信用等级公告

联合〔2019〕2136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及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西公路开发有限责任公司主体长期信用等级为AA+，“19赣公路CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江西公路开发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：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 赣公路 CP001	5.00 亿元	2020/03/15	A-1	A-1

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.91	16.10	18.60	20.41
资产总额(亿元)	372.13	387.26	381.93	387.87
所有者权益(亿元)	118.37	119.15	123.23	125.37
短期债务(亿元)	16.02	18.28	16.98	27.04
长期债务(亿元)	175.81	171.40	168.75	165.35
全部债务(亿元)	191.83	189.68	185.73	192.39
营业收入(亿元)	24.82	26.84	37.99	8.77
利润总额 (亿元)	1.52	1.01	5.72	2.72
EBITDA(亿元)	18.02	19.60	25.62	--
经营性净现金流(亿元)	18.05	21.66	23.13	-2.01
营业利润率(%)	46.17	44.17	39.00	58.00
净资产收益率(%)	0.94	0.64	3.37	--
资产负债率(%)	68.19	69.23	67.74	67.68
全部债务资本化比率(%)	61.84	61.42	60.11	60.55
流动比率(%)	74.45	74.19	83.11	88.80
经营现金流动负债比(%)	36.77	40.19	41.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.64	9.68	7.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	2.16	2.86	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息部分已经纳入公司短期债务计算，其他应付款和长期应付款中的有息部分已纳入公司长期债务计算

分析师：黄琪融　车兆麒

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”）是江西省内重要的经营性高速公路投资建设和运营管理主体；跟踪期内，江西省经济稳步发展，受车辆通行服务收入和房地产销售收入增长影响，公司营业收入大幅增长，盈利能力有所增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性弱以及债务负担较重等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着江西省经济发展，路网协同效应显现，公司下属路产通车流量有望持续增长，盈利水平和抗风险能力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“19赣公路CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江西省经济实力稳步增强，交通固定资产投资持续增长，公路货物运输量及周转量持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是江西省内重要的经营性高速公路投资建设和运营管理主体，跟踪期内，公司继续获得政府的财政补贴。
3. 跟踪期内，公司营业收入大幅增加，随着公司所辖高速公路逐渐培育成熟，路网效应不断完善，以及房地产项目完工确认收入，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，受限路产收费权的规模大，资产流动性弱。
2. 公司债务负担较重，存在一定的短期支付压力。

3. 公司期间费用规模仍较大，对利润形成一定侵蚀。

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、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。

江西公路开发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（以下简称“联合资信”）关于江西公路开发有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 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”）为公司唯一股东，江西省交通运输厅为公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 381.93 亿元；所有者权益 123.23 亿元；2018 年，公司实现营业收入 37.99 亿元，利润总额 5.72 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 387.87 亿元，所有者权益 125.37 亿元（其中少数股东权益 490.00 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额 2.72 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。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“19赣公路CP001”，债券余额5.00亿元，详情见表1。跟踪期内，“19赣公路CP001”尚未到付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 赣公路 CP001	5.00	2019/03/15	1	3.41

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19赣公路CP001”募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金，截至报告出具日，募集资金已按照计划使用完毕，其中偿还银行贷款4.535亿元，补充营运资金0.465亿元。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持

力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、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

高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随

着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017 年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到 2020 年，全国高速公路建成里程要达到 15 万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模 7.80 万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整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。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。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。

2. 江西省区域环境

根据《2018 年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步核算，2018 年江西省实现地区生产总值 21984.8 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 1877.3 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 10250.2 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 9857.2 亿元，增长 10.3%。三次产业结构由上年的 9.4：47.9：42.7 调整为 8.6：46.6：44.8。三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 3.7%、48.2%和 48.1%。

经济的快速发展带动江西省财政实力进一步增强。江西省 2018 年财政总收入 3795.0 亿元，比上年增长 10.1%。其中，一般公共预算收入 2372.3 亿元，增长 5.6%。

交通领域方面，公路运输仍然是江西省主要的客货运输方式，2018 年江西省公路完成旅客运输量 4.93 亿人，旅客周转量 261.0 亿人公里，同比分别下降 6.1%和 5.9%；完成货物运输量 15.76 亿吨，货运周转量 3759.9 亿吨公里，同比分别增长 14.2%和 9.5%。2018 年底，江西省民用汽车保有量 544.4 万辆，增长 15.0%；民用轿车保有量 306.7 万辆，增长 15.8%。根据《2018 年全省交通运输经济运行情况》，2018 年，江西省交通固定资产投资 628 亿元，同比增长 28.7%。其中，高速公路 105 亿元、普通国省道 296 亿元、农村公路 190 亿元、内河水运 31 亿元、枢纽场站 6 亿元，同比分别增长 58.4%、30.7%、11.3%、47.7%、76.5%。

