

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1146 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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AA⁺，评级展望为稳定，并维持“07江西高速债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十四日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江西省高速公路投资集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
07 江西高速债	15 亿元	2007/7/30- 2022/7/29	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.19	25.53	76.78	62.04
资产总额(亿元)	207.30	480.26	677.13	1726.23
所有者权益合计(亿元)	136.27	232.33	293.30	848.39
长期债务(亿元)	24.69	125.94	216.56	592.14
全部债务(亿元)	42.47	174.36	291.78	731.57
营业收入(亿元)	32.77	65.30	71.34	67.55
利润总额(亿元)	15.50	21.63	23.15	17.76
EBITDA(亿元)	21.08	35.26	41.01	--
经营性净现金流(亿元)	18.82	35.03	30.01	-5.83
营业利润率(%)	51.63	42.37	45.82	68.01
净资产收益率(%)	9.23	7.69	5.94	--
资产负债率(%)	34.26	51.62	56.68	50.85
全部债务资本化比率(%)	23.76	42.87	49.87	46.30
流动比率(%)	55.42	61.58	103.31	70.13
全部债务/EBITDA(倍)	2.01	4.95	7.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.09	5.53	3.01	--
经营现金流/流动负债(%)	58.85	37.84	24.18	--

注: 1、公司将近几年发行的短期融资券计入“其他流动负债”科目, 本报告将其调至短期债务; 2、公司将子公司赣粤高速发行的非公开定向债务融资工具以及昆仑信託应收账款债权转让及回购单一资金信託计入“其他非流动负债”科目, 本报告将其调至长期债务; 3、公司将江西省交通运输厅划拨的 14 条路产长期借款及一年内到期的非流动资产暂挂 2012 年 9 月底“长期应付款”科目, 本报告将其分别调至长、短期债务; 4、公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

高景楠

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 江西省高速公路投资集团有限责任公司(以下简称“公司”)运营高速公路收费里程显著增长; 资产规模持续快速扩张, 债务负担保持适宜水平; 收入持续增加, 营业利润率持续提升; 政府对公司支持力度加大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 资产划转及在建项目投资增加导致公司债务规模大幅扩张, 财务费用对利润侵蚀增大等因素对其信用水平的不利影响。

公司目前在建项目较多, 且多数项目于 2013 年底前通车, 未来 1-2 年资金压力仍然较大。考虑到 2012 年公司接收了江西省交通运输厅整体划转的 14 条收费还贷高速公路, 收费里程的增加以及路网规模效应将为公司收入持续增长提供保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 江西高速债”由中国农业银行股份有限公司(以下简称“农行”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 经联合资信 2012 年对农行的公开评级, 其主体长期信用等级为 AA^{api}, 有效地提高了“07 江西高速债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“07 江西高速债”AAA 的信用等级。

优势

1. 2012 年, 江西省交通运输厅将其下辖 14 条收费还贷高速公路整体移交至公司, 公司控股高速公路收费里程在江西省占比达 86.25%, 区域经营垄断地位进一步加强。
2. 跟踪期内, 公司得到政府在资本金补助、财政补贴等方面的有力支持。
3. 跟踪期内, 公司资产规模大幅扩张, 通行费收入持续增长, 主业盈利能力显著提升。
4. 中国农业银行对“07 江西高速债”提供全额

无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司有息债务快速增长，债务负担有所加重。
2. 公司在建高速公路项目较多，未来仍面临较大的融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江西省高速公路投资集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江西省高速公路投资集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因江西省高速公路投资集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江西省高速公路投资集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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主体长期信用及存续期内“07江西高速债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）的前身是1997年成立的大型国有独资公司——江西省高速公路投资发展（控股）有限公司。2009-2010年，根据江西省人民政府赣府字[2009]29号文件，公司对省属高速公路管理单位（包括赣粤高速、江西省公路开发总公司和高速公路的服务区、广告等资产）进行了整合，名称变更为现名，负责江西省属高速公路的投资、建设、经营等业务。2012年6月，根据江西省人民政府赣府字[2012]49号文以及江西省交通运输厅赣交财审字[2012]117号文，江西省交通运输厅将其投资和管理的14条收费还贷高速公路的资产和负债经专项审计、评估后，以2011年12月31日为基准日整体移交至公司，移交总资产为982.77亿元，总负债为448.44亿元，公司资产规模大幅扩张，债务结构进一步改善。截至2012年9月底，公司注册资本为10亿元，江西省交通运输厅持有公司100%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司合并范围新增5家一级子公司，截至2012年9月底，公司合并范围拥有6家全资子公司、4家控股子公司和7家参股公司，其中控股子公司江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）为上海证券交易所上市公司，公司对其持股比例为51.98%。

