



# 江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司 2018 年度第一期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2017】1622 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：8 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：偿还有息债务

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.9	2016	2015	2014
货币资金	100.83	97.12	124.82	119.18
总资产	895.62	812.43	754.23	581.22
所有者权益	200.77	160.61	125.84	129.84
营业收入	708.82	718.76	735.06	686.90
利润总额	24.90	8.87	12.16	8.65
经营性净现金流	32.38	10.05	23.61	19.64
资产负债率(%)	77.58	80.23	83.32	77.66
速动比率(倍)	0.83	0.83	0.86	0.84
毛利率(%)	8.78	8.29	8.17	9.75
净资产收益率(%)	9.98	4.35	5.28	5.73
应收账款周转天数(天)	50.97	51.25	45.82	30.97
存货周转天数(天)	43.90	44.85	36.25	35.21
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	3.27	0.81	1.69	1.69
经营性净现金流/流动负债(%)	5.99	2.19	5.32	5.26

注：2014~2015 年财务数据分别采用 2015~2016 年审计报告中经过追溯调整和重述的期初余额或上期金额，2017 年 9 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：路航 兰雅

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”）作为江西省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近年来发展较好，公司收入结构较为多元化，收入稳定性较强，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，资产负债率很高，短期有息债务占比较高，面临集中偿付压力等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

## 有利因素

- 江西省经济近年来发展较好，产业结构以重工业为主，新能源、新材料、新医药等新兴产业保持较快增长势头，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，收入稳定性较强，制药业务品牌知名度较好，建工业务区域竞争力较强；
- 新钢股份是江西省最大的钢铁企业，受钢铁行业有所回暖影响，2016 年公司钢铁业务收入规模及盈利能力明显改善；
- 公司作为江西省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，获得政府在资产划拨等方面的有力支持。

## 不利因素

- 近年来，国内非处方药市场进入门槛低，同类产品生产企业较多，面临一定市场竞争压力；
- 公司的资产负债率维持在很高水平，短期有息债务规模占比较高，面临集中偿付压力。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一七年十二月二十九日

## 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、评审人员与发债主体之间，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，评级意见未因发债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](http://www.dagongcredit.com)）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，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2017年12月发行完毕，本期为第二期（2018年度第一期），发行金额8亿元人民币，发行期限为365天。融资券面值100元，通过簿记建档、集中配售方式按面值发行，到期日一次还本付息。本期融资券无担保。

### 募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将全部用于偿还有息债务。

## 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”），初始注册资本为1.50亿元。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。根据江西省国资委赣国资企改字【2017】308号文件，公司于2017年8月将注册资本调整至60亿元，本次增加的注册资本由公司资本公积金转增。截至2017年9月末，公司注册资本60亿元，江西省国资委为公司唯一出资人和实际控制人。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2017年12月6日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司发行各种债务融资工具到期本息均按期兑付，未到期债务融资工具，利息均按时支付。

公司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。近年来，公司历经多次资产收购、划转，截至2017年9月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共24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。

江西省地处中国东南偏中部，长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北接湖北、安徽，江西省是长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地。近年来，江西省地区生产总值保持增长，受宏观经济环境的影响，经济增速处于较高水平但逐年放缓。由于钢铁、煤炭、有色等传统支柱产业增长动能加速衰退，税收大幅下滑，2016年江西省一般公共预算收入有所下降。

近年来，江西省工业发展较为迅速，全省规模以上工业增加值增

速保持在 9.0%以上，江西省工业以重工业为主，新能源、新材料、新医药等新兴产业保持较快增长势头。2016 年江西省全年规模以上工业实现主营业务收入 35,518.7 亿元，同比增长 8.6%。主营业务收入超过百亿元的企业 13 户，比上年增加 3 户，高新技术产业增加值 2,346.5 亿元，增长 10.8%。

公司业务涉及钢铁、药业、建筑、盐业等领域，收入结构较为多元化。2014~2016 年，公司收入和毛利率均有所波动。

钢铁板块由子公司新余钢铁集团有限公司（以下简称“新钢集团”）负责运营。2015 年，由于钢铁及钢贸行业持续低迷，各主要钢铁产品销售价格下降，钢铁板块收入及毛利率大幅下降。2016 年，钢铁及钢贸行业有所回暖，各主要钢铁产品销售价格有所提升，公司钢铁板块毛利率有所回升。2017 年 1~9 月，钢铁板块收入同比大幅增加，主要由于钢铁市场回暖，产品价格大幅上升所致。

建筑板块由子公司江西省建工集团有限责任公司（以下简称“江西建工”）负责运营，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；该板块业务扩张较快，新承接的项目不断增加，2014~2016 年建筑板块营业收入年均复合增长率达 9.71%；2014~2016 年该业务毛利率逐年降低，主要原因为受“营改增”政策影响，营业收入中不再包含营业税所致。