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。

总体来看，跟踪期内，江西省经济持续发展，财政收入不断增长；交通建设投资规模快速增长，高速公路仍是江西省基础设施建设的重点。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。

六、基础素质分析

公司作为江西省内重要的经营性高速公路投资运营主体，承担江西省内高速公路建设任务，具有较强的区域竞争优势。

公司路产在江西省公路交通中占有重要地位，资产质量较好。截至2019年3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14.38%。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。

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。2018 年，公司收到上述财政补贴 0.82 亿元；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。2018 年，公司收到与日常经营活动有关的政府补助 87.01 万元，计入“其他收益”。

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 G1036010100043680X），截止 2019 年 6 月 25 日，公司本部无关注类、不良/违约类信贷信息。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管无变动；法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是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。

跟踪期内，公司营业收入保持增长趋势。2018 年，公司实现营业收入 37.99 亿元，同比增长 41.52%；其中，车辆通行服务收入为 29.71 亿元，在营业收入中的占比为 78.21%，较上年增加 4.71 亿元，主要系公司管辖的高速公路逐步培育成熟及路网效应增强所致。2018 年，公司房地产销售收入 5.93 亿元，同比增加 5.53 亿元，主要系九龙湖项目结转收入所致；同期，服务区收入 0.76 亿元，较上年变化不大。

从毛利率来看，2018 年，公司车辆通行服务板块毛利率为 46.14%，较上年变化不大。2018 年，公司房地产销售板块毛利率为 13.19%，同比下降 24.06 个百分点，主要系公司追加确认恒泰花苑项目前期成本 0.36 亿元且九龙湖项目毛利率较低所致；同期，服务区板块毛利率为 38.34%，同比下降 7.12 个百分点，主要系人员工资成本增加所致。受房地产销售板块收入占比大幅增长且毛利率大幅下降的影响，2018 年，公司综合毛利率下降 5.17 个百分点至 39.49%。

2019年1—3月，公司实现营业收入8.77亿元，车辆通行服务收入仍是公司收入的主要来

源；同期，房地产销售业务未实现收入。根据江西高速集团于2018年11月22日发布的赣高速综字〔2018〕53号文件，江西高速集团将以江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司（以下简称“畅行公司”，该公司的唯一股东为江西高速集团，主要负责高速公路服务区的投资、建设和运营）作为实施主体开展服务区基础设施建设与运营业务。截至2019年3月底，公司全部服务区业务均划转至畅行公司，仅余部分商店超市尚未完场交接；受此影响，2019年1—3月，公司服务区收入大幅下降至25.83万元。从毛利率来看，2019年1—3月，公司综合毛利率为58.22%，较上年提升18.73个百分点；其中，车辆通行服务板块的毛利率较上年提高14.46个百分点至60.60%，主要系通行费收入增长但运营及维护成本较为稳定所致。同期，公司服务区业务毛利率由正转负，主要系公司服务区业务划出所致；其他业务毛利率由正转负，主要系公司公路工程收入规模较小及尚未确认租金收入。

表 2　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 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	25.00	93.13	46.03	29.71	78.21	46.14	8.47	96.55	60.60
房地产销售	0.40	1.48	37.25	5.93	15.62	13.19	--	--	--
服务区	0.70	2.62	45.46	0.76	1.99	38.34	0.00	0.03	-9.21
其他	0.74	2.77	1.79	1.59	4.18	13.83	0.30	3.42	-8.23
合计	**26.84**	**100.00**	**44.66**	**37.99**	**100.00**	**39.49**	**8.77**	**100.00**	**58.22**

资料来源：公司提供

注：其他收入包括公路工程收入、物业收入及租金收入等；2019 年 1—3 月，公司服务区收入为 25.83 万元

2. 业务经营分析

高速公路运营

（1）公司路产及运营情况

截至 2019 年 3 月底，公司经营管理的高速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。2018 年，公司管辖高速公路车流量 3189.67 万辆，同比增长 26.78%；同期，受车流量增加的影响，公司管辖的各个高速公路的通行费收入均有所增长。

