

# 信用等级公告

联合[2018] 1354 号

联合资信评估有限公司通过对江西省高速公路投资集团有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西省高速公路投资集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，“07江西高速债”、“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”、“16赣高速MTN003”、“17赣高速MTN001”、“17赣高速MTN002”和“18赣高速MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



## 江西省高速公路投资集团有限责任公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
07江西高速债	15亿元	2022/7/30	AAA	AAA
16赣高速 MTN001	20亿元	2023/6/7	AAA	AAA
16赣高速 MTN002	20亿元	2023/6/15	AAA	AAA
16赣高速 MTN003	30亿元	2023/6/16	AAA	AAA
17赣高速 MTN001	30亿元	2020/8/1	AAA	AAA
17赣高速 MTN002	30亿元	2020/10/27	AAA	AAA
18赣高速 MTN001	25亿元	2021/3/2	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018年6月26日

### 财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	130.18	124.94	124.70	142.47
资产总额(亿元)	2470.73	2650.23	2806.23	2839.32
所有者权益(亿元)	940.05	1086.00	1090.94	1110.26
短期债务(亿元)	359.68	187.55	246.29	268.08
长期债务(亿元)	954.56	1135.56	1157.80	1174.19
全部债务(亿元)	1314.24	1323.10	1404.09	1442.27
营业收入(亿元)	139.36	140.74	155.82	45.61
利润总额(亿元)	9.11	19.94	11.31	19.74
EBITDA(亿元)	85.23	101.90	109.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.19	97.06	90.19	27.48
营业利润率(%)	43.13	46.06	48.16	56.33
净资产收益率(%)	0.54	1.37	0.60	--
资产负债率(%)	61.95	59.02	61.12	60.90
全部债务资本化比率(%)	58.30	54.92	56.28	56.50
流动比率(%)	36.37	46.02	42.32	47.75
全部债务/EBITDA(倍)	15.42	12.98	12.78	--
经营现金流动负债比(%)	0.04	25.21	18.47	--

注: 1、其他流动负债中短期融资券和超短期融资券计入短期债务; 长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具计入长期债务; 2、2018年一季度财务数据未经审计。

### 评级观点

江西省高速公路投资集团有限责任公司(以下简称“公司”)为江西省交通厅下属高速公路投资建设和运营管理主体。跟踪期内,公司保持其在资产规模、路产质量等方面的突出地位,日均车流量进一步提高,通行费收入稳步增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到期间费用对公司利润侵蚀较大、公司短期支付压力较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强,公司综合竞争力有望进一步提升。同时,江西省经济增长势头良好、高速公路发展空间广阔,公司在江西省高速公路行业具有垄断地位,以上因素均有助于公司整体偿债能力的提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,并维持“07江西高速债”、“16赣高速 MTN001”、“16赣高速 MTN002”、“16赣高速 MTN003”、“17赣高速 MTN001”、“17赣高速 MTN002”和“18赣高速 MTN001”的信用等级为AAA,评级展望为稳定,

### 优势

- 跟踪期内,江西省经济保持平稳较快增长,交通投资规模不断增长,为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司为江西省高速公路投资、建设和经营主体,保持在资产规模、路产质量等方面的区域垄断地位;跟踪期内,随着路网效益的增强,公司通行费收入稳步增长。

### 关注

- 期间费用对公司利润侵蚀较大,跟踪期内公司盈利能力有所弱化。
- 跟踪期内,公司债务规模持续攀升。公司

分析师

赵传第 任黛云

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

投资活动现金流出规模较大。

3. 公司短期支付压力较大。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化

## 江西省高速公路投资集团有限责任公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本95.05亿元，江西省交通运输厅为公司实际控制人。

截至2018年3月底，公司本部内设综合事务部、规划建设部等11个部门，纳入合并报表范围内的子公司共计18家。

截至2017年底，公司资产总额2806.23亿元，所有者权益1090.94亿元（其中少数股东权益79.84亿元）；2017年公司实现营业收入155.82亿元，利润总额11.31亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额2839.32亿元，所有者权益1110.26亿元（其中少数股东权益80.25亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入45.61亿元，利润总额19.74亿元。

公司注册地址：江西省南昌市西湖区朝阳洲中路367号；法定代表人：王江军。

### 三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于2007年7月发行公司债券“07江西高速债”，募集资金15亿元，全部用于江西省境内大庆至广州国道主干线武宁（鄂赣界）至吉安段高速公路建设项目，该项目于2006年4月开工建设，已于2008年1月建成通车。截至2018年3月，募集资金已全部按用途使用完毕。跟踪期内已按时付息。

公司于2016年6月发行“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”和“16赣高速

MTN003”，募集资金分别为20亿元、20亿元和30亿元，全部用于偿还银行贷款。截至2018年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2017年8月和10月分别发行中期票据“17赣高速MTN001”和“17赣高速MTN002”，募集资金均为30亿元，全部用于偿还有息债务。截至2018年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2018年3月2日发行中期票据“18赣高速MTN001”，募集资金25亿元，全部用于偿还有息债务。截至2018年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

跟踪期内，上述各支债券未发生回售或提前偿付本金，公司已按时付息。

表1 存续期债券概况（单位：亿元，%）

债券名称	债券余额	票面利率	到期兑付日
07江西高速债	15亿元	5.49	2022/7/30
16赣高速MTN001	20亿元	3.92	2023/6/7
16赣高速MTN002	20亿元	3.90	2023/6/15
16赣高速MTN003	30亿元	3.23	2023/6/16
17赣高速MTN001	30亿元	4.60	2020/8/1
17赣高速MTN002	30亿元	5.00	2020/10/27
18赣高速MTN001	25亿元	5.27	2021/3/2
合计	170亿元	--	--