药业板块由子公司江西江中制药（集团）有限责任公司（以下简称“江中集团”）负责运营，主要从事中成药和保健品研制、生产和销售以及医药流通业务。2016 年以来，江中集团改变产品宣传策略，减少电视广告投入，着力于冠名综艺节目、网络广告投放等宣传形式，导致宣传力度有所减小，对产品销量造成了一定影响；另外，江中集团于 2015 年 12 月对外转让了负责医药流通业务的江西九州通药业有限公司（以下简称“九州通药业”）51%股权<sup>1</sup>，公司营业板块中不再包括医药流通业务，以上原因导致公司 2016 年医药业务收入同比有所下滑，毛利率有所提升。2017 年 1~9 月，药业板块收入同比大幅增加，毛利率有所下降，主要是由于公司深化与全国连锁药店的合作力度，销量大幅提升，由于原材料成本有所上升，毛利率有所下降。

有色金属板块由子公司江西钨业集团有限公司（以下简称“江西钨业”）负责运营，主要从事钨、钼、铌、稀土及其它有色金属的采掘、加工等业务。2016 年 11 月，江西省国资委出具了《关于无偿划转江西钨业集团有限公司国有股权有关事项的通知》（赣国资产权字【2016】332 号），决定将江西国资持有的江西钨业 2%国有股权无偿划转给钨业控股持有，股权划转完成后，江西钨业不再纳入合并范围。

盐业板块由子公司江西省盐业集团有限责任公司（以下简称“江西盐业”）负责运营，主要从事食盐、工业盐及盐化产品的生产，盐产品和厨房食材的流通等业务。2015 年 12 月江西盐业引入新的投资者完

<sup>1</sup> 江中集团仍持有 49%股权。

成混合所有制改造，同时江西省国资委将持有的江西盐业股权无偿划转至江西国资，截至 2017 年 9 月末，公司持有江西盐业 46.92% 股权。

其他业务板块主要包括贸易、物业、旅游等，主要是由江西省长青国贸实业有限公司、深圳市春江宏丰经贸发展有限公司、江西旧机动车交易中心有限公司、江西集成置业有限公司等公司经营。2017 年 1~9 月，公司其他业务收入同比大幅增加，主要是由于江西省旅游集团有限责任公司（以下简称“旅游集团”）划入公司，营业收入计入其他业务板块所致。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 708.82 亿元，同比增长 14.74%，主要由于钢铁板块收入的增加；实现毛利润 62.25 亿元，毛利率为 8.78%，同比均大幅增加。

整体来看，江西省经济近年来发展较好，产业结构以重工业为主，新能源、新材料、新医药等新兴产业保持较快增长势头，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，建工业务区域竞争力较强，同时，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。公司作为江西省省属国有资本投资运营平台，在江西省国资委监管的国有企业发展中具有重要作用，获得政府在资产划拨等方面的有力支持。综合分析，大公对江西国资 2018 年度企业信用等级评定为 AAA。

预计未来 1~2 年，公司作为江西省省属国有资本投资运营平台，将继续得到江西省国资委的支持。大公对江西国资的评级展望为稳定。

**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 2018 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，短期有息债务占比较高，面临集中偿付压力，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很高。

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，公司短期借款同比增加 3.01 亿元，其中抵、质押借款 21.24 亿元。2014~2016 年末，公司应付账款主要是建筑及钢铁板块经营款，近年来逐年增加；2015 年末，公司应付账款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；2017 年 9 月末，增加部分主要是建工集团因业务经营增加的账款。公司其他应付款主要集中在一年以内，2016 年末，一年以内占比为 61.30%；其他应付款主要为与大连一方集团有限公司、江西省建工集团公司、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比较分散。

**表 1 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）**

科目	2017 年 9 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	17.16	2.47	29.60	4.54	20.88	3.32	9.85	2.18
其他应付款	131.91	18.98	123.16	18.89	111.21	17.70	107.78	23.88
应付账款	191.57	27.57	167.91	25.76	133.57	21.26	50.96	11.20
<b>流动负债合计</b>	<b>569.19</b>	<b>81.91</b>	<b>541.49</b>	<b>83.07</b>	<b>512.02</b>	<b>81.48</b>	<b>375.28</b>	<b>83.14</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>125.67</b>	<b>18.09</b>	<b>110.33</b>	<b>16.93</b>	<b>116.37</b>	<b>18.52</b>	<b>76.10</b>	<b>16.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>694.86</b>	<b>100.00</b>	<b>651.82</b>	<b>100.00</b>	<b>628.39</b>	<b>100.00</b>	<b>451.38</b>	<b>100.00</b>
<b>总有息债务</b>	<b>263.63</b>	<b>37.94</b>	<b>257.85</b>	<b>39.56</b>	<b>259.01</b>	<b>41.22</b>	<b>237.74</b>	<b>52.67</b>
短期借款	128.22	18.45	129.26	19.83	126.25	20.09	121.30	26.87
一年内到期的非流动负债	23.42	3.37	21.36	3.28	31.43	5.00	17.31	3.83
其他应付款（付息项）	-	-	0.70	0.11	-	-	-	-
其他流动负债（付息项）	5.00	0.72	12.61	1.93	18.00	2.86	15.00	3.32
长期借款	65.20	9.38	38.74	5.94	32.00	5.09	32.11	7.11
应付债券 <sup>2</sup>	39.40	5.67	54.68	8.39	60.91	9.69	36.82	8.16
长期应付款（付息项）	2.50	0.36	0.50	0.08	-	-	-	-
<b>资产负债率</b>	<b>77.58</b>		<b>80.23</b>		<b>83.32</b>		<b>77.66</b>	