公司主要从事高速公路投资、经营业务，截至2012年9月底，江西省高速公路通车总里程为3642公里，其中，公司控股高速公路通车里程为3155公里，占江西省高速公路已通车总里程的86.25%，在江西省高速公路经营行业占据垄断地位。

截至2011年底，公司合并资产总额677.13亿元，所有者权益293.30亿元；2011年公司实现营业收入71.34亿元，利润总额23.15亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额1726.23亿元，所有者权益848.39亿元；2012年1-9月公司实现营业收入67.55亿元，利润总额17.76亿元。

公司注册地址：南昌市朝阳洲中路367号；法定代表人：马志武。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。2011年，中国全年货物运输总量369亿吨，比

上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为

交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业

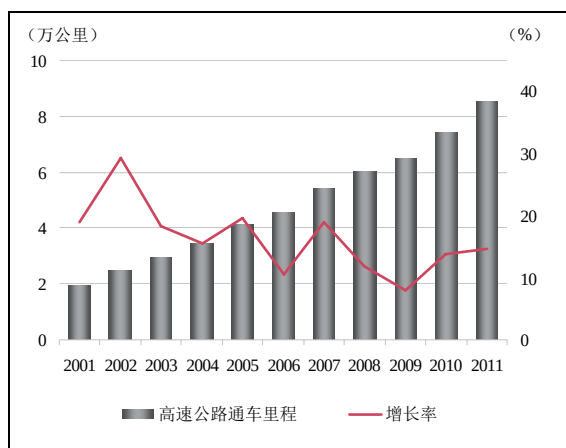
产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

2011年是“十二五”的第一年，中国新增高速公路通车里程1.10万公里，总里程达8.5万公里，居世界第二位，中国高速公路网络更加完善。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

2011年，受宏观经济增速持续放缓、国家加大收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，但受年末节假日客流刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。2011年，全国营业性客车完成公路客运量328.62亿人、旅客周转量16760.25亿人公里，比上年分别增长7.6%和11.6%。全国营业性货运车辆完成货运量282.01亿吨、货物周转量51374.74亿吨公里，比上年分别增长15.2%和18.4%，平均运距182.17公里，比上年提高2.8%。

行业政策方面，2011年6月起，交通运输部开展了全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据核查结果，公司下属路产中仅南昌昌北机场高速自2011年8月18日

起下调收费标准，昌北高速于2012年开始纳入公司合并范围，且该路段收费里程短，年通行费收入仅3000万元左右，对公司整体经营影响小。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

江西省自2004年开始对国家规定的“五纵二横”公路实施“绿色通道”政策，对装载鲜活农产品应占车辆核定载质量或车厢容量的70%以上，且没有与非鲜活农产品混装的车辆实行免费。2010年11月，国务院发布《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》（以下简称“通知”），为落实通知精神，江西省自2010年12月1日零时起，将江西省执行“绿色通道”政策的路段从原国家规定的“五纵二横”公路扩大到全省所有收费公路。对整车合法装载鲜活农产品的车辆执行免收车辆通行费优惠政策。“绿色通道”政策对公司通行费收入产生了一定影响，2010年和2011年，公司分别减免车辆通行费3.52亿元和4.12亿元。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路

通车里程超过5000公里的省份将达到16个，3000-5000公里的将达9个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设欲望尤其强烈，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

2. 区域经济环境

江西省位于长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北临湖北、安徽，为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地，与上海、广州、厦门、南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离大多在600-700公里之内，交通便利，地理位置优越。

