



# 江西赣能股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行碳中和绿色科技创新公司债券（第一期）信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：CCXI-20252776D-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 7 月 30 日

发行人

江西赣能股份有限公司

本期债项评级结果

AA<sup>+</sup><sub>st1</sub>

发行要素

本期债券发行总额不超过 3 亿元（含 3 亿元），期限不超过 3 年期（含 3 年），每年付息一次，到期一次还本付息。募集资金拟用于置换公司在本期债券发行前 12 个月内投入绿色项目的自有资金支出、偿还用于绿色项目的贷款以及绿色项目建设运营。

评级观点

中诚信国际肯定了江西赣能股份有限公司（以下简称“赣能股份”或“公司”）可获得控股股东有力支持、利润及经营获现持续提升、储备项目规模较大和融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到煤炭价格变化、区域电力供需情况变化、总债务及财务杠杆水平面临上行压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 正面

- 公司为控股股东电力板块投资运营平台和唯一以电力业务为主营业务的上市平台，可在资源获取等方面获得其有力支持
- 2024年以来装机容量持续增长，加之煤价持续回落推动公司盈利和获现能力持续提升
- 公司储备项目规模较大且符合国家战略导向，未来投运后将助推其运营实力进一步提升
- 作为A股上市公司，备用流动性充足，融资渠道畅通

## 关注

- 公司电力资产中燃煤机组占比高，煤炭价格波动对公司经营性业务盈利能力影响较大
- 江西省特高压输电线路的全线贯通及新增电力资产投产或将对公司机组出力形成挤压
- 公司持续推进清洁能源、抽水蓄能等项目建设，债务及财务杠杆面临上行压力，同时需关注资金平衡情况

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：张洪源 hyzhang.zhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

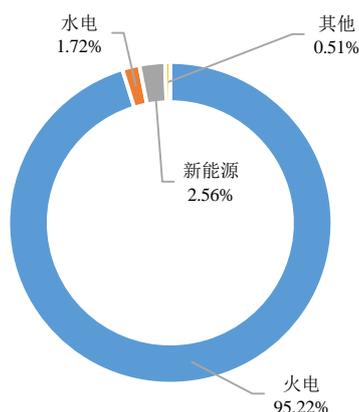
赣能股份（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产（亿元）	118.22	138.32	174.02	182.09
所有者权益合计（亿元）	47.37	54.04	59.25	61.19
总负债（亿元）	70.85	84.28	114.78	120.91
总债务（亿元）	60.04	72.96	104.27	110.21
营业总收入（亿元）	41.43	70.89	69.21	14.70
净利润（亿元）	0.12	4.91	7.09	1.87
EBIT（亿元）	1.54	7.21	8.84	--
EBITDA（亿元）	5.00	12.76	14.99	--
经营活动净现金流（亿元）	0.25	10.94	12.37	6.06
营业毛利率(%)	6.30	12.30	15.67	17.63
总资产收益率(%)	1.30	5.62	5.66	--
EBIT 利润率(%)	3.71	10.17	12.77	--
资产负债率(%)	59.93	60.93	65.96	66.40
总资本化比率(%)	55.90	57.45	63.77	64.30
总债务/EBITDA(X)	12.01	5.72	6.95	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.45	5.74	5.76	--
FFO/总债务(%)	5.18	13.42	11.69	--

注：1、中诚信国际根据赣能股份提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年及 2025 年一季度财务数据分别采用了 2024 年审计报告及 2025 年一季报财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 发行人概况

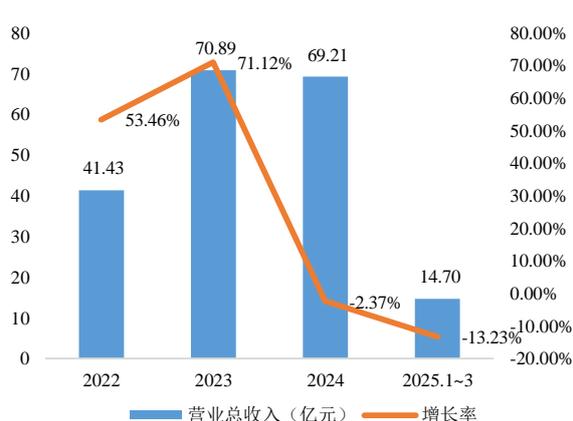
江西赣能股份有限公司由江西省投资集团有限公司（以下简称“江投集团”）和国网江西省电力有限公司于 1997 年 11 月共同发起设立，注册资本为 6.47 亿元。1997 年 11 月，公司于深交所发行上市，股票代码为 000899。2015 年 12 月，公司向国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”）非公开发行人民币普通股 3.29 亿股，注册资本增至 9.76 亿元。公司主营业务为电力生产，装机类型以火电为主，2024 年实现营业总收入 69.21 亿元。