公司非流动负债以长期借款和应付债券等为主。2014 年以来，公司长期借款有所波动；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 9 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“15 赣国资 MTN001”、2015 年 6 月发行的 6 亿元“15 赣国资 PPN001”、2015 年 9 月发行的 4 亿元“15 赣国资 PPN002”和 2015 年 12 月发行的 10 亿元“15 国控债”，子公司新钢股份于 2014 年发行的 16 亿元“14 新余钢铁 MTN001”，江中药业于 2015 年 4 月发行的 5 亿元“15 江中制药 PPN001”、2016 年 1 月发行的 5 亿元“16 江中制药 PPN001”，建工集团于 2015 年 9 月发行的 3.8 亿元“15 赣建工 MTN001”。

截至 2017 年 9 月末，公司负债总计 694.86 亿元，较 2016 年末增加 43.04 亿元，主要为长期借款及应付账款的增加，建工集团由于业务扩张及 PPP 项目投资，资金需求增加。

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 9 月末，公司短期有息债务为 156.53 亿元，占总息债务的 59.38%，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 9 月末，公司流动比率分别为

<sup>2</sup> “15 江中制药 PPN001”、“15 江中制药 PPN002”及“15 赣建工 MTN001”已转入一年内到期的非流动负债科目。

1.00 倍、1.01 倍、1.02 倍和 1.06 倍，速动比率分别为 0.84 倍、0.86 倍、0.83 倍和 0.83 倍，公司流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度较低。

**表 2 截至 2017 年 9 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	160.25 <sup>3</sup>	32.94	48.75	8.27	0.34	13.08	263.63
占比	60.79	12.50	18.49	3.14	0.13	4.96	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 9 月末，公司短期有息债务较为分散，公司短期有息债务主要为短期借款，在短期有息债务中占比达到 81.92%。

**表 3 截至 2017 年 9 月末公司短期有息负债期限结构（单位：万元、%）**

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	其他流动发债	合计	占比
2017 年第四季度	33.76	1.60	-	35.36	22.59
2018 年第一季度	35.93	8.00	-	43.92	28.06
2018 年第二季度	25.15	9.23	5.00	39.38	25.16
2018 年第三季度	33.39	4.48	0.00	37.87	24.19
合计	128.22	23.31	5.00	156.53	100.00

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司资产负债率保持在很高的水平；流动资产对流动负债的保障程度较差；公司长期资产对长期负债的保障程度逐渐增强。

**表 4 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产负债指标情况（单位：%）**

项目	2017 年 9 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	77.58	80.23	83.32	77.66
流动比率	1.06	1.02	1.01	1.00
速动比率	0.83	0.83	0.86	0.84
长期资产适合率	111.43	104.24	101.28	99.17

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司所有者权益分别为 129.84 亿元、125.84 亿元、160.61 亿元和 200.08 亿元。2015 年末，公司资本公积大幅减少 21.32 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 16.92 亿元，主要原因为根据赣府字【2016】77 号，将旅游集团无偿划转给公司。2017 年 9 月末，公司少数股东权益与 2016 年末相比增

