

江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司 2017 年度第一期短期融资券信用评级报告

大公报 CYD【2017】1394 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司

注册总额：10 亿元

本期发债额度：2 亿元

本期债券期限：365 天

偿还方式：到期一次还本付息

发行目的：偿还金融机构借款及到期债务

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
货币资金	95.44	97.12	124.37	119.18
总资产	821.45	812.43	748.51	581.22
所有者权益	163.94	160.61	123.05	129.84
营业收入	200.11	718.76	729.13	686.90
利润总额	3.88	8.87	8.03	8.65
经营性净现金流	13.72	10.05	19.87	19.64
资产负债率 (%)	80.04	80.23	83.56	77.66
速动比率 (倍)	0.82	0.83	0.85	0.84
毛利率 (%)	8.37	8.29	8.19	9.75
净资产收益率 (%)	1.91	4.35	3.14	5.73
应收账款周转天数 (天)	55.44	51.25	46.08	30.97
存货周转天数 (天)	45.13	44.85	36.69	35.21
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.06	0.81	1.42	1.40
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.54	1.91	4.48	5.26

注：2014 年数据采用 2015 年财务报表年初数，2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张文玲

评级小组成员：段夏青 孙 逊

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司（以下简称“江西国资”或“公司”）作为正式确立的省属国有资本投资运营平台，主要管理运营省属工业类企业等国有股权，并承担国有资产管理、投资融资及资本运营等职能。评级结果反映了江西省经济及工业水平保持较快发展，公司收入结构较为多元化，具有很强的抗风险能力，受钢铁行业有所回暖影响，公司钢铁业务收入规模及盈利能力明显改善，公司作为省属国有资本投资运营平台得到江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）在资产划拨等方面的支持等有利因素；同时反映了公司制药业务面临一定竞争压力，公司短期有息债务规模较高，债务期限结构较为集中等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供极强的保障。

预计未来 1~2 年，公司作为江西省省属国有资本运营主体，将继续得到江西省政府的支持。综合来看，大公对江西国资的评级展望为稳定。

有利因素

- 江西省经济实力较强，产业结构以工业为主，近年来江西省经济及工业水平保持较快发展，为公司运营提供良好的外部环境；
- 公司收入结构较为多元化，制药业务品牌知名度较好，建工业务省内区域竞争力较强，具有很强的抗风险能力；
- 钢铁行业受产品价格、原材料价格、生产成本控制等因素影响较大，2016 年钢铁行业有所回暖，公司钢铁业务收入规模及盈利能力明显改善；
- 公司作为正式确立的省属国有资本投资运营平台，在省属工业企业国有股权管理中具有重要地位，能够获得上级政府在资产划转等方面的有力支持。

不利因素

- 近年来，国内 OTC 产品同质化竞争激烈，公司制药业务面临一定竞争压力；
- 公司的资产负债率处于很高水平，短期有息债务规模占比较高，面临一定流动性压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年六月二十七日

大公信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

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

发债情况

本期融资券概况

江西国资已于 2015 年在银行间市场交易商协会注册了总额为 10 亿元的短期融资券，分期发行，其中第一期 2 亿元人民币已于 2015 年 3 月发行完毕，本期为第二期（2017 年度第一期），发行金额 2 亿元人民币，发行期限为 365 天。融资券面值 100 元，采用集中簿记建档、集中配售发行方式，到期一次性还本付息。

本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期融资券募集的资金将全部用于偿还金融机构借款及到期债务。

发债主体信用

江西国资是经江西省人民政府批准设立，由省政府授权江西省国资委履行出资人职责的大型国有独资企业。公司前身为成立于 2004 年 5 月的江西省外贸资产经营有限公司（以下简称“省外贸公司”），后根据江西省国资委赣国资企二字【2008】299 号文件，公司于 2009 年 1 月完成改组并变更为现名。公司初始注册资本为 1.50 亿元，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 1.76 亿元，江西省国资委为公司唯一出资人和实际控制人。

近年来，江西国资历经多次资产收购、划转，截至 2016 年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 22 家（详见附件 3），二级子公司中，新余钢铁股份有限公司（以下简称“新钢股份”，股票代码：600782）和江中药业股份有限公司（以下简称“江中药业”，股票代码：600750）为上市公司。