图 1：2024 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势（亿元）



资料来源：公司年报及财务报告，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2025 年 3 月末，公司总股本为 9.76 亿元，江投集团和国投电力分别持有公司 37.78%和 33.22%的股份，江投集团为公司控股股东，公司的实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）。

表 1：截至 2024 年公司主要子公司（%、亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年末		2024 年	
			总资产	净资产	营业收入	净利润
江西赣能智慧能源有限公司	赣能智慧	100.00	25.53	7.53	1.63	0.31
江西赣能上高发电有限公司	赣能上电	51.00	38.33	3.11	0.00	-0.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期债券发行总额不超过 3 亿元（含 3 亿元），期限不超过 3 年期（含 3 年），每年付息一次，到期一次还本付息。募集资金拟用于置换公司在本期债券发行前 12 个月内投入绿色项目的自有资金支出、偿还用于绿色项目的贷款以及绿色项目建设运营。

本期债券发行成功后，将有助于公司到期债务的接续，降低公司流动性压力，改善公司债务结构。凭借公司良好的内部流动性及外部融资能力，可为本期债券的偿付提供保障。

## 发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，2024 年全国电力供需总体平衡，电源建设仍延续清洁化趋势，在一揽子增量政策下，未来我国用电需求将持续提升并将保持中速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的

**财务风险，整体经营状况稳健。**

2024 年以来，随着一揽子增量政策的出台，我国经济保持稳健增长，全社会用电量保持同比中高速增长；预计 2025 年在支持政策落地、基建投资支撑作用和极端天气等综合因素影响下我国全社会用电需求或将保持中速稳定增长。2024 年我国电源结构延续清洁化发展趋势，新能源装机占比持续提升，但电煤价格仍处历史相对高位、来水不确定性加剧、极端天气增多、新能源电量消纳受限等因素对我国电力供需平衡造成一定影响。2024 年以来，受电力装机供给增速较快而用电需求增速相对平缓影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低，未来在经济增速放缓、能源供给结构变化等因素影响下，全国发电设备利用情况仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2024 年以来火电电价在燃料价格持续回落、容量电价施行及清洁能源替代影响下面临下行趋势；新能源电价受平价上网装机规模快速增长及市场化交易程度加深影响而有所下降，但国内碳排放权、CCER、绿电和绿证等交易市场发展迅速，有助于促进可再生能源电量消纳并提升新能源发电企业相关收益。从电力生产行业企业信用状况来看，各细分领域信用状况稳定，其中，火电企业盈利及获现水平在燃料价格处于下行区间和容量电价政策持续施行等影响下仍将保持较好水平，总体信用质量将保持稳定。风电及太阳能发电企业仍保持了良好的财务表现，但消纳及电价政策的不确定性或将其盈利空间形成影响，总体信用质量由“稳定提升”调整为“稳定”。水电和核电行业装机稳步增长，总体信用质量将保持稳定。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源建设，推动装机容量及总债务持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11690?type=1>

**中诚信国际认为，赣能股份机组质量优质，2024 年以来装机容量持续增长，运营实力进一步提升，且机组所在区域偏紧的电力供需对其机组利用效率形成较好支撑；未来随着项目的建成投产，将推动公司运营实力进一步提升；但需对燃料价格波动、特高压线路建成、经济环境和政策变化等因素对公司机组运营的影响以及较多在建和拟建项目对公司形成的投资压力保持关注。**

**公司机组以火电为主，机组质量优质，2024 年以来随着新能源项目的陆续投产，公司控股装机容量持续增长，运营实力进一步提升，但装机结构仍有待优化；江西省经济实力持续增强，用电需求旺盛，但特高压线路建成及区域内新增发电资产投产等因素或对公司机组出力形成影响。**

