的局面，进而带动其土地成交金额和成交均价出现较大幅度的上涨，土地市场分化格局更为明显。此外，中诚信国际也关注到部分开发商采用高杠杆的方式购入高溢价率的土地，倘若未来区域市场的销售情况未达预期，或将对上述开发商产生较大的资金压力。

从房地产企业资金面的情况看，2014年房地产到位资金较上年下降0.1%，其中，2014年其他来源资金较上年下降12.4%，该类资金占比也下降至40.73%；自筹资金和国内贷款同比增速分别为6.3%和8.0%，占比分别下降至41.33%和升高至17.41%。2015年，受房地产销售形势的好转，其他资金即定金及预收款、个人按揭贷款对房地产企业的到位资金的贡献占比上升3.72个百分点至44.45%，其他渠道的资金来源贡献均出现不同程度下降。

总体来看，2014年四季度以来，国家出台了一系列有助于房地产市场稳定的政策，其效果已开始显现，部分核心城市房地产市场已出现价格反弹，成交量也同比回升。但就整体来看，区域市场分化依然显著，部分三、四线城市去库存压力依然较大。

区域经济环境

江苏国信的投资区域主要集中在江苏省境内，其投资及管理的企业经营业绩与江苏省经济发展密切相关。江苏省地处东部沿海，紧邻全国经济发展的龙头上海市，具有得天独厚的区位优势；经济发展水平较高，综合经济实力雄厚，近年经济发展速度均高于全国水平。2013年，江苏全省实现生产总值59,161.80亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%。2014年，江苏全省实现生产总值65,088.30亿元，比上年增长8.7%，增速较上年放缓0.7个百

分点。2015年，江苏全省实现生产总值70,116.38亿元，按可比价格计算，比上年增长8.5%，增速较上年放缓0.2个百分点。总体看，江苏省综合经济实力在全国处于领先地位，经济增长平稳，增速虽有放缓，但仍高于全国水平。

在江苏省经济良好发展背景下，2013年，江苏省全年公共财政预算收入6,568.46亿元，同比增长12.08%。2014年江苏省全年完成公共财政预算收入7,233.14亿元，比上年增长10.12%。2015年江苏省全年完成公共财政预算收入8,028.59亿元，同比增长11.00%

2013年以来，全省固定资产投资持续减速，但总量及增速仍高于全国平均水平。2013年江苏省完成固定资产投资35,983亿元，增长19.6%。2014年江苏省完成固定资产投资41,552.8亿元，同比增长15.5%，增速同比回落4.1个百分点。2015年江苏省完成固定资产投资45,905.2亿元，同比增长10.5%，增速同比回落5.0个百分点；其中第一产业投资232.2亿元，比上年增长12.2%；第二产业投资22,891亿元，增长12.8%；第三产业投资22,782亿元，增长8.3%。受到国内宏观经济下行影响，江苏省固定资产投资增幅出现放缓，但由于其良好的区位优势以及当地活跃的经济体系，预计固定资产投资总量仍将保持增长。

综上所述，中诚信国际认为，江苏省经济发展势头良好，经济活力很强，各项经济指标均处于全国前列。未来城市化、国际化、市场化的加速发展将为江苏省的经济发展提供广阔的市场空间。

竞争及抗风险能力

规模效应显著，区域地位明显

江苏国信是江苏省最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体。能源基础板块方面，作为江苏省最大的区域电力供应商，截至2015年末公司火电机组可控电力装机容量达923.90万千瓦，占江苏省总装机容量¹的9.70%；截至2016年6月末公司火电机组可控电力装机容量进一步增至1,023.20万千

¹ 截至2015年末，江苏省发电装机容量为9,528.55万千瓦。

瓦。金融板块方面，公司下属子公司江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“江苏信托”）是江苏省规模最大的信托公司，截至2015年末，江苏信托总资产达91.02亿元，信托项目资产合计3,479.91亿元，当年实现营业收入16.40亿元，净利润13.40亿元，在用益金融信托研究院2015年信托公司综合实力排名中，江苏信托综合实力、盈利能力均位列第7名；江苏国信为华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”，证券代码：601688.SH，06886.HK）A股第一大股东，截至2016年6月末持股比例为17.46%，华泰证券是江苏省规模最大的证券公司，近年来业务规模快速增长，华泰证券于2010年在上海证券交易所挂牌，于2015年在香港联合交易所挂牌。在中国证券业协会2015年证券公司经营业绩排名中，华泰证券在总资产、净资产、营业收入、净利润、资产管理业绩、投资银行业绩等多项指标中名列前茅。

多元化战略分散风险，各板块协同发展

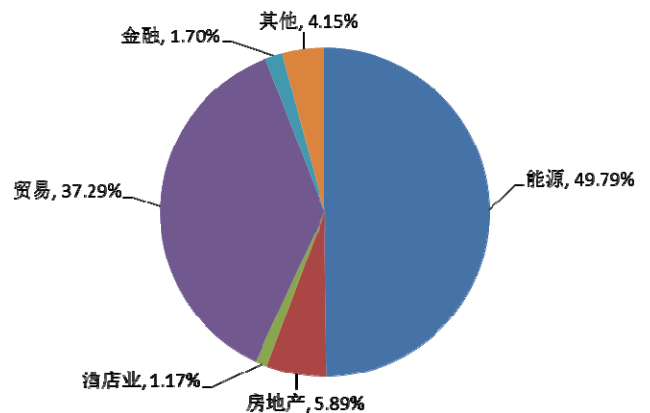
江苏国信是江苏省唯一既具备实业投资功能又具备金融功能的省属企业，公司通过积极打造实业平台和金融平台，在相关领域都占有了较为丰富的资源。目前公司已形成了能源、贸易、房地产和金融等业务多元化战略格局，各板块在省内均具有良好口碑和领先地位，多元化发展可以有效规避行业系统性风险，并形成板块联动和协同发展效应。2016年4月舜天船舶发布公告，拟通过非公开发行的方式收购江苏信托、江苏国信下属七家电力公司部分股权，该重大资产重组事项如顺利实施不仅能够缓解舜天船舶退市压力，还将推动多板块业务发展。总体来看各板块的彼此依托有利于公司业务的协调发展，提高公司整体抗风险能力。

业务运营

2006年末，公司与江苏国资合并重组，公司规模和业务领域得到一定扩张，金融证券、酒店旅游、房地产等业务板块实力得以增强，并延伸到医药经营、资产处置和社会事业项目等新领域，2010年，舜天集团并入公司后，贸易业务也成为了

公司主要产业之一。目前，江苏国信的主营业务围绕能源基础产业、现代金融业、不动产业和贸易等领域进行专业化经营，实业资本和金融资本得以有机结合，形成了各产业间业务和利润的相互支撑。2015年公司实现营业总收入484.56亿元，其中能源基础、贸易、房地产、金融和酒店业务分别占公司营业总收入的49.79%、37.29%、5.89%、1.70%和1.17%；此外，公司房屋租赁、旅游、电影发行、软件、船舶制造、服装加工制造和汽车销售等其他业务占比为4.15%。

图4：2015年公司各业务板块营业收入占比情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

能源基础产业

江苏国信的能源基础产业主要包括电力和天然气等业务。

电力

公司的主要电力项目集中于江苏省内，委托下属的江苏省投资管理有限责任公司管理。公司的电源结构以火电为主，截至2015年末，公司可控火电装机容量923.90万千瓦，截至2016年6月末进一步上升至1,023.20万千瓦、抽水蓄能装机容量10万千瓦、新能源装机容量62.96万千瓦。

火电方面，公司射阳港电厂2台66万千瓦机组“上大压小”项目分别于2011年10月、2013年8月投产；新海电厂2台100万千瓦“上大压小”项目分别于2012年11月和2016年1月投产；江苏国信淮安燃气发电有限责任公司2台18万千瓦热电联产机组分别于2012年3月、4月投产；2013

年公司完成收购江苏协联热电集团有限公司（以下简称“协联热电”），协联热电宜兴地区 2 台 42 万千瓦燃气热电联产机组于 2015 年 6 月投产；靖江电厂 2 台 66 万千瓦机组于 2015 年 3 月投产。截至 2016 年 6 月末，公司控股火电装机容量达到 1,023.2 万千瓦。

表 2：截至 2016 年 6 月末公司控股火电机组情况

单位：万千瓦

电厂名称	装机结构
扬二	2×63
扬州	2×63
新海	2×33+2×100
射阳港	2×66
淮阴	2×33
盐城	2×13.5
协联热电	2×13.5+1×1.2
靖江	2×66
宜兴协联燃机	2×42
国信淮安燃机	2×18
合计	1,023.2