表 1 2015 年以来江西国资重大资产收购、划转事宜

文件号	相关企业名称	时间	收购/划转事件
国资产权【2015】363 号	江西钨业集团有限公司 (以下简称“江西钨业”)	2015 年 6 月	收购五矿有色金属股份公司持有的江西钨业 51%股权, 拥有江西钨业 100% 股权
赣国资产权字【2015】264 号	江西中江控股有限责任公司 (以下简称“中江控股”)	2015 年 12 月	江西省国资委将中江控股股权无偿划转至公司
赣国资产权字【2015】399 号	江西省盐业集团有限责任公司 (以下简称“江西盐业”)	2015 年 12 月	江西省国资委将江西盐业股权无偿划转至公司
赣国资产权字【2015】370 号	江西铜业民爆矿服有限公司 (以下简称“民爆矿服”)	2015 年 12 月	公司将持有的民爆矿服 100%股权无偿转给民爆投资
赣府字【2016】29 号、赣国资产权字【2016】332 ¹ 号	江西钨业	2016 年 3 月	公司将持有的江西钨业 2%国有股权无偿划转给江西稀有金属钨业控股集团有限公司(以下简称“钨业控股”)
赣府字【2016】77 号	江西省旅游集团有限责任公司 (以下简称“旅游集团”)	2016 年 10 月	将省政府出资的旅游集团国有股权无偿划转给江西国资

资料来源: 根据公司提供资料整理

钢铁是基础的工业原材金属,也是最大宗的冶炼金属品种,随着钢铁行业环境的下行,行业产能扩张速度有所降低,但钢铁行业的固定资产比重大,退出壁垒较高,行业整体产能过剩的特征较为明显,但 2016 年以来,受需求拉动及去产能政策影响,钢材价格波动回升。

建筑业是国民经济的重要支柱性产业,与宏观经济形势具有高度的相关性,固定资产投资规模对建筑业发展的影响最为直接和突出,其中 2015 年和 2016 年,我国固定资产投资(不含农户)分别为 551,590 亿元和 596,501 亿元,同比分别增长 10.0%和 8.1%;建筑业总产值分别为 180,757 亿元和 193,567 亿元,同比分别增长 2.3%和 7.1%,2016 年固定资产投资规模增速首次跌进个位数。

医药行业是我国国民经济的重要组成部分,随着我国经济的快速发展,城乡居民收入不断提高,居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识不断提高以及人口老龄化以及社会保障体系的不断完善,医药产品需求日益增长,医药企业面临较为广阔的市场前景。

公司作为江西省省属国有资本投资运营平台,承担江西省国有资产保值增值、国企改革及国有企业的产业投融资职能。目前公司收入结构较为多元化,涵盖钢铁、制药、建筑和盐业等领域,下属企业新余股份具有一定的规模优势,江中集团制药业务品牌知名度较好,建工集团省内区域竞争力较强。钢铁板块和建筑板块是公司收入的主要来源,受江西钨业的划入及划出影响,近年来公司营业收入有所波动。

¹ 划转完成后,江西钨业不再纳入合并范围,公司业务构成中无有色金属板块。

综合分析，大公对江西国资 2017 年度企业信用等级评定为 AAA。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司 2017 年度企业信用评级报告》。

资本结构

公司负债规模不断加大，资产负债率维持在很高水平；公司短期有息债务占比较高，面临一定偿付压力，期限结构有待改善

公司负债规模逐年增加，债务结构以流动负债为主，资产负债率水平持续较高，2015 年末以来呈现下降趋势。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。2014~2016 年末，公司短期借款保持增长；2016 年末，公司短期借款余额 129.26 亿元，同比增加 3.03 亿元，其中抵、质押借款 21.24 亿元。2014~2016 年末，公司应付账款持续增长，增长部分主要由建工集团材料已入库、但尚未支付的材料款构成。2016 年末，公司其他应付款为 123.16 亿元，较 2015 年末增长 8.79%，主要为与大连一方集团有限公司、江苏中江集团有限公司、肇庆锦绣山河房地产开发有限公司等单位的往来款，公司其他应付款的债权单位仍比较分散。

表 2 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	27.38	4.16	29.60	4.54	20.88	3.34	9.85	2.18
其他应付款	132.10	20.09	123.16	18.89	113.21	18.10	107.78	23.88
应付账款	160.36	24.39	167.91	25.76	132.50	21.18	50.96	11.20
流动负债合计	538.22	81.86	541.49	83.07	511.96	81.85	375.28	83.14
非流动负债合计	119.29	18.14	110.33	16.93	113.50	18.15	76.10	16.86
负债合计	657.51	100.00	651.82	100.00	625.46	100.00	451.38	100.00
总有息债务	235.47	35.81	257.85	39.56	270.99	43.33	237.74	52.67
短期借款	120.68	18.35	129.26	19.83	126.23	20.18	121.30	26.87
一年内到期的非流动负债（付息项）	10.65	1.62	21.36	3.28	31.47	5.03	17.31	3.83
其他应付款（付息项）	0.50	0.08	0.70	0.11	0.70	0.11	5.36	1.19
长期借款	50.01 ²	7.61	38.74	5.94	32.00	5.12	32.11	7.11
应付债券	51.13	7.78	54.68	8.39	60.91	9.74	36.82	8.16
长期应付款（付息项）	2.50	0.38	0.50	0.08	-	-	-	-
资产负债率	80.04		80.23		83.56		77.66	