自2002年以来，江西省地区生产总值（GDP）每年增幅均超过全国平均水平。2011年，江西省GDP实现11583.8亿元，同比增长12.5%，其经济结构以第二产业为主，第二产业增加值占GDP总量的56.9%。2012年前三季度，在宏观经济增速放缓的情况下，江西省实现地区生产总值9004.2亿元，同比增长10.6%，高于全国水平2.9个百分点；第三季度，江西省GDP同比增长10.6%，增幅较二季度上升0.1个百分点，改变了一季度以来增速下滑局面。与周边其他省份相比，江西省经济总量虽然保持较快增长，但与广东省、江苏省、浙江省等经济发达省份差距仍然较大，亦低于湖南省、湖北省、福建省、安徽省等周边省份，江西省经济发展空间仍然较大。

表1 江西省及周边省份经济增长情况

（单位：亿元，%）

省份	2011年		2012年1-9月	
	GDP	增速	GDP	增速
广东省	52634	10.0	40686	7.9
江苏省	48604	11.0	38796	10.1
浙江省	32000	9.0	24215	7.7
湖南省	19635	12.8	15339	11.2
湖北省	19594	13.8	15390	11.2

上海市	19196	8.2	14374	7.4
福建省	17410	12.2	12471	11.4
安徽省	15110	13.5	12562	12.0
江西省	11584	12.5	9004	10.6

资料来源：公司提供

2011年，江西省完成公路客、货运量分别为72527万人和98358万吨，同比分别增长2.7%和11.2%；客、货运周转量分别为340.9亿人公里和2066.8亿吨公里，同比分别增长3.2%和11.7%。

公路建设和投资方面，2011年，江西省完成公路建设投资342亿元，同比增长13.6%，占全年交通基础设施投资的98.87%。德兴至南昌、永修至武宁、瑞金至南昌、上饶至武夷山、南昌至奉新、隘岭至瑞金等6条高速公路建成通车，新增通车里程554公里，高速公路总通车里程达到3642公里。江西省高速公路密度由2010年的1.85公里/百平方公里上升到2.18公里/百平方公里。2011年，在宏观经济政策收紧、银行信贷规模紧缩的形势下，江西省通过总部直接融资获得进出口贷款、发行定向工具、信托、短期融资券、委托贷款等新增项目融资约240亿元，且60%为省外融资；同时，全年共获得中央补助资金100.95亿元，是2010年的近2倍。2011年，江西省高速公路车辆通行费收入同比增长10.3%。

根据“2012年江西省交通运输工作会议报告”，2012年江西省计划完成交通固定资产投资350亿元。高速公路建设方面，2012年将建设15个高速公路项目1038公里，确保建成龙南至杨村（赣粤界）、吉安至莲花、奉新至铜鼓、浮梁至桃墅岭4个项目，力争建成赣州至崇义、德兴至上饶2个项目，使全省高速公路通车里程超过4000公里；续建抚州至吉安、九江长江公路大桥、井冈山（厦坪）至睦村等3个项目；新开工建设昌樟高速扩建工程、寻乌至全南、昌九高速扩建工程通远段、宜春至万载等高速公路项目；加紧都昌至九江等高速公路项目的前期工作。

总体来看，江西省区域经济总量与周边省份相比处于较低水平，但江西省地理位置优越，区域经济增长速度较快。跟踪期内，受中国宏观经济增速下滑影响，江西省区域经济增长相应放缓，但呈筑底回升态势且增速高于全国水平；江西省交通建设以公路建设为主，投资额呈现平稳增长，高速公路项目稳步推进，通车里程进一步增加。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。

五、重大事项

根据江西省人民政府于2012年6月15日印发的《关于同意省交通运输厅收费还贷高速公路资产和负债移交管理及运作方案的批复》（赣府字[2012]49号文），江西省交通运输厅将其投资和管理的14条收费还贷高速公路（含1个在建项目）的资产和负债经专项审计、评估后整体移交至公司，移交基准日为2011年12月31日。相关高速公路移交后，维持原收费还贷性质不变；相关收入及债务的还本付息也全部移交至公司。

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司针对本次资产移交事项于2012年8月20日出具了中铭评报字[2012]第2019号评估报告，13条已完工并通车的收费还贷高速公路以基准日2011年12月31日的资产评估值入账，评估资产（固定资产）价值为952.97亿元；1条在建项目按该项目资产和负债的60%入账，计入在建工程12.86亿元。根据江西省交通运输厅《关于收费还贷高速公路资产和负债整体评估结果及移交事宜的批复》（赣交财审字[2012]117号文），江西省交通运输厅确认移交基准日上述14条收费还贷高速公路的资产为982.77亿元，负债为448.44亿元。

表2 14条收费还贷高速公路移交资产及负债明细
（单位：亿元）

资产项目	划转金额	负债及净资产项目	划转金额
货币资金	10.64	应付账款	26.74
应收账款	0.2	预收账款	0.12
预付账款	4.32	应付职工薪酬	0.005
其他应收款	1.06	应交税费	0.02
存货	0.48	其他应付款	12.06
长期股权投资	0.21	一年内到期的非流动负债	42.49
固定资产	952.97	长期借款	351.99
在建工程	12.86	长期应付款	15
无形资产	0.02	净资产	534.33
资产总计	982.77	负债及净资产总计	982.77

资料来源：公司提供

注：由于划拨路产的银行借款（上表中的“一年内到期的非流动负债”+长期借款）尚未完成转移手续，故公司在2012年三季度合并报表中将其暂挂“长期应付款”。

经过本次路产移交，公司高速公路通车里程增加1757公里，在建里程增加87.54公里；总资产规模增加982.77亿元，净资产规模增加534.32亿元；2012年1-9月，上述13条已通车移交路段合计实现通行费收入27.28亿元，占公司当期主要运营路段通行费收入的44.15%，对公司收入贡献大。

六、基础素质分析

1. 产权关系

跟踪期内，公司产权关系未发生变化。公司为江西省交通运输厅100%控股的企业，江西省交通运输厅为公司唯一股东及实际控制人。

2. 政府及股东支持

资产划拨方面，公司作为江西省最大的高速公路投资运营主体，自组建以来不断得到江西省政府及股东资产划拨。继2009年-2010年赣粤高速、公路开发总公司等省内绝大部分高速公路业务整合纳入公司合并范围后，2012年公司接收江西省交通运输厅14条收费还贷高速路产的移交（包括：乐温高速、温沙高速、鹰瑞

高速（包括北段和南段）、昌金高速、景婺黄高速、武吉高速、石吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、永武高速、隘瑞高速、昌北机场高速、厦昆线赣州城西段高速和赣崇高速；除赣崇高速在建外，其他路段均已通车）。截至2012年9月底，公司控股高速公路通车里程总计3155公里，占江西省高速公路已通车里程的86.25%，公司在江西省高速公路经营垄断地位进一步加强。其中，公司直属高速公路14条，收费里程1823公里；全资子公司公路开发公司运营高速公路4条，收费里程668公里；控股子公司赣粤高速运营高速公路7条，收费里程664公里。

资本金补助方面，根据江西省人民政府办公厅抄告单赣府厅抄字[2011]19号以及江西省交通运输厅赣交财审字[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》，公司可获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金，2011年和2012年上半年分别为46.00亿元和5.87亿元，计入“资本公积”，对于公司在建项目资金来源形成一定补充。

财政补贴方面，根据赣府字【2000】19号文和赣府字【2002】6号文，公司子公司赣粤高速每年可获得税前利润25%的财政支持，2010-2012年上半年，公司分别获得财政支持款2.44亿元、2.54亿元和2.26亿元；另外，公司每年可获得一定的江西省财政厅营业税及附加返还及江西省交通运输厅补助款。公司获得的财政补贴款全部计入“营业外收入—政府补助”。

表3 2010-2012年上半年公司获得的政府补助情况
(单位: 万元)

时间	2010年	2011年	2012年1-6月
车购税补助资金	0.00	460020.00	58655.47
财政支持款	24400.00	25399.00	22600.00
其他	3300.00	1.19	14205.00
合计	27700.00	485420.19	95460.47

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司获得大量的高

速路产，资产规模大幅扩张，划拨路产质量良好，公司收入及利润水平有望快速增长；车购税补助资金规模较大，财政支持具有持续性。公司获得政府及股东支持显著加强。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

公司主要从事高速公路的投资、建设和经营业务。另外，公司还涉及工程建筑、房地产和经营租赁、代理托管经费等业务。其中，高速公路建设经营为公司的核心主导产业，也是公司利润的最主要来源，2012年，公司接收了江西省交通运输厅14条高速路产移交，包括公司原代理交通运输厅托管路段，故2012年公司高速公路经营规模大幅扩张，同时，代理托管经费收入为零。

2011年，公司收入规模平稳增长，业务结构与2010年变化不大。2011年，公司实现营业收入71.34亿元，同比增长9.26%。其中，主营业务收入70.58亿元，占营业收入的比重为98.93%，以车辆通行费收入、工程收入和代理托管经费收入为主（见下表）。

2012年，江西省交通运输厅将其下属14条高速路产（其中，13条已通车，1条在建；公司原托管路段包含在此次移交的14条路产中。）移交至公司，公司将其资产、负债及损益纳入合并范围，导致2012年1-9月公司通行费收入大幅增长，实现61.79亿元，占2011年全年的131.82%；相应的，公司代建托管经费收入为零。上述因素下，公司2012年前三季度分别实现营业收入和营业收入66.95亿元和67.55亿元，占2011年全年比重分别为94.86%和94.69%。同时，公司收入结构发生变化，车辆通行费收入占比上升至91.47%。

跟踪期内，随着公司运营高速路段的日益

成熟，以及托管路段纳入合并范围，高速公路收费业务毛利率自2010年以来持续上升，2010-2012年前三季度分别为51.31%、62.44%和74.92%。在此带动下主营业务毛利率自2010

年的45.63%上升至2012年前三季度的70.28%；整体毛利率由2010年的45.61%上升至2012年1-9月的70.03%。

表4 公司营业收入分板块情况

(单位: 亿元)

项 目	2010 年			2011 年			2012 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
车辆通行费收入	46.40	71.07%	51.31%	46.88	65.70%	62.44%	61.79	91.47%	74.92%
工程收入	9.81	15.03%	8.52%	12.11	16.98%	7.82%	3.77	5.58%	12.98%
房地产销售收入	0.23	0.35%	-22.16%	0.06	0.09%	15.20%	0.01	0.02%	26.58%
代理托管经费收入	7.14	10.94%	63.91%	9.50	13.32%	42.09%	0.00	0.00%	
经营租赁收入	1.31	2.00%	34.74%	2.03	2.84%	22.12%	1.38	2.04%	19.47%
主营业务收入合计	64.90	99.39%	45.63%	70.58	98.93%	49.12%	66.95	99.11%	70.28%
其他业务收入	0.40	0.61%	41.55%	0.76	1.07%	56.98%	0.60	0.89%	42.06%
营业收入合计	65.30	100.00%	45.61%	71.34	100.00%	49.21%	67.55	100.00%	70.03%

资料来源: 公司提供

路产规模及质量

截至2012年9月底,公司拥有江西省境内高速公路总通车里程3155公里,包括直属高速公路14条、全资子公司公路开发公司运营高速公路3条、控股子公司赣粤高速运营高速公路7条。

其中,2011年,公司新增两条运营通车路段——德昌高速和昌奉高速,合计新增收费里程243公里。2012年1-9月,公司所辖通车路段新增14个,合计新增收费里程1762公里,其中,乐温高速、温沙高速、鹰瑞高速(含北段和南段)、昌金高速、景婺黄高速、武吉高速、石吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、永武高速、隘瑞高速、昌北机场高速和厦昆线赣州城西段高速等13条路段系江西省交通运输厅移交资产;良禾口至桃墅店高速公路系2012年新通车路段。

公司2011年-2012年9月底新增收费高速路产中,昌金高速、温沙高速、景婺黄(常)高速、武吉高速、瑞赣高速、鹰瑞高速、隘瑞高速均为国家高速公路网组成路段;德昌高速、昌奉高速和良禾口至桃墅店高速均为国高网地方加密路段;泰赣高速为江西省及华东地区通往广东、香港、澳门的重要通道;石吉高速为

江西省连接福建省的出省通道。公司新增高速路网地位优越,路产质量优良。

总体来看,跟踪期内,公司运营高速公路收费里程大幅扩张;新增收费高速公路路产质量优良,未来发展潜力大。

表5 截至2012年9月底公司所辖高速公路情况

(单位: 公里)