资料来源：公司提供

国家鼓励发展大型、节能型发电机组，近年来，公司积极推动了一系列“上大压小”的机组建设项目，逐步取代小型发电机组，改善公司机组结构。从机组构成看，目前公司下属新海电厂已投产两台 100 万千瓦大型机组；下属扬二电厂、扬州电厂、射阳港电厂和靖江电厂均为 60 万千瓦以上大型机组；其他电厂为 30 万千瓦级或 30 万千瓦级以下的中小型机组。截至 2016 年 6 月末，公司 60 万千瓦及以上大型机组占火电总装机规模的 69.98%。环保改造方面，目前公司火电机组均已安装脱硫、脱硝等环保设备。

公司大型机组运营效率较好，2015 年平均供电煤耗 307 克/千瓦时，低于行业 315 克/千瓦时的平均水平；受近年来全社会用电量增速趋缓、清洁能源占比提高和火电机组装机容量增长的影响，近年来公司火电机组平均利用小时数呈逐年下降态势，但仍高于全国平均水平。中诚信国际将关注公司火电机组平均利用小时数的变化对能源板块收入规模的影响。

表 3：公司控股火电机组运行情况（单位：亿千瓦时、小时）

电厂名称	发电量		机组利用小时数	
	2015	2016.1~6	2015	2016.1~6
扬二	58.88	28.84	4,673	2,289
扬州	62.91	31.48	4,993	2,499
新海	80.97	41.10	4,878	1,960
射阳港	67.03	36.95	5,078	2,799
淮阴	28.18	11.57	4,270	1,754
盐城	9.64	4.39	2,839	1,624
协联热电	24.31	10.40	6,866	3,686
靖江	55.70	28.81	4,220	2,182
宜兴协联燃机	39.5	25.5	2,642	2,206
国信淮安燃机	18.73	7.67	4,846	1,934
合计	445.85	226.71	42,663	22,933

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，目前公司发电用煤全部需对外采购，因此公司燃料保障程度主要受电煤供应及运力紧张程度影响。由于江苏省内煤炭资源很少，公司电煤供应主要来自内蒙古、安徽、山西等地。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。2015 年，煤炭价格继续保持低位运行，公司标煤采购单价（含税）进一步下降至 527 元/吨，同比下降 26.09%，公司煤炭采购成本压力有所减轻。2016 年 1~6 月，公司煤炭采购成本保持稳定。

火电电价方面，2013 年以来，经过发改委对发电企业上网电价的四次调整，公司火电上网电价持续下调，此外公司脱硫、脱硝和部分除尘、超低排放设备分别对公司火电机组上网电价提供 0.015 元/千瓦时、0.01 元/千瓦时、0.002 元/千瓦时的贡献。中诚信国际将持续关注电价变化对公司火电业务运营状况的影响。

表 4：公司控股火电机组上网电价情况（单位：元/千瓦时）

电厂名称	2013	2014	2015	2016.1~6
扬二	0.4349	0.4188	0.432	0.378
扬州	0.4349	0.4340	0.413	0.378
新海	0.427	0.432	0.4203	0.378
射阳港	0.43	0.43	0.4249	0.383
淮阴	0.44	0.43	0.431	0.378
盐城	0.4265	0.450	0.4171	0.376
协联热电	0.43	0.4365	0.4046	0.412
靖江	--	--	0.3396	0.378
宜兴协联燃机	--	--	0.69	0.555
国信淮安燃机	0.605	0.64	0.716	0.584

资料来源：公司提供

水电方面，公司下属江苏沙河抽水蓄能发电有限公司总装机 10 万千瓦，截至 2016 年 6 月末上网电价为 0.45 元/千瓦时。2013~2015 年发电量分别为 1.80 亿千瓦时、1.83 亿千瓦时和 1.76 亿千瓦时，总体保持稳定。

除传统能源之外，公司还积极发展新能源项目。公司新能源项目投资的运作和管理主体是公司下属的江苏省新能源开发有限公司（以下简称“江苏新能”，证券代码：833368.OC），于 2015 年 8 月在新三板挂牌上市。公司已建成投入运营的下属控股新能源发电企业涉及生物质发电、风电、太阳能发电。截至 2016 年 6 月末，公司新能源总装机容量 62.96 万千瓦。

表 5：截至 2016 年 6 月末公司下属主要新能源电厂情况

项目	装机容量 (万千瓦)	上网电价 (元/ 千瓦时)	发电量 (亿千瓦时)	
			2015	2016.1~6
如东生物质	2.50	0.75		
淮安生物质	3.00	0.76	7.17	3.99
盐城生物质	3.00	0.76		
泗阳生物质	3.00	0.76		
东凌风力发电一期	7.05	0.49	5.22	4.50
东凌风力发电二期	7.95	0.61		
临海风电	14.95	0.61		
黄海风电	15.03	0.62		
		一期 3.00		
泗阳太阳能	4.43	二期 2.40	0.54	0.41
		三期 1.25		
尚德太阳能项目	0.15	3.36		
射阳太阳能项目	1.90	1.01		
合计	62.96	--	12.93	8.90

资料来源：公司提供

生物质能方面，如东生物质发电项目于 2008 年 7 月正式投产；2008 年淮安两台机组正式投产，

表 6：截至 2016 年 6 月末公司主要在建/拟建发电项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 6 月末已完成投资	预计完工时间
江苏溧阳抽水蓄能电站项目	76.35	71.43	首台机组 2016 年内投运， 整体于 2017 年投运
江苏国信淮安盐化工园区 2*40 万千瓦级燃机热电联产项目	23.00	5.5	第一台机组 2016 年 12 月完成投 产，第二台机组 2017 年 3 月末投产
江苏国信高邮 2*10 万千瓦热电项目	11	1.65	2017 年 3 月第一台完成投产

一号机组是国内第一台利用稻麦软质秸秆发电的机组；盐城、泗阳生物质项目也于 2009 年正式投产。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司控股 4 家生物质发电企业合计发电量分别 7.39 亿千瓦时、8.19 亿千瓦时、7.17 亿千瓦时和 3.99 亿千瓦时。

风能发电方面，随着在建项目的逐步投运，公司已投运控股风电装机容量持续提升，截至 2016 年 6 月末已达 44.98 万千瓦。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司风电机组合计发电量分别为 2.59 亿千瓦时、3.09 亿千瓦时、5.22 亿千瓦时和 4.50 亿千瓦时。随着公司风电机组逐步投产，加之较高的运行效率，风电发电量逐年上升，其中 2015 年临海风电以 2,365 小时的年发电利用小时数和 99.91% 的风机年可利用率位居全省第一。

太阳能方面，公司三个太阳能发电企业均已完成并网发电。江苏国信尚德太阳能发电公司装机容量 0.15 万千瓦，获批电价 3.36 元/千瓦时，处于较高水平；江苏国信泗阳太阳能公司装机规模 4.43 万千瓦，各期于 2016 年一季度前陆续投运；江苏国信射阳光伏发电有限公司两期共 1.90 万千瓦装机于 2016 年一季度投产。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司太阳能机组合计发电量分别为 0.23 亿千瓦时、0.50 亿千瓦时、0.54 亿千瓦时和 0.41 亿千瓦时。

电力在建拟建项目方面，截至 2016 年 6 月末，公司主要在建、拟建发电机组包括江苏溧阳抽水蓄能电站项目、淮安盐化工园区热电联产项目、江苏国信高邮 2*10 万千瓦热电项目和国信仪征 2*10 万千瓦热电项目等，其中江苏溧阳抽水蓄能电站首台机组已于 2016 年 6 月调试，有望近期并网投运。未来随着在建拟建项目的投产，公司电力装机规模将进一步上升。

国信仪征 2*10 万千瓦热电项目	8.8	0.42	2017年3月第一台完成投产
合计	119.15	79.00	--

资料来源：公司提供

总的来看，公司在江苏省电力行业市场地位相对突出，随着新机组的陆续投产和小机组的逐步关停，公司电力板块竞争力也进一步提升，清洁能源也形成了对公司电力业务多元化的重要补充。近年来随着煤炭价格的下降，公司电力板块盈利能力显著提升，2016 年随着装机规模的扩大和部分电站投产后满年度运行，电力板块盈利水平有望进一步提升。江苏省已提出将江苏国信作为省内主要发展的地方电力企业，预计公司可控电力装机占全省比重将进一步上升，公司电力业务长期前景向好。同时，中诚信国际也继续关注江苏省内电力供求关系的变化、煤炭价格变动趋势、电价政策的调整和电力体制改革给公司电力板块带来的影响。