公司非流动负债以长期借款和应付债券等为主。2014~2016 年末，

² 其中 1.84 亿元期限小于一年。

公司长期借款小幅波动。截至 2016 年末，公司长期借款为 38.74 亿元，其中抵、质押借款余额 13.75 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司应付债券包括公司本部于 2015 年 3 月发行的 3.6 亿元 5 年期中期票据“15 赣国资 MTN001”、2015 年 6 月发行的 6 亿元 5 年期非公开定向融资工具“15 赣国资 PPN001”、2015 年 9 月发行的 4 亿元 5 年期非公开定向融资工具“15 赣国资 PPN002”、2015 年 12 月发行的 10 亿元 5 年期公司债券“15 国控债”，子公司新钢股份于 2014 年发行的 16 亿元 5 年期中期票据“14 新余钢铁 MTN001”、于 2015 年 12 月发行的 10 亿元 3 年期可交换债券“15 新钢 EB”，江中药业于 2015 年 4 月发行的 5 亿元 3 年期私募债券“15 江中制药 PPN001”、2016 年 1 月发行的 5 亿元 2 年期私募债券“16 江中制药 PPN001”，建工集团于 2014 年 6 月发行的 3 亿元 3 年期中期票据“14 赣建工 MTN001”、2015 年 9 月发行的 3.8 亿元 3 年期中期票据“15 赣建工 MTN001”、2016 年 8 月发行的 2.8 亿元短期融资券“16 赣建工 CP001”。

表 3 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]	>5 年	合计
金额	133.66	30.00	13.30	43.92	0.91	13.67	235.47
占比	56.77	12.74	5.65	18.65	0.39	5.80	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司有息负债规模有所波动，短期借款在有息债务中的占比较大。2017 年 3 月末，公司未来一年需偿还的债务为 133.66 亿元，占总息债务的 56.77%，占比较大，债务期限结构较为集中，短期偿债压力较大。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，公司流动比率分别为 1.00 倍、1.00 倍、1.02 倍和 1.02 倍，速动比率分别为 0.84 倍、0.85 倍、0.83 倍和 0.82 倍，公司流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度较低。

表 4 截至 2017 年 3 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债（付息项）	长期借款 ³	其它	小计	占比
2017 年第二季度	35.16	0.35	0.25	-	35.76	26.75
2017 年第三季度	20.54	8.69	0.10	-	29.33	21.94
2017 年第四季度	34.14	1.60	0.17	0.50	36.41	27.24
2018 年第一季度	30.83	-	1.32	-	32.15	24.05
合计	120.68	10.65	1.84	0.50	133.66	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，公司一年内到期有息负债在未来四个季度内

³ 截至 2017 年 3 月末，公司长期借款中 1.84 亿元期限小于一年。

的分布较为均衡，一年内到期的有息负债期限结构较为分散。

2014~2016年末及2017年3月末，公司所有者权益分别为129.84亿元、123.05亿元、160.61亿元和163.94亿元。2015年末，公司资本公积大幅减少20.70亿元，主要由于2015年新纳入合并范围的中江控股坏账准备计提政策与公司不一致，因此调整坏账准备后合并层面上减少中江控股的资本公积15.70亿元；2016年公司资本公积同比增加16.29亿元，主要原因为根据赣府字【2016】77号，将江西省旅游集团有限责任公司无偿划转给公司。2017年3月末，公司资本公积较2016年末减少0.43亿元，主要是部分企业盈利由资本公积转入未分配利润。

表5 截至2017年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保方式	担保余额	担保期限
江西钨业集团有限公司	信用担保	56,400	2016.11.07~2017.11.06
中国江西国际经济技术合作公司	信用担保	31,695	2016.07.30~2017.07.29
江西省能源集团公司	信用担保	30,000	2016.09.13~2017.09.12
中鼎国际工程有限责任公司	信用担保	30,000	自受托人出具财产保全担保书之日起至案件审理终结时
江西稀有金属钨业控股集团有限公司	信用担保	30,000	2014.12.01~2017.12.04
江西丰源电力（集团）有限公司	保证担保	1,180	2016.09.15~2017.09.14
江西丰临医用器械有限公司	保证担保	1,000	2015.11.12~2018.11.11
江西润田投资管理有限公司	保证担保	10,000	2016.12.15~2019.12.14
江西省军区后勤部	保证担保	50,000	自担保书出具日起至案件审理终结时
江西天和建设有限公司	保证担保	360	自担保书出具日起至贷款结清后两年
合计	-	240,635	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司未提供被担保企业财务报表。截至2017年3月末，公司对外担保总余额为24.06亿元，担保比率为14.68%。其中，公司对中国江西国际经济技术合作公司担保3.17亿元，该公司为隶属于江西省人民政府的大型综合外向型国有企业，主要经营境内外工程承包、境内外房地产开发、对外劳务合作、矿产资源开发、对外贸易、建筑设计和设计咨询，承担国家对外经济援助项目等。由于江西钨业不再纳入公司合并范围，公司新增江西钨业、钨业控股两笔对外担保共计8.64亿元。