资料来源：公司提供

### 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构

持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2

万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的

比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 高速公路行业分析

#### 高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年底中国公路总里程477.35万公里，增加7.82万公里，其中高速公路通车里程13.65万公里，增加0.65万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。2017年，中国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%；普通国省道建设完成投资7264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4731.33亿元，增长29.3%，新改建农村公路28.97万公里。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

#### 高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。

### 高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但目前新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

### 高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，

资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2017年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

### 2. 区域经济发展情况

根据《2017年江西省国民经济和社会发展统计公报》，2017年江西省实现地区生产总值20818.5亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业增加值1953.9亿元，增长4.4%；第二产业增加值9972.1亿元，增长8.3%；第三产业增加值8892.6亿元，增长10.7%。三次产业结构由10.4：49.2：40.4调整为9.4：47.9：42.7,产业结构进一步优化。

固定资产投资方面，2017年江西省完成全社会固定资产投资22085.3亿元，比上年增长12.1%。分产业看，第一产业投资519.1亿元，增长19.0%；第二产业投资11810.1亿元，增长14.4%；第三产业投资9441.2亿元，增长9.5%。其中,金融业投资62.5亿元，增长27.9%；水利、环境和公共设施管理业投资2544.7亿元，增长

27.0%；卫生和社会工作投资202.4亿元，增长38.9%；公共管理、社会保障和社会组织投资588.2亿元，增长79.6%。分投资主体看，国有投资4774.9亿元，增长15.1%；非国有投资16995.6亿元，增长11.6%，其中，民间投资15631.8亿元，增长13.0%，比上年提高3.2个百分点。

经济的快速发展带动江西省财政实力进一步增强。江西省2017年财政总收入3447.4亿元，比上年增长9.7%。其中，一般公共预算收入2246.9亿元，增长4.40%；

交通领域，2017年江西省完成货物运输量154353.0万吨，比上年增长11.8%；货物周转量4217.1亿吨公里，增长8.2%。旅客运输量62997.2万人，增长2.5%；旅客周转量1000.3亿人公里，增长3.1%。机场旅客吞吐量1415.5万人，增长34.4%。

2017年末江西省公路通车里程162285公里，比上年末增加376公里。其中，高速公路通车里程5916公里。铁路营运里程4137公里，增加228公里。年末民用汽车保有量473.3万辆，增长16.2%；民用轿车保有量265.0万辆，增长17.7%，其中，私人轿车252.4万辆，增长18.8%。2017全年江西省邮电业务总量790.8亿元，其中邮政业务总量129.7亿元，增长29.4%；快递业务量4.4亿件，增长14.3%

2017全年接待国内旅游者57253.5万人次，比上年增长21.6%；国内旅游收入6435.1亿元，增长28.9%。接待入境旅游者188.9万人次，增长3.9%；国际旅游外汇收入6.3亿美元，增长7.8%。

根据2015年1月发布的《江西省高速公路网规划（2013~2030）》，江西省2030年高速公路网总体布局为：形成以“4纵6横8射”为主骨架，17条联络线为补充的高速公路网络，总规模约6279公里，另有规划远期展望线约213公里。

总体来看，江西省区域经济发展迅速，财政实力不断增强；公路建设投资规模不断增长，且根据高速公路网规划，江西省路网效益将持

续显现。公司作为江西省内居垄断地位的大型高速公路投资运营企业，具有良好的发展前景。

## 六、基础素质分析

公司是江西省政府授权的江西省高速公路投资建设与运营管理主体，主要从事全省高速公路等重大基础设施的投融资、建设、服务、经营业务。

截至2018年3月底，江西省高速公路通车总里程已达5916公里；其中，公司管理高速公路通车里程为5112公里，占江西省高速公路已通车总里程的86.53%。公司维持在江西省高速公路行业的垄断地位。

公司所经营的高速公路大多处于江西省高速公路网上，部分优势路段处在国家公路网的中间位置，地理位置优越；2017年日均车流量增至50.37万辆，公司未来通行费收入有望保持稳定增长。

总体来看，跟踪期内，公司保持其在资产规模、路产质量等方面的显著优势，区域垄断地位突出，行业竞争实力很强。

跟踪期内，公司持续获得江西省政府在资产注入和政府补助方面的支持。

### 资产注入

2018年4月，公司收到《江西省交通运输厅关于将省交通设计研究院有限责任公司整体划入省高速公路投资集团有限责任公司的通知》（赣交运输字[2018]16号），江西省交通运输厅将省港航管理局下属企业江西省交通设计研究院有限责任公司（以下简称“交通研究院”）整体划入公司管理。

交通研究院原名江西省交通设计院，成立于1975年，隶属于江西省交通运输厅，是江西省省唯一拥有公路行业全部甲级资质的综合性设计院。交通研究院已累计完成省内外高速公路勘察设计里程逾5000公里，工程勘察设计和监理项目遍及广东、辽宁、江苏、四川、云南、湖北、安徽、福建、新疆和西藏等全国十余个

省区和多个亚非国家。截至2018年3月底，本次划转相关变更登记手续正在办理过程中，公司暂未对交通研究院进行并表处理。

#### 政府补助

根据江西省人民政府办公厅抄告单赣府厅抄字[2010]50号《关于授权公司代行江西省高速公路车购税中央补助资金出资人职责的通知》，2017年，公司收到财政部拨付的车购税补充资金8亿元，公司将其计入资本公积。

2017年，公司确认的可收到政府补助为6.73亿元，其中与资产相关的政府补助（上栗高速建设资金等）金额为0.62亿元，本期全部收到；与收益相关的政府补助为6.11亿元，计入营业外收入与其他收益。

2018年1~3月，公司收到11.50亿元政府补助，主要为税收返还和高速公路运营补贴，分别计入营业外收入和其他收益。

总体看，公司在江西省高速公路领域垄断地位突出，未来有望持续获得江西省政府在政策及资金等方面的支持。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为：G1036010300013900Y），公司于2016年6月20日发生一笔欠息，金额11.18万元，根据中国银行江西分行出具的声明，此次欠息记录系银行系统原因导致，公司过往债务履约情况良好。