表 3　截至 2019 年 3 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 4　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		
	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
梨温高速	156753.58	183958.25	46821.46	1301.47	1552.38	415.72
景鹰高速	44849.88	54600.88	16871.57	477.49	582.00	161.08
德昌高速	39470.41	45413.65	16438.45	349.03	446.85	160.61
祁浮高速	774.41	957.81	455.84	76.54	130.95	36.48
九绕高速	1965.79	3010.15	1141.42	61.25	102.61	42.58
都九一期高速	796.36	1454.53	389.43	96.09	128.69	39.30
都九二期高速	46.00	75.28	34.96	0.68	4.33	2.04
船广高速	246.17	317.06	230.14	23.54	57.17	21.08
上万高速	5090.52	7319.58	2335.42	129.72	184.69	50.64
合计	**249993.12**	**297107.19**	**84718.69**	**2515.82**	**3189.67**	**929.53**

资料来源：公司提供

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。2017—2018 年及 2019 年 1—3 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 5.70 亿元、4.73 亿元及 1.58 亿元，合计 12.01 亿元。

根据交通运输部有关规定，公司所辖高速公路按车流量法计提折旧，并直接计入营业成本。2017—2018 年及 2019 年 1—3 月，公司路产分别计提折旧 8.85 亿元、10.39 亿元和 2.32 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建高速公路项目为都九高速公路（二期）桥梁工程（都九高速公路（二期）已于 2017 年度通车并部分暂估转入固定资产，尚有一座在建大桥尚未通车），已完成投资 12.59 亿元，该桥梁已于 2019 年 6 月底通车；其他高速公路均已完工并投入运营；公司暂无拟建项目。

（2）收费标准

跟踪期内，江西省高速公路车辆通行费收费标准无变化。

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。

（3）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。

2017—2018 年及 2019 年 1—3 月，公司高速公路养护支出分别为 1.44 亿元、1.91 亿元和 0.28 亿元，平均每公里养护成本为 16.44 万元/公里、21.69 万元/公里及 3.18 万元/公里。2018 年公司高速公路养护支出和成本较 2017 年大幅增长主要系车流量大幅增加导致养护计划实施数增加。截至 2019 年 3 月底，公司尚无对所辖路段开展路面专项工程计划。

总体看，跟踪期内，公司管辖的各个高速公路的车流量和通行费收入均有所增长，同时公司公路养护成本将呈上升趋势。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，预计对公司高速公路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。

服务区运营

2018 年，公司服务区收入 0.76 亿元，较上年增加 0.06 亿元。2019 年，公司将全部服务区业务划转至畅行公司，受此影响，2019 年 1—3 月，公司服务区收入大幅下降至 25.83 万元。

房地产开发

公司的房地产开发项目主要为恒泰花苑项目、九龙湖项目和九龙湖二期项目。其中恒泰花苑项目和九龙湖项目已完工并实现销售收入，九龙湖二期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。该项目共有住宅 922 套，可销售车位 873 个，储藏间 141 间，商铺 53 间。截至 2019 年 3 月底，住宅销售合同已签 910 套，车位已销售 516 个，储藏间已销售 87 个，商铺尚未启动销售，存货账面价值 0.27 亿元。截至 2019 年 3 月底，该项目累计实现销售收入 5.50 亿元。

九龙湖项目规划用地面积 237.49 亩，总建设面积 53.52 万平方米；拟投资金额 11.54 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 10.54 亿元，已预售 3488 套，预售面积 38.63 万平方米，占可销售总面积的 97.70%，收到预售款 22.10 亿元。