综合来看，公司的资金需求主要为满足流动性，预计未来1~2年公司负债规模将继续增长。

内部流动性

近年来，随着经营规模的不断扩大，公司资产规模保持增长；公司资产结构以流动资产为主

随着经营规模的不断扩大，公司资产规模保持增长，2014~2016年末，总资产年均复合增长率为18.23%，资产结构以流动资产为主。2017年3月末，公司资产账面价值比2016年末增加9.02亿元，主要是受益于在建工程、长期应收款等科目的增长。

表6 2014~2016年末及2017年3月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年3月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	95.44	11.62	97.12	11.95	124.37	16.62	119.18	20.51
应收票据	34.43	4.19	30.59	3.77	27.16	3.63	31.05	5.34
应收账款	123.93	15.09	140.57	17.30	122.60	16.38	64.06	11.02
其他应收款	86.42	10.52	74.30	9.14	69.07	9.23	61.49	10.58
预付款项	29.51	3.59	24.39	3.00	27.79	3.71	24.01	4.13
存货	106.11	12.92	105.58	13.00	77.78	10.39	58.66	10.09
流动资产	550.12	66.97	552.52	68.01	514.50	68.74	373.57	64.27
固定资产	152.10	18.52	152.82	18.81	151.94	20.30	140.03	24.09
在建工程	13.51	1.65	9.55	1.18	16.97	2.27	10.02	1.72
无形资产	35.08	4.27	34.56	4.25	25.12	3.36	19.53	3.36
非流动资产	271.33	33.03	259.91	31.99	234.01	31.26	207.66	35.73
资产合计	821.45	100.00	812.43	100.00	748.51	100.00	581.22	100.00

公司流动资产占总资产的比重逐年增加，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货构成。近年来，公司货币资金主要由银行存款及其他货币资金构成，2016年末余额为97.12亿元，较2015年末减少27.25亿元，主要原因为公司新增30余家子公司，合计对外投资27.30亿元。公司应收账款主要是应收货款，近年来不断增加，主要由于建工集团建筑业务形成的应收工程款逐年增长。截至2016年末，公司的应收账款中，金额前5名单位占应收账款总额的5.93%；从账龄结构来看，账龄在一年以内的占比为69.55%，账龄不长；2016年末，公司应收账款共计提18.92亿元的坏账准备，计提比例11.86%。2016年末，公司其他应收款主要包括应收南昌江中投资有限责任公司的往来款9.50亿元、应收江西时商旅游商业运营管理有限公司（以下简称“时商旅游”）的往来款5.65亿元、应收江西润田饮料股份有限公司（以下简称“润田饮料”）的往来款5.63亿元以及应收南昌澳科的借款16.14亿元。公司存货近年来保持增长，主要由原材料、库存商品和工程施工构成；2016年末公司存货大幅增长35.74%，主要由于建工集团的施工项目导致公司存货中的工程施工大幅增长。

公司非流动资产规模逐年增长，以固定资产、无形资产和在建工程为主。近年来公司固定资产以房屋建筑物、机器设备和其他设备为主，2015年末，由于合并范围增加，公司固定资产同比有所增长。公司的在建工程以新钢集团的在建采矿等生产项目为主，2015年末同比有所增加，主要由于新增大吉山钽铌钨开发项目以及对原有项目的投资额进一步增加；2016年末同比大幅降低，主要原因为江钨集团不再纳入合并范围减少在建工程4.40亿元，良矿太平矿深部开采工程、燃气利用改造工程（一期）转入固定资产共减少在建工程4.70亿元。无形资产仍以土地使用权及采矿权为主，近年来保持增长。

受限资产方面，截至2017年3月末，公司受限资产为42.94亿元，占总资产的5.29%，占净资产的26.74%。其中，受限的货币资金24.18亿元，规模较大，主要为银行承兑、冻结存款及约定存款；此外，受限资产还包括用于抵押的土地、房产、机械设备、采矿权和矿山设施等，共计13.80亿元；用于质押的人民币存单、股权和应收账款等，共计4.95亿元。

总体来看，公司资产规模持续增长；资产结构以流动资产为主。

受公司合并范围变化和钢铁行业整体回暖影响，公司营业收入和毛利率近年来有所波动

公司营业收入主要来源钢铁、药业及建筑等业务的收入，2014~2016年，公司营业收入及利润水平有所波动。2016年，钢铁、药业及建筑业务仍是公司营业收入的主要来源。2016年，虽然公司2016年收入结构不再有色金属板块，但在公司收入中占比较高的钢铁业务收入有所增长，因此公司2016年收入降幅较小。2016年公司实现毛利润59.59亿元，同比降低0.12亿元，由于钢铁产品价格上涨，公司综合毛利率同比上升0.10个百分点。2016年公司实现利润总额8.87亿元，同比增长0.84亿元，主要是受益于钢铁产品价格回升，公司钢铁业务毛利率大幅增长。另外，虽然江西钨业不再纳入合并范围，但近年来有色金属产品价格持续低位运行，营业成本逐年增长，江西钨业利润总额、净利润规模保持在较低水平，甚至在2014年出现亏损，因此，江西钨业的无偿划转对公司利润总额及净利润的影响很小。