2024 年以来，随着高安市赣能 50MW 农光互补地面项目、赣能江西上饶左畚一期 150MW 项目（第一阶段 50MW 光伏项目）等光伏发电项目陆续投产，公司控股装机容量进一步提升，且电源结构持续优化，但其中仍以火电为主，水电及新能源资产占比较小。公司火电机组由两台 70 万千瓦超临界火电机组和两台 100 万千瓦超超临界火电机组构成，资产质量优质。此外，公司继续受托管理江投集团下辖的江西东津发电有限责任公司（以下简称“东电公司”）、江投国华信丰发电有限责任公司（以下简称“信电公司”），托管协议一年一签<sup>1</sup>。截至 2025 年 6 月末，公司控

<sup>1</sup> 东电公司装机容量为 2\*3 万千瓦，托管期限内，公司按照东电公司年度可供股东可分配利润的 10%向江投集团收取股权托管的报酬，并由江投集团在托管期限结束后 1 个月内一次性支付给公司；如果东电公司发生亏损，公司不收取报酬。  
信电公司火电装机容量为 2\*66 万千瓦，原名为“赣浙国华（信丰）发电有限责任公司”，江投集团下属的江西省赣浙能源有限公司（以下简称

股装机容量增至 414.41 万千瓦。

公司已投运控股机组全部位于江西省内，为江西省最大的地方电力企业。2024 年，江西省地区生产总值 34,202.5 亿元，同比增长 5.1%，全省全社会用电量 2,180.48 亿千瓦时，同比增长 7.7%。同期，江西省发电量为 1,717.0 亿千瓦时，同比增长 1.1%。整体来看，江西省经济运行情况良好，用电需求旺盛且电力供应仍较为紧张，为区域内电力企业发展形成良好支撑。但值得注意的是，武汉~南昌 1000 千伏特高压交流工程已全线贯通；另外根据《江西省“十四五”能源发展规划》，江西省“十四五”期间计划新增电力装机容量 3,460 万千瓦以上，未来或将对公司机组出力形成影响。

表 2：近年来公司电力装机结构情况（万千瓦）

指标	2022	2023	2024	2025.3
控股装机容量	360.71	385.98	412.14	412.14
其中：火电	340.00	340.00	340.00	340.00
水电	10.00	10.00	10.00	10.00
新能源	10.71	35.98	62.14	62.14
清洁能源占比	5.74%	11.91%	17.50%	17.50%

资料来源：公司提供、公司公告，中诚信国际整理

**2024 年以来，公司火电机组利用效率仍处于行业内较高水平，但受市场竞争压力等因素影响，其出力受到挤压，上网电量及电价均同比回落；煤炭价格进一步下降，带动公司机组盈利能力提升，但仍需对煤炭价格波动对火电业务运营的影响保持关注。**

2024 年，光伏装机容量的增长及来水情况的优化带动清洁能源机组上网电量及发电量均有所上升，但同时受区域电力市场交易及新能源挤占影响，火电发电量及上网电量均同比减少，进而导致当期发电量及上网电量同比下降。但受益于旺盛的区域用电需求，公司火电机组利用效率仍高于全国平均水平。同期，市场化竞争压力加大使得火电机组平均上网电价整体有所下降，同时水电电价有所波动。2025 年一季度，受来水及市场竞争压力等因素影响，公司水电及火电机组上网电量均较上年同期有所下降，整体上网电量较上年同期减少 12.55%。供电煤耗方面，公司发电机组资产质量优良，技术先进，供电煤耗持续处于行业内较优水平。2025 年上半年，光伏装机容量的增长推动公司上网电量同比增长 0.81%至 70.02 亿千瓦时。

燃料采购方面，公司无煤炭资源储备，煤炭全部为外省采购。具体来看，公司与多家煤炭供应商保持良好稳定的合作关系，2024 年长协兑现率为 98.7%，主要供应商包括江西陕赣煤炭销售有限公司、中煤华中能源有限公司和国能销售集团有限公司华中分公司，合计采购量占总采购量的 84.45%。采购价格方面，2024 年以来，随着国内煤炭供应以及进口煤限制放宽，公司原煤市场采购均价进一步下降，但仍处于相对高位，需持续关注煤炭价格对火电机组运营的影响。

售电业务方面，2024 年，江西赣能能源服务有限公司（以下简称“赣能能源”）签约代理电量 66.09 亿千瓦时，售电量同比增加 9.46%，代理电量占公司总销售电量的比重为 41.66%。