天然气

在保证电力支柱产业地位的同时，江苏国信在能源基础领域向天然气项目拓展。天然气项目投资的运作和管理主体是公司下属的江苏省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”），其中公司控股该企业 51% 股权，中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）参股该企业 49% 股权。公司与中石化的合资有利于天然气公司未来天然气供应量的稳定，另外公司通过与天然气上下游客户签订照付不议协议来保证收益的稳定。近几年该公司业务得到发展迅速，输送气量及收入规模都大幅提高。截至 2016 年 6 月末，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达 377 公里，输气站场达 15 座，已覆盖苏南地区主要市场，具备了向苏中、苏北扩张的条件。

受天然气售价波动的联动影响，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，天然气公司售气量有所波动，分别为 20.45 亿立方米、19.68 亿立方米、21.94 亿立方米和 13.76 亿立方米；各期分别实现销售收入 48.18 亿元、49.30 亿元、51.42 亿元和 25.21 亿元，呈逐年增长态势；各期实现净利润 2.62 亿元、3.09 亿元、2.40 亿元和 1.20 亿元，2015 年受天然气价

格下降影响，天然气公司盈利能力有所下降。公司气源主要为“西气东输”和“川气东送”，其中“川气东送”占比较大。

表 7：近年来天然气公司销售情况

	2013	2014	2015	2016.1~6
销售气量（亿立方米）	20.45	19.68	21.94	13.76
营业收入（亿元）	48.18	49.30	51.42	25.21
净利润（亿元）	2.62	3.09	2.40	1.20

资料来源：公司提供

天然气价格方面，2013 年 7 月，国家发改委在全国范围内调整非居民用天然气价格，该次调整将天然气分为存量气、增量气两个部分，调整按照的存量气标准是 2012 年实际使用的天然气数量，存量气门站价格增幅最高不超过 0.4 元/立方米，增量气门站价格按可替代能源（燃料油、液化气）价格的 85% 确定。2014 年 9 月，国家发改委进一步上调非居民用存量气最高门站价格，增幅为 0.40 元/立方米。2015 年 4 月，国家发改委要求天然气价格正式并轨，各省增量气最高门站价格下降 0.44 元/立方米，存量气最高门站价格上调 0.04 元/立方米。2015 年 11 月，国家发改委要求将并轨后的非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/立方米。中诚信国际将继续关注未来国家天然气价格调整政策对公司天然气业务的影响。

公司预计在“十三五”期间继续投资建设苏南地区管线及配套分输站，包括川气东送江苏配套管线吴昆管道工程、高溧管道工程、澄武管道工程、金武管道和电厂支线工程，目前苏南地区天然气管网在进一步完善中。

总体看，近年来天然气价格波动频繁，对公司天然气销量和售价产生影响，2013~2015 年公司销量和净利润受气价变动的的影响产生波动。未来随着天然气管网的扩张，公司天然气销量有望进一步增长，同时中诚信国际关注天然气价格市场化改革对公司天然气销量和盈利的影响。

现代金融产业

现代金融产业是江苏国信的另一大支柱性投资领域。目前公司的金融业务主要包括信托、证券、担保、融资租赁和保险经纪。核心企业包括江苏信托、华泰证券和江苏省国信信用担保有限公司（以下简称“国信担保”）。

信托

信托业务方面，公司下属的江苏信托目前是江苏省内最大的信托投资公司，资产规模在全国位居前列。截至2015年末，江苏信托总资产达91.02亿元，信托项目资产合计3,479.91亿元，当年实现营业收入16.40亿元，净利润13.40亿元。

在业务经营方面，江苏信托积极开展资本市场投融资和基础设施类项目，近年来业务规模持续较快提升。截至2016年6月末，江苏信托存续信托计划357个，其中单一信托计划297个，集合信托计划59个，财产权信托1个。公司在项目选择和结构设计上，多采取严格的风险控制措施。资本市场投融资业务方面，江苏信托与国内知名的基金管理公司、证券公司和优秀私募基金等专业机构合作，为高端客户提供不同风险偏好、投资组合的资本市场个性化理财产品；房地产业务方面，江苏信托精选全国优秀的大型房地产企业进行合作，以房地产项目贷款或股权方式，投资于住宅、商业用地、土地等不动产的开发；基础设施业务方面，江苏信托对可收费并具有一定现金流的新建基础设施项目，如道路、桥梁、隧道、自来水、天然气、环保污水处理、电信、电力和旅游设施等项目，以未来收费现金流为依托，发行融资型信托计划。

表8：近年来公司信托业务发展情况（单位：亿元、个）

		2013	2014	2015	2016.6
信托手续费收入		4.62	4.74	5.46	3.52
集合信托计划	个数	37	57	59	66
	集资金额	138.37	250.64	246	256.41
单一信托计划	个数	231	311	297	290
	集资金额	893.10	1,484.51	3,211.03	3,929.67
财产权信托	个数	1	0	0	1
	集资金额	1.99	0	0	42.60

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，2016年4月舜天船舶发布公告，拟通过非公开发行股份的方式收购江苏信托81.49%股权，未来如果该重大资产重组顺利实施，江苏信托依托上市平台，将获得更通畅的融资渠道和业务支持；此外江苏信托信托业务中毛利率较低的被动管理型单一信托计划规模占比较大，毛利率较高的主动投资管理型集合信托计划占比较小，且江苏信托固有业务²是公司资产和利润的最主要来源，江苏信托信托业务板块提升空间较大。

证券

证券行业是公司现代金融业板块投资的另一重点行业，目前下属主要证券公司为华泰证券。

华泰证券前身为江苏省证券公司，成立于1990年，注册地在南京，2006年随着江苏国资一起并入公司后，公司由华泰证券第二大股东变成第一大股东。2010年2月9日，华泰证券于A股成功上市融资，募集资金净额155.3亿元。2015年6月，华泰证券在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易，公司股权占比稀释至17.46%。截至2016年6月末，公司持有华泰证券17.46%的股份，仍为华泰证券第一大股东。华泰证券在A股和H股的上市拉升了江苏国信金融资产规模。

华泰证券在全国29个省、市、自治区设有逾230家证券营业部，并设有江苏南京总部、上海总部、北京总部和深圳办事处，在经营中已形成以证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、固定收益证券业务为基本架构的较为完善的业务体系及研究咨询、信息技术、市场营销和风险管理等强有力的业务支持体系，已经从地方性券商发展为全国规模较大的综合类券商。

2013年以来，在国内宏观经济增速放缓、股市环境低迷等背景下，华泰证券仍克服压力，整体盈利能力仍有较大上升。

表9：近年来华泰证券主要经营指标（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016.6
总资产额	982.48	2,722.26	4,526.15	4,026.79

² 江苏信托固有业务主要为对江苏银行、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。

净资产	363.25	419.44	815.29	797.37
营业收入	71.67	120.62	262.62	73.56
利润总额	22.69	45.40	107.98	29.44

资料来源：华泰证券财务报告

信用担保

公司原下属江苏省信用担保有限责任公司，成立于 2002 年 10 月。根据《省政府关于成立江苏省信用再担保有限公司的通知》(苏政发[2008]109 号)及省政府专题会议精神，江苏省信用担保有限责任公司整体划入江苏省信用再担保有限公司，其资产经评估、审计后注入江苏省信用再担保有限公司，作为江苏国信对江苏省信用再担保有限公司的投资。江苏国信对江苏省信用再担保有限公司出资 4 亿元。江苏国信新注册成立一家担保公司江苏省国信信用担保有限公司承接江苏省信用担保有限责任公司未到期的在保项目。截至 2015 年末，公司持有国信担保 70% 的股份。截至 2015 年末，国信担保合计担保项目 61 个，对外担保余额 14.83 亿元。2015 年国信担保实现营业收入 0.68 亿元、净利润 0.18 亿元。

总体看，随着国内金融业的迅速发展，公司金融业务已由原有的为实业投资提供金融支持手段发展成为可为公司提供稳定盈利支持的支柱产业。未来随着国内金融业的进一步发展，公司现代金融业板块将成为公司资产扩张的重要支撑和利润增长点。

不动产业

江苏国信的不动产业主要包括房地产业、酒店业和软件园开发等，其中以房地产开发业务为主。公司房地产业务主要由下属全资子公司江苏省房

地产投资有限责任公司（以下简称“房地产公司”）运营。

目前房地产公司开发项目主要分布在江苏省内各主要城市，分别在南京、无锡、苏州、镇江、徐州等长三角地区开发建设了民用住宅、酒店物业、工业地产项目，房地产公司属于区域房地产开发商。公司部分项目去化周期较长，公司房地产板块进入调整阶段，2015 年起房地产公司新开工面积较小，对未来房地产销售金额和营业收入均会有所影响。