#### 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度和管理体制无重大变化。高层管理人员方面，根据公司2018年3月发布的公告，经江西省政府

研究决定，免去公司总经理任东红的职务。本次总经理变动属于正常工作变动，目前公司总经理缺位。跟踪期内公司高管人员变更对公司正常经营无重大影响。

#### 八、经营分析

##### 1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入155.82亿元，同比增长10.71%，主要系车辆通行服务收入增长所致。车辆通行服务收入仍为公司主要收入来源，2017年占比为83.89%，较2016年上升4.44个百分点。2017年，公司公路工程收入、成品油销售收入、监理、服务、物业等收入和其他收入同比均有所上升，房地产销售和服务区收入同比基本稳定，材料销售收入同比有所下降。2018年1~3月，公司实现营业收入45.61亿元，仍以通行费收入（38.71亿元）为主。同期，公司实现6.65亿元工程收入与4.48亿元成品油销售收入。

毛利率方面，2017年，公司综合毛利率为48.46%，同比上升1.42个百分点。公司车辆通行服务收入毛利率54.89%，较2016年小幅下降。公路工程收入毛利率小幅上升至18.32%；成品油销售、材料销售和高速服务区收入毛利率基本稳定；房地产销售收入毛利率大幅上升至39.48%，主要系2016年公司销售的房地产项目为对内销售（销售给职工），销售价格较低所致。2018年1~3月，公司综合毛利率56.55%，较2017年进一步上升，主要系车辆通行费毛利率提高（养护等部分成本未结算），拉动综合毛利率提高所致。

表2 2016~2018年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行服务收入	111.82	79.45	56.36	130.71	83.89	54.89	38.71	84.88	64.37
公路工程收入	4.56	3.24	15.75	7.55	4.85	18.32	6.65	1.46	41.73
成品油销售	7.60	5.40	8.26	8.18	5.25	8.26	4.48	9.82	6.05
房地产销售收入	0.44	0.31	-6.20	0.45	0.29	39.48	--	--	--

高速服务区收入	2.33	1.66	32.78	2.33	1.50	30.64	--	--	--
材料销售收入	12.07	8.58	1.88	4.24	2.72	1.01	0.28	0.62	3.80
监理、服务、物业等收入	0.82	0.58	36.85	1.12	0.72	24.29	--	--	--
其他业务	1.10	0.78	52.20	1.24	0.80	40.66	1.47	3.22	21.37
<b>合计</b>	<b>140.74</b>	<b>100.00</b>	<b>47.04</b>	<b>155.82</b>	<b>100.00</b>	<b>48.46</b>	<b>45.61</b>	<b>100.00</b>	<b>56.55</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

注：1、公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；公司主营业务收入—高速服务区收入为子公司江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司的高速公路服务区收入，其他业务收入—高速服务区收入为公路开发公司和赣粤高速的服务区收入。

总体看，高速公路通行费、工程施工业务、成品油和材料销售收入仍是公司收入和营业利润最主要来源，跟踪期内公司营业收入持续增长，毛利率仍维持在较高水平。

## 2. 经营分析

### (1) 高速公路投资和经营

#### 路产规模及质量

2017年3月~2018年3月底，公司路产规模较为稳定，无新通车路段。截至2018年3月底，公司已建成高速公路48条，管理高速公路通车里程5112公里，占江西省高速公路通车总里程5916公里的86.53%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。目前，公司已建成通车的48条高速公路中，15条为政府还贷性高速公路，33条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部管理15条还贷性高速公路、16条经营性高速公路，全资子公司江西公路开发有限责任公司（以下简称“公路开发公司”）管理9条经营性高速公路，控股子公司赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）管理8条经营性高速公路。

#### 高速公路经营情况

2017年，公司实现通行费收入130.71亿

元，同比增长16.89%。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括：梨温高速（占10.24%）、昌九高速（占6.24%）、泰赣高速（占6.78%）、昌樟高速（占4.97%）和鹰瑞高速（占12.00%）等。跟踪期内，梨温高速通行费收入同比下降4.45%，系受通行车辆结构变化影响；昌九高速通行费稳步提高，同比增长4.76%；泰赣高速和鹰瑞高速车辆通行费收入增速明显（同比分别增长15.83%和23.20%），主要系跟踪期内车流量大幅增长所致；昌樟高速通行费收入同比下滑13.12%，主要系2017年东昌高速通车分流所致。

跟踪期内，受益于路网协同效益和2017年1月新通车高速公路车流量逐渐培养，公司绝大多数高速公路通行费收入同比稳步增长；而温沙高速、梨温高速受通行车辆结构变化影响通行费收入略有所下降，昌北机场高速、德上高速、温厚高速等车辆通行费收入占比较小，跟踪期内通行费收入同比下滑对公司收入及利润影响不大。

2018年1~3月，公司实现通行费收入38.71亿元，较2017年1~3月的33.89亿元增长14.22%，占2017年全年的29.62%。

表3 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

所属单位	路段名称	收费期限	通行费收入			
			2016年	2017年	同比增幅	2018年1-3月
公司直属	泰井高速	2005.01-2030.01	0.35	0.36	2.86	0.07
	乐温高速	2005.11-2025.10	3.14	3.70	17.83	0.90
	温沙高速	2004.08-2034.07	3.98	3.87	-2.76	1.26
	鹰瑞（北）高速	2010.09-2030.09	7.47	13.38	23.20	3.74
	鹰瑞（南）高速		3.21			