“赣浙能源”持有信电公司 51%的股权。托管期限内，公司按照孰高原则收取信电公司 51%股权对应未分配利润的 10%或固定金额 50 万元作为委托管理费，赣浙能源需在托管期结束日 1 个月内一次性支付给公司。2023 年 9 月，赣浙能源所持信电公司股权已划转至江投集团，信电公司更为现名，江投集团直接持有其 90%的股权。

表 3：近年来公司发电业务运营情况

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
发电量（亿千瓦时）	99.29	167.51	166.54	35.18
其中：火电	95.43	163.23	158.57	33.63
水电	2.80	2.61	3.37	0.24
新能源	1.05	1.66	4.60	1.31
上网电量（亿千瓦时）	94.26	159.49	158.63	33.65
其中：火电	90.46	155.27	150.74	32.09
水电	2.75	2.57	3.32	0.23
新能源	1.05	1.65	4.57	1.33
市场化交易电量（亿千瓦时）	90.46	155.92	152.81	32.6
平均利用小时数（小时）	4,784	4,597	4,238	895
其中：火电	4,976	4,801	4,664	989
水电	2,802	2,613	3,371	237
平均上网电价（元/千瓦时）				
其中：火电（含税）	0.4922	0.4994	0.4940	0.4956
水电（含税）	0.4053	0.4038	0.4022	0.4012
供电标准煤耗（克/千瓦时）	302.42	299.36	297.12	294.55
煤炭采购量（万吨）	400	686	656	157
电煤采购均价（含税，元/吨）	944	867	816	725

注：因统计口径影响，部分数据与往期披露不一致。  
 资料来源：公司提供、公司公告，中诚信国际整理

**公司在建及拟建项目规模较大，投产后将推动其运营实力进一步增强，但公司未来仍面临较大的资本支出压力，需持续关注项目建设进展及资金平衡等情况。**

公司目前在建工程主要包括江西赣能上高 2×100 万千瓦清洁煤电项目（即上高一期项目）和江西省赣县抽水蓄能电站项目，其中峰山抽蓄主导建设的江西赣县抽水蓄能电站项目已被纳入国家《抽水蓄能中长期专项规划（2021-2035）》“十四五”重点建设项目。另外，公司与陕煤电力按照 49%、51% 比例出资设立合资公司陕煤电力上高有限公司，共同推进上高二期项目的核准、投资、建设及运营。2024 年 4 月，陕煤电力上高有限公司收到江西省发展改革委《关于陕煤电力上高有限公司 2×100 万千瓦清洁煤电扩建项目核准的批复》。目前，合资公司正积极推进项目开工前期准备。公司也在积极推动新能源项目的获取，新能源储备项目规模亦较大。整体来看，公司在建及拟建项目规模较大，投产后公司运营实力将进一步提升，且采用合资的方式推进一定程度上可缓解公司的资金压力，但由于整体投资规模仍较大，需对相关项目推进给公司带来的投资压力保持关注。

表 4：截至 2024 年末公司在建项目情况（万千瓦、亿元）

在建项目名称	装机规模	预计总投资	已投资	预计投运时间
江西赣能上高清洁煤电项目	2×100	78.23	21.62	计划 2025 年 8 月#1 号机投产发电；2025 年 11 月#2 号机投产发电
江西省赣县抽水蓄能电站项目	4×30	78.55	5.33	预计 2030 年完工
合计	320.00	156.78	26.95	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，2024 年以来得益于燃料成本下行等因素，公司经营性业务利润及经营获现能力持续提升；项目建设推动资产规模增长，但导致公司资金需求增加，债务及财务杠杆面临上行压力；凭借公司多重外部融资渠道及较强的外部融资能力可实现到期债务续接，整体偿债能力保持在较好水平。**

**2024 年以来，随着项目建设的持续推进，公司资产及负债规模均保持增长，财务杠杆水平有所**

上升；同时，燃料价格下降推动盈利能力持续改善，经营获现水平上升；中诚信国际将持续关注燃料价格变化等因素对公司盈利能力的影响。

公司资产以非流动资产为主，2024 年以来随着项目建设的推进，公司固定资产、在建工程及其他非流动资产中的预付工程、设备款规模均持续增长，推动总资产进一步增加。流动资产中的应收账款主要为对国网江西省电力有限公司的应收电费款，账龄以一年以内的为主，回收风险较小。公司货币资金受项目建设及债务偿付等因素影响，整体规模较小，使用效率较高，2024 年以来先降后升。公司负债以有息债务为主，2024 年以来为满足项目建设资金需求，对外融资持续上升。同时，随着利润的积累，权益规模持续增长，但受长期债务增长较快影响，财务杠杆水平上升，但仍处于行业内合理水平。