表 10：近年来公司房地产业务经营情况

指标	2013	2014	2015	2016.1~6
新开工面积（万平方米）	38.86	32.49	0	1.5
竣工面积（万平方米）	47.29	44.47	40.73	5.57
合同销售面积（万平方米）	35.59	22.46	25.34	15.51
销售回款金额（亿元）	43.41	22.88	26.30	12.39

资料来源：公司提供

截至 2016 年 6 月末，房地产公司在建项目 8 个，总建筑面积约 407.32 万平方米，其中，海南龙沐湾项目为大型综合体项目；同期公司二级开发项目土地储备面积约为 515 万平方米，土储集中在无锡市、徐州市和海南省等地，且大部分拿地时间较早，对房地产公司成本控制有较好帮助，但公司土地储备区域较为集中，存在一定的区域风险。

从房地产产品的结构来看，公司房地产业务覆盖了从保障性住房到豪华别墅的产品，但以中低档民用住宅的开发为主，相对于高档住宅，该产品有更大的需求刚性，风险相对较小。且房地产公司计划依托民用住宅主业，逐渐向工业、商业和休闲旅游等复合地产领域拓展，使公司房地产业务多元化发展，以规避单一品种产品带来的风险。

表 11：截至 2016 年 6 月末房地产公司主要在建和拟建项目情况

项目名称	总建筑面积 (万平方米)	总投资 (万元)	已投资 (万元)	上市面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)
无锡观湖湾	14.5	76,652	72,009	10.49	9.27
丹阳国信宜和	30.34	145,400	89,928	22.23	9.03
徐州国信上城	62.82	342,600	233,175	33	26
徐州龙湖世家	45.5	264,446	171,082	25.5	23.1
新沂金邸花园四期	9.5	--	7244	0	0
海南龙沐湾	229.32	954,183	587,624	22.4	11.9
句容紫金七号	12.34	115,900	50,765	11.63	5.38
安庆保障房项目	3	7,500	3691	0	0
合计	407.32	1,906,681	1,215,518	125.25	84.68

资料来源：公司提供

公司规划至“十三五”期末，房地产业达到总资产 80 亿元，净资产 30 亿元，年度利润总额 2 亿元；在建项目施工面积 30 万平方米。房地产业务将在做好住宅地产的基础上，重心向旅游休闲地产、城市综合体地产转移，探索开展土地一二级开发联动和城市基础设施建设，拓展土地资源整合作用，形成以房地产开发为主题、不动产租赁为补充、物业管理服务为支撑的经营格局。

除上述房地产公司外，江苏国信还从事产业园的运营开发。2000 年，公司开始涉足高科技产业投资，由其下属的江苏省软件产业股份有限公司（以下简称“软件公司”）负责江苏徐庄软件园的建设运营；截至目前，徐庄软件园项目推进顺利。截至 2016 年 6 月末，徐庄软件园已累计引入企业 68 家（其中购房企业 21 家，租赁企业 47 家），完成园区可供招商面积的 98% 以上。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，为公司软件园的发展提供了广阔空间。徐庄软件园具有良好的区位优势和国家软件产业基地的品牌优势，同时较齐全的功能为吸引高科技企业、提供增值业务服务创造了条件。但公司也面临着来自南大科技园、东大科技园和南京软件园等同行业的竞争。目前，江苏软件园规模仍然较小，江苏国信计划增强园区的服务功能，并依托于公司金融平台优势，在提供金融服务的同时，积极拓展高科技产业投资业务。中诚信国际认为，江苏国信高科技产业有较好的成长空间，但对公司在此产业的管理水平和人才力量也提出了更高要求。

总体来看，江苏国信的房地产业务经过二十多年的发展，已具有较好的品牌效应，并能得到自身较强的融资能力的支持。但由于部分项目去库存周期较长，对资金周转产生一定影响，该板块进入调整阶段，2015 年以来公司新开工面积处于较低水平，对未来一段时间内的销售回款和结转收入产生较大影响。中诚信国际将对公司不动产板块的业务增长情况保持关注。

贸易业务

2010 年 7 月根据江苏省国资委《关于省国信集团舜天集团重组方案的批复》“苏国资复[2010]73 号”，舜天集团的国有股权整体划入公司。舜天集团原为江苏省国资委下属全资子公司，主营服装和机械等产品的国内外贸易、船舶制造、房地产开发和租赁、机电产品国际招标业务和汽车租赁等业务，并为我国 A 股上市公司江苏舜天和舜天船舶的第一大股东。公司贸易业务主要通过舜天集团进行运作。

公司贸易业务分为内贸、出口和进口三方面。内贸方面，公司的内贸项目主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等。2015 年公司实现内贸收入 72.92 亿元，同比下降 26.37%，占公司贸易板块收入的 49.09%。出口方面，公司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，2015 年，公司实现出口收入 52.07 亿元，同比下降 16.66%。进口方面，公司进口产品主要来自欧盟、韩国、东南亚、美国和日本等国家和地区，以生产设备和原材料为主，产品结构比较稳定，2015 年，公司进口业务实现收入 23.56 亿元，同比增长 18.39%。

表12：近年来公司贸易业务主要情况（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016.1-6
内贸	72.91	99.03	72.92	26.31
出口	60.03	62.48	52.07	18.71
进口	22.68	19.90	23.56	11.54

资料来源：公司提供

总体看，在经济形势增速放缓、贸易行业景气度下降、市场竞争激烈以及商品价格明显波动的背景下，近年来公司贸易总额有所波动，中诚信国际对未来公司贸易业务的运营情况保持关注。

船舶制造业务

公司船舶制造业务主要由舜天集团下属舜天船舶运营，舜天船舶成立于 2003 年，主要经营远洋支线机动船舶和非机动船舶建造业务。其建造的远洋支线机动船产品包括 700TEU—2,000TEU 系列集装箱船、30,000DWT 以下多用途船和重吊船等，非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳

船、海洋工程辅助平台和驳船等。2011年8月10日，舜天船舶在我国深圳证券交易所上市成功，募集资金净额7.85亿元。

舜天船舶2014年度净利润亏损18.10亿元，一方面是由于舜天船舶对南通明德重工有限公司（以下简称“明德重工”）的债权计提了10.12亿元的资产减值准备；另一方面，受船舶市场持续低迷影响，船舶价格始终维持低位，致使舜天船舶在毛利润层面即已产生亏损。舜天船舶2014年度会计师事务所天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对其出具无法表示意见的2014年度审计报告，主要是由于明德重工破产重整尚未完成，舜天船舶对明德重工的债权清偿率和可回收金额无法确定，且事务所无法对此获取充分适当的审计证据，舜天船舶存在净资产为负的可能，持续经营能力存在重大不确定性。基于以上原因，股票自2015年4月30日起被实行“退市风险警示”处理，股票简称由“舜天船舶”变更为“*ST舜船”。2016年2月18日，江苏省南京市中级人民法院（以下简称“南京中院”）受理舜天船舶重组申请。2016年3月25日，南京中院召开的第一次债权人会议通报了舜天船舶重整框架方案，主要为公开拍卖或变卖舜天船舶现有资产，所得资金按照债务清偿顺序向债权人进行清偿，同时舜天船舶启动重大资产重组，争取通过重组恢复其经营和盈利能力。2016年4月16日、4月25日和5月3日，三次拍卖由于无合格竞买人而流拍。由于标的资产无法通过公开拍卖处置变现，不能筹集清偿债务的必要资金，舜天船舶按三次拍卖的保留价13.80亿元将标的资产转让予控股股东舜天集团的子公司江苏舜天资产经营有限公司，截至目前正在办理相关资产交割手续。2016年4月舜天船舶公告了资产重组方案，拟通过发行股份及支付现金方式认购江苏信托、江苏国信下属七家电力公司部分股权，并配套募集资金，2016年6月对方案进行了调整。目前重大资产重组方案已经江苏国信董事会会议审议通过、交易标的资产评估报告已获得江苏省国资委的核准、交易方案已获江苏省国资委的原则性同意、交易已获得中国银监会

江苏监管局关于江苏信托的股权变更的原则性同意；但尚需中国银监会江苏监管局批准江苏信托的股权变更、南京中院裁定批准重整计划、中国证监会对本次交易的核准、舜天船舶重整第二次债权人会议出资人组会议暨股东大会审议通过并批准江苏国信免于因本次交易发出收购要约等。