	昌金高速	2004.06-2034.05	7.20	7.46	3.61	2.42
	景婺黄(常)高速	2006.11-2026.10	2.96	3.15	6.42	1.03
	武吉高速	2008.01-2028.01	6.17	6.28	1.78	2.00
	石吉高速	2010.09-2030.09	3.14	3.28	4.46	1.09
	泰赣高速	2004.01-2034.01	7.58	8.78	15.83	2.39
	瑞赣高速	2009.04-2029.04	3.42	4.51	31.87	1.31
	隘瑞高速	2011.10-2031.10	0.41	0.49	19.51	0.14
	永武高速	2011.09-2031.09	0.89	0.98	10.11	0.27
	昌北机场高速	1999.01-2030.03	0.17	0.15	-11.76	0.05
	德上高速	2012.12.31-	0.52	0.47	-9.62	0.13
	抚吉高速	2012.12.31-	1.38	1.63	18.12	0.48
	赣崇高速	2012.12.31-	0.71	0.89	25.35	0.26
	吉莲高速	2012.12.31-	1.19	1.38	15.97	0.49
	井睦高速	2013.10.28-	0.16	0.16	0.00	0.04
	萍洪高速	2014.12-2044.12	0.44	0.43	-2.27	0.12
	万宜高速	2014.12-2044.12	0.25	0.30	20.00	0.09
	金抚高速	2015.9-2045.9	0.18	0.34	88.89	0.13
	昌宁高速	2016.1-2045.12	0.56	1.19	112.50	0.45
	昌栗高速	2016.1-2045.12	1.89	2.69	42.33	0.80
	东昌高速	2017.1-2047.1	--	3.99	--	1.45
	宁安高速	2017.1-2047.1	--	3.55	--	1.14
	铜万高速	2017.1-2047.1	--	0.15	--	0.03
	修平高速	2017.1-2047.1	--	0.12	--	0.05
	昌宁连接线	2017.1-2047.1	--	0.02	--	0.04
安定高速	2017.1-2047.1	--	0.76	--	0.36	
公路开发公司	梨温高速	2002.12-2032.12	16.41	15.68	-4.45	4.56
	景鹰高速	2007.11-2037.11	4.01	4.49	11.97	1.46
	德昌高速	2011.09-2041.09	2.99	3.95	32.11	1.33
	祁浮高速	2012.08-2042.08	0.04	0.08	100.00	0.03
	都昌至九江高速	--	0.05	0.08	60.00	0.02
	九江绕城高速	2014.12-2044.12	0.14	0.20	42.86	0.05
	广船高速	2017.1-2047.1	--	0.02	--	0.01
	上万高速	2017.1-2047.1	--	0.51	--	0.18
赣粤高速公司	昌九高速	1998.04-2030.03	7.78	8.15	4.76	0.21
	昌樟高速	1999.07-2044.03	7.47	6.49	-13.12	1.56
	温厚高速	1999.01-2028.12	1.85	1.11	-40.00	0.26
	九景高速	2000.11-2030.11	6.03	6.22	3.15	1.84
	彭湖高速	2010.09-2040.09	0.40	0.79	97.50	0.28
	昌泰高速	2003.06-2033.06	6.03	6.91	14.59	1.81
	昌奉高速	2011.12-2041.12	0.72	1.57	-0.63	0.21
	奉铜高速	2012.10-2042.10	0.86			0.25
合计	--	--	<b>111.82</b>	<b>130.71</b>	<b>16.89</b>	<b>38.71</b>

资料来源：公司提供

注：1、定南联络线通行费收入合并至宁安高速；都昌至九江高速包括星子至九江段（收费期限：2014.12-2044.12）和都昌至星子段（收费期限：2017.1-2047.1）；2、德上高速、抚吉高速、赣崇高速和吉莲高速收费期限尚未确定。

车流量方面，2017年，公司运营主要高速公路日均车流量同比增长32.31%，2017年

为50.37万辆/天。跟踪期内，乐温高速、鹰瑞高速、瑞赣高速、昌泰高速等路段车流量稳步提高，2017年1月新通车的东昌高速、和宁定高速对公司日均车流量增量贡献较大（分别为12.14%和7.61%）。2017年1月新通车的其他高速（昌宁高速等）通车时间较短，车流量仍有待培育。

#### 收费标准和收费结算模式

收费标准方面，跟踪期内，公司下属高速公路客车及货车的通行收费标准均无变化。

收费期限方面，跟踪期内，公司已通车33条路段的收费年限均在20~40年之间，截至2018年3月底收费剩余期限最少为10年。

收费模式方面，跟踪期内，公司通行费收费模式无变化，仍为：高速公路通行费收取后汇总至省交通厅下属的高速公路联网收费中心（该中心负责江西全省高速公路通行费结算工作），由联网收费中心对经营性公路和政府还贷性公路的通行费每周进行拆分，经营性公路的通行费收入由联网收费中心直接划付给公司；政府还贷性高速公路实行“收支两条线”，即政府还贷性公路的通行费直接划付至财政专户；省财政厅不定期将专项预算资金下发至省交通运输厅，再由省交

通运输厅转拨给公司用于其运营管理的政府还贷性公路的还本付息和支付日常运营管理费用；公司以江西省高速公路联网收费结算管理中心提供的联网收费清算分割表的结果确认收入。

#### 高速公路养护

2017年，公司高速公路养护支出为11.68亿元，较上年度上升19.67%；平均每公里的养护成本为22.61万元，较上年度基本稳定。

#### 在建高速公路情况

截至2018年3月底，公司共有5个在建高速公路项目，将与公司现有高速公路互为补充，进一步提升路网效益。公司在建项目概算总投资325.06亿元，公司已累计投入82.29亿元，未来尚需投入资金242.77亿元，2018年需投资100.38亿元，在建规模一般，短期筹资压力一般。

总体看，公司作为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，跟踪期内随着下属路段路网效益的逐步显现，公司通行费收入稳步增长。随着全省高速公路规划目标的完成，未来江西省高速公路建设以路网加密、改扩建项目、道路养护为主，在建项目投资规模一般，未来筹资压力一般。