2024 年，公司火电机组出力受到挤压，加之市场竞争压力加大，火电机组上网电量及电价均有下降，收入规模同比减少；同期，来水情况较好推动水电业务收入及毛利率均同比上升；装机容量的增长带动光伏业务收入规模增加，但毛利率水平有所下降。当期公司整体收入规模同比下降，期间费用率有所上升。但同时，受益于煤炭价格的持续下行，公司火电燃料成本进一步下降，使得营业毛利率上升，进而带动经营性盈利能力提升。此外，公司投资收益主要来源于江西昌泰高速公路有限责任公司（以下简称“昌泰高速”）等联营企业，为利润提供一定补充。2025 年一季度，上网电量及电价均同比减少，收入较上年同期减少 13.23%，虽燃料成本亦延续下行态势，毛利率较上年同期上升 2.57 个百分点，但收入下滑叠加期间费用增长共同导致经营性业务利润及利润总额分别较上年同期下降 4.85% 和 7.32%。根据公司披露的业绩预告，2025 年上半年，受益于燃料成本的下降，归属于上市公司股东的净利润约为 3.99 亿元~4.74 亿元，较上年同期增长约 17.70%~39.83%。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2022	2023	2024	2025.1~3
火电	39.41	68.63	65.90	14.08
水电	0.98	0.92	1.19	0.08
新能源	0.45	0.72	1.77	0.50
其他	0.59	0.62	0.35	0.04
<b>营业总收入</b>	<b>41.43</b>	<b>70.89</b>	<b>69.21</b>	<b>14.70</b>
毛利率	2022	2023	2024	2025.1~3
火电	3.86	11.17	14.36	17.68
水电	29.41	26.47	43.14	-69.92
新能源	53.61	49.22	43.88	31.78
<b>营业毛利率</b>	<b>6.30</b>	<b>12.30</b>	<b>15.67</b>	<b>17.63</b>

注：其他业务主要包含技术服务、代理售电、粉煤灰、石膏和租赁等；受统计口径影响，部分数据经追溯调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年，受益于燃料成本的下降，公司经营活动现金流量净额同比增长。2025 年一季度，公司经营活动现金净流入规模较上年同期增长 35.57%。2024 年以来，随着项目建设的推进，公司保持了较大的对外投融资需求，投资活动现金呈大幅净流出状态，为此筹资活动现金保持了大幅净流入状态。

表 6：近年来公司主要财务情况相关指标（亿元）

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率(%)	6.76	5.84	6.28	6.49

经营性业务利润	-0.33	4.40	6.32	1.53
投资收益	0.65	0.75	0.65	0.34
<b>利润总额</b>	<b>0.17</b>	<b>4.92</b>	<b>7.12</b>	<b>1.87</b>
总资产收益率(%)	1.30	5.62	5.66	--
货币资金	7.83	5.04	3.13	6.21
应收账款	4.80	8.00	7.62	6.14
长期股权投资	16.09	16.10	16.72	17.06
固定资产	76.78	79.78	83.15	84.67
在建工程	2.39	9.79	35.62	40.00
其他非流动资产	1.00	8.50	11.71	11.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>98.22</b>	<b>117.38</b>	<b>151.04</b>	<b>156.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>118.22</b>	<b>138.32</b>	<b>174.02</b>	<b>182.09</b>
应付账款	7.63	7.94	9.18	8.93
其他应付款	2.40	2.47	0.55	0.54
<b>负债合计</b>	<b>70.85</b>	<b>84.28</b>	<b>114.78</b>	<b>120.91</b>
股本	9.76	9.76	9.76	9.76
资本公积	24.29	25.04	24.44	24.44
未分配利润	8.61	13.02	17.97	19.90
<b>所有者权益合计</b>	<b>47.37</b>	<b>54.04</b>	<b>59.25</b>	<b>61.19</b>
资产负债率(%)	59.93	60.93	65.96	66.40
总资本化比率(%)	55.90	57.45	63.77	64.30
经营活动净现金流	0.25	10.94	12.37	6.06
投资活动净现金流	-15.17	-25.57	-37.75	-9.57
筹资活动净现金流	14.79	11.81	22.89	7.08