<sup>3</sup>公司一年内到期的有息负债中包含一年内到期的长期借款 3.72 亿元，计算短期有息债务时已将其进行调整。

加 32.05 亿元，主要是由于旅游集团实行混合所有制改制<sup>4</sup>，新股东进行了增资扩股。

**表 5 截至 2017 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

担保人	被担保企业	担保余额 <sup>5</sup>	担保期限 <sup>6</sup>
江西国资	江西钨业集团有限公司	8,800	2016.11.07~2017.11.06
		8,800	2016.12.14~2017.12.13
		8,800	2016.12.21~2017.12.20
		30,000	2016.12.05~2017.12.04
	中国江西国际经济技术合作公司	8,783(美元)	2016.03.29~2018.03.28
		15,000	2016.03.25~2018.03.24
		7,912(美元)	2016.06.22~2018.06.21
	中鼎国际工程有限责任公司	30,000	2017.07.27~2019.07.26
		10,000	2017.01.11~2018.01.10
		10,000	2017.01.17~2018.01.17
		10,000	2017.02.21~2018.02.20
6,000		2017.04.17~2018.04.16	
江西稀有金属钨业控股集团有限公司	30,000	2017.09.13~2018.09.12	
旅游集团	江西丰临医用器械有限公司	1,000	2015.11.12~2018.11.11
	江西润田投资管理有限公司	10,000	2016.12.15~2019.12.14
建工集团	江西省军区后勤部	50,000	自担保书出具日起至案件审理终结时 <sup>7</sup>
	江西天和建设有限公司	360	自担保书出具日起至贷款结清后两年
新钢集团	新余市城市建设投资开发公司	140,000	2011.01.11~2018.01.10
		90,000	2012.12.13~2019.12.12
<b>合计</b>		<b>567,278</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 9 月末，公司合并范围对外担保总余额为 56.73 亿元，均为连带责任担保。担保比率为 28.26%。其中，中国江西国际经济技术合作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

<sup>4</sup> 截至 2017 年 9 月末，旅游集团股权出资比例为江西国控 37%，阳光资产管理股份有限公司 26%，共青城健行投资管理合伙企业 13%，共青城众润投资管理中心 8%，德清承天江旅投资管理合伙企业 8% 及杭州开耀股权投资基金管理合伙企业 8%，股权变更后，江西国资仍为旅游集团实际控制人。

<sup>5</sup> 担保总额中，美元对人民币汇率为 1 美元=6.5 人民币。

<sup>6</sup> 截至本报告出具日，公司对江西钨业 8,800 万元的三笔担保已解除，30,000 万元的担保正在办理续保手续。

<sup>7</sup> 建工集团为江西省军区后勤部提供诉前财产保全保证担保，担保期限为 2015 年 11 月 9 日至诉讼案件审理终结，江西军区与江西海纳实业发展有限公司（以下简称“海纳实业”）就房屋租赁合同产生纠纷，江西军区已向南昌市中级人民法院（以下简称“南昌中院”）提起诉讼，南昌中院已于 2016 年 6 月 22 日就涉案合同的效力先行判决，认定江西军区与海纳实业签订的《租赁协议书》及《补充协议》无效，海纳实业随后向江西省高级人民法院提起上诉。目前此案件处于暂停审理状态，审判结果具有一定的不确定性。



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、钨业控股对外担保共计 8.64 亿元。公司未提供被担保企业财务数据。

未决诉讼及风险事项方面，截至 2016 年末，孙公司赣州华兴钨制品有限公司涉及 225 万元连带责任保证担保，由于很可能败诉而全额计提预计负债；另外，公司存在较多存在损失可能性的风险事项，主要是建工集团的合同纠纷、工程项目损失、工程款拖欠等。总体来看，公司涉及的未决诉讼和风险事项较多，结果存在较大不确定性，可能对公司未来经营产生一定影响。

综合来看，公司的负债规模持续扩大，且短期有息债务占比较高，债务的期限结构有待改善。

## 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 9 月末，公司资产较 2016 年末增加 83.19 亿元，主要是受益于工程项目的增长及医药板块新设立子公司增加库存商品所致。

**表 6 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年 9 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	100.83	11.26	97.12	11.95	124.82	16.55	119.18	20.51
应收票据	45.34	5.06	30.59	3.77	27.24	3.61	31.05	5.34
应收账款	144.55	16.14	140.57	17.30	123.06	16.32	64.06	11.02
其他应收款	70.42	7.86	74.30	9.14	69.31	9.19	61.49	10.58
预付款项	35.87	4.00	24.39	3.00	28.01	3.71	24.01	4.13
存货	132.98	14.85	105.58	13.00	77.26	10.24	58.66	10.09
<b>流动资产合计</b>	<b>602.68</b>	<b>67.29</b>	<b>552.52</b>	<b>68.01</b>	<b>515.09</b>	<b>68.29</b>	<b>373.57</b>	<b>64.27</b>
固定资产	147.61	16.48	152.82	18.81	155.05	20.56	140.03	24.09
在建工程	22.20	2.48	9.55	1.18	16.09	2.13	10.02	1.72
无形资产	34.98	3.91	34.56	4.25	29.09	3.86	19.53	3.36
长期应收款	34.79	3.88	14.52	1.79	10.87	1.44	12.18	2.10
<b>非流动资产合计</b>	<b>292.94</b>	<b>32.71</b>	<b>259.91</b>	<b>31.99</b>	<b>239.14</b>	<b>31.71</b>	<b>207.66</b>	<b>35.73</b>
<b>资产合计</b>	<b>895.62</b>	<b>100.00</b>	<b>812.43</b>	<b>100.00</b>	<b>754.23</b>	<b>100.00</b>	<b>581.22</b>	<b>100.00</b>