2016年，公司期间费用同比减少8.62亿元。主要原因为江西钨业不再纳入合并范围，同时江中集团谨慎的经营策略、建工集团利息支出减小等因素也缩减了2016年公司期间费用的规模。

2015年公司投资收益大幅增加，主要系中江控股将原子公司中江集团、南昌江中投资有限责任公司股权转让给北京同创九鼎投资管理股份有限公司取得，较高的投资收益成为公司2015年度利润的主要来源，但该收益属于非经常性损益，并不具有持续性。公司2016年无此收益，所以投资收益同比大幅降低。

2014~2016年，公司分别获得政府补助1.51亿元、2.22亿元和2.07亿元，政府补助是公司利润的重要补充。

表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	200.11	718.76	729.13	686.90
毛利率	8.37	8.29	8.19	9.75
期间费用	11.41	39.56	48.18	43.38
销售费用	4.90	15.91	18.19	18.49
管理费用	3.78	14.81	20.03	16.89
财务费用 ⁴	2.73	8.84	9.95	8.00
期间费用/营业收入	5.70	5.50	6.61	6.31
投资收益	-0.23	-2.96	22.99	0.48
营业利润	3.77	5.70	7.78	7.12
营业外支出	0.15	0.55	3.07	0.41
政府补助	-	2.07	2.22	1.51
利润总额	3.88	8.87	8.03	8.65
总资产报酬率	0.88	2.61	2.94	3.89
净资产收益率	1.91	4.35	3.14	5.73

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 200.11 亿元，同比增长 11.92%，；实现毛利润 16.75 亿元，同比增长 23.96%；毛利率为 8.37%，同比上升 0.80 个百分点。

综上所述，受合并范围变动影响，公司的营业收入逐年增长，但受期间费用在营业收入中占比有所波动及投资收益稳定较差影响，公司利润水平有所波动。

公司经营性净现金流近年来有所波动，对债务的保障能力持续下降；作为省属国有资本投资运营平台，公司行使对优势产业、新兴产业和关键领域的投资引导职能，对外投资规模较大，导致公司投资性净现金流波动性较强

2014~2016 年，公司经营性净现金流有所波动，2016 年，公司经营性净现金流同比大幅降低 9.82 亿元，主要是受公司药业板块收入大幅降低及有色金属板块未实现收入影响。

公司投资活动产生的现金流净额近年来波动幅度较大，2016 年同比大幅减少并转为净流出状态，主要原因是公司新增对信仁富基商业管理有限公司、江西国控大地风景旅游发展有限公司等 30 余家子公司的投资，导致公司投资性净现金流出大幅增长。公司筹资性净现金流仍体现为净流出状态，流出规模有所减小，主要是由于兑付债务融资工具所支付的现金有所减少。

2017 年 1~3 月，公司的经营性现金流净流入 13.72 亿元，同比大幅增长；投资性现金流净流出 9.85 亿元；筹资性现金流净流出 5.60

⁴ 公司 2014 年计入财务费用的利息支出采用 2015 年审计报告年初数。

亿元。

表 8 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流	13.72	10.05	19.87	19.64
投资性净现金流	-9.85	-25.21	11.23	-13.34
筹资性净现金流	-5.60	-3.14	-7.62	8.48
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.06	0.81	1.42	1.40
经营性净现金流/流动负债	2.54	1.91	4.48	5.26
经营性净现金流/总负债	2.10	1.57	3.69	4.48

总的来说, 公司经营性净现金流近年来有所波动, 对债务的保障能力持续下降; 作为省属国有资本投资运营平台, 公司行使对优势产业、新兴产业和关键领域的投资引导职能, 对外投资规模较大, 导致公司投资性净现金流波动性较强。

外部流动性

公司融资渠道较多, 获得外部资金支持的能力较强, 加强了对债务的保障程度。公司作为江西省省属国有资产经营管理主体, 近年来, 公司经营稳定, 发展趋势良好, 具有较好的收益前景, 在获取外部银行融资支持方面具有优势。公司与多家商业银行建立长期稳固的合作关系, 获得较高的授信额度, 间接融资渠道畅通。截至 2017 年 3 月末, 公司本部从各银行获得的人民币授信额度为 551.12 亿元, 已使用银行授信额度 199.72 亿元, 未使用额度为 351.40 亿元。公司一级子公司新钢股份和江中药业为上市公司, 直接融资渠道畅通。