资料来源：公司财报，中诚信国际整理

**2024 年以来，公司债务结构保持合理水平，偿债指标有所分化但仍处于较优水平；此外，多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接。**

2024 年以来，随着部分债务即将到期，短期债务占比整体有所上升，但仍处于较低水平，公司债务期限结构合理。项目建设资金需求的增长推动债务规模增加，主要偿债指标有所分化，但仍处于较好水平。但整体来看，公司经营状况良好，经营活动净现金流可有效覆盖利息，且公司作为 A 股上市公司，融资渠道多元，能够为债务本息的偿付提供一定保障。资金管理方面，公司已制定了《资金管理办法》，借助银行资金管理服务平台，对公司及所属各单位的资金进行归集、实时监控、统一调剂和集中运作，原则上公司对所属各单位账户实施零余额管理，实时归集公司规定的银行账户资金，通过现金管理平台自动归集及自动下拨。同时，公司也制定了《资金预算及资金计划管理办法》，加强公司资金管理，统筹运用资金。

**表 7：近年来公司偿债指标情况**

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
短期债务/总债务(%)	26.16	15.35	15.09	28.81
总债务（亿元）	60.04	72.96	104.27	110.21
EBITDA（亿元）	5.00	12.76	14.99	--
FFO（亿元）	3.11	9.79	12.19	--
总债务/EBITDA(X)	12.01	5.72	6.95	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.45	5.74	5.76	--
FFO/总债务(%)	5.18	13.42	11.69	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.12	4.92	4.76	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2024 年末，公司未受限货币资金余额 2.36 亿元，规模较小，但公司银企关系良好，备用流动性较强，截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 290.67 亿元，其中尚未使用额度为 183.94 亿元，且公司作为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。

截至 2024 年末，公司受限货币资金规模为 0.77 亿元，主要为被冻结的履约保证金和电力交易保证金，另外因借款抵押的固定资产余额为 0.01 亿元，整体受限资产规模较小。

## 其他事项

截至 2024 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，公司对合并范围外的公司担保系对参股的丰城市赣港港口经营有限公司的担保，担保余额为 1.46 亿元，规模较小，根据公司提供的资料，被担保方运营正常，公司代偿风险较小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022 年~2025 年 6 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2025 年，公司利用效率及电价或受电力供需及市场化交易等因素影响而有所下降；但受益于装机规模持续增长及燃煤采购价格继续下降，盈利能力稳中有升。

——2025 年，公司继续推进项目建设，资金需求同比增长。

——2025 年，随着项目建设推进，较大规模的投资支出继续推升债务规模。

### 预测

表 8：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	57.45	63.77	67.89~69.97
总债务/EBITDA	5.72	6.95	7.80~8.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

2024 年以来，公司经营获现能力保持较好水平，未来随着新投产项目稳定运行，公司自身造血能力将有望得到提升。此外，公司未使用授信额度较为充足，同时作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资。整体来看，公司资金平衡能力较强，良好的银企关系、较强的债券市场融资能力及畅通的融资渠道有助于债务平稳续接，未

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

环境方面，公司火电机组均为大容量、高参数、环保型火电机组，发电效率及节能环保情况优于行业平均水平。近年来，公司持续健全完善安全、环保管理机制，明确管理职责，修订完善多项制度，持续进行安全、环保相关投入。另外，公司在建及储备项目主要为清洁煤电、抽水蓄能及新能源项目，符合国家战略方向及双碳目标。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，近三年未发生较大及以上安全生产事故。公司机组以火电为主，承担了较强的保供及调频等社会责任，为稳定区域用电及保障电网运行起到重要作用。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司设立股东大会、董事会和监事会，股东大会是公司的权力机构。目前公司董事会由 10 名董事组成，其中非独立董事 6 名、独立董事 4 名。2024 年以来，公司部分董事及高级管理人员发生变动<sup>4</sup>。2025 年 5 月，公司董事会、监事会完成换届选举，并完成聘任高级管理人员、证券事务代表，均为正常人事变更，对生产经营无重大不利影响。内控制度方面，公司在投资管理、资金管理、燃料管理、安全生产工作管理及财务管理等方面设立了相应制度，内控制度较为完善。整体来看，公司治理情况较为完善，管理体系健全。未来，公司计划大力推进新能源和高质量发展清洁煤电，并积极拓展综合能源服务，实现电力发配售协同发展，把公司建设成以电力生产及销售，综合能源服务开发多轮驱动，国内先进、省内一流，具有较强竞争力和可持续发展能力的综合能源上市公司。