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、预付款项和存货构成。公司货币资金主要由银行存款及其他货币

资金构成，2016 年末同比减少 27.70 亿元，主要因为公司新增 30 余家子公司，合计对外投资 27.30 亿元。公司应收票据主要是新钢集团、江中集团和建工集团的票据结算金；2017 年 9 月末大幅增加 14.75 亿元，主要由于钢铁板块增长较快所致。公司应收账款近年来不断增加，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；同期，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（以下简称“江中投资”）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的往来款 5.65 亿元、应收江西润田饮料股份有限公司的往来款 5.63 亿元以及应收南昌澳科科技有限公司的借款 16.14 亿元。公司预付账款主要是建工集团及钢铁板块的预付款项；2017 年 9 月末，预付款项增加主要是由于建工集团业务量增加及钢铁板块原燃料价格上涨所致。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 36.66%，主要由于建工集团的施工项目尚未结算款增加所致；2017 年 9 月末，公司存货继续增加主要是由于建工集团的施工项目尚未结算款继续增加及江中集团新设立江西江中医药投资发展有限公司新增存货所致。

公司非流动资产规模逐年增长，以固定资产、无形资产、在建工程和长期应收款为主。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，由于合并范围扩大，公司固定资产同比增加。公司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，主要原因为江西钨业不再纳入合并范围减少在建工程 4.40 亿元及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。无形资产以土地使用权及采矿权为主，近年来保持增长。近年来，公司长期应收款有所波动；2017 年 9 月末，公司长期应收款大幅增加，主要是由于建工集团 PPP 项目子公司应收的政府付费款项及省咨询集团长期应收款增加，PPP 项目主要涉及道路施工、基础设施以及公共服务设施等政府民生项目的建设和运营服务。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月末，公司受限资产为 40.16 亿元，占总资产的 4.48%，占净资产的 20.00%。其中，受限的货币资金 14.84 亿元，规模下降，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 13.03 亿元；用于质押的股权和应收账款等，共计 11.34 亿元。

总体来看，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。

### 受公司合并范围变化和钢铁行业整体回暖等因素影响，公司营业收入和毛利率均有所波动

公司营业收入主要来源于钢铁、药业及建筑等业务，2014~2016年，公司营业收入及营业利润有所波动。2016年，公司收入不再包含有色金属板块，但在公司收入中占比较高的钢铁业务收入有所增长，公司2016年收入小幅下降。2016年公司实现毛利润59.59亿元，同比降低0.45亿元，由于钢铁产品价格上涨，公司毛利率同比上升0.12个百分点。2015年公司实现利润总额大幅增长，主要受到子公司持有的股权出售影响。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。

**表7 2014~2016年及2017年1~9月公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）**

项目	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
营业收入	708.82	718.76	735.06	686.90
毛利率	8.78	8.29	8.17	9.75
期间费用	34.39	39.56	48.44	43.38
销售费用	15.05	15.91	18.21	18.49
管理费用	12.83	14.81	20.30	16.89
财务费用 <sup>8</sup>	6.51	8.84	9.93	8.00
期间费用/营业收入	4.85	5.50	6.59	6.31
资产减值损失	-	3.70	13.32	5.09
投资收益	0.08	-2.96	28.88	0.48
营业利润	23.48	5.70	13.22	7.12
营业外支出	0.40	0.55	4.44	0.41
政府补助	-	2.07	2.27	1.51
利润总额	24.90	8.87	12.16	8.65
总资产报酬率	3.86	2.61	3.47	3.47
净资产收益率	9.98	4.35	5.28	5.73

近年来，公司期间费用有所波动。公司销售费用逐年下降，主要由于江中集团调整经营策略所致；公司管理费用波动较大，主要受到江西钨业划入划出的影响；公司财务费用有所波动，主要受到子公司范围变动及建筑板块业务发展影响。

近年来，公司投资收益大幅波动。2015年公司投资收益大幅增加，主要由于中江控股将原子公司江西中江集团有限责任公司（以下简称“中江集团”）、江中投资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，不具有持续性。2016年，公司按权益法核

<sup>8</sup> 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。

算对江西昌河汽车有限责任公司和对江西钨业的投资，该投资收益为负。2015年，公司营业外支出大幅增加，主要是由于中江控股预提资金城商铺过户费2亿元，中江控股转让中江集团，曾承诺紫金城小业主过户问题由公司解决，根据预测将费用预提至当年。2015年，公司资产减值损失大幅增加主要是由于合并了中江控股并对江西钨业计提了坏账准备。