表4 截至2018年3月底公司在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

序号	项目	公路性质	建设里程	概算总投资	已累计完成投资额	未来投资计划		
						2018年4-12月	2019年	2020年及以后
1	昌九改扩建	经营性	87.80	65.24	21.60	22.50	10.71	1.37
2	广昌至吉安	收费还贷	189.30	126.24	54.26	36.88	11.67	0.97
3	抚州东外环	经营性	22.60	20.12	5.16	6.96	3.24	0.16
4	萍乡至莲花	经营性	76.10	87.71	0.33	28.39	23.36	22.90
5	铜鼓至万载高速公路宜丰联络线	经营性	25.00	25.75	0.94	5.65	5.46	2.65
合计		--	400.80	325.06	82.29	100.38	54.44	28.05

资料来源：公司提供

#### (3) 多元化业务

公司在大力发展高速公路主业的同时，依托高速公路优势资源，开展房地产销售、成品

油销售、材料销售、服务区经营管理等相关相关多元化业务。

公司公路工程业务的经营主体为子公司江

西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤高速工程公司”）。2017年，赣粤高速工程公司签订合同6个，主要为路面维护保养工程、路基工程及桥梁工程项目，合同金额7.61亿元。2017年，赣粤高速工程公司确认公路工程收入8.15亿元，较上年下降27.17%；公司内部合并抵消后，公司对外承接工程产生工程收入7.55亿元，较上年增长65.57%。截至2018年3月底，赣粤高速工程公司在建对外合同项目共3个，合同金额15.14亿元，主要为路基路面工程。

公司材料销售业务由全资子公司江西省高速公路投资集团材料有限公司（以下简称“材料公司”）负责，从事沥青、钢材、水泥等建筑材料的批发和零售。2017年公司实现材料销售收入4.24亿元，较上年下降64.87%，主要系工程项目需求减少所致。

公司成品油销售业务经营主体是孙公司江西省高速实业开发有限公司（以下简称“实业公司”），2017年实业公司实现成品油销售收入7.63亿元，较上年基本稳定。

公司房地产收入主要来源于孙公司江西嘉园房地产开发有限责任公司（以下简称“嘉园房地产公司”）与孙公司江西恒泰路桥工程有限公司（以下简称“恒泰工程公司”）。2017年，公司确认房地产销售收入0.45亿元，主要系恒泰花苑项目对外销售所致，销售收入较上年基本稳定。截至2018年3月底，公司在建房地产开发项目有3个。

### 3. 未来发展

公司作为江西省高速公路的投融资、建设和运营主体，未来将继续承担江西省高速公路网建设任务。一方面，公司将以建设和融资为

保障，推进高速公路建设项目，提高高速公路通车里程。另一方面，公司将以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象，抓好信息化建设，推动管理升级，完成“十三五”养护规划，强化对建设、养护、运营等重点领域和春运等重点时段的安全监管。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2017年度财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。截至2018年3月底，公司合并范围包括二级子公司18家。跟踪期内，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，公司资产总额2806.23亿元，所有者权益1090.94亿元（其中少数股东权益79.84亿元）；2017年公司实现营业收入155.82亿元，利润总额11.31亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额2839.32亿元，所有者权益1110.26亿元（其中少数股东权益80.25亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入45.61亿元，利润总额19.74亿元。

### 2. 资本及债务结构

#### 资产

截至2017年底，公司资产总额2806.23亿元，同比增长5.89%，主要系非流动资产增长所致。公司资产总额中流动资产占7.36%，非流动资产占92.64%，资产结构仍以非流动资产为主。

表5 2016~2018年3月公司主要资产情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年3月	
	177.19	6.69	206.65	7.36	231.41	8.15
流动资产	177.19	6.69	206.65	7.36	231.41	8.15
货币资金	124.94	4.71	124.19	4.43	141.97	5.00
存货	18.69	0.71	42.28	1.51	43.11	1.52

非流动资产	2473.04	93.31	2599.58	92.64	2607.90	91.85
长期股权投资	79.52	3.00	81.42	2.90	84.11	2.96
固定资产	2030.24	76.61	2393.23	85.28	2383.38	83.94
在建工程	300.35	11.33	64.84	2.31	82.74	2.91
资产总额	2650.23	100.00	2806.23	100.00	2839.32	100.00

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 206.65 亿元，同比增长 16.63%，主要系存货增加所致。

2017 年底，公司货币资金 124.19 亿元，同比基本稳定，受限资金 0.47 亿元（保证金）；公司应收账款 10.10 亿元，同比下降 10.94%，主要为应收江西省省高速公路联网收费结算管理中心的通行费等；公司其他应收款 21.43 亿元，同比增加 23.12%，主要系新增与江西省交通运输厅等单位的往来款；公司存货 42.28 亿元（主要包括 30.60 亿元开发成本、4.79 亿元已完工未结算资产--建造合同和 4.15 亿元开发产品--房地产项目），同比增长 126.24%，系公司开发成本（九龙湖等房地产项目）大幅增加所致；公司其他流动资产 5.98 亿元，同比增加 5.61 亿元，系公司购买理财产品。

2017 年底，公司非流动资产 2599.58 亿元，同比增长 5.12%，主要系固定资产增长所致。2017 年底，公司可供出售金融资产 25.14 亿元，同比下降 10.19%，主要系以公允价值核算的权益工具（股票）公允价值下降所致；长期股权投资 81.42 亿元，同比基本稳定，主要为对江西银行股份有限公司和参股高速公路公司（江西九江长江公路大桥有限公司、江西省瑞寻高速公路有限责任公司和江西省寻全高速公路有限责任公司共三家公司）的股权投资。