## 外部支持

**公司股东实力雄厚，资源协调能力强，作为控股股东的电力板块投资运营平台和唯一以电力业务为主营业务的上市平台，公司可在资源获取等方面获得其有力支持。**

公司控股股东江投集团是江西省政府投资主体和国有资产经营主体，江西省国资委拥有江投集团 90% 股权。江投集团旗下拥有较多的优质资产，涉及公路、桥梁和燃气管网等，实力雄厚，资源协调能力强。截至 2024 年末，江投集团总资产 1,679.33 亿元，资产负债率 68.61%；2024 年，营业总收入 477.96 亿元，经营活动净现金流 40.85 亿元。公司作为江投集团旗下的电力板块投资运营平台和唯一以电力业务为主营业务的上市平台，在项目、资源和管理等方面可获得其有力的支持。

公司第二大股东国投电力的控股股东为国家开发投资集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。国投电力是一家以水电为主、水火并济、风光为补的全国性综合电力上市公司，清洁能源占

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

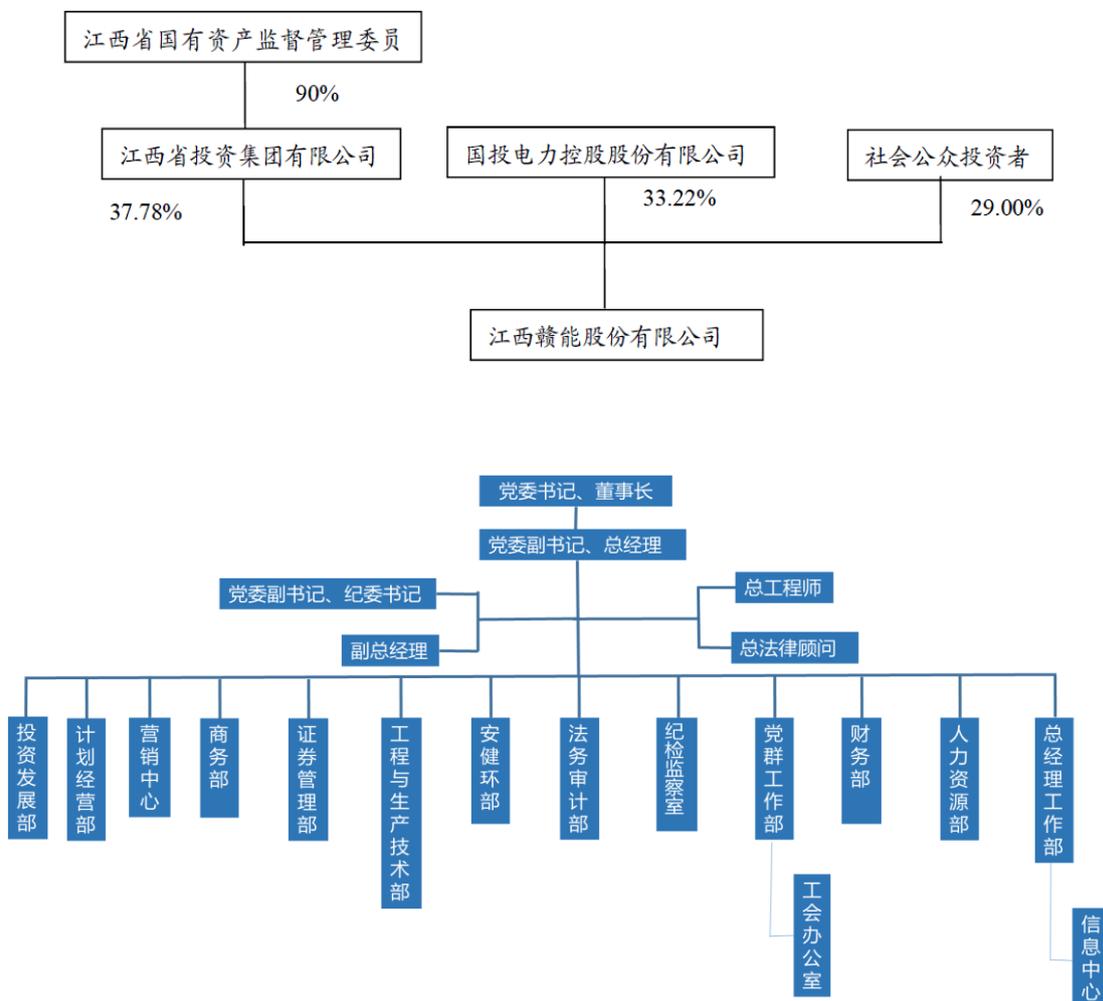
<sup>4</sup> 2024 年 7 月 5 日，根据公司公告，因工作变动原因，赣能股份董事长叶荣申请辞去公司第九届董事会董事长、董事和第九届董事会战略与投资委员会主任委员职务。辞职后，叶荣先生将不再担任公司及下属子公司任何职务。公司 2024 年 10 月 24 日召开了 2024 年第十次临时董事会，根据公司董事会最新决议，同意选举董事宋和斌先生担任第九届董事会董事长，任期自本次董事会审议通过之日起至第九届董事会届满时止。2025 年 5 月本次换届选举完成后，黄博先生、王伟荣先生不再担任公司董事及董事会专门委员会相关职务，亦不在公司及所属企业担任其他职务。