2014~2016年，公司分别获得政府补助1.51亿元、2.27亿元和2.07亿元，政府补助是公司利润的重要补充。

2017年1~9月，公司实现营业收入708.82亿元，同比增长14.74%；实现利润总额24.90亿元，同比增长223.85%；毛利率为8.78%。公司利润总额大幅增长的原因是公司钢铁板块收入大幅增加，由于钢铁产品价格大幅上升，使公司利润总额大幅上升。

综上所述，受合并范围变动及钢铁行业回暖影响，公司的营业收入有所波动；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，对债务的保障能力不稳定；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，对外投资活动较多，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，其中2016年，公司经营性净现金流同比大幅降低13.56亿元，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。

**表8 2014~2016年及2017年1~9月公司现金流情况（单位：亿元、%）**

项目	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流	32.38	10.05	23.61	19.64
投资性净现金流	-35.05	-25.21	6.52	-13.34
筹资性净现金流	8.65	-3.14	-9.49	8.48
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	3.27	0.81	1.69	1.69
经营性净现金流/流动负债	5.99	2.19	5.32	5.26
经营性净现金流/总负债	4.90	1.82	4.37	4.48

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，对外投资活动较多，投资活动产生的现金流净额近年来波动幅度较大；2015年同比大幅上升主要是由于转让中江控股将中江集团、江中投资股权取得了较高的投资收益；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。2015~2016年，公司筹资性净现金流体现为净流出状态，主要是由于兑付债务融资工具所支付的现金变动导致。

2017年1~9月，公司的经营性现金流净流入同比大幅增加35.61

亿元，主要是由于钢铁板块收入增加所致，经营性现金流对债务的保障能力提升。同期，由于将旅游集团纳入合并范围，公司投资性现金流净流出金额增加。公司因经营需要增加了长期借款，筹资性现金流为净流入状态。

总体看来，公司经营性净现金流近年来有所波动，对债务的保障能力稳定性较弱；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，对外投资活动较多，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本投资运营平台，近年来，公司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，截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 662.23 亿元，其中已经使用的银行授信额度 218.02 亿元，尚有 444.20 亿元人民币的银行授信额度未使用，外部融资渠道较为畅通。截至本报出具日，公司本部及子公司在公开市场上发行了多期债券，且子公司新钢股份和江中药业为上市公司，直接融资渠道较好。综合来看，公司融资渠道较多，获得外部资金支持的能力较强，进一步提高了对本期融资券的保障程度。

## 短期偿债能力

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司流动比率分别为 1.00 倍、1.01 倍、1.02 倍和 1.06 倍，速动比率分别为 0.84 倍、0.86 倍、0.83 倍和 0.83 倍，公司流动资产对流动负债的保障程度较差。公司有息债务期限结构较为集中，短期偿债压力较大。公司经营性净现金流对债务的保障能力不稳定。公司收入结构较为多元化，钢铁板块和建筑板块是公司收入的主要来源；受合并范围变动及钢铁行业回暖影响，近年来公司营业收入有所波动。

## 结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

## 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 8 亿元人民币的 2018 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。