舜天船舶发行的“12舜天债”已于2016年3月17日由担保方——江苏国信完成兑付工作。舜天船舶截至2016年4月末的逾期贷款合计为9.69亿元，其已制定了方案对现有债务进行了妥善处理。截至2016年9月已有172家债权人向管理人申报债权，申报金额总计88.50亿元。

此外，2015年8月，舜天船舶收到中国证监会因其涉嫌信息披露违法违规的调查通知书，涉嫌违法情况包括未及时披露其与明德重工构成关联关系、涉及关联交易，与明德重工重大合同进展，及对外提供财务资助收取利息收入未入账以及采用票据贴现、加价销售等方式回收利息导致2013~2014年营业收入、营业成本财务费用和净利润均有虚增。舜天船舶于2016年4月收到中国证监会的行政处罚告知书，但尚未收到其正式的处罚决定书。此外舜天船舶存在多笔未决诉讼和仲裁，对公司利润的影响尚无法确定。

截至2015年末，舜天船舶总资产31.26亿元，净资产-52.55亿元，当年营业总收入10.05亿元，净利润亏损54.74亿元，其中资产减值损失45.87亿元。

截至2016年6月末，舜天船舶总资产13.80亿元，净资产-62.56亿元，当年营业总收入0.20亿元，净利润亏损10.20亿元。

中诚信国际将对舜天船舶的重大事项处理和持续经营情况保持关注，同时中诚信国际认为舜天船舶的业务经营规模在江苏国信的占比较小，截至目前，其亏损和重大事项未对江苏国信经营状况产生重大影响，江苏国信较高的投资收益规模较好地抵减了舜天船舶资产减值损失带来的影响，公司财务状况稳定。

战略规划

公司发展战略是以资本经营和资产管理为主要模式，以效益最大化为主要目标，以可经营资源为主要经营领域，以投融资能力、管理能力和服务能力为核心竞争力，实业资本和金融资本有机融合，重点做好能源基础产业、现代金融业和房地产业三个领域，成为江苏省内领先、国内一流的综合性投资集团。

“十三五”期间，在深入研判和高度关注国际国内经济环境变化的前提下，公司将高度警惕潜在风险，认真加以防范和解决；同时也将洞察和捕捉发展机遇，拓展新的发展空间。公司将加快调结构转方向，适应经济新常态；扎实开展改革试点，释放增长新动力；深化企业合作交流，拓展发展新空间；实施创新驱动战略，培育竞争新优势；加强集团内部控制，建立管理新体系；加强集团党建工作，提升企业凝聚力。

总体来看，江苏国信自身定位较为准确，战略规划切合实际，战略实施计划较为可行；各行业具有一定的内在协同效应，有望形成整体优势。但中诚信国际也注意到公司在房地产、贸易、金融等较开放的领域面临着较大的竞争压力，另外战略重组对公司内部资源整合、管理体制的完善、业务管理水平的提升等方面也提出了更高的要求。

管理

产权状况

江苏省国信资产管理集团有限公司是于 2001 年 8 月经江苏省政府批准，在江苏省国际信托有限责任公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，江苏省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 100% 股权。作为江苏省政府授权的国有资产投资主体，公司从事授权范围内的国有资产经营、管理、转让、投资、企业托管、资产重组以及经批准的其他业务。公司业务范围涉及电力、贸易、证券、信托、工业、天然气、新能源、房地产、酒店等领域。截至 2016 年 6 月末，公司控股和拥有控制权的主要子公司 34

家，另外还拥有 100 余家参股企业。

公司治理

江苏国信按照法律和有关规定建立了由董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构，并引入了外部独立董事制度，公司日常经营由总经理负责。

公司实行本部对二级全资和控股子公司、控股企业直接控制，再通过二级子公司对三级控股子公司进行投资控股。江苏省投资管理有限责任公司受托管理公司直接控股的电力等实业企业。

管理制度

在内部经营风险的控制方面，公司的工作重点主要集中于投资决策机制的完善、财务制度的健全方面。为提高投资项目决策和管理的水平，公司制定了《项目管理办法》等规章制度，通过这些制度的实行，提高了公司决策的科学性和管理的规范性。在资金管理上，目前公司全资及控股公司投资项目必须重点围绕主要业务及其延伸领域，与公司业务发展一致。原则上不允许投资回报率低于 10% 的投资项目，全资、控股公司投资项目实行审批与备案相结合的制度，较为有效地控制了投资风险。公司资金集中管理系统的信息一体化实现了集团内的资金集中管理，减少了资金的沉淀，有效地使用了资金，为公司节约了财务费用。在安全生产方面，公司下属相关生产及服务型企业均制定了安全生产管理制度，明确以“安全第一，预防为主”的方针，成立了安全生产领导小组，制定了相关教育培训、奖惩和事故处理等措施。公司下属火电企业制定了节能奖惩管理标准，明确了负责主体、管理内容和节能指标统计计算方法等，制定了节能奖惩管理标准流程，强化员工意识，进一步提高公司经济运行水平和经济效益。

总体来看，公司目前的风险管理意识较高，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。公司在组织管理体系信息化方面的进一步完善，有助于

提高公司对风险因素的事前预判能力和控制力。但是，随着公司规模不断扩大，本部及各级公司的法人治理结构仍有待完善。此外，目前公司参股企业相对较多，投资领域较分散，规模经济效益尚未完全体现，尤其在能源和金融领域的控制力仍有待进一步提高。

财务分析

以下分析基于江苏国信提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具标准无保留意见的公司 2013 年审计报告，经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）⁴审计并出具标准无保留意见的公司 2014~2015 年审计报告，以及未经审计的 2016 年上半年财务报告。公司财务报告均按照新会计准则编制。

资本结构

2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司总资产分别为 1,345.67 亿元、1,450.09 亿元、1,449.73 亿元和 1,463.82 亿元。近年来公司资产规模有所波动，2014 年随营业规模的扩大，公司资产规模稳步上升 7.76%；2015 年受房地产业务收缩、舜天船舶计提较大规模减值和公司当期偿还部分债务的影响，资产规模小幅下降；2016 年 6 月末公司资产规模在业务发展的带动下小幅回升。

2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司流动资产分别为 482.32 亿元、505.37 亿元、450.72 亿元和 436.06 亿元，占总资产的比重分别为 35.84%、34.85%、31.09% 和 29.79%，受公司房地产业务发展速度放缓影响，公司流动资产占比有所降低。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2015 年末，以上各科目占流动资产的比重分别为 27.49%、14.24% 和 37.73%。截至 2015 年末，公司应收账款为 64.19 亿元，其中 24.06% 为江苏省电力公司电费欠款，公司与供电公司结算周期为一个月，周转率较高，其他应收款较分散。截至

2015 年末，公司存货为 170.06 亿元，其中开发产品和开发成本占比较大，当年受房地产新开工面积下降和项目竣工结转影响，公司存货规模同比下降 18.96%。

作为能源、金融和不动产等领域的投资控股企业，可供出售金融资产和长期股权投资拉动公司非流动资产规模持续提升。2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司非流动资产分别为 863.34 亿元、944.72 亿元、999.02 亿元和 1,027.76 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成，截至 2015 年末，以上各科目占非流动资产的比重分别为 13.80%、33.62%、34.72% 和 11.27%。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产为 137.85 亿元。截至 2015 年末，公司长期股权投资为 335.90 亿元，主要为公司合营和联营企业股份，包括持有华泰证券股份、江苏银行股份有限公司股份、江苏核电有限公司股份等，公司对具有共同控制的合营或重大影响的联营企业，采用权益法核算。近年来随着装机规模的增长，公司固定资产规模稳步上升，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，固定资产净额为 315.60 亿元、342.71 亿元、346.83 亿元和 372.46 亿元。江苏溧阳抽水蓄能电站等电力项目的建设使公司在建工程保持较大规模，2015 年末为 112.63 亿元。

2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司总负债分别为 769.92 亿元、807.92 亿元、761.54 亿元和 745.87 亿元；同期随着债务的逐步偿还，公司总债务余额整体有所下降，分别为 554.59 亿元、566.23 亿元、502.28 亿元和 487.36 亿元。从负债结构来看，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司流动负债分别为 478.45 亿元、490.50 亿元、420.75 亿元和 463.98 亿元，占总负债的比重分别为 62.14%、60.71%、55.25% 和 62.21%。公司流动负债主要由短期借款、交易性金融负债、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债构成。近年来公司短期借款规模逐年下降，截至 2015 年末为 87.03 亿元，主要为信用借款、抵押借款和保证借款，2016 年 6 月末短期借款小幅增至 105.57 亿元。公司交易性金融负债主要