九龙湖二期项目规划用地面积 4.12 万平方米，总建筑面积 14.11 万平方米；拟投资金额 9.61 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 3.72 亿元，总可售面积 9.35 万平方米，收到定金 1.35 亿元。预计该项目完工后，将形成销售收入 9.70 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入仍以高速公路通行费收入为主，随着公司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—集团路域资源经营与开发的承载主体，大力提升路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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 8 家。2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司；2019 年 1—3 月，公司合并范围新增 1 家子公司。上述两家子公司资产规模及收入规模均较小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 381.93 亿元；所有者权益 123.23 亿元；2018 年，公司实现营业收入 37.99 亿元，利润总额 5.72 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 387.87 亿元，所有者权益 125.37 亿元（其中少数股东权益 490.00 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额 2.72 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 381.93 亿元，同比下降 1.38%，其中流动资产和非流动资产分别占 12.20%和 87.80%，公司资产以非流动资产为主，符合高速公路行业特点。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.09	4.15	18.60	4.87	20.41	5.26
应收账款	2.34	0.60	2.75	0.72	3.32	0.85
其他应收款	4.24	1.09	4.14	1.08	8.19	2.11
存货	15.17	3.92	19.11	5.00	19.77	5.10
流动资产合计	**39.99**	**10.33**	**46.60**	**12.20**	**54.11**	**13.95**
固定资产	336.45	86.88	318.95	83.51	316.40	81.57
在建工程	6.45	1.67	11.64	3.05	12.62	3.25
非流动资产合计	**347.27**	**89.67**	**335.33**	**87.80**	**333.76**	**86.05**
资产总额	**387.26**	**100.00**	**381.93**	**100.00**	**387.87**	**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

2018 年底，公司流动资产 46.60 亿元，同比增长 16.54%，主要系货币资金和存货增加所致。2018 年底，公司货币资金 18.60 亿元，同比增长 15.60%，主要系公司营业收入增长所致，公司暂无受限货币资金；公司应收账款 2.75 亿元，同比增长 17.90%，主要系应收江西省高速公路联网收费结算管理中心通行费增加所致；公司预付款项 0.06 亿元，同比下降 92.85%，主要系工程合同履行完毕结算所致；公司其他应收款 4.14 亿元，同比下降 2.16%，主要为往来款，其中其他应收款前五名单位期末余额合计 4.92 亿元，占其他应收款账面余额的 82.22%，集中度较高；公司存货 19.11 亿元，同比增长 25.93%，主要系开发成本中房地产项目投资增加及开发产品中增加九龙湖项目所致；公司其他流动资产 1.94 亿元，同比增长 53.45%，全部为预缴税及待抵扣进项税。

2018 年底，公司非流动资产 335.33 亿元，同比下降 3.44%，主要系高速公路项目资产决算调减所致，其中，公司可供出售金融资产 1.55 亿元，较上年底增加 0.81 亿元，主要系新增对宁波梅山保税港区浩雀股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资所致；公司投资性房地产 1.55 亿元，同比增长 16.18%，主要系在建工程转入所致；公司固定资产 318.95 亿元，同比下降 5.20%，主要系都九一期高速和九绕高速决算调减所致；公司在建工程 11.64 亿元，同比增长 80.26%，主要系都九高速公路（二期）投入增加所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 387.87 亿元，较上年底增长 1.55%；其中，流动资产占 13.95%、非流动资产占 86.05%，流动资产比重略有上升。2019 年 3 月底，公司流动资产 54.11 亿元，较上年底增长 16.10%，主要系货币资金和其他应收款增长所致，其中，其他应收款的增长主要来自拆借款的增加；同期，公司非流动资产 333.76 亿元，较上年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司质押的路产收费权包括梨温高速 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。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以高速公路建设项目的非流动资产为主，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

2018 年底，公司所有者权益 123.23 亿元，同比增长 3.43%，主要系公司未分配利润增加所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 125.37 亿元，较上年底增长 1.73%，主要由实收资本（占 14.16%）、资本公积（占 59.99%）和未分配利润（占 23.24%）构成。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，其中实收资本和资本公积占比较大，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 258.70 亿元，同比下降 3.51%。其中，流动负债占 21.68%，非流动负债占 78.32%，公司负债仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 56.08 亿元，同比增长 4.04%，主要系应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 10.67%）、应付账款（占 11.66%）、预收款项（占 30.76%）、其他应付款（占 15.69%）和一年内到期的非流动负债（占 20.51%）构成。2018 年底，公司短期借款 6.50 亿元，同比下降 7.14%，全部为信用借款；公司应付账款 8.47 亿元，同比增长 81.55%，主要为未结算工程款；公司预收款项 17.42 亿元，同比下降 1.66%，主要为九龙湖项目的预收购房款；公司其他应付款 11.04 亿元，同比下降 8.11%，主要系履约及投标保证金下降所致；公司一年内到期的非流动负债 10.48 亿元，同比下降 7.09%，全部为一年内到期的长期借款。公司其他应付款中的有息部分已纳入公司长期债务核算。