短期偿债能力

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末, 公司资产负债率分别为 77.66%、83.56%、80.23%和 80.04%, 资产负债率水平很高; 长期资产适合率分别为 97.39%、101.08%、104.24%和 104.39%, 长期资本对长期资产的保障程度逐渐增加; 流动比率分别为 1.00 倍、1.00 倍、1.02 倍和 1.02 倍, 速动比率分别为 0.84 倍、0.85 倍、0.83 倍和 0.82 倍, 公司流动资产对流动负债的保障程度较差, 但呈现逐年提高的特征。公司二级子公司新钢股份和江中药业为上市公司, 公司直接融资渠道畅通。同时, 作为江西省省属国有资本投资运营平台, 江西省国资委给予公司资产划转等方面的支持, 进一步提升了公司的偿债能力。综合来看, 江西国资的偿债能力极强。

结论

综合分析, 公司能够为本期融资券的到期偿付提供极强的保障。

跟踪评级安排

江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 2 亿元人民币的 2017 年度第一期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

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

2) 跟踪评级程序安排

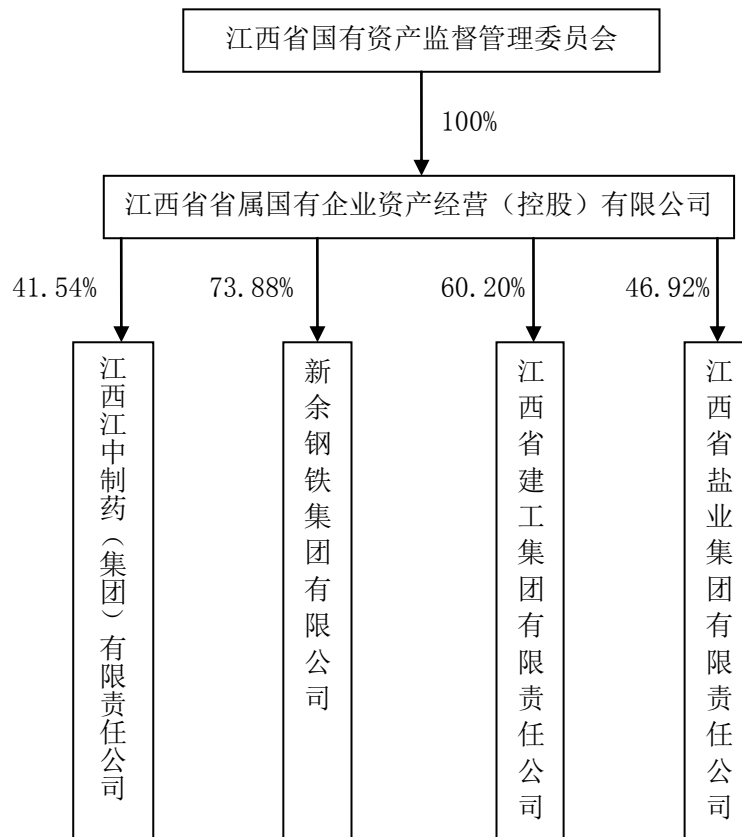
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

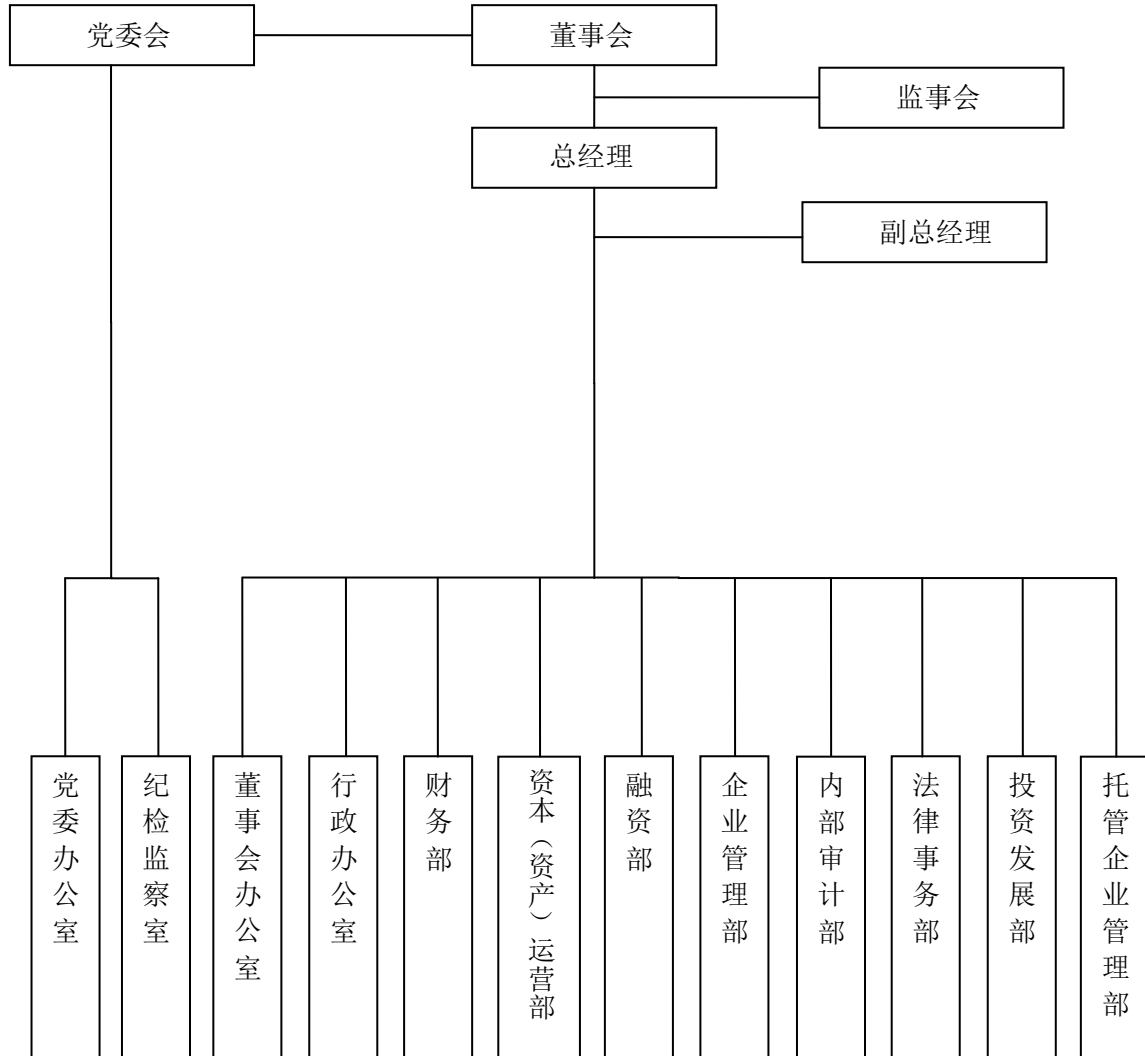
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



附件1 截至2017年3月末江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司股权结构图



附件2 截至2017年3月末江西省省属国有企业资产经营(控股)有限公司组织架构图



附件 3 截至 2016 年末江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司纳入合并报表的一级子公司

单位：万元、%

子公司全称	经营范围	注册资本	持股比例
江西省畜产进出口有限公司	外贸进出口	1,587.60	66.60
江西省长青国贸实业公司		2,500.00	100.00
江西集成置业有限公司	物业租赁	3,633.33	100.00
深圳市春江宏丰经贸发展有限公司		1,510.00	60.00
江西省春江房地产开发有限公司	房地产开发	2,000.00	100.00
江西省盐业集团有限责任公司	盐产品	42,625.61	46.92
江西联晟投资发展有限公司	投资、房地产	3,700.00	83.49
江西红光实业管理中心	贸易	10.00	100.00
江西旧机动车交易中心有限公司		400.00	35.50
江西中江控股有限责任公司		200.00	100.00
江西省旅游集团有限责任公司	旅游	100,000.00	100.00
江西国控大地风景旅游发展有限公司		3,000.00	51.00
江西国资创业投资管理有限公司	创业投资	3,000.00	100.00
江西国控物流投资发展有限公司	物流	20,000.00	100.00
新余钢铁集团有限公司	钢铁、燃料	370,478.09	71.05
江西省化工建材有限公司	贸易	1,000.00	65.98
江西省建工集团有限责任公司	建筑工程	104,350.00	60.20
江西江中制药（集团）有限责任公司	医药	12,451.00	41.54
江西省招标咨询集团有限公司	招标咨询	6,000.00	55.00
江西省南冶资产管理有限公司	资产管理	1,000.00	100.00
南昌市信仁富基商业管理有限公司	房地产经纪	5,000.00	40.00
江西省赣林科技发展有限责任公司	林业服务	200.00	100.00