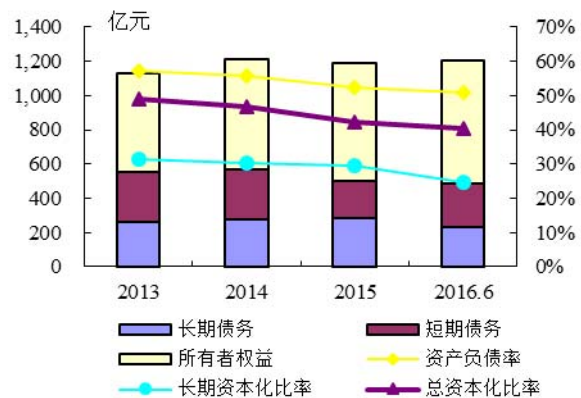
³ 2013 年，江苏天华大彭会计师事务所有限公司与信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）重组合并，以信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）作为承继主体执业。

⁴ 江苏国资委要求 5 年更换一次会计师事务所。

为短期融资券和超短期融资券，受到期借款规模和营运资金需求有所波动影响，截至 2015 年末为 55.09 亿元，2016 年 6 月末大幅增长至 80.09 亿元。公司应付账款账期较短，以 1 年以内和 1~2 年期为主，近年来规模有所下降，截至 2015 年末为 63.90 亿元。公司预收账款主要为房地产预收款，2015 年末为 56.66 亿元，受 2015 年新开工面积下降影响，未来一段时间公司预收账款规模或将有所下降。截至 2015 年末公司一年内到期的非流动负债为 44.84 亿元。2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司非流动负债分别为 291.47 亿元、317.42 亿元、340.79 亿元和 281.89 亿元，受长期债务影响有所波动。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，公司间接融资方式和直接融资方式相对平衡，截至 2015 年末，公司长期借款和应付债券分别为 166.16 亿元和 120.80 亿元；截至 2016 年 6 月末分别为 161.44 亿元和 73.00 亿元，随着长期债券的逐步到期，公司应付债券规模有所下降。从债务结构来看，公司目前短期债务和长期债务相对平均，截至 2016 年 6 月末分别为 252.91 亿元和 234.44 亿元。

随着公司未分配利润的积累和可供出售金融资产溢价对资本公积的积累，公司所有者权益逐年稳步增长，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末分别为 575.75 亿元、642.17 亿元、688.19 亿元和 717.95 亿元，其中公司实收资本保持稳定，为 200.00 亿元。2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司资产负债率分别为 57.21%、55.72%、52.53% 和 50.95%，总资本化比率分别为 49.06%、46.86%、42.19% 和 40.43%，公司负债率保持在合理水平，且随着债务的偿还和所有者权益的增厚逐步降低。

图 5：近年来公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司作为大型投资控股企业，资产规模和质量保持在较高水平，且近年来随着债务的逐步偿还，资本结构得以进一步优化，财务政策稳健。公司资本支出和业务经营较为稳定，未来各项指标有望平稳向好。

盈利能力

公司能源、房地产、贸易业务收入在总收入中占比较大，受能源和贸易板块收入的波动，以及房地产收入的下滑，近年来公司营业收入有所下降，2013~2015 年公司营业总收入分别为 526.41 亿元、498.86 亿元和 484.56 亿元；2015 年能源、贸易、房地产、酒店和金融营业收入占当年营业总收入的比例分别为 49.79%、37.29%、5.89%、1.17% 和 1.70%；此外公司房屋租赁、旅游、电影发行、软件、服装加工制造、船舶制造、汽车销售等其他业务 2015 年收入占比达 4.15%。2014 年能源板块收入下降主要受发电机组利用小时数下降影响，2015 年得益于装机规模上升，当年营业收入同比有所增长。贸易业务方面，2014 年得益于贸易量增长，当年贸易板块收入有所上升；2015 年市场竞争的愈加激烈和商品价格的波动导致当年贸易板块收入有所下降。房地产业务方面，房地产板块受竣工面积下降影响，结转收入波动下行。2016 年 1~6 月，受贸易和房地产收入下降影响，公司营业总收入同比下降 9.89% 至 216.86 亿元。

表 13：近年来公司各板块收入情况（单位：亿元）

板块	2013	2014	2015	2016.1~6
能源基础	227.84	207.86	241.28	121.43

贸易	194.71	227.69	180.71	81.22
房地产	40.28	22.98	28.56	4.89
酒店业	5.54	4.98	5.69	2.55
金融	6.92	5.52	8.22	5.71
其他	51.12	29.82	20.10	1.07
营业总收入	526.41	498.86	484.56	216.86

注：其他业务包括房屋租赁、旅游、电影发行、软件、服装加工制造、船舶制造、汽车销售等。

资料来源：公司提供

毛利率方面，2013~2015 年末，公司营业毛利率分别为 16.82%、14.01%和 18.09%，主要受电力和贸易业务等板块的综合效应影响而有所波动。2014 年由于贸易行业竞争激烈和大宗商品价格下行，加之舜天船舶在船运行业不景气的背景下出现亏损，公司当年毛利率下降 2.81 个百分点至 14.01%；2015 年得益于煤炭价格快速下行，公司煤耗成本降低，当年公司营业毛利率上升 4.08 个百分点至 18.09%。中诚信国际将持续关注电煤价格波动、天然气价格调整、舜天集团贸易产品价格波动和房地产行业景气度变化等因素对公司毛利率的影响。2016 年 1~6 月，公司营业毛利率为 16.96%。

表 14：近年来公司各板块毛利率情况（单位：%）

板块	2013	2014	2015	2016.1~6
能源	19.27	20.50	25.48	22.80
贸易	5.58	5.04	6.06	5.81
房地产	29.96	22.27	15.23	12.27
酒店业	80.63	83.54	82.09	80.79
金融	61.95	69.80	90.97	83.23
其他	23.35	8.95	-6.32	10.60
营业毛利率	16.82	14.01	18.09	16.96

资料来源：公司提供

2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司期间费用合计分别为 48.62 亿元、50.26 亿元、51.92 亿元和 20.56 亿元，逐年小幅增长。其中管理费用和财务费用占比较大，2015 年占期间费用合计的 82.42%，人力成本的上升使公司管理费用有所攀升，较大的债务规模使公司财务费用负担较大，但 2015 年公司债务规模有所减少，未来财务费用有望有所下降。

表 15：近年来公司各板块毛利率情况

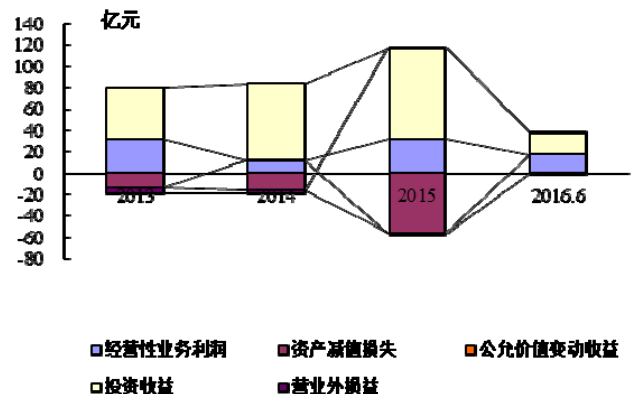
单位：亿元	2013	2014	2015	2016.1~6
销售费用	9.77	9.40	9.13	4.09
管理费用	19.98	19.05	20.25	7.77
财务费用	18.87	21.81	22.54	8.70

三费合计	48.62	50.26	51.92	20.56
营业总收入	526.41	498.86	484.56	216.86
三费收入占比	9.24%	10.07%	10.71%	9.48%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司利润总额较稳定，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司利润总额分别为 60.42 亿元、64.66 亿元、61.32 亿元和 37.87 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司经营性业务利润分别为 31.93 亿元、11.34 亿元、32.30 亿元和 17.37 亿元，2014 年受贸易、房地产及船舶等业务盈利下降影响，当年经营性业务利润大幅下降 64.49%，2015 年毛利率水平的回升使当年经营性业务利润大幅增长 184.85%。公司作为投资控股型企业，投资收益一直是公司利润的主要来源，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，分别获得投资收益 47.75 亿元、71.48 亿元、84.41 亿元和 20.10 亿元。此外近年来公司确认的资产减值损失规模较大，2013~2015 年末分别为 13.62 亿元、16.01 亿元和 55.94 亿元，2013 年公司资产减值损失来自应收账款、长期股权投资、部分机器设备和电力项目在建工程；2014 年主要来自舜天船舶回收存在不确定性的应收账款；2015 年主要由于舜天船舶对其主要资产进行了减值测试，当期确认资产减值损失 45.87 亿元，造成了对公司利润的严重侵蚀，此外房地产公司对应收账款和存货共确认资产减值损失 6.65 亿元，房地产公司当年亏损 7.96 亿元。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司净利润分别为 52.53 亿元、55.85 亿元、46.28 亿元和 31.27 亿元，由于 2015 年税负加重，公司净利润有所下降。