2018 年底，公司非流动负债 202.62 亿元，同比下降 5.41%，主要由长期借款和长期应付款构成。2018 年底，公司长期借款 152.71 亿元，较上年底变化不大，其中质押物为通行费收费权的质押借款 145.77 亿元，信用借款 6.94 亿元；公司长期应付款 33.89 亿元，同比下降 22.72%，主要系高速建设预估资产减少所致；公司递延所得税负债 15.83 亿元，同比下降 5.78%，主要系梨温高速公路的评估增值减少所致。公司长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算。

从有息债务看，2018 年底，公司全部债务 185.73 亿元，较上年底变化不大。2018 年底公司债务结构仍以长期债务为主，公司短期债务和长期债务占全部债务的比重分别为 9.14%和 90.86%。从财务指标看，2018 年底，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分别为 67.74%、60.11%和 57.79%，同比分别变化-1.49 个、-1.31 个和-1.20 个百分点。整体看，公司债务负担仍较重。

表 6 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	18.28	16.98	27.04
长期债务	171.40	168.75	165.35
全部债务	189.68	185.73	192.39
长期债务资本化比率	58.99	57.79	56.88
全部债务资本化比率	61.42	60.11	60.55
资产负债率	69.23	67.74	67.68

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年 3 月底，公司负债总额 262.50 亿元，较上年底增长 1.47%，主要系公司发行短期融资券“19 赣公路 CP001”所致。2019 年 3 月底，公司全部债务 192.39 亿元，较上年底增长 3.59%；其中短期债务 27.04 亿元，长期债务 165.35 亿元。2019 年 3 月底，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分别为 67.68%、60.55%和 56.88%，较上年底均变化不大。

跟踪期内，公司债务规模变化不大，债务结构仍以长期债务为主，公司债务负担整体较重。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 37.99 亿元，同比增长 41.52%，主要系车辆通行服务收入和房地产销售收入增加所致。同期，公司营业成本 22.99 亿元，同比增长 54.74%，增幅高于营业收入增幅；受此影响，公司营业利润率为 39.00%，同比下降 5.17 个百分点。

2018年，公司期间费用9.90亿元，同比下降0.99%，主要为财务费用。公司期间费用占

营业收入的比重为26.05%，较上年下降11.19个百分点，主要系营业收入大幅增长所致。

2018年，公司营业外收入为0.79亿元，较上年增加0.71亿元，主要系公司收到高速公路补贴所致；营业外支出为0.02亿元，同比下降79.99%，主要系路赔支出减少所致。

2018年，公司利润总额为5.72亿元，较上年增加4.72亿元。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.14%和3.37%，同比分别上升1.01个和2.73个百分点，公司盈利能力有所增强。

表 7　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	26.84	37.99
营业成本	14.86	22.99
期间费用	10.00	9.90
利润总额	1.01	5.72
营业利润率	44.17	39.00
总资本收益率	3.13	4.14
净资产收益率	0.64	3.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额 2.72 亿元，营业利润率提升 19.00 个百分点至 58.00%。

跟踪期内，公司营业收入受通行费收入和房地产销售收入增长影响而大幅增长，期间费用规模仍较大，对利润形成一定侵蚀，公司整体盈利能力有所增强。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入39.48亿元，同比增长5.57%，主要系公司通行费收入和房地产销售收入增加所致；公司现金收入比为102.74%，收入实现质量较好。同期，公司经营活动现金流出16.35亿元，同比增长3.92%，主要系支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费增加所致。2018年公司经营活动现金流量净额为23.13亿元，同比增长6.77%。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入规模仍较小，主要为取得投资收益收到的现金。同期，公司投资活动现金流出9.26亿元，同比下降38.54%，主要系公司高速公路建设任务逐渐完成导致购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅下降。受公司高速公路建设任务减少，工程投资下降的影响，2018年公司投资活动产生的现金流缺口有所收窄，为-9.25亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入量 16.31 亿元，同比下降 19.33%，全部为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出 27.63 亿元，同比下降 10.60%，主要为偿还债务本息支付的现金。2018 年公司筹资活动现金流量净额为-11.32 亿元。

表 8　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	37.40	39.48
经营活动现金流出量	15.74	16.35
经营活动现金流净额	21.66	23.13
现金收入比	134.22	102.74
投资活动现金流净额	-14.86	-9.25
筹资活动现金流净额	-10.68	-11.32

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金10.70亿元，现金收入比为121.89%；受支付的往来款规模较大的影响，公司经营活动现金流量净额呈现净流出，为-2.01亿元。同期，公司投资活动现金流呈现净流出状态，为-0.76亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2019年1—3月，公司取得借款收到的现金4.21亿元；发行债券收到的现金5.00亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金；2019年1—3月，公司筹资活动现金流净额4.58亿元。

跟踪期内，公司业务收入实现质量较好；受支付往来款规模较大影响，2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流呈现净流出状态；随着高速公路建设任务减少，投资活动现金净流出规模有所收窄；公司筹资活动仍以还本付息为主。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 83.11%和 49.03%，均较上年底有所提升；2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 88.80%和 56.36%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 41.25%，公司经营现金流量净额对流动负债保障能力弱。2018 年底及 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 18.60 亿元和 20.41 亿元，相当于同期短期债务的 1.10 倍和 0.75 倍，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 25.62 亿元，全部债务/EBITDA 为 7.25 倍，EBITDA 利息倍数为 2.86 倍，公司长期偿债指标尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信 575.02 亿元，其中已使用额度 191.62 亿元，剩余未使用额度 383.40 亿元（包含项目贷款授信 309.88 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 47.03 亿元、债券承销授信 24.50 亿元、类信贷类产品 2.00 亿元，公司间接融资渠道尚可。

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。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为360.45亿元，同比下降2.73%。其中，非流动资产为342.68亿元。从构成看，流动资产主要为货币资金；非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为123.93亿元，同比增长2.99%。其中，实收资本占14.32%，资本公积占60.61%，未分配利润占22.46%。母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模较上年底下降5.47%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。母公司2018年底资产负债率为65.62%，同比下降1.91个百分点。

2018年，母公司实现营业收入30.08亿元，营业成本为16.52亿元。母公司2018年净利润为3.66亿元，较上年增加3.00亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 364.86 亿元，所有者权益 126.10 亿元；2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 8.51 亿元，利润总额 2.89 亿元。

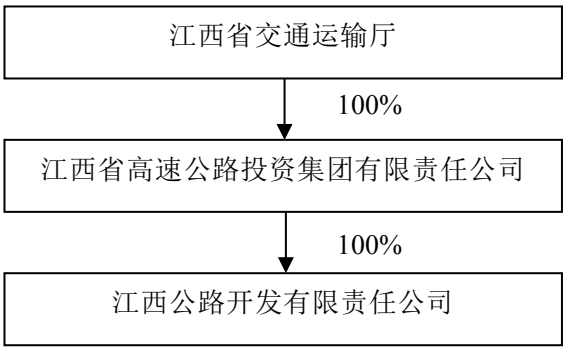
十、存续期内债券偿债能力分析

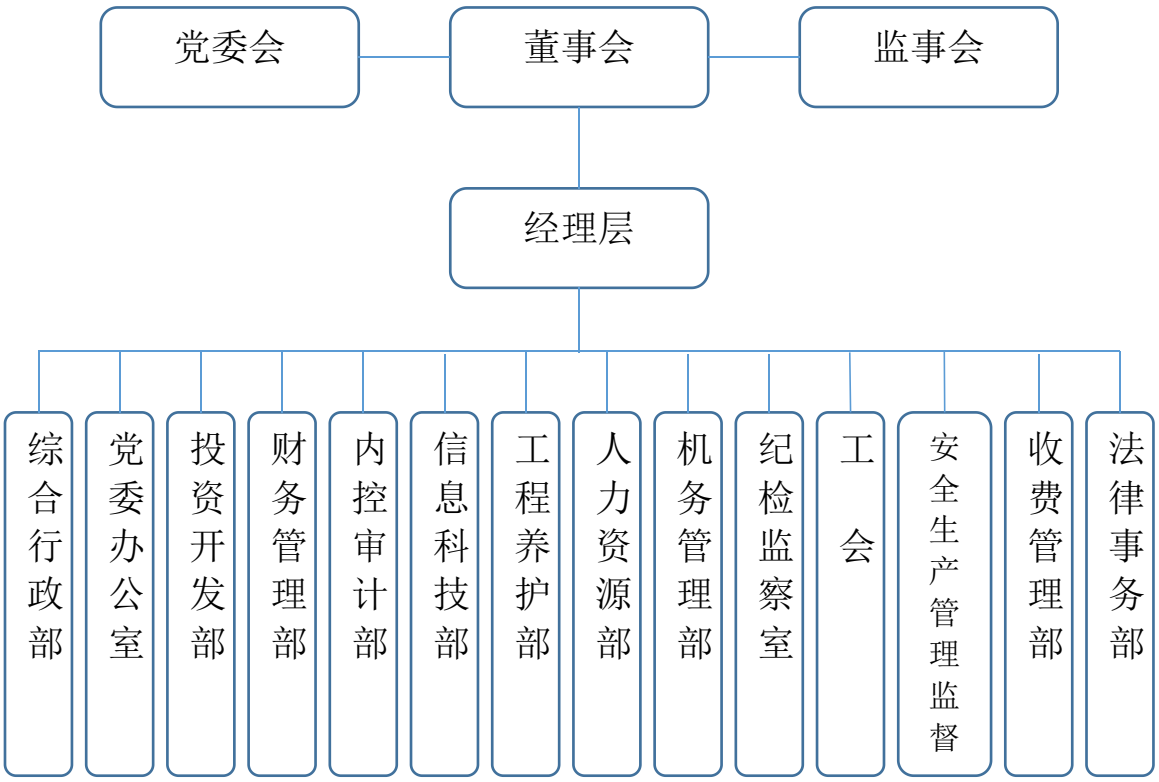
截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券余额 5.00 亿元。2018 年，公司现金类资产、EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 18.60 亿元、25.62 亿元、39.48 亿元和 23.13 亿元，对公司存续期内债券余额的覆盖倍数分别为 3.72 倍、5.12 倍、7.90 倍和 4.63 倍，公司现金类资产、EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额公司存续期内债券余额的保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 赣公路 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围子公司情况

（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例
江西锦路科技开发有限公司	5010.00	交通工程（收费系统、监控系统、通信系统、机电系统、安全设施）开发、设计、生产、制造、安装、施工；技术咨询；计算机软件等	100.00
江西省交通工程集团建设有限公司	32000.00	道路桥梁建设、房地产开发等	100.00
江西恒辉物业有限公司	1000.00	物业管理；自有房屋租赁；建筑材料、日用百货销售；路灯安装、设计、制作、发布、代理国内各类广告	100.00
江西赣东公路开发有限公司	4003.11	经营、收费管理玉山太平桥至弋阳全长 100.6 公里的公路及其附属设施和服务。	100.00
江西赣中公路开发有限公司	5034.24	经营、收费管理弋阳至东乡界山岭全长 118.62 公里的公路及其附属设施和服务。	100.00
江西恒锦地产开发有限公司	25800.00	房地产开发；自有房屋租赁	100.00
江西恒嘉生态农业有限公司	9000.00	农产品种植、销售；农业种植采摘观光	100.00
江西高速文化旅游发展有限公司	9000.00	旅行社及相关服务；游览景区管理；会议、展览及相关服务；文化艺术业；体育咨询；组织管理服务；综合管理服务；国内贸易；互联网生活服务平台；软件和信息技术服务业；汽车租赁；专业停车场服务	100.00

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.91	16.10	18.60	20.41
资产总额(亿元)	372.13	387.26	381.93	387.87
所有者权益(亿元)	118.37	119.15	123.23	125.37
短期债务(亿元)	16.02	18.28	16.98	27.04
长期债务(亿元)	175.81	171.40	168.75	165.35
全部债务(亿元)	191.83	189.68	185.73	192.39
营业收入(亿元)	24.82	26.84	37.99	8.77
利润总额(亿元)	1.52	1.01	5.72	2.72
EBITDA(亿元)	18.02	19.60	25.62	--
经营性净现金流(亿元)	18.05	21.66	23.13	-2.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.52	12.91	14.87	--
存货周转次数(次)	1.92	1.18	1.34	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.10	--
现金收入比(%)	107.43	134.22	102.74	121.89
营业利润率(%)	46.17	44.17	39.00	58.00
总资本收益率(%)	2.76	3.13	4.14	--
净资产收益率(%)	0.94	0.64	3.37	--
长期债务资本化比率(%)	59.76	58.99	57.79	56.88
全部债务资本化比率(%)	61.84	61.42	60.11	60.55
资产负债率(%)	68.19	69.23	67.74	67.68
流动比率(%)	74.45	74.19	83.11	88.80
速动比率(%)	54.03	46.04	49.03	56.36
经营现金流动负债比(%)	36.77	40.19	41.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.64	9.68	7.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	2.16	2.86	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息部分已经纳入公司短期债务计算，其他应付款和长期应付款中的有息部分已纳入公司长期债务计算

附件 4　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 5-1　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 5-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

附件 5-3　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