附件 4 江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯)
资产类				
货币资金	954,432	971,225	1,243,658	1,191,830
应收票据	344,315	305,890	271,579	310,500
应收账款	1,239,279	1,405,704	1,226,040	640,647
其他应收款	864,178	742,959	690,702	614,873
预付款项	295,129	243,864	277,941	240,087
存货	1,061,122	1,055,815	777,800	586,627
流动资产合计	5,501,170	5,525,216	5,144,951	3,735,656
固定资产	1,521,038	1,528,181	1,519,382	1,400,254
在建工程	135,137	95,478	169,716	100,185
无形资产	350,807	345,636	251,247	195,257
非流动资产合计	2,713,294	2,599,125	2,340,138	2,076,589
总资产	8,214,464	8,124,340	7,485,090	5,812,245
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.62	11.95	16.62	20.51
应收票据	4.19	3.77	3.63	5.34
应收账款	15.09	17.30	16.38	11.02
其他应收款	10.52	9.14	9.23	10.58
预付款项	3.59	3.00	3.71	4.13
存货	12.92	13.00	10.39	10.09
流动资产合计	66.97	68.01	68.74	64.27
固定资产	18.52	18.81	20.30	24.09
非流动资产合计	33.03	31.99	31.26	35.73
负债类				
短期借款	1,206,793	1,292,600	1,262,295	1,212,977
应付账款	1,603,620	1,679,115	1,324,989	509,621
预收款项	378,877	252,710	415,237	277,771
其他应付款	1,321,033	1,231,606	1,132,077	1,077,839
其他流动负债	149,383	156,674	182,931	160,282
流动负债合计	5,382,154	5,414,934	5,119,606	3,752,823
长期借款	500,070	387,412	319,967	321,079
应付债券	511,338	546,793	609,120	368,151
非流动负债合计	1,192,908	1,103,273	1,134,985	761,021
负债合计	6,575,062	6,518,207	6,254,591	4,513,845

附件4 江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司主要财务指标（续表1）

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯)
占负债总额比 (%)				
短期借款	18.35	19.83	20.18	26.87
应付账款	24.39	25.76	21.18	11.29
预收账款	5.76	3.88	6.64	6.15
其他应付款	20.09	18.89	18.10	23.88
其他流动负债	2.27	2.40	2.92	3.55
流动负债合计	81.86	83.07	1.85	83.14
长期借款	7.61	5.94	5.12	7.11
应付债券	7.78	8.39	9.74	8.16
非流动负债合计	18.14	16.93	18.15	16.86
权益类				
少数股东权益	887,316	844,414	694,282	588,913
实收资本（股本）	17,595	17,595	17,595	17,595
资本公积	703,426	707,709	544,790	751,762
盈余公积	376	376	376	376
未分配利润	12,003	17,386	-28,016	-60,284
归属于母公司所有者权益	752,086	761,719	536,217	709,487
所有者权益合计	1,639,402	1,606,133	1,230,499	1,298,400
损益类				
营业收入	2,001,053	7,187,599	7,291,331	6,869,010
营业成本	1,833,599	6,591,669	6,694,246	6,199,260
销售费用	49,022	159,128	181,975	184,881
管理费用	37,792	148,103	200,379	168,888
财务费用	27,267	88,384	99,460	79,989
营业利润	37,734	57,034	77,785	71,225
利润总额	38,821	88,707	80,307	86,479
净利润	31,375	69,826	38,600	74,395
占营业收入比 (%)				
营业成本	91.63	91.71	91.81	90.25
销售费用	2.45	2.21	2.50	2.69
管理费用	1.89	2.06	2.75	2.46
财务费用	1.36	1.23	1.36	1.16
营业利润	1.89	0.79	1.07	1.04
利润总额	1.94	1.23	1.10	1.26
净利润	1.57	0.97	0.53	1.08

附件4 江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司主要财务指标（续表2）

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯)
现金流类				
经营性净现金流	137,222	100,539	198,716	196,379
投资性净现金流	-98,504	-252,076	112,339	-133,387
筹资性净现金流	-55,973	-31,359	-76,248	84,805
财务指标				
EBIT	72,011	211,778	220,196	226,368
EBITDA	-	361,594	386,879	391,165
总有息负债	2,354,666	2,394,399	2,918,518	2,377,367
毛利率(%)	8.37	8.29	8.19	9.75
营业利润率(%)	1.89	0.79	1.07	1.04
总资产报酬率(%)	0.88	2.61	2.94	3.89
净资产收益率(%)	1.91	4.35	3.14	5.73
资产负债率(%)	80.04	80.23	83.56	77.66
债务资本比率(%)	58.95	59.85	70.34	64.68
长期资产适合率(%)	104.39	104.24	101.08	99.17
流动比率(倍)	1.02	1.02	1.00	1.00
速动比率(倍)	0.82	0.83	0.85	0.84
保守速动比率(倍)	0.25	0.24	0.30	0.40
存货周转天数(天)	45.13	44.85	36.69	35.21
应收账款周转天数(天)	55.44	51.25	46.08	30.97
经营性现金净流/流动负债(%)	2.61	2.19	4.48	5.26
经营性现金净流/总负债(%)	2.14	1.82	3.69	4.48
经营现金流利息保障倍数(倍)	4.06	0.81	1.42	1.40
EBIT利息保障倍数(倍)	2.13	1.70	1.57	1.62
EBITDA利息保障倍数(倍)	-	2.90	2.76	2.79
现金比率(%)	18.75	18.31	24.38	31.84
现金回笼率(%)	82.50	68.07	80.08	78.86
担保比率(%)	14.68	12.51	12.74	12.38

附件 5 各项指标的计算公式

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

⁵ 一季度取 90 天。

⁶ 一季度取 90 天。

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

附件 6 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。