图 6：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司盈利结构符合其投资控股型企业的特性，投资收益是公司重要的利润来源，且近年来保持可观的规模和较快的增速；公司经营业务利润受贸易及房地产等板块影响有所波动；较大规模的资产减值损失对公司盈利水平产生不利影响，未来随着资源的优化整合和风险的化解及预防，公司资产质量的进一步提高有望带动盈利能力的提升。公司运营及投资项目涉及能源、金融、贸易、房地产等多个板块，在江苏省地方经济中占有重要地位，多个板块还将发挥协同效应，不断增强整体盈利能力。

现金流

2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司经营活动净现金流分别为 53.07 亿元、49.52 亿元、67.50 亿元和 2.98 亿元。2014 年受经营性业务利润下降的影响，公司经营活动净现金流同比下降 6.70%，但仍处于较高水平；2015 年煤炭价格下行拉动公司经营性业务利润大幅增长，当年公司经营活动净现金流同比大幅增长 36.32%；2016 年 1~6 月，经营活动净现金流同比下降 86.92%。

2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司投资活动净现金流分别为-70.94 亿元、-49.84 亿元、1.25 亿元和-38.63 亿元。近年来公司始终保持较大规模的投资支出，随着参股企业的稳定良好经营，公司取得的现金分红逐年增长，各期分别为 28.17 亿元、29.27 亿元、42.25 亿元和 20.56 亿元；其中 2015 年大规模投资分红和资产处置等使公司投资活动净现金流整体呈流入状态。

2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司筹资活动净现金流分别为 24.56 亿元、-6.40 亿元、-38.42 亿元和 2.55 亿元。近年来公司现金流充裕，逐步减轻了债务规模，2014 年和 2015 年筹资活动净现金流均呈流出状态。

表 16：近年来公司现金流量变化（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016.1-6
经营活动产生现金流入	624.15	609.38	563.41	297.54
经营活动产生现金流出	571.08	559.86	495.91	294.56

经营活动净现金流	53.07	49.52	67.50	2.98
投资活动产生现金流入	50.78	79.94	133.62	117.11
投资活动产生现金流出	121.72	129.77	132.37	155.74
投资活动净现金流	-70.94	-49.84	1.25	-38.63
筹资活动产生现金流入	463.95	472.81	417.81	216.28
其中：吸收投资所收到的现金	5.20	2.21	7.91	6.51
借款所收到的现金	335.81	297.82	240.34	124.25
筹资活动产生现金流出	439.38	479.21	456.23	213.73
其中：偿还债务所支付的现金	390.99	407.47	391.41	168.34
筹资活动净现金流	24.56	-6.40	-38.42	2.55
现金及现金等价物净增加额	6.81	-6.92	30.48	-33.15

资料来源：公司财务报告

总体来看，公司自身良好的经营状况和参股企业可观的分红使公司现金流充裕，且在逐步减轻债务规模。同时公司经营和参股的金融、贸易、房地产等行业以及上游煤炭行业属于周期波动较大的行业，公司现金流水平易受经济环境、行业周期和政府相关政策等多种因素影响。

偿债能力

2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司总债务为 554.59 亿元、566.23 亿元、502.28 亿元和 487.36 亿元，其中短期债务分别为 290.25 亿元、287.15 亿元、215.32 亿元和 252.91 亿元，占总债务的比重分别为 52.34%、50.71%、42.87%和 51.89%，公司长短期债务结构较均衡。

近年来，较高的利润总额、较大的财务费用和装机规模等的增加引起的折旧规模上升影响，公司 EBITDA 保持在较大规模，呈波动增长态势，2013~2015 年末分别为 102.22 亿元、112.78 亿元和 110.94 亿元，且得益于债务规模的下降，EBITDA 对总债务、短期债务和利息支出的覆盖能力逐年优化。近年来公司经营活动净现金流随经营性业务利润的波动而波动，经营活动净现金流对总债务、短期债务和利息支出的覆盖能力亦有所波动，但公司可观的货币资金形成了对到期债务的良好覆盖。

表 17：近年来公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.6
货币资金（亿元）	110.26	105.91	123.92	90.78
短期债务（亿元）	290.25	287.15	215.32	252.91
长期债务（亿元）	264.35	279.08	286.96	234.44
总债务（亿元）	554.59	566.23	502.28	487.36

经营活动净现金流(亿元)	53.07	49.52	67.50	2.98
EBITDA(亿元)	102.22	112.78	110.94	--
货币资金/短期债务(X)	0.38	0.37	0.58	0.36
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.09	0.13	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.18	0.17	0.31	0.02*
经营活动净现金流利息倍数(X)	2.49	2.21	3.15	--
总债务/EBITDA(X)	5.43	5.02	4.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.39	0.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.80	5.03	5.18	--
资产负债率(%)	57.21	55.72	52.53	50.95
总资本化比率(%)	49.06	46.86	42.19	40.43

注：利息支出不包括资本化利息支出；带“*”指标经年化处理；由于财务报表中其他流动负债科目中部分余额为公司发行的短期融资券等有息债务，因此在计算债务及相关财务指标时进行了相应调整；由于缺乏有关数据，未计算公司 2016 年 1~6 月 EBIT、EBITDA 及相关指标。资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

委托贷款方面，截至 2016 年 6 月末，公司本部对子公司、合营企业及联营企业的委托贷款余额为人民币 133.18 亿元，均为委托具有合法资质的受托人（江苏省国际信托有限责任公司、中国银行江苏省分行、江苏省国信集团财务有限公司）办理。其中南京丁山宾馆 8,340 万元、丁山花园酒店有限公司 2,250 万元，共计 10,590 万元的委托贷款已到期未归还；上述事项由于涉及到港资股东增资、受让股权等事宜需要获得相关批准，目前债转股事宜尚无实质性进展，导致逾期借款尚未偿还。除此之外公司本部其他到期的委托贷款均已按时偿还。

未决诉讼方面，公司未决诉讼和仲裁主要来自舜天船舶，对舜天船舶利润的影响尚无法确定。中诚信国际将对公司未决诉讼产生的或有风险保持持续关注。

担保方面，截至 2016 年 6 月末，公司本部为参股公司提供担保合计人民币 27.08 亿元⁵，对其他公司提供担保合计人民币 25.00 亿元。公司提供担保的被担保方经营状况正常，担保方未发生为被担保方债务提供担保而承担垫款的情况。另外，截至 2015 年末，国信担保合计担保项目 61 个，对外担保余额 14.83 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司本部在多家金融机构拥有各类授信额度共 323.2 亿元，其中未使用额度 271.1 亿元，可有力地支持公司的发展。

⁵期末美元按 2016 年 6 月 30 日中间价 6.6312 折算。

过往债务履约情况

根据公司提供的数据，除舜天船舶外，截至 2016 年 6 月末，公司本部及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司本部及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

评级展望

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，公司可获得较多的政策和资金支持。同时公司在能源、金融、贸易等业务板块竞争实力很强、规模优势明显。随着公司发电资产质量的提高，公司的电力板块实力总体增强；金融板块竞争实力突出，江苏信托和华泰证券多项指标处于行业领先地位；此外公司联营和合营企业为公司提供可观的利润和现金流支持，促进公司债务压力不断缓解；公司货币资金充裕，拥有多元化融资渠道，财务弹性强。同时，中诚信国际关注电改再次重启、各类产品上下游价格波动、用电需求下降及舜天船舶多项重大事项等因素对公司经营和整体信用状况的影响。总体看，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结论

综合考虑以上因素，中诚信国际评定江苏省国信资产管理集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“江苏省国信资产管理集团有限公司 2016 年度第三期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于江苏省国信资产管理集团有限公司 2016 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