2017 年底，公司固定资产账面原值 2580.36 亿元，较 2016 年底增加 396.76 亿元，主要系 2017 年 1 月新通车的高速公路由在建工程转入固定资产所致。2017 年，公司累计折旧 187.13 亿元，固定资产账面净值为 2393.23 亿元，其中 0.22 亿元受限，系子公司江西高速传媒有限公司以房屋提供抵押担保（按揭贷款）。

2017 年底，公司在建工程 64.84 亿元，同

比减少 235.51 亿元，主要宁安高速等高速公路完工转入固定资产所致；公司其他非流动资产 15.06 亿元，同比基本稳定，主要为预付工程款。

2018 年 3 月底，公司资产总额 2839.32 亿元，同比基本稳定。流动资产和非流动资产分别占 8.15% 和 91.85%，流动资产占比略有上升。公司流动资产 231.41 亿元，同比增长 11.98%，主要系货币资金和其他应收款（新增对江西省交通运输厅往来款）有所增长所致；非流动资产 2607.90 亿元，同比基本稳定。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司所有权受限资产（高速公路收费权）对应抵、质押合同金额总计为 1413.20 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产总额有所增长，货币资金和固定资产占比大，公司控股和参股路产地理位置优越，公司资产质量好。

#### 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 1090.94 亿元，同比基本稳定，主要由实收资本（占 8.71%）、资本公积（占 64.15%）、未分配利润（占 8.82%）、少数股东权益（占 7.32%）和其他权益工具（优先股，占 9.96%）构成。

截至 2017 年底，公司资本公积 699.87 亿元，同比增长 1.26%，主要系公司在跟踪期内收到江西省财政厅拨付的车购税补助资金和资本性财政资金；公司未分配利润 96.22 亿元，同比下降 4.28%，主要系公司在跟踪期内支付永续债利息所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 1110.26 亿元，较 2017 年底变化不大；资本公积 704.87 亿元，增长主要系公司收到车购税补贴。公司所有者权益稳定性较好。

## 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 1715.29 亿元，同比增长 9.66%，主要系流动负债有所增长所致。公司负债以非流动负债为主，2017 年底流动负债和非流动负债分别占 28.47% 和 71.53%，流动负债比重较上年末有所上升。

截至 2017 年底，公司流动负债 488.30 亿元，同比增长 26.83%，主要系短期借款和应付账款有所增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占 30.78%）、应付账款（占 33.42%）和一年内到期的非流动负债（占 18.39%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 150.30 亿元，同比上升 39.86%，全部为信用借款；应付账款 163.20 亿元，较 2017 年底上升 43.19%，主要系应付江西省交通工程集团等公司的应付工程款；公司其他应付款 40.43 亿元，同比下降 29.64%，主要包括 24.00 亿元履约质保金及保证金和 11.76 亿元往来款；公司一年内到期的非流动负债 92.41 亿元，同比增加 29.92%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 1226.99 亿元，同比增长 4.05%，构成以长期借款（占 65.72%）和应付债券（占 27.39%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 806.43 亿元，同比基本稳定，以质押借款（质押物为高速公路收费权）为主；公司应付债券 336.06 亿元，同比增加 6.35%，主要系新增“17 赣高速 MTN001”和“17 赣高速 MTN002”各 30 亿元所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 1404.09 亿元，同比增长 6.12%，主要系短期借款增长所致；短期债务和长期债务分别占 17.54% 和 82.46%，短期债务占比较 2017 年底有所上升，但公司债务仍以长期债务为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 1442.27 亿元，较 2017 年底增长 2.72%，短期债务和长期债务分别占 18.59% 和 81.41%，短期债务占比进一步上升。总体看，公司债务结构基本与其资产结构相匹配，符合交通行业特点。

表 6 2016~2018 年 3 月底公司有息债务情况

(单位: 亿元)

科目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	187.55	246.29	268.08
长期债务	1135.56	1157.80	1174.19
全部债务	1323.10	1404.09	1442.27
资产负债率	59.02	61.12	60.90
长期债务资本化比率	51.12	51.49	51.40
全部债务资本化比率	54.92	56.28	56.50

资料来源: 审计报告

跟踪期内，受全部债务快速增长影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比上升，2017 年底分别为 61.12%、56.28% 和 51.49%，同比分别上升 2.10 个百分点、1.36 个百分点和 0.37 个百分点；截至 2018 年 3 月底，上述比率分别为 60.90%、56.50% 和 51.40%，较 2017 年底基本稳定。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担一般。

## 4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 155.82 亿元，同比增加 10.71%，主要系通行费收入上升所致。同期，营业成本同比增长 7.75% 至 80.31 亿元，小于营业收入增速。2017 年，公司营业利润率为 48.16%，较上年增长 2.10 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 69.79 亿元，同比上升 15.37%，主要系随着新建高速公路通车公司停止利息费用资本化所致。2017 年公司期间费用占营业收入的比重同比上升 1.81 个百分点 44.79%，公司期间费用对利润侵蚀较大。

2017 年，公司取得投资收益 6.00 亿元，同比下降 46.80%，主要系 2016 年公司处置了可供出售金融资产（持有的国盛证券股权）所致。

2017 年，公司营业外收入（主要为财政支持款）5.82 亿元，同比下降 42.40%，主要系公司 2017 年末收到高速公路财政补贴资金所致。2017 年，公司利润总额为 11.31 亿元，同比下降 43.30%，系投资收益和营业外收入大幅减少

所致，非经常性损益对利润总额影响较大。

表 7 公司盈利情况

(单位: 亿元, %)

科目	2016年	2017年	2018年1-3月
营业收入	140.74	155.82	45.61
投资收益	11.28	6.00	2.19
其他收益	--	0.79	5.01
<b>营业利润</b>	<b>14.33</b>	<b>8.77</b>	<b>15.68</b>
营业外收入	10.11	5.82	6.59
<b>利润总额</b>	<b>19.94</b>	<b>11.31</b>	<b>19.74</b>
营业利润率	46.06	48.16	56.33
总资本收益率	2.90	2.81	--
净资产收益率	1.37	0.60	--

资料来源: 公司审计报告

2017年, 公司总资本收益率及净资产收益率分别为 2.81% 和 0.60%, 均同比有所下降, 系公司盈利能力有所弱化。

2018年 1~3 月, 公司实现营业收入 45.61 亿元, 期间费用 17.24 亿元, 主要为财务费用, 期间费用占营业收入的比重为 37.80%, 较 2017 年全年降低 6.99 个百分点。受益于公司期间费用控制能力有所加强, 公司营业利润率 56.33%, 较 2017 年底明显上升。2018 年 1~3 月, 公司实现营业利润 15.68 亿元, 营业外收入(税收返还) 6.59 亿元, 利润总额 19.74 亿元。

总体看, 跟踪期内, 受通行费收入增长的带动, 公司营业收入和营业利润率同比上升, 但财务费用对利润侵蚀较严重, 非经常性损益对公司利润总额影响大, 公司盈利能力有所弱化。

## 5. 现金流分析

2016~2018 年 3 月, 公司现金流情况如下表所示。

表 8 公司现金流量情况(单位: 亿元, %)

项目	2016年	2017年	2018年1-3月
经营活动现金流量净额	97.06	90.19	27.48
投资活动现金流量净额	-172.73	-110.75	-36.37
筹资活动现金流量净额	70.44	19.42	26.63
现金收入比	110.68	112.60	99.31
经营现金流动负债比率	25.21	18.47	--

经营活动现金流量净额	97.06	90.19	27.48
投资活动现金流量净额	-172.73	-110.75	-36.37
筹资活动现金流量净额	70.44	19.42	26.63
现金收入比	110.68	112.60	99.31
经营现金流动负债比率	25.21	18.47	--

资料来源: 审计报告

从经营活动来看, 2017 年公司经营活动现金流入量为 183.49 亿元, 同比上升 5.60%。公司销售商品、提供劳务收到现金 175.46 亿元, 现金收入比为 112.60%, 较 2016 年上升 1.92 个百分点, 收现质量保持在较高水平。2017 年, 公司收到其他与经营活动有关的现金 8.02 亿元, 同比减少 55.38%, 主要为政府补助。同期, 公司支付其他与经营活动有关现金 11.45 亿元, 同比增加 130.51%, 主要系与江西省交通厅等单位的往来款大幅增加所致。2017 年, 公司经营活动现金净流量 90.19 亿元, 同比下降 7.07%。

2017 年, 公司投资活动现金流入 17.58 亿元(主要为收到拆迁补偿款), 同比下降 4.05%, 2017 年公司投资活动现金流出 128.33 亿元(主要系购建高速公路、房地产项目等支付的资金)。2017 年公司投资活动流量净额为-110.75 亿元, 同比大幅上升。

2017 年, 公司筹资活动现金流入 525.36 亿元, 同比减少 25.24%, 以取得借款和发行债券收到的现金为主。2017 年, 公司筹资活动现金流量净额为 19.42 亿元, 同比大幅下降。

2018 年 1~3 月, 公司销售商品、提供劳务收到现金 45.29 亿元, 现金收入比为 99.31%, 保持在较高水平。公司经营活动现金流入 66.36 亿元, 经营活动产生的现金流量净额 27.48 亿元。2018 年 1~3 月, 公司投资活动现金流入规模较小, 购建固定资产、无形资产支付现金 35.45 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 -36.37 亿元; 同期, 公司筹资活动现金流入 131.07 亿元, 以取得借款和发行债券收到的现金为主, 公司筹资活动现金流量净额 26.63 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收现质量维持在较高水平，公司投资活动现金流出规模较大，现金流依赖筹资活动支撑。

#### 6. 偿债能力

从短期支付能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 42.32% 和 33.66%，同比均有所下降，主要系 2017 年公司流动负债占比增加所致。2017 年，公司经营现金流动负债比为 18.47%，同比下降 6.74 个百分点。公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 109.90 亿元，同比增长 7.85%，全部债务/EBITDA 为 12.87 倍，跟踪期内 EBITDA 对有息债务保障能力略有提高。考虑到公司在江西省高速公路经营领域的垄断地位，公司整体偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度合计 3133.06 亿元，其中未使用额度为 1848.69 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司控股子公司赣粤高速为上市公司（SH.600269），公司直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 29.00 亿元，担保比率 2.61%。目前被担保企业经营正常。

表 9 截至 2017 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	企业性质
江西省铁路投资集团公司	29.00	国有

资料来源：公司审计报告

#### 十、存续期内债券保障能力分析

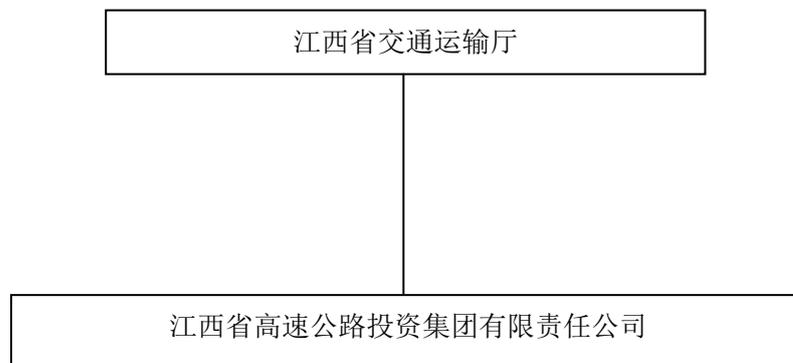
“07 江西高速债”、“16 赣高速 MTN001”、“16 赣高速 MTN002”、“16 赣高速 MTN003”、“17 赣高速 MTN001”、“17 赣高速 MTN002”、“18 赣高速 MTN001”7 只债券余额合计 170 亿元。公司在 2022 年还本压力最大（“07 江西高速债”和“17 赣高速 MTN002”共 45 亿元）。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经

营活动现金净流量分别为最大单年还本金额的 2.44 倍、4.08 倍和 2.00 倍，EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对最大单年还本金额的保障程度较好。2018 年 3 月底公司现金类资产 141.97 亿元，为最大单年还本金额的 3.15 倍，保障程度较好。

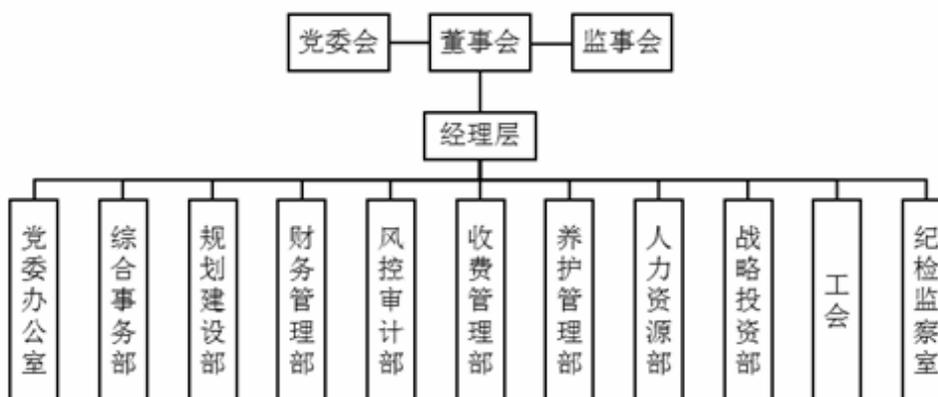
#### 十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”、“16 赣高速 MTN001”、“16 赣高速 MTN002”、“16 赣高速 MTN003”、“17 赣高速 MTN001”、“17 赣高速 MTN002”和“18 赣高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司子公司情况表

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	江西赣粤高速公路股份有限公司	项目融资、建设、经营管理、公路桥梁及其他交通基础设施的投资、建设、管理收费、养护管理及公路、桥梁和其他交通基础附属设施的开发经营	51.98
2	江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	省内高速公路服务区投资、建设、经营管理；物业管理；高速公路排障；高速公路广告策划设计与媒体发布	100.00
3	江西公路开发有限责任公司	公路、桥梁建设开发、服务等	100.00
4	江西省赣崇高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	60.00
5	江西锦瑞实业发展有限公司	国内贸易；国内广告制作、发布、代理；建筑装饰的设计、施工；机械设备租赁；公路机械化施工	100.00
6	江西省高速资产经营有限责任公司	房地产开发；物业管理；设计、制作、发布、代理国内各类广告；货运代理；国内贸易；网上贸易代理；旅行社服务；投资与资产管理；煤炭开采；建筑材料销售；信息技术服务；企业管理服务	100.00
7	江西省高速公路投资集团材料有限公司	道路沥青、钢材、水泥、建筑材料的批发、零售；仓储（食品和危险品除外）；新材料技术开发、咨询、交流、转让和推广服务	100.00
8	江西省天驰高速科技发展有限公司	工程检测、咨询、监控、设计及施工；土木工程新技术、新材料的推广和应用；公路养护工程检测、设计；园林绿化工程施工	100.00
9	江西交通咨询有限公司	工程咨询，工程监理，招标代理，设计咨询，造价咨询，决策咨询，规划咨询，项目管理，工程勘察，工程设计等	100.00
10	江西赣粤高速公路工程有限责任公司	公路、桥梁、隧道和其他交通基础设施的维修、养护、绿化（凭资质证书经营）；机械设备租赁、经营，建材和设备零配件经营	100.00
11	江西省嘉和工程咨询监理有限公司	工程咨询、监理、设计、施工；招投标代理；技术检测；研究与试验发展	100.00
12	江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设，经营、管理；土石方开采销售；公路维护、设计、制作、发布；代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
13	江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
14	江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；广告设计、制作、发布、代理；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
15	江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告，建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
16	江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；国内各类广告的设计、制作、发布、代理；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
17	江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	高速公路项目的建设、经营、管理；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
18	江西高速石化有限责任公司	石化产品销售、光伏、充电桩、日用百货便利店经营、代理服务、与经营业务有关的咨询服务；技术应用研究和计算机软件开发；汽车装饰等	50.00

## 附件 2 主要财务计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	130.18	124.94	124.70	142.47
资产总额(亿元)	2470.73	2650.23	2806.23	2839.32
所有者权益(亿元)	940.05	1086.00	1090.94	1110.26
短期债务(亿元)	359.68	187.55	246.29	268.08
长期债务(亿元)	954.56	1135.56	1157.80	1174.19
全部债务(亿元)	1314.24	1323.10	1404.09	1442.27
营业收入(亿元)	139.36	140.74	155.82	45.61
利润总额(亿元)	9.11	19.94	11.31	19.74
EBITDA(亿元)	85.23	101.90	109.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.19	97.06	90.19	27.48
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	17.17	11.71	14.51	--
存货周转次数(次)	3.53	4.36	2.63	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	93.24	110.68	112.60	99.31
营业利润率(%)	43.13	46.06	48.16	56.33
总资本收益率(%)	2.87	2.90	2.81	--
净资产收益率(%)	0.54	1.37	0.60	--
长期债务资本化比率(%)	50.38	51.12	51.49	51.40
全部债务资本化比率(%)	58.30	54.92	56.28	56.50
资产负债率(%)	61.95	59.02	61.12	60.90
流动比率(%)	36.37	46.02	42.32	47.75
速动比率(%)	33.47	41.17	33.66	38.85
经营现金流动负债比(%)	0.04	25.21	18.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.42	12.98	12.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	1.88	1.68	--

注：1、其他流动负债中短期融资券和超短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具计入长期债务；2、2018 年一季度财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。