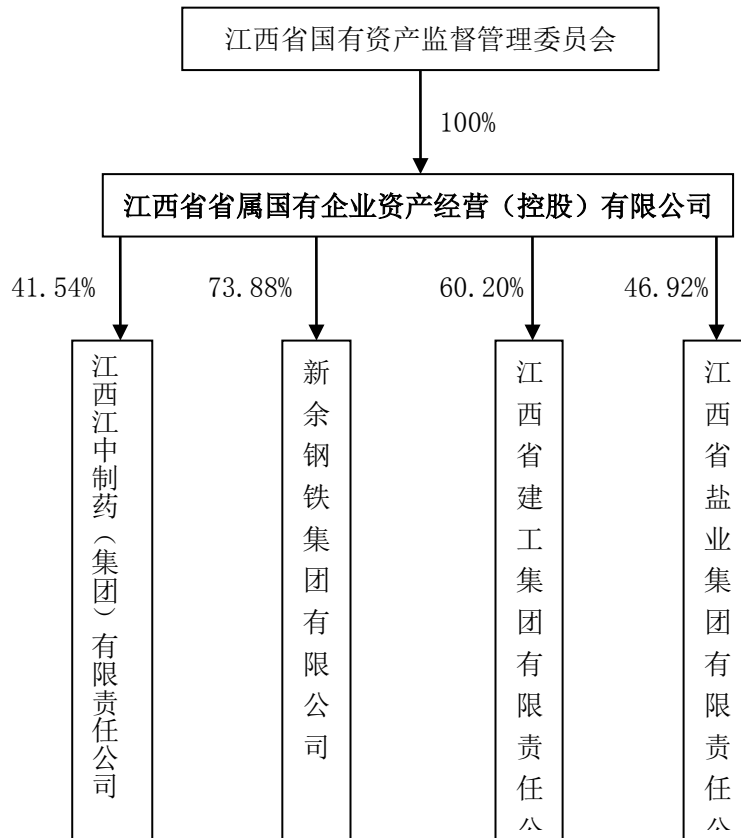
### 2) 跟踪评级程序安排

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。

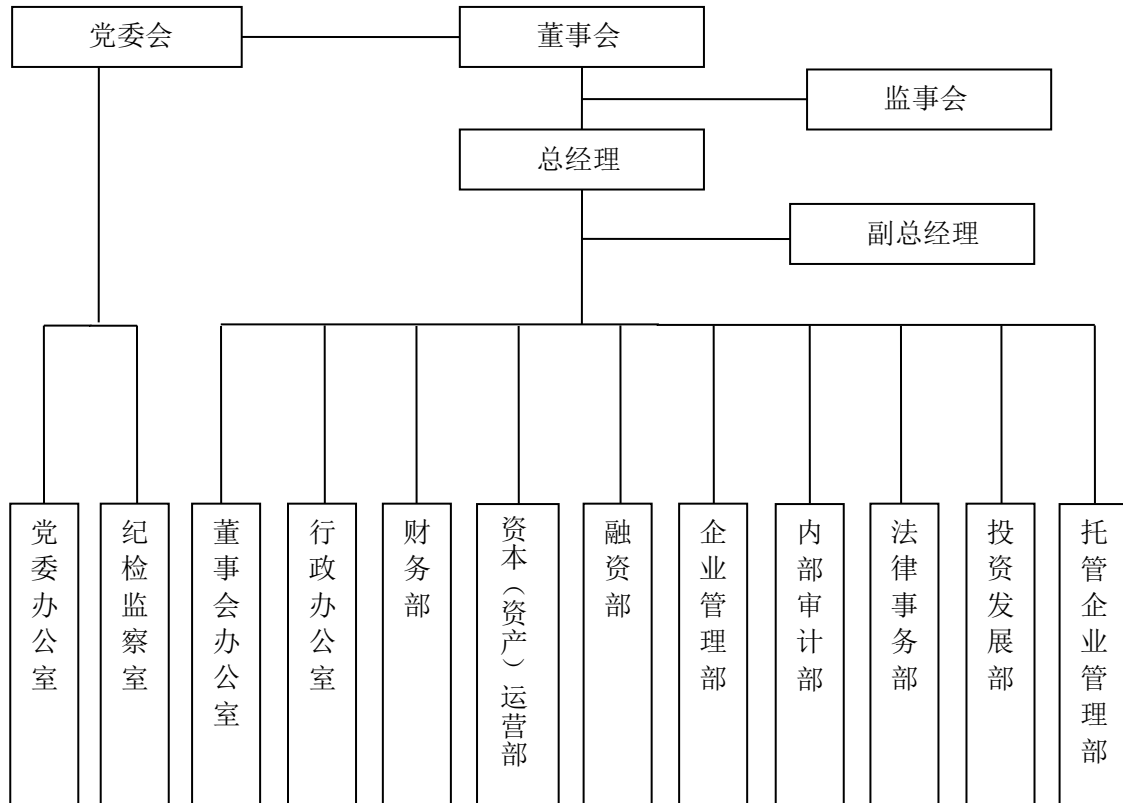
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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 9 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 9 月末江西省省属国有企业资产经营（控股） 有限公司组织结构图







附件3 截至2017年9月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	189,492.14	37.00
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
江西省长青宾馆有限责任公司	住宿餐饮	5,700.00	100.00
江西联晟电子股份有限公司	电子设备	6,100.00	40.00