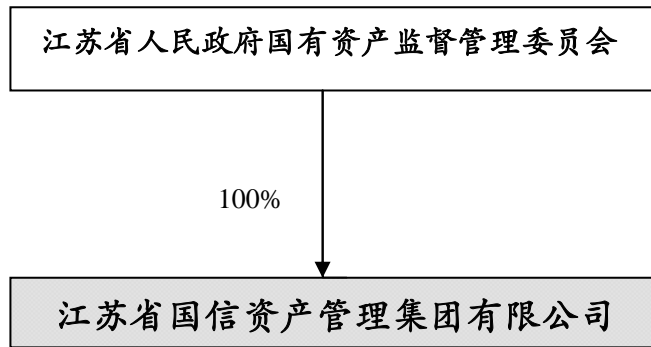
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期中期票据的存续期内对本期中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在中期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

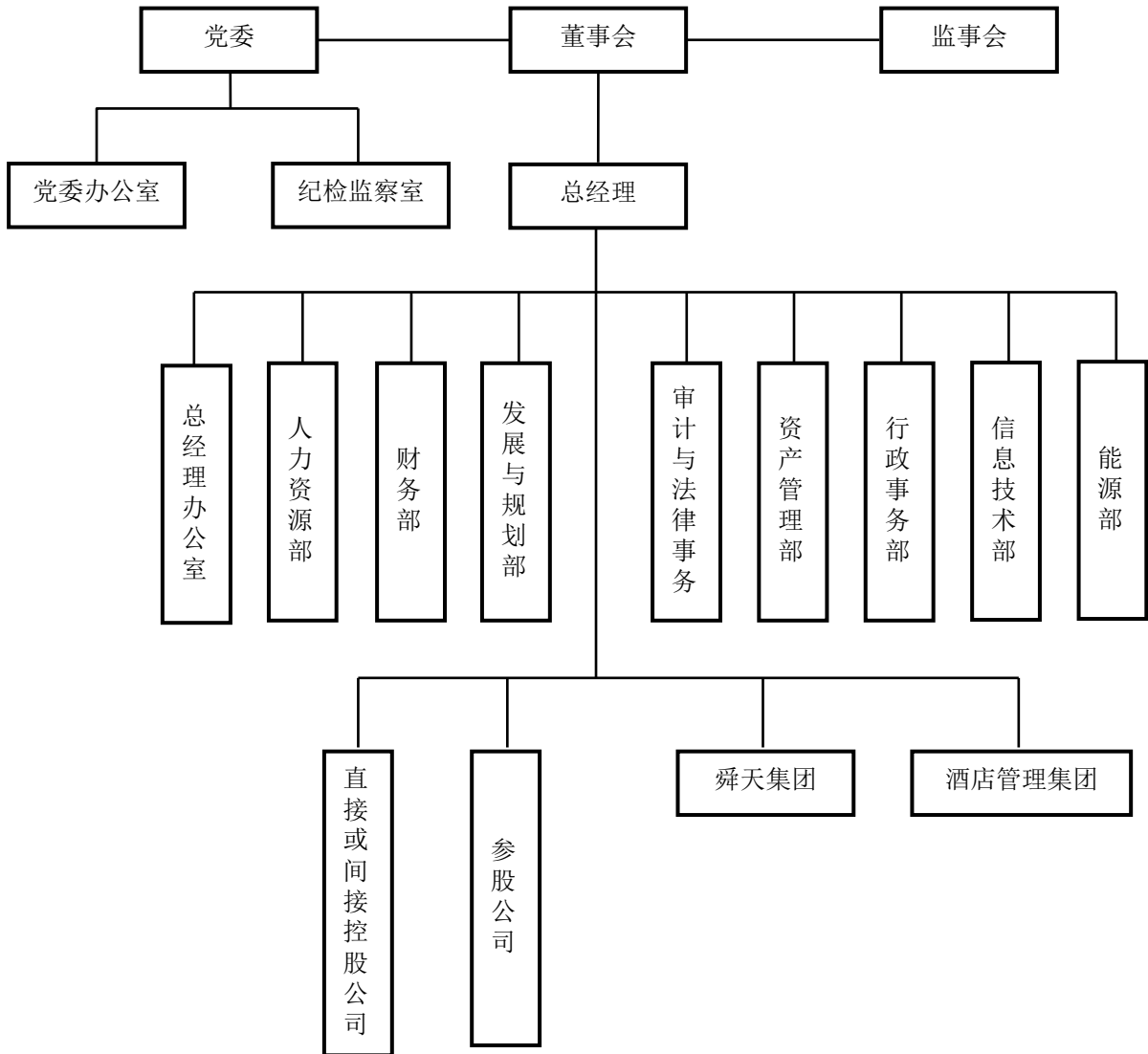
2016 年 9 月 23 日

附一：江苏省国信资产管理集团有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏省国信资产管理集团有限公司组织结构图（截至 2016 年 9 月 23 日）



资料来源：公司提供

附三：江苏省国信资产管理集团有限公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.6
货币资金	1,102,643.86	1,059,066.63	1,239,236.95	907,754.43
交易性金融资产	22,638.12	61,601.02	85,787.74	56,477.59
应收账款净额	572,019.36	582,040.14	641,897.13	615,518.55
其他应收款	325,818.11	550,172.74	338,611.41	444,851.37
存货净额	1,997,908.57	2,098,345.11	1,700,596.58	1,704,184.90
长期投资	4,013,523.73	4,570,592.70	4,925,543.30	5,157,716.55
固定资产	3,155,983.83	3,427,090.29	3,468,313.78	3,724,610.38
在建工程	980,330.51	908,022.83	1,126,303.55	965,061.53
无形资产	148,492.08	136,214.52	158,690.72	171,857.26
总资产	13,456,663.68	14,500,918.56	14,497,333.51	14,638,156.80
其他应付款	262,808.60	374,467.59	365,138.04	534,187.02
短期债务	2,902,464.95	2,871,485.99	2,153,239.84	2,529,142.67
长期债务	2,643,463.60	2,790,815.79	2,869,607.74	2,344,442.54
总债务	5,545,928.55	5,662,301.78	5,022,847.58	4,873,585.21
净债务	4,443,284.69	4,603,235.15	3,783,610.64	3,965,830.77
总负债	7,699,175.63	8,079,231.70	7,615,391.55	7,458,683.62
财务性利息支出	212,800.53	224,355.82	214,145.98	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	5,757,488.05	6,421,686.87	6,881,941.97	7,179,473.18
营业总收入	5,264,051.26	4,988,565.24	4,845,557.02	2,168,625.89
三费前利润	805,578.33	615,961.80	842,197.56	379,320.33
投资收益	477,508.67	714,834.37	844,076.39	200,955.22
净利润	525,282.24	558,541.72	462,793.79	312,686.52
EBIT	817,048.14	870,953.43	827,340.95	--
EBITDA	1,022,208.41	1,127,784.26	1,109,411.51	--
经营活动产生现金净流量	530,691.49	495,160.58	674,989.37	29,814.82
投资活动产生现金净流量	-709,384.11	-498,370.67	12,473.46	-386,310.33
筹资活动产生现金净流量	245,632.36	-63,984.33	-384,166.03	25,488.63
现金及现金等价物净增加额	68,084.93	-69,164.21	304,804.91	-331,482.51
资本支出	661,697.28	598,115.07	505,279.34	379,244.47
财务指标	2013	2014	2015	2016.6
营业毛利率(%)	16.82	14.01	18.09	16.96
三费收入比(%)	9.24	10.07	10.71	9.48
EBITDA/营业总收入(%)	19.42	22.61	22.90	--
总资产收益率(%)	6.40	6.23	5.71	--
流动比率(X)	1.01	1.03	1.07	0.94
速动比率(X)	0.59	0.60	0.67	0.57
存货周转率(X)	2.19	2.09	2.09	2.08*
应收账款周转率(X)	9.01	8.65	7.92	6.90*
资产负债率(%)	57.21	55.72	52.53	50.95
总资本化比率(%)	49.06	46.86	42.19	40.43
短期债务/总债务(%)	52.34	50.71	42.87	51.89
经营活动净现金/总债务(X)	0.10	0.09	0.13	0.01*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.17	0.31	0.02*
经营活动净现金/利息支出(X)	2.49	2.21	3.15	--
总债务/EBITDA(X)	5.43	5.02	4.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.39	0.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.80	5.03	5.18	--

注：公司 2016 年上半年财务报表未经审计；财务报表均依照新会计准则编制；带“*”指标经年化处理；利息支出不包括资本化利息支出；由于财务报表中其他流动负债科目中部分余额为公司发行的短期融资券等有息债务，因此在计算债务及相关财务指标时进行了相应调整；由于缺乏有关数据，未计算公司 2016 年 1-6 月 EBIT、EBITDA 及相关指标。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=固定资产+在建工程+工程物资+工程及工程物资预付款

短期债务=短期借款+应付短期融资券+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

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（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。