比较高，拥有雅砻江水电等核心优质资产，运营实力极强，或可在项目、资源和管理等方面对公司提供支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“江西赣能股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行碳中和绿色科技创新公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA<sup>+</sup><sub>stt</sub>**。

## 附一：江西赣能股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：江西赣能股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	78,333.23	50,403.19	31,301.73	62,129.96
应收账款	48,030.06	80,045.04	76,195.99	61,448.93
其他应收款	909.38	2,505.53	2,277.47	3,367.10
存货	38,928.19	35,262.21	41,166.30	33,009.35
长期投资	167,293.36	167,707.80	174,027.84	177,428.30
固定资产	767,817.85	797,848.91	831,470.59	846,738.69
在建工程	23,943.40	97,898.02	356,166.69	399,974.30
无形资产	6,438.23	14,449.66	15,277.10	15,423.44
资产总计	1,182,208.17	1,383,165.57	1,740,245.40	1,820,945.76
其他应付款	24,013.82	24,655.06	5,525.16	5,427.07
短期债务	157,038.45	112,011.86	157,319.55	317,506.68
长期债务	443,365.33	617,593.75	885,376.25	784,613.51
总债务	600,403.78	729,605.61	1,042,695.81	1,102,120.19
净债务	526,393.26	681,061.60	1,019,048.54	--
负债合计	708,524.32	842,797.73	1,147,784.44	1,209,085.28
所有者权益合计	473,683.85	540,367.84	592,460.95	611,860.48
利息支出	20,386.87	22,217.30	26,013.50	--
营业总收入	414,274.98	708,892.36	692,094.57	146,980.54
经营性业务利润	-3,250.48	43,958.53	63,165.03	15,293.61
投资收益	6,472.07	7,498.61	6,478.75	3,400.46
净利润	1,163.02	49,067.11	70,862.59	18,725.80
EBIT	15,374.33	72,114.61	88,411.89	--
EBITDA	50,010.63	127,560.30	149,938.38	--
经营活动产生的现金流量净额	2,509.48	109,379.03	123,723.53	60,644.83
投资活动产生的现金流量净额	-151,711.33	-255,713.29	-377,533.33	-95,683.54
筹资活动产生的现金流量净额	147,920.32	118,056.76	228,913.05	70,759.65
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率 (%)	6.30	12.30	15.67	17.63
期间费用率 (%)	6.76	5.84	6.28	6.49
EBIT 利润率 (%)	3.71	10.17	12.77	--
总资产收益率 (%)	1.30	5.62	5.66	--
流动比率 (X)	0.76	0.94	0.88	0.60
速动比率 (X)	0.61	0.78	0.72	0.52
存货周转率 (X)	9.97	16.76	15.27	13.06*
应收账款周转率 (X)	8.63	11.07	8.86	8.54*
资产负债率 (%)	59.93	60.93	65.96	66.40
总资本化比率 (%)	55.90	57.45	63.77	64.30
短期债务/总债务 (%)	26.16	15.35	15.09	28.81
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.02	0.12	0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.06	0.78	0.63	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数 (X)	0.12	4.92	4.76	--
总债务/EBITDA (X)	12.01	5.72	6.95	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.32	1.14	0.95	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.45	5.74	5.76	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	0.75	3.25	3.40	--
FFO/总债务 (%)	5.18	13.42	11.69	--

注：1、2025 年一季度未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理；3、因缺少 2025 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

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

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2023]65 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn