

信用等级公告

联合[2019] 291 号

联合资信评估有限公司通过对江西公路开发有限责任公司的信用状况进行综合分析和评估，确定江西公路开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二日



江西公路开发有限责任公司主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2019年2月2日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 9月
现金类资产(亿元)	19.30	19.91	16.10	16.83
资产总额(亿元)	342.90	372.13	387.26	391.48
所有者权益(亿元)	117.30	118.37	119.15	123.39
短期债务(亿元)	25.13	16.02	18.28	19.36
长期债务(亿元)	145.47	175.81	171.40	163.24
全部债务(亿元)	170.60	191.83	189.68	182.60
营业收入(亿元)	22.86	24.82	26.84	23.66
利润总额(亿元)	1.16	1.52	1.01	5.79
EBITDA(亿元)	17.37	18.02	19.60	--
经营性净现金流(亿元)	14.43	18.05	21.66	15.54
营业利润率(%)	41.61	46.17	44.17	52.33
净资产收益率(%)	0.75	0.94	0.64	--
资产负债率(%)	65.79	68.19	69.23	68.48
全部债务资本化比率(%)	59.26	61.84	61.42	59.68
流动比率(%)	63.01	74.45	74.19	85.61
经营现金流负债比(%)	28.83	36.77	40.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.82	10.64	9.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	2.24	2.16	--

注: 1. 2018年三季度财务数据未经审计; 2. 在财务分析时将“其他应付款”及“长期应付款”中的有息部分调整至长期债务核算。

分析师

张 依 黄琪融

邮箱: 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

评级观点

江西公路开发有限责任公司(以下简称“公司”)是江西省内重要的高速公路投资建设和运营管理主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映公司股东实力雄厚、下属高速公路地理位置优越及整体资产质量优良等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到公司债务负担较重、期间费用对公司利润总额的侵蚀较大以及盈利能力偏弱等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着江西省经济发展,通车流量持续增长,路网协同效应显现,公司盈利水平和抗风险能力有望提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 近年来江西省经济持续稳步发展,财政实力不断增强,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司股东江西省高速公路投资集团有限责任公司系江西省交通运输厅的全资子公司,在江西省高速公路行业具备专营优势。
3. 公司是江西省内重要的高速公路投资建设和运营管理主体之一,其经营的路产质量优良、维护成本相对较低、收费期限长,能够为公司提供较为稳定的现金流入。
4. 随着公司所辖高速公路逐渐培育成熟,路网效应不断完善,公司未来盈利水平有望提升。

关注

1. 公司资产构成以高速公路路产为主,资产流动性弱。
2. 公司期间费用对利润总额侵蚀较大,整体

盈利能力较弱。

3. 公司债务负担较重，存在较大短期偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江西公路开发有限责任公司（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、该公司信用等级自 2019 年 2 月 2 日至 2020 年 2 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江西公路开发有限责任公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

江西公路开发有限责任公司（以下简称“公司”）原名“江西高等级路桥开发公司”，系经江西省经济体制改革委员会和江西省交通运输厅批准，于1993年5月成立的全民所有制企业，注册资本为人民币177531.08万元。1994年11月16日，江西高等级路桥开发公司更名为“江西公路开发总公司”，主要负责江西省国、省道公路桥梁的招商引资工作及项目实施；自2000年起开始投资、建设高速公路项目。2017年12月6日，江西公路开发总公司由全民所有者企业改制为有限责任公司，并将公司名称变更为现名。截至2018年9月底，公司注册资本及实收资本均为177531.08万元，江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“江西高速集团”）持股100%，公司实际控制人为江西省交通运输厅。

公司经营范围为：高速公路基础设施的投资、建设及经营；高速公路服务区经营及交通基础设施的建设；建筑工程施工；机械设备租赁；建筑材料批发；物流服务；仓储服务（危险、化学品除外）；提供停车场服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年9月底，公司内设投资开发部、综合行政部、内控审计部、人力资源部、工程养护部、财务管理部、安全生产管理监督部等14个职能部门（详见附件1），公司拥有纳入合并报表范围的子公司共6家。

截至2017年底，公司资产总额387.26亿元；所有者权益合计119.15亿元（含少数股东权益42.53万元）；2017年，公司实现营业收入26.84亿元，利润总额1.01亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额391.48

亿元，所有者权益合计123.39亿元（含少数股东权益40.81万元）；2018年1~9月，公司实现营业收入23.66亿元，利润总额5.79亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道1366号；法定代表人：黄铮。

二、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全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）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅

(10.6%) 高于支出同比增幅 (7.8%)；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期 (9177.4 亿元) 有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速 (8.4%) 仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款 (PSL) 大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速 (9.7%)，但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速 (7.3%) 明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速 (6.8%) 继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速 (9.4%) 出现小幅回落，

但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速 (2.7%) 和建筑及装潢材料消费同比增速 (8.1%) 明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速 (30.1%) 有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅 (7.9%) 有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车

及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

三、行业及区域经济环境

公司是江西省内重要的经营性高速公路投资运营企业，其经营发展受高速公路行业政策和区域经济环境的影响大。

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21日，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较低成本融资来源，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. 江西省高速公路路网规划

随着江西省与长珠闽三角洲的经济往来

进一步加强，以及东部地区产业进一步向内地转移，开放型经济对江西省的交通运输将提出更新、更高和更紧迫的要求。

根据《江西省 2020 年高速公路规划》，江西省高速公路网布局规划目标是形成以南昌为中心、连通各地市（县）、全面打通与相邻省份高速主通道的高速公路网，基本实现省内 4 小时、省际 8 小时经济圈，县（市）基本半小时进入高速公路网络。江西省高速公路网由国家高速公路江西段和江西地方加密高速公路两部分组成，总规模约为 4650 公里，形成“三纵四横”为主骨架、五个环线、两条联络线及 18 条地方加密高速为补充的高速公路网。

“十三五”期间，江西省将全力推进“综合交通、智慧交通、绿色交通、平安交通”建设，加快完善现代公路运输体系，着力提升行业管理水平，为全面建成小康社会提供强有力的支撑和保障。根据江西省初步拟定的普通国道规划“十三五”目标：到2020年底，普通国道二级以上比例达到90%；普通省道二级及以上比例达到60-65%。力争“十三五”末建成“功能清晰、集约高效、管理现代、城乡统筹、安全绿色”的普通国省干线公路交通网络，基本实现交通基础设施服务能力充分、衔接顺畅，为促进经济转型发展、构建现代产业体系提供有力支撑，为促进新型城镇化和建设长江中游城市群发挥引领作用。可见，在未来一段时期内，高速公路仍将是江西省基础设施建设的重点，省内高速公路行业将继续保持较快发展势头。

根据《江西省省道网规划（2013-2030）》，江西省2030年高速公路网总体布局为“4纵6横8射17联”，总规模约6279公里，另有规划远期展望线约213公里。其中省道高速公路网在保持国家高速公路网规划总体框架基础上，补充运输繁忙通道上的平行路线，增设市际、省际通道和重要城际通道，有效提高路网运输效率，省道高速公路网由20条规划路线和1条

规划远期展望线组成，总规模约2117公里。该路网规划有利于推动公司长期持续发展。

3. 江西省区域经济环境

公司作为江西省内重要的经营性高速公路投资运营企业，主营业务主要分布于江西省内，受江西省区域经济、财政实力和交通发展情况影响大。

根据《2017年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步测算，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%。三次产业结构由上年的10.3：47.7：42.0调整为9.4：47.9：42.7。三次产业对GDP增长的贡献率分别为5.0%、47.0%、48.0%。

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4.4%。

交通领域方面，公路运输仍然是客货运的主要运输方式，2017年江西省公路完成旅客运输量5.25亿人，旅客周转量277.3亿人公里，同比分别下降1.61%和1.78%；完成货物运输量13.8亿吨，货运周转量3433亿吨公里，同比分别增长12.37%、9.07%。2017年底，江西省民用汽车保有量473.3万辆，增长16.2%；民用轿车保有量265.0万辆，增长17.7%。江西省高速公路建设从1989年开始起步，经过近30年的发展，高速公路建设取得了巨大的成绩。

根据《2017年江西省收费公路统计公报》，2017年底，江西省收费公路里程5916.1公里，占江西省公路总里程16.2万公里的3.7%，较2016年底净增加857.8公里，全部为高速公路。2017年底，江西省高速公路里程5900.1公里，独立桥梁隧道16.0公里，占比分别为99.7%和0.3%。2017年底，江西省经营性公路总里程为

3647.1公里，其中，高速公路3631.1公里，独立桥梁隧道16.0公里，分别占经营性公路里程的99.6%和0.4%。经营性高速公路占收费高速公路里程的61.6%。2017年，江西省完成公路建设投资466.8亿元，比上年下降24%。其中，高速公路建设完成投资66.3亿元，同比下降82.4%。

根据《2018年江西省主要经济指标情况》，2018年，江西省实现地区生产总值21984.8亿元，同比增长8.7%；实现财政总收入3795.0亿元，同比增长10.1%，其中一般公共预算收入2372.3亿元，同比增长5.6%。

总体来看，江西省经济发展迅速，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。公司作为江西省内重要的经营性高速公路投资运营企业，具有良好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本及实收资本均为177531.08万元，江西高速集团持有公司100%股权，公司实际控制人为江西省交通运输厅。

2. 企业规模与竞争力

公司股东江西高速集团系江西省交通运输厅的全资国有公司，由江西省政府授权进行江西省高速公路的投资建设与运营管理，在江西省高速公路行业具有垄断地位。

公司作为江西高速集团的子公司之一，为江西省内重要的经营性高速公路投资运营公司，主要从事高速公路的建设及运营；现有资产主要包括梨温高速公路、景鹰高速公路、德昌高速公路、祁浮高速公路、九绕高速公路、都九一期高速公路、都九二期高速公路、上万高速公路及船广高速公路。其中，梨温高速公路是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一，是公司通行费收入最高的路段，通车里

程达244.76公里；景鹰高速公路是江西省“三纵四横”高速公路路网的重要组成部分，也是“71118”中的“纵4线”之一，通车里程为202.63公里；德昌高速是国家高速公路杭瑞公路和沪昆公路之间的横向地方加密高速公路，通车里程为204.29公里。公司路产在江西省公路交通中占有重要地位，资产质量较高。

2018年9月底，公司管辖的高速公路里程约878.76公里（公司合并口径），占江西省省内高速公路的通车里程的14.85%。江西省剩余的高速公路主要由江西高速集团本部和江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”，为江西高速集团控股子公司）所有。

总体看，公司股东背景强，下属高速公路地理位置优越，资产质量优良，具有一定区域竞争优势以及良好的盈利前景。

3. 人员素质

2018年9月底，公司高级管理人员包括董事长1名，总经理1名，副总经理4名及经济师1名。

公司董事长黄铮先生，1962年生，本科学历，教授级高级工程师。历任长江轮船总公司宜昌船厂干部，江西省交通科学技术研究所工程师，江西省高等级公路管理局监控中心工程师、主任工程师、副主任，江西省高等级公路实业发展有限公司总经理，江西方兴科技有限公司总经理，赣粤高速常务副总经理、总经理、董事长。现任公司党委书记、董事长。

公司总经理陈立新先生，1971年生，硕士学历。历任江西公路开发有限责任公司梨温高速公路公司党委副书记，江西公路开发有限责任公司景鹰高速公路公司总经理，江西高速公路投资集团万年管理中心总经理。现任公司总经理。

截至2018年9月底，公司共有职工2278人；按学历划分，硕士及以上学历占1.45%，本科学历占27.00%，大专及以下占71.55%；按年龄划分，30岁以下员工占34.86%，30~50

岁占59.96%，50岁以上占5.18%；另外，公司拥有高级职称员工63人，中级职称员工174人。

总体看，公司高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质高，能够满足公司发展需要。

4. 外部支持

根据《江西省人民政府关于进一步加快交通运输事业发展的意见》（赣府发【2013】10号）文件内容，江西省政府就关于进一步拓宽高速公路建设资本金筹资渠道做以下规定：①省财政在2020年前每年给予江西高速集团不低于10亿元作为高速公路建设财政补贴，支持高速公路建设事业；②沿线市、县（区）政府按新建高速公路境内概算投资总额8%筹措建设资金注入江西高速集团（其中3.5%由省财政厅统一运作，4.5%由所在市、县（区）政府运作），用于高速公路建设。公司作为江西高速集团重要的子公司，承担江西省内高速公路建设任务，享有上述财政补贴。2015年及2018年1~9月，公司分别收到上述财政补贴0.54亿元及0.82亿元，2016年及2017年未获得上述补贴款；由于该款项系江西高速集团代收，因此收到部分体现在“货币资金”，未收到部分体现在“其他应收款”中。

根据《江西省交通运输厅关于下达2014年交通运输部固定资产投资计划（第二批）的通知》（赣交规划字【2014】137号）文件内容，追加下达中央购车投资于交通运输部2014年交通运输固定资产投资车购税重点公路、国省道改造、红色旅游公路、公路客运枢纽、普通国省道灾毁恢复重建、支持系统建设计划。公司负责建设的船厂高速属于重点公路项目，2014年享受文件下达的中央车购税投资3000万元。2015年，公司收到中央车购税补助2.53亿元，计入“资本公积-其他资本公积”。

总体来看，公司作为江西省内重要的经营

性高速公路投资运营公司，具有较强的区域竞争优势；同时，公司作为江西高速集团重要的子公司，承担江西省内高速公路建设任务，得到了国家和江西省政府在财政补贴以及税收返还方面的有力支持，公司未来发展前景良好。

5. 企业信用概况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码 G1035020600024830A)，截至 2019 年 1 月 10 日，公司本部无关注类、不良/违约类信贷信息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会。江西高速集团作为单一出资人行使股东职权。

公司设立党委会，公司党委会和纪检委员会的设置、任期按党内相关文件规定执行。公司党组织发挥政治核心作用，保证监督党和国家的方针政策在公司的贯彻执行，支持董事会、监事会和经理层依法行使职权，参与公司重大问题的决策，加强党组织的自身建设，领导公司思想整治工作、精神文明建设和工会、共青团等群众组织，研究或参与决策公司重大事项。

公司依法设立董事会，董事会根据江西高速集团的授权范围决定公司的重大事项。公司董事会由 7 名董事组成，其中外部董事 3 人，职工董事 1 人。非职工董事由江西高速集团聘请，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生、罢免和补选。董事每届任期三年，届满经江西高速集团委派可连任。董事会设董事长 1 名，为公司法定代表人。公司设董事会秘书 1 人，负责董事会的具体事务性工作。公司董事会执行出资人的决定，并向出资人报告工作；制订公司章程，年度经营计划，年度财务预决算方案，利润分配方案和弥补亏损方案，发行公司债券方案；决定公司内部管理机构的设

置；制订公司的基本管理制度等。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中外部监事 1 人，职工监事 1 人。除职工监事由职工代表大会选举产生外，其余监事由江西高速集团委派。监事会设主席 1 人，由江西高速集团在监事会成员中指定。公司董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事会每届任期 3 年，任期届满，经江西高速集团委派可连任。

公司设总经理 1 人，设副总经理 4 至 6 人，由董事会聘任。总经理负责主持公司的日常生产经营管理工作，组织实施出资人决定和董事会决议；组织实施年度经营计划和投资、融资方案，拟订公司投融资计划、年度生产经营计划和年度财务预决算方案以及利润分配方案和弥补亏损方案，拟订公司的基本管理制度，审定下级子公司的章程及其修订案等工作。总经理在行使上述职权时，属于公司党委会参与重大问题决策事项范围的，应当事先提请公司党委会的意见。

2. 管理水平

公司内设投资开发部、综合行政部、内控审计部、人力资源部、工程养护部、财务管理部、安全生产管理监督部等 14 个职能部门，对公司各项工作进行有效管理。

公司依据相关法律，并结合自身生产经营特点以及子公司具体情况，建立了相对完善的内部控制制度，包括预算管理办法、财务管理办法、投资管理办法、对外担保管理办法、管理资源管理办法、内部审计管理制度、安全生产管理制度、子公司管理制度、突发事件应急管理制规范完备的法人治理结构和管理体制，公司现行管理制度能够满足现阶段经营发展需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为江西省内重要的经营性高速公

路投资运营主体，营业收入主要来自于车辆通行费收入和服务区收入。

2015~2017 年，随着公司管辖的高速公路逐步培育成熟，公司营业收入持续增长，分别为 22.86 亿元、24.82 亿元及 26.84 亿元；其中，车辆通行费收入分别为 21.94 亿元、23.65 亿元及 25.00 亿元，在营业收入中的占比均保持在 90%以上。2015~2017 年，公司服务区收入变动不大，分别为 0.72 亿元、0.80 亿元及 0.70 亿元。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司车辆通行费收入板块毛利率有所波动，其中 2016 年毛利率增长系通行费收入增长但运营及维护成本较为稳定所致。2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 44.93%、47.53%及 44.66%。

2018年1~9月，公司实现营业收入23.66亿元，车辆通行费收入仍是公司收入的主要来源。从毛利率来看，2018年1~9月，公司综合毛利率为52.64%，较2017年增长8.11个百分点；其中，高速公路运营业务的毛利率较2017年增长8.69个百分点至54.72%，主要系当期产生的养护成本未完全结转至营业成本所致。

总体来看，公司营业收入以高速公路通行费收入为主，收入来源稳定，主营业务突出。

表 1 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费	21.94	96.63	46.10	23.65	95.29	48.39	25.00	93.13	46.03	22.16	93.66	54.72
服务区	0.72	3.18	14.48	0.80	3.23	26.35	0.70	2.62	45.46	0.58	2.45	49.8
其他	0.20	0.88	25.98	0.37	1.48	38.70	1.14	4.25	14.12	0.92	3.89	4.06
合计	22.86	100.00	44.93	24.82	100.00	47.53	26.84	100.00	44.66	23.66	100.00	52.64

资料来源：公司提供

注：其他收入包括公路工程收入、房地产销售收入、物业收入及租金收入等。

2. 业务经营分析

高速公路运营

（1）公司路产及运营情况

近年来，得益于公司在建高速公路陆续建成通车，公司路产规模持续增长，公司在江西省高速公路行业中的地位得以巩固。

2018 年 9 月底，公司经营管理的公路包括沪昆高速梨温段（梨温高速公路）、

济广高速景鹰段（景鹰高速公路）、德昌高速公路、祁浮高速公路、九绕高速公路、都九一期高速公路、都九二期高速公路、上万高速公路以及船广高速公路，均为经营性高速公路，收费年限均为 30 年，通车里程合计 878.76 公里。其中，梨温高速公路、景鹰高速公路和德昌高速公路通车里程长，是公司通行费收入的主要来源。

表 2 截至 2018 年 9 月底公司运营公路基本情况（单位：公里）

高速公路名称	路产性质	权益比例	收费期限	通车里程	收费里程
梨温高速	经营性	100%	2002.12~2032.12	244.76	244.76
景鹰高速	经营性	100%	2007.11~2037.11	202.63	202.63
德昌高速	经营性	100%	2011.09~2041.09	204.29	204.29
祁浮高速	经营性	100%	2012.08~2042.08	15.59	15.59
九绕高速	经营性	100%	2014.12~2044.12	46.66	46.66
都九一期高速	经营性	100%	2014.12~2044.12	15.36	15.36
都九二期高速	经营性	100%	2017.01~2047.01	51.81	57.40
上万高速	经营性	100%	2017.01~2047.01	76.06	80.42

船广高速	经营性	100%	2017.01~2047.01	21.60	25.65
合计				878.76	892.76

资料来源：公司提供

注：公司部分路产包含特大桥、隧道等路段的造价过高，其实际收费里程大于通车里程。

表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司管辖高速公路通行费收入及车流量情况（单位：万元、万辆）

路产名称	通行费收入				车流量			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
梨温高速	131921.60	164115.76	156753.58	136898.99	1028.87	1272.40	1301.47	1155.61
景鹰高速	44339.60	40133.32	44849.88	40551.31	328.63	409.81	477.49	428.06
德昌高速	41382.04	29933.05	39470.41	35045.84	268.39	253.53	349.03	344.94
祁浮高速	337.87	439.60	774.41	726.45	19.83	53.51	76.54	108.78
九绕高速	975.87	1410.32	1965.79	1932.06	22.20	40.19	61.25	62.63
都九一期高速	428.72	456.13	796.36	819.92	14.18	37.62	96.09	69.17
都九二期高速	--	--	46.00	56.34	--	--	0.68	3.23
船广高速	--	--	246.17	241.84	--	--	23.54	44.95
上万高速	--	--	5090.52	5374.01	--	--	129.72	135.30
合计	219385.70	236488.17	249993.12	221646.75	1682.10	2067.06	2515.82	2352.67

资料来源：公司提供

梨温高速公路东起玉山县梨园、与浙江省衢州至窑里高速公路相接，西至进贤县温家圳、与温厚高速公路相连，全长 244.76 公里，是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一的沪昆高速公路在江西境内的东段，也是江西省第一条出省大通道。梨温高速公路于 2002 年 12 月建成通车，收费年限为 30 年，被交通部评为优良工程。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，梨温高速公路通行车流量分别为 1028.87 万辆、1272.40 万辆、1301.47 万辆及 1155.61 万辆；分别实现收入 13.19 亿元、16.41 亿元、15.68 亿元及 13.69 亿元，其中 2017 年梨温高速通行车流量中小客车车流量占比较大，导致当期收入有所下滑。

景鹰高速公路北起景德镇市浮梁县的桃墅店，与安徽省安景高速公路相接，南与鹰瑞高速公路相连，全长 202.63 公里，沿线共设 9 个收费站，是国家高速公路“7918”网规划中的“纵 4 线”，同时也是江西省高速公路规划的“三纵四横”公路主骨架的组成部分。景鹰高速公路于 2007 年 11 月建成通车，收费年限为 30 年。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，景鹰高速公路通行车流量分别为 328.63 万辆、409.81 万辆、477.49 万辆及 428.06 万辆；分别实现收入 4.43 亿元、4.01 亿元、4.48

亿元及 4.06 亿元，2016 年收入下降主要系 2015 年 10 月梨温高速公路大修结束后，原本因梨温高速公路的大修而改道至景鹰高速公路行驶的货车重返梨温高速公路；同时受“营改增”的影响，公司当期确认的收入不包含增值税所致。

德昌高速公路自东向西，起点位于德兴市新岗山镇，接正在运营中的德（兴）至婺（源）高速公路，往东与浙江省境内的“杭（州）千（岛湖）景（德镇）”高速公路相连，途经德兴市、乐平市、在万年县境内跨皖赣铁路及景（德镇）至鹰（潭）高速公路，至鄱阳县、余干县、跨信江河进入南昌市进贤县境内，在金溪湖设置特大桥进入南昌县境内，终点位于南昌市高新区麻丘镇的昌东枢纽互通收费广场，全长 204.29 公里，是国家高速公路杭瑞公路和沪昆公路之间的横向地方加密高速公路。德昌高速公路于 2011 年 9 月 16 日建成通车，收费期限为 30 年。受梨温高速公路结束大修工程以及与德昌高速公路相连的杭千景高速公路于 2016 年 11 月 30 日通车的影响，德昌高速公路的通行车量中客车通行量的占比逐步增大。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，德昌高速公路通行车流量分别为 268.39 万辆、253.53 万辆、349.03 万辆及 344.94 万辆，分别实现收

入 4.14 亿元、2.99 亿元、3.95 亿元及 3.50 亿元，2016 年收入下降系受梨温高速恢复通车和“营改增”的共同影响所致。

九绕高速公路北起杭瑞高速九景段新港互通（九江市庐山区新港镇），南接都九高速公路（星子县温泉乡境内），里程全长约 46.66 公里，是江西省规划的 2020 年高速公路网络的重要组成部分。全线按全封闭、全立交双向四车道高速公路标准建设，设计速度 100 公里/小时；主线路基设计宽度 24.5 米，于 2014 年 12 月建成通车，收费年限为 30 年。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，九绕高速公路通行车流量分别为 22.20 万辆、40.19 万辆、61.25 万辆及 62.63 万辆，分别实现收入 975.87 万元、1410.32 万元、1965.79 万元及 1932.06 万元。

都九二期高速公路起于江西省九江市都昌县蔡岭附近，设都昌枢纽互通与九景高速相接，在新妙乡设置都昌东互通，在多宝乡设置都昌西互通，最终接至星子至九江段的起点（华林枢纽），路线全长约 51.81 公里。全线按双向四车道高速公路标准建设，设计速度为 100 公里/小时，路基宽度 24.5 米，于 2017 年 1 月建成通车，收费年限为 30 年。由于该路段尚有一座大桥在建尚未完全通车，其通行车流量及所实现的通行费收入均处于较低水平；2017 年及 2018 年 1~9 月，都九二期高速公路通行车流量分别为 0.68 万辆及 3.23 万辆，分别实现通行费收入 46 万元及 56.34 万元。

上万高速公路起自江西省上饶市横峰县与弋阳县交界处的弋阳县朱坑镇李家山附近，途径横峰县、弋阳县，终于万年县珠田乡湾头村，与既有的德昌高速相接，路线全长约 76.06 公里。全线采用双向四车道高速公路标准建设，设计速度为 80 公里/小时，路基宽度 24.5 米，于 2017 年 1 月建成通车，收费年限为 30 年。上万高速公路是江西省高速公路网中“四纵六横八射”的主骨架之一，属于江西省地方加密高速公路，是连接

上饶市到万年县及环鄱阳湖经济圈的快速通道。2017 年及 2018 年 1~9 月，上万高速公路通行车流量分别为 129.72 万辆及 135.30 万辆，分别实现通行费收入 0.51 亿元及 0.54 亿元。

此外，公司严格执行国家“绿色通道”等有关政策，对鲜活农产品运输车辆、重大节假日小型客车和军警车辆的通行费有所减免，对公司通行费具有一定的影响。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司减免鲜活农产品运输车辆、重大节假日小型客车和军警车辆的通行费分别为 4.46 亿元、5.03 亿元、5.70 亿元及 4.32 亿元，合计 19.51 亿元。

根据交通运输部有关规定，公司所辖高速公路路产按车流量法计提折旧，并直接计入营业成本。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司路产分别计提折旧 7.12 亿元、8.85 亿元、8.41 亿元和 6.91 亿元。

2018 年 9 月底，公司在建高速公路项目仅余都九高速公路（二期）桥梁工程（项目已部分通车，资产暂估转入固定资产，尚有一座大桥在建尚未通车），已完成投资 9.90 亿元，预计 2019 年完工；其他高速公路均已完工并投入运营；暂无拟建计划。

（2） 分流影响

公路行业具有区域性的特点，不同区域间的公路的竞争很小。公司所辖路产均为经营性高速公路，竞争主要来自区域内平行或相近的其他高速公路的竞争以及低等级公路的竞争；公司路产中仅梨温高速公路以及德昌高速公路存在平行分流关系，但由于国家对于高速公路的规划和建设均经过详细的论证，高速公路之间间隔距离较大或走向不同，解决的是不同方向的出行问题，竞争程度相对较低。江西省内低等级的国道和省道街道化程度逐年增加，混合交通量大，但由于高速公路具有封闭、节油、省时、重载、安全、高效等通行特征，因此低等级国道和省道并未形成有力的竞争。

此外，近年来我国高速铁路发展迅速，截

至 2017 年底，中国高速铁路运营线路共计 92 条（段），运营总里程接近 3 万公里，高速铁路在中长途客运市场上具有较强的竞争力。随着江西省昌九城际铁路、沪昆高铁、合福高铁、武九高铁的相继开通及未来高速客运专线的陆续竣工，预计对公司景鹰高速公路等车流量产生一定分流影响，但公司所辖高速公路通行车辆主要为过境货车，客运车辆相对较少，高铁对公司分流影响很小。

（3） 收费标准

收费标准方面，根据江西省发展和改革委员会、江西省交通运输厅和江西省财政厅联合下发的《关于调整全省高速公路车辆通行费收费标准的通知》（赣发改收费字【2013】583 号），从 2013 年 4 月 1 日零时起，江西省高速公路车辆通行费收费标准如下所示：

表 4 江西省客车类高速公路通行收费标准
(单位：元/公里)

车辆类别	车型	收费标准
第一类	客车≤7 座	0.45
第二类	8≤客车≤19 座	0.80
第三类	20≤客车≤39 座	1.15
第四类	客车≥40 座	1.50

资料来源：联合资信根据江西省交通运输厅公开资料整理。

表 5 江西省货车类高速公路通行收费标准
(单位：元/吨，公里)

车辆类别	车货总重	收费标准
合法装载	货重≤10 吨	0.09
	10≤货重≤40 吨	10 吨（含）以下部分，按基本费率 0.09 元/吨·公里计收；10 吨以上部分，按 0.09 元/吨·公里线性递减至 0.045 元/吨·公里计收
	货重≥40 吨	超过 40 吨部分按 0.045 元/吨·公里
超限装载	超限 30%（含）以内部分	0.08
	超限 30%~100%部分	按 0.16 元/吨·公里线性递增至 0.32 元/吨·公里
	超限 100%以上部分	0.32

资料来源：联合资信根据江西省交通运输厅公开资料整理。

注：总重 5 吨以下按 5 吨计，计费不足 5 元按 5 元计。

收费结算方面，公司所运营管理的高速公

路通行费均由公司依据政府收费批准文件收取后，直接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。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。

（4） 公路养护

公司公路养护工作由南昌东管理中心、上饶管理中心二个路段单位各自负责辖段内养护工作组织实施及管理工作，在全省范围内率先实现养护工程全面市场化，通过公开招标选择的社会化施工单位、设计单位、监理单位、咨询单位负责相关工作。

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司高速公路养护支出分别为 1.52 亿元、1.06 亿元、1.44 亿元及 1.04 亿元，平均每公里养护成本为 20.88 万元/公里、14.58 万元/公里、16.44 万元/公里及 11.86 万元/公里；其中，2015 年公司养护支出较大系当年梨温高速公路的大修所致。2018 年 9 月底，公司尚无对所辖路段开展路面专项工程计划。

总体看，公司具有专业的高速公路养护管理经验，但联合资信也关注到未来随着高速公路使用时间增长，路面磨损程度将有所增加，公司养护成本将呈上升趋势。

服务区运营

公司服务区收入保持相对稳定，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月分别实现收入 0.72 亿元、0.80 亿元、0.70 亿元和 0.58 亿元。

房地产开发

公司的房地产开发项目主要为恒泰花苑项目和九龙湖项目。其中恒泰花苑项目已完工并实现销售收入，九龙湖项目尚处于在建阶段。

恒泰花苑项目于 2013 年完工并开始销售，截至 2018 年 9 月底尚余部分尾房、商铺及车位未销售，存货账面价值 0.21 亿元。截至 2018 年 9 月底，该项目累计实现销售收入 5.47 亿元。

九龙湖项目规划用地面积 237.49 亩, 总建筑面积 53.52 万平方米; 拟投资金额 11.54 亿元, 截至 2018 年 9 月底, 已投资 9.63 亿元, 已预售 3148 套, 预售面积 36.52 万平方米, 占可销售总面积的 92.36%, 收到预售款 19.99 亿元。预计该项目完工后, 将形成销售收入 23.03 亿元。

综上所述, 高速公路运营是公司的主要业务, 该业务在公司收入中占据主导地位。受公司新通车的高速公路尚处于培育期的影响, 车辆通行费收入规模相对较小, 随着公司新通车的高速公路逐步培育成熟以及省内高速路网效应的不断加强, 未来车辆通行费收入有望增长, 公司盈利能力将得以进一步提升。

3. 未来发展

未来, 公司将根据江西高速集团所明确的公司转型发展定位——集团陆域资源经营与开发的承载主体, 大力提升陆域资源经营开发水平, 借助江西省旅游资源, 化路网为网商, 做好旅游项目的储备, 开拓休闲娱乐旅游、生态旅游、文化旅游等旅游产业发展, 推进“交通+旅游”产业布局, 尝试健康养老产业及新农业产业, 着力提升服务区综合经营效益, 推进物业及房地产板块的成长, 发展“高速+物流”板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年审计报告; 大信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结

论。公司提供的 2018 年三季度财务报表未经审计。

截至 2018 年 9 月底, 公司合并范围内子公司共 6 家。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 公司审计报告合并范围未发生变化。财务数据可比性强。

截至 2017 年底, 公司资产总额 387.26 亿元; 所有者权益合计 119.15 亿元(含少数股东权益 42.53 万元); 2017 年, 公司实现营业收入 26.84 亿元, 利润总额 1.01 亿元。

截至 2018 年 9 月底, 公司资产总额 391.48 亿元, 所有者权益合计 123.39 亿元(含少数股东权益 40.81 万元); 2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 23.66 亿元, 利润总额 5.79 亿元。

截至 2017 年底, 母公司资产总额 370.55 亿元; 所有者权益合计 120.33 亿元; 2017 年, 母公司实现营业收入 25.50 亿元, 利润总额 0.89 亿元。

截至 2018 年 9 月底, 母公司资产总额 370.95 亿元, 所有者权益合计 124.73 亿元; 2018 年 1~9 月, 母公司实现营业收入 22.46 亿元, 利润总额 5.86 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年, 公司资产规模有所增长, 年均复合增长 6.27%, 主要系高速公路项目持续投入所致。2017 年底, 公司资产总额 387.26 亿元, 其中流动资产和非流动资产分别占 10.33%和 89.67%。公司资产结构以非流动资产为主, 符合高速公路行业的经营特点。

表 6 2015~2017 年底及 2018 年 9 月底公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.30	5.63	19.91	5.35	16.09	4.15	16.83	4.30
其他应收款	3.52	1.03	3.66	0.98	4.24	1.09	5.50	1.41
存货	3.57	1.04	10.02	2.69	15.17	3.92	18.14	4.63
流动资产合计	31.54	9.20	36.54	9.82	39.99	10.33	46.00	11.75

可供出售金融资产	1.55	0.45	1.32	0.35	0.74	0.19	1.64	0.42
固定资产	268.74	78.37	268.64	72.19	336.45	86.88	329.54	84.18
在建工程	32.49	9.47	60.70	16.31	6.45	1.67	10.52	2.69
非流动资产合计	311.37	90.80	335.58	90.18	347.27	89.67	345.49	88.25
资产总额	342.90	100.00	372.13	100.00	387.26	100.00	391.48	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 12.60%，主要来自存货的增加。2017 年底，公司流动资产 39.99 亿元，同比增长 9.43%。

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 8.72%。2017 年底，公司货币资金 16.09 亿元，同比下降 19.20%，主要系在建项目持续投入所致，其中银行存款占 99.34%。公司 2017 年底无使用权受限货币资金。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 63.35%。2017 年底，公司应收账款 2.34 亿元，主要为应收江西省高速公路联网收费结算管理中心通行费 1.86 亿元（占 78.96%）和应收江西高速集团工程款 0.36 亿元（占 15.14%），账龄均为 1 年以内。2017 年底，公司累计计提坏账准备 0.02 亿元。

2015~2017 年，公司其他应收款有所增长，年均复合增长 9.74%，主要为往来款。2017 年底，公司其他应收款 4.24 亿元，同比增长 15.85%，主要系垫付工程款的增加所致。其中公司单项计提坏账准备的其他应收款合计 0.39 亿元，预计无法回收，100%计提坏账准备；公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计 4.37 亿元，账龄在 1 年以内的占 15.52%，1~3 年的占 3.03%，3 年以上的占 81.46%，账龄较长，累计计提坏账准备 1.47 亿元；公司采用其他组合方法计提坏账准备的其他应收款 1.34 亿元，全部为关联方往来款，未计提坏账准备。公司其他应收款前五单位其他应收款合计 4.96 亿元，占其他应收款账面余额的 81.35%，集中度较高。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均

复合增长 106.07%，主要系开发成本增长所致。公司存货中开发成本和开发产品均与公司房地产开发业务相关，开发成本主要为九龙湖项目，开发产品为恒泰花苑项目。2017 年底，公司存货 15.17 亿元，主要由开发成本（占 90.63%）及开发产品（占 7.89%）构成。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 5.61%，主要系高速公路项目资产增加所致。2017 年底，公司非流动资产 347.27 亿元，同比增长 3.48%。

2015~2017 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 11.89%。2017 年底，公司固定资产原值 406.61 亿元，累计计提折旧 70.17 亿元，固定资产净值 336.45 亿元，净值同比增长 25.24%，系上万、船广高速公路项目全部完工和都九高速公路（二期）部分完工由在建工程结转至固定资产所致；固定资产以公路为主（占 96.01%），其余为和房屋建筑物、专用设备、运输设备等。

2015~2017 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 55.43%。2017 年底，公司在建工程 6.45 亿元，主要系都九高速公路（二期）工程¹，同比下降 89.37%，系项目完工结转所致。

2018 年 9 月底，公司资产总额 391.48 亿元，较上年底增长 1.09%；其中，流动资产占 11.75%、非流动资产占 88.25%，流动资产比重略有上升。2018 年 9 月底，公司流动资产 46.00 亿元，较 2017 年底增长 15.02%，主要系存货和其他应收款增长所致，其中，其他应收

¹ 都九高速公路（二期）项已通车部分暂估转入固定资产，尚有一座大桥在建尚未通车。

款的增长主要来自应收税收返还款的增长；同期，公司非流动资产 345.49 亿元，较 2017 年底变化不大。

2018 年 9 月底，公司将部分路产收费权进行了质押，包括梨温高速 40.80% 的收费权，景鹰高速、德昌高速、祁浮高速、九绕高速、船广高速、上万高速、都九一期高速及都九二期高速 100.00% 的收费权，上述高速公路收费权的合同金额合计 226.30 亿元，获得贷款 148.14 亿元。公司高速公路收费权的质押规模较高，短期内的再融资能力将收到一定影响。

整体看，近年来公司资产规模持续增长，资产结构行业特点显著，固定资产占比高，资产流动性弱，但整体资产质量良好；公司高速公路收费权质押规模较大，将在一定程度上影响公司的再融资能力。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 0.78%。2017 年底，公司所有者权益合计 119.15 亿元；其中实收资本占 14.90%，资本公积占 63.05%，盈余公积占 2.29%，未分配利润占 19.59%，其他综合收益占 0.17%，少数股东权益占比小于 0.01%。2015~2017 年，公司实收资本和资本公积均保持稳定，2017 年底分别为 17.75 亿元和 75.12 亿元。

2018 年 9 月底，公司所有者权益 123.39 亿元，较 2017 年底增长 3.56%，主要系未分配利润增加所致。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 9.02%，主要系非流动负债增长所致。2017 年底，公司负债总额为 268.12 亿元，同比增长 5.66%。其中，流动负债占 20.10%，非流动负债占 79.90%，负债构成以

非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 3.77%，主要来自预收账款的增加。2017 年底，公司流动负债 53.90 亿元，同比增长 9.80%，其中短期借款占 12.99%、预收款项占 32.86%、其他应付款占 22.30%、一年内到期的非流动负债占 20.93%。

2015~2017 年，公司短期借款快速下降，年均复合降 24.30%。2017 年，公司短期借款 7.00 亿元，全部为信用借款。

2015~2017 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 62.57%。2017 年，公司预收账款 17.71 亿元，主要为九龙湖项目的预收购房款。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 5.40%，主要为履约及投标保证金、往来款等。2017 年底，公司其他应付款 12.02 亿元，较上年下降 17.73%，主要系履约及投标保证金减少所致。本报告将其他应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 6.52%。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.28 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2015~2017 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 10.46%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。2017 年底，公司非流动负债 214.22 亿元，同比增长 4.67%，主要由长期借款（占 71.60%）、长期应付款（占 20.47%）和递延所得税负债（占 7.84%）组成。

2015~2017 年，公司长期借款波动中有所增加，年均复合增长 5.52%。2017 年底，公司长期借款 153.38 亿元，较上年下降 1.78%，其中质押借款 147.92 亿元（公司以梨温高速、景鹰高速、德昌高速等项目通行费收费权为质押向银行借款），其余为信用借款。

2015~2017 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 50.39%。2017 年底，公司长期应付款 43.86 亿元，同比增长 41.95%，主要为

高速建设预估资产、高速集团借款和融资租赁款。本报告将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

2015~2017 年，公司递延所得税负债分别为 18.41 亿元、17.60 亿元和 16.80 亿元，主要为梨温高速公路的评估增值以及公司所辖梨温、景鹰、德昌、祁浮 4 条高速因公司折旧方法与税法折旧方法不一致导致的临时性折旧差异等。

2018 年 9 月底，公司负债总额 268.09 亿元，基本与上年底持平，流动负债和非流动负债均变化不大。其中，预收款项增长 22.38%至 21.67 亿元，主要系预收购房款；长期应付款下降 3.50%至 42.33 亿元，主要系当期上万高速及船广高速发生项目结算以及融资租赁款的到期偿付所致。

表 7 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期借款	25.13	16.02	18.28	19.36
长期债务	145.47	175.81	171.40	163.24
全部债务	170.60	191.83	189.68	182.60
长期债务资本化比率	55.36	59.76	58.99	56.95
全部债务资本化比率	59.26	61.84	61.42	59.68
资产负债率	65.79	68.19	69.23	68.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报告整理

2015~2017 年，公司债务规模波动中有所增长，年均复合增长 5.44%。2017 年底，公司全部债务 189.68 亿元，同比略有下降；其中短期债务占 9.64%、长期债务占 90.36%，公司有息债务结构以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率持续上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动中有所增长 2017 年底上述指标分别为 69.23%、61.42%和 58.99%。2018 年 9 月底，公司全部债务 182.60 亿元，较 2017 年底下降 3.73%，仍以长期债务（占 89.40%）为主；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较上年有所下降，分别为 68.48%、59.68%和 56.95%。

总体看，公司近年来债务规模波动中有所增长，债务负担整体较重。随着高速公路项目

逐渐完工进入运营阶段，公司资本支出压力逐渐减小。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 8.36%，2017 年公司实现营业收入 26.84 亿元，较上年增长 8.16%，主要系通行费收入逐年增长所致。同期，公司营业成本呈同趋势变化，年均复合增长 8.63%，2017 年为 14.86 亿元。2015~2017 年，公司营业利润率分别为 41.61%、46.17%和 44.17%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用分别为 9.27 亿元、8.40 亿元和 10.00 亿元，以财务费用为主。同期，公司期间费用占营业收入的比重波动下降，分别为 40.53%、33.87%和 37.24%，公司期间费用对利润产生较大的侵蚀。

2015~2017 年，公司资产减值损失逐年增加，分别为 0.02 亿元、0.26 亿元和 0.85 亿元，主要为坏账损失。同期，公司营业外收入分别为 1.00 亿元、0.10 亿元和 0.08 亿元，主要为路赔收入；营业外支出分别为 0.13 亿元、1.41 亿元和 0.10 亿元，主要为路赔支出和防洪保安基金。2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.16 亿元、1.52 亿元和 1.01 亿元。

表 8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	22.86	24.82	26.84
营业成本	12.59	13.02	14.86
期间费用	9.27	8.40	10.00
利润总额	1.16	1.52	1.01
营业利润率	41.61	46.17	44.17
总资产收益率	3.18	2.76	3.13
净资产收益率	0.75	0.94	0.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益及净资产收益率波动下降，2017 年上述两项指标分别为 3.13%和 0.64%。总体看，公司盈利能力偏弱。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 23.66 亿元，相当于 2017 年全年的 88.16%，实现利

润总额 5.79 亿元，营业利润率为 52.33%。

总体看，近年来公司营业收入持续增长，期间费用对利润总额侵蚀较大，公司整体盈利能力较弱；未来随着路网效应不断完善，公司所辖高速公路持续培育，盈利水平有望提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率波动上升、速动比率持续下降，2017 年底上述两指标分别为 74.19% 和 46.04%；2018 年 9 月底，公司上述两指标分别为 85.61% 和 51.85%，均较 2017 年底有所上升。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 28.83%、36.77% 和 40.19%，公司经营现金流量净额对流动负债保障能力弱。2018 年 9 月底，公司现金类资产 16.83 亿元，是短期债务的 0.87 倍。整体看，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 17.37 亿元、18.02 亿元和 19.60 亿元；EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 1.93 倍、2.24 倍和 2.16 倍；全部债务/EBITDA 波动下降，分别为 9.82 倍、10.64 倍和 9.68 倍，公司整体偿债能力尚可。考虑到随着路网效应不断完善，公司通行费收入有望增长，整体偿债能力有望增强。

2018 年 9 月底，公司无对外担保事项。

2018 年 9 月底，公司共获得银行授信 621.99 亿元，其中已使用额度 178.65 亿元，剩余未使用额度 443.34 亿元（包含项目贷款授信 384.83 亿元，由于公司高速公路项目已基本完工，该部分授信额度未来将无法使用），其中未使用流动贷款 44.01 亿元、债券承销授信 14.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

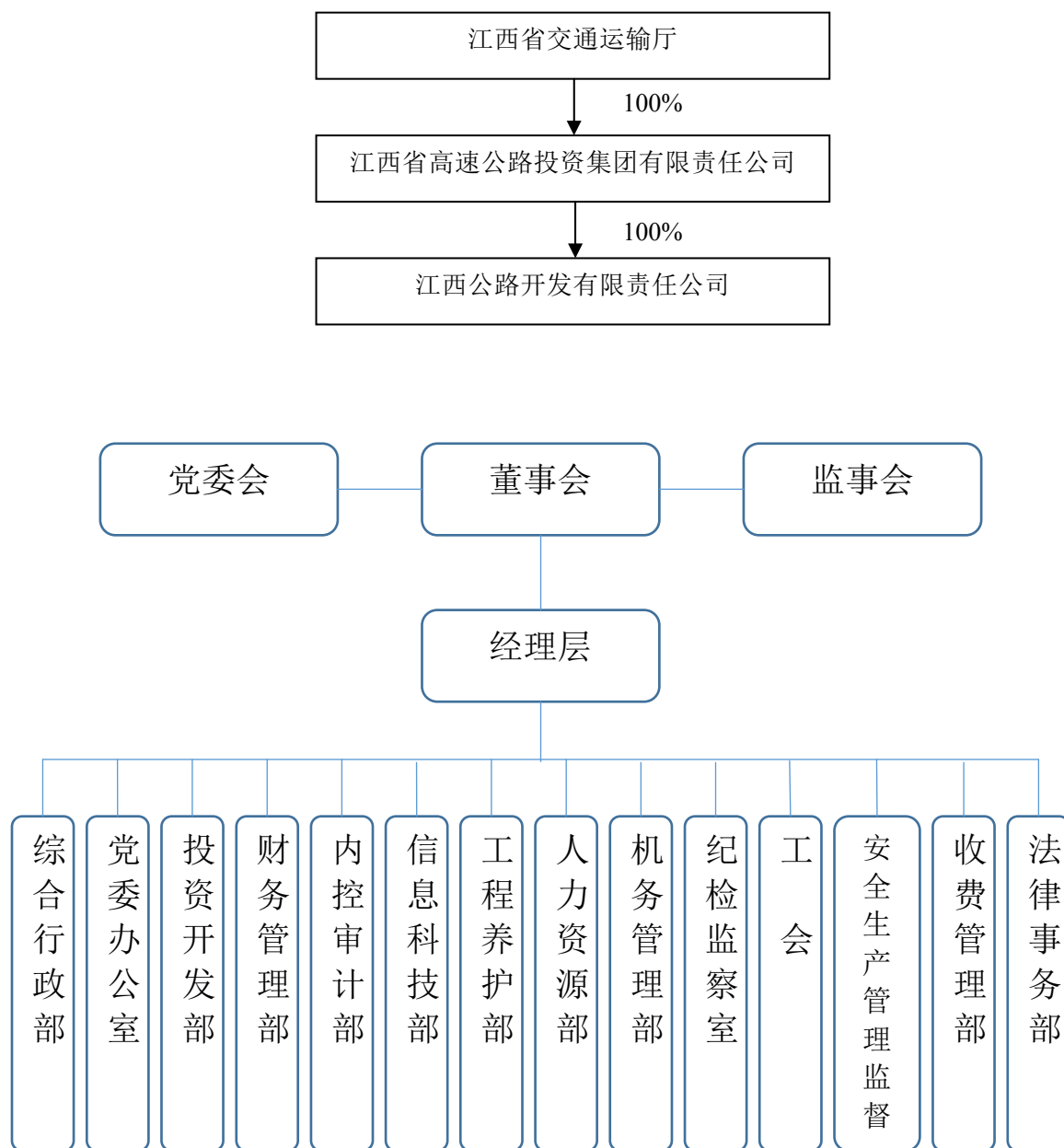
九、结论

公司作为江西省重要的高速公路投资运营平台，在股东背景及路产质量等方面具有明显优势。近年来，江西省区域经济快速发展，

高速公路投资规模不断扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。近年来，公司资产规模快速增长，资产构成基本稳定且质量较好，但债务负担较重，期间费用对公司利润总额的侵蚀较大，整体盈利能力较弱。综合考虑公司所管辖的部分高速公路通车时间较短、维护成本相对较低、收费期限长等特点；以及随着公司所辖高速公路省外连接路段的通车，路网效应将不断完善，公司未来的营业收入及盈利水平有望提升。

总体看，公司主体长期信用风险很低。

附件 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.30	19.91	16.10	16.83
资产总额(亿元)	342.90	372.13	387.26	391.48
所有者权益(亿元)	117.30	118.37	119.15	123.39
短期债务(亿元)	25.13	16.02	18.28	19.36
长期债务(亿元)	145.47	175.81	171.40	163.24
全部债务(亿元)	170.60	191.83	189.68	182.60
营业收入(亿元)	22.86	24.82	26.84	23.66
利润总额(亿元)	1.16	1.52	1.01	5.79
EBITDA(亿元)	17.37	18.02	19.60	--
经营性净现金流(亿元)	14.43	18.05	21.66	15.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.11	18.52	12.91	--
存货周转次数(次)	3.52	1.92	1.18	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	100.53	107.43	134.22	120.54
营业利润率(%)	41.61	46.17	44.17	52.33
总资本收益率(%)	3.18	2.76	3.13	--
净资产收益率(%)	0.75	0.94	0.64	--
长期债务资本化比率(%)	55.36	59.76	58.99	56.95
全部债务资本化比率(%)	59.26	61.84	61.42	59.68
资产负债率(%)	65.79	68.19	69.23	68.48
流动比率(%)	63.01	74.45	74.19	85.61
速动比率(%)	55.87	54.03	46.04	51.85
经营现金流动负债比(%)	28.83	36.77	40.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	2.24	2.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.82	10.64	9.68	--

注：1.2018 年三季度财务数据未经审计；2.在财务分析时将“其他应付款”及“长期应付款”中的有息部分调整至长期债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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+一年内到期的长期(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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

联合资信评估有限公司关于 江西公路开发有限责任公司 主体长期信用评级的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在江西公路开发有限责任公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江西公路开发有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

江西公路开发有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，江西公路开发有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江西公路开发有限责任公司的经营管理状况及外部环境等相关信息，如发现江西公路开发有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江西公路开发有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江西公路开发有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。