**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9月 (未经审计)	2016年	2015年 (追溯调整)	2014年 (追溯调整)
<b>资产类</b>				
货币资金	1,008,304	971,225	1,248,212	1,191,830
应收票据	453,438	305,890	272,398	310,500
应收账款	1,445,492	1,405,704	1,230,575	640,647
其他应收款	704,164	742,959	693,074	614,873
预付款项	358,652	243,864	280,105	240,087
存货	1,329,782	1,055,815	772,632	586,627
流动资产合计	6,026,799	5,525,216	5,150,886	3,735,656
固定资产	1,476,075	1,528,181	1,550,451	1,400,254
在建工程	221,968	95,478	160,909	100,185
无形资产	349,772	345,636	290,876	195,257
非流动资产合计	2,929,437	2,599,125	2,391,390	2,076,589
总资产合计	8,956,236	8,124,340	7,542,276	5,812,245
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	11.26	11.95	16.55	20.51
应收票据	5.06	3.77	3.61	5.34
应收账款	16.14	17.30	16.32	11.02
其他应收款	7.86	9.14	9.19	10.58
预付款项	4.00	3.00	3.71	4.13
存货	14.85	13.00	10.24	10.09
流动资产合计	67.29	68.01	68.29	64.27
固定资产	16.48	18.81	20.56	24.09
非流动资产合计	32.71	31.99	31.71	35.73
<b>负债类</b>				
短期借款	1,282,231	1,292,600	1,262,545	1,212,977
应付账款	1,915,694	1,679,115	1,335,697	509,621
预收款项	366,607	252,710	415,480	277,771
其他应付款	1,319,059	1,231,606	1,112,050	1,077,839
其他流动负债	115,704	156,674	182,931	160,282
流动负债合计	5,691,907	5,414,934	5,120,238	3,752,823
长期借款	652,028	387,412	319,967	321,079
应付债券	393,955	546,793	609,120	368,151
非流动负债合计	1,256,653	1,103,273	1,163,651	761,021
负债合计	6,948,560	6,518,207	6,283,890	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9月 (未经审计)	2016年	2015年 (追溯调整)	2014年 (追溯调整)
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	18.45	19.83	20.09	26.87
应付账款	27.57	25.76	21.26	11.29
预收账款	5.28	3.88	6.61	6.15
其他应付款	18.98	18.89	17.70	23.88
其他流动负债	1.67	2.40	2.91	3.55
流动负债合计	81.91	83.07	81.48	83.14
长期借款	9.38	5.94	5.09	7.11
应付债券	5.67	8.39	9.69	8.16
非流动负债合计	18.09	16.93	18.52	16.86
<b>权益类</b>				
少数股东权益	1,164,945	844,414	693,500	588,913
实收资本（股本）	600,000	17,595	17,595	17,595
资本公积	135,304	707,709	538,523	751,762
盈余公积	376	376	376	376
未分配利润	88,741	17,386	5,622	-60,284
归属于母公司所有者权益	842,730	761,719	564,887	709,487
所有者权益合计	2,007,676	1,606,133	1,258,387	1,298,400
<b>损益类</b>				
营业收入	7,088,172	7,187,599	7,350,604	6,869,010
营业成本	6,465,669	6,591,669	6,750,175	6,199,260
销售费用	150,543	159,128	182,149	184,881
管理费用	128,259	148,103	203,030	168,888
财务费用	65,080	88,384	99,252	79,989
营业利润	234,843	57,034	132,217	71,225
利润总额	248,972	88,707	121,640	86,479
净利润	200,446	69,826	66,380	74,395
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	91.22	91.71	91.83	90.25
销售费用	2.12	2.21	2.48	2.69
管理费用	1.81	2.06	2.76	2.46
财务费用	0.92	1.23	1.35	1.16
营业利润	3.31	0.79	1.80	1.04
利润总额	3.51	1.23	1.65	1.26
净利润	2.83	0.97	0.90	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9月 (未经审计)	2016年	2015年 (追溯调整)	2014年 (追溯调整)
<b>现金流类</b>				
经营性净现金流	323,777	100,539	236,061	196,379
投资性净现金流	-350,456	-252,076	65,230	-133,387
筹资性净现金流	86,494	-31,359	-94,903	84,805
<b>财务指标</b>				
EBIT	345,656	211,778	261,529	201,696
EBITDA	-	361,594	437,441	366,494
总有息负债	2,636,275	2,578,512	2,590,113	2,225,256
毛利率（%）	8.78	8.29	8.17	9.75
营业利润率（%）	3.31	0.79	1.80	1.04
总资产报酬率（%）	3.86	2.61	3.47	3.47
净资产收益率（%）	9.98	4.35	5.28	5.73
资产负债率（%）	77.58	80.23	83.32	77.66
债务资本比率（%）	56.77	61.62	67.30	63.15
长期资产适合率（%）	111.43	104.24	101.28	99.17
流动比率（倍）	1.06	1.02	1.01	1.00
速动比率（倍）	0.83	0.83	0.86	0.84
保守速动比率（倍）	0.26	0.24	0.30	0.40
存货周转天数（天）	43.90	44.85	36.25	35.21
应收账款周转天数（天）	50.97	51.25	45.82	30.97
经营性现金净流/流动负债（%）	5.99	2.19	5.32	5.26
经营性现金净流/总负债（%）	4.89	1.82	4.37	4.48
经营现金流利息保障倍数（倍）	3.27	0.81	1.69	1.69
EBIT 利息保障倍数（倍）	3.49	1.70	1.87	1.73
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.90	3.12	3.15
现金比率（%）	18.17	18.31	24.47	31.84
现金回笼率（%）	66.79	68.07	81.70	78.86
担保比率（%）	28.26	12.51	12.46	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<sup>9</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>10</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>9</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>10</sup> 前三季度取 270 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。