所属单位	路段名称	收费里程	收费起止时间
公司直属	泰井高速	77	2005.01-2030.01
	乐温高速	69	2005.11-2025.1
	温沙高速	177	2004.08-2034.7
	鹰瑞高速(北)	220	2010.09-2030.9
	昌金高速	168	2004.06-2034.5
	景婺黄高速	150	2006.11-2026.1
	武吉高速	286	2008.01-2028.1
	石吉高速	191	2010.09-2030.9
	泰赣高速	139	2004.01-2034.1
	瑞赣高速	117	2009.04-2029.4
	鹰瑞高速(南)	89	2010.09-2030.9
	永武高速	105	2011.09-2031.9
	隘瑞高速	31	2011.1-2031.1
	昌北机场高速	4	1999.01-2030.3
开发	梨温高速	245	2002.12-2032.12
公司	景鹰高速	203	2007.11-2037.11

赣粤 高速	德昌高速	204	2011.09-2041.9
	良禾口至桃墅店	16	2012.08-2042.8
	昌九高速	138	1998.4-2030.3
	昌樟高速	104	1998.1-2027.12
	温厚高速	35	1999.1-2028.12
	九景高速	135	2000.11-2030.11
	彭湖高速	65	2010.9-2040.9
	昌泰高速	148	2003.6-2033.6
	昌奉高速	39	2011.12-2041.12
合计		3155	

资料来源：公司提供

注：厦昆线赣州城西段高速由于通车里程很短，本报告车流量、通行费收入及通车里程等的统计含在泰赣高速中。

路产运营情况

公司运营路产近几年通行费收入大多呈上

升趋势，其中，鹰瑞高速（北）、武吉高速、石吉高速、瑞赣高速、鹰瑞高速（南）、永武高速、隘瑞高速、德昌高速由于通车时间较短，正处于车流量培育期，通行费收入快速增长。昌北机场高速自2011年8月18日起下调收费标准，2011年及2012年1-9月通行费收入大幅下降；跟踪期内，赣粤高速运营主要路段昌樟高速、昌九高速、温厚高速和昌泰高速通行费收入有所下降，主要系鹰瑞高速通车对这几条高速公路产生一定分流所致。另外，“绿色通道政策”适用范围的扩大也对公司通行费收入增长产生一定的影响。

表 6 公司运营高速公路通行费收入情况

（单位：亿元）

所属单位	路段 名称	2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
		通行费收入	增幅	通行费收入	增幅	通行费收入	增幅
公司直属	泰井高速	0.16	14.29	0.22	37.50	0.18	1.22
	乐温高速	1.42	19.53	1.44	1.36	1.2	13.2
	温沙高速	3.07	22.69	3.28	6.85	2.47	1.79
	鹰瑞（北）高速	0.27	--	4.19	362.12	4.09	48.48
	昌金高速	6.26	22.31	6.71	7.16	5.44	9.63
	景婺黄(常)高速	1.81	39.65	2.18	20.82	1.84	11.62
	武吉高速	1.38	36.26	1.86	34.72	2.38	56.62
	石吉高速	0.12	--	0.98	731.32	1.23	83.87
	泰赣高速	7.47	13.81	6.61	-11.48	4.47	-11.67
	瑞赣高速	0.98	263.89	1.62	65.71	1.73	67.28
	鹰瑞（南）高速	0.91	--	1.49	441.64	1.66	76.62
	永武高速	--	--	0.16	--	0.44	2125
	隘瑞高速	--	--	0.10	--	0.26	1132.7
	昌北机场高速	0.35	45.58	0.25	-30.43	0.07	-68.98
开发公司	梨温高速	14.48	15.13	15.15	4.63	10.95	-2.5
	景鹰高速	2.4	47.85	3.01	25.61	2.42	12.12
	德昌高速	--	--	0.29	--	1.00	2936.6
	祁浮高速良禾口至桃墅店段	--	--	--	--	--	--
	昌九高速	7.93	18	7.96	0.38	5.84	-1.64
赣粤高速	昌樟高速	7.42	15.43	7.24	-2.51	5.14	-5.22
	温厚高速	1.8	13.92	1.66	-7.99	1.12	-12.12
	九景高速	3.77	29.67	4.28	13.49	3.33	3.74
	彭湖高速	0.06	--	0.24	275.69	0.18	1.73
	昌泰高速	7.51	9.95	6.46	-13.99	4.28	-13.77
	昌奉高速	--	--	0	--	0.07	--
	银三角一级	0.57	-9.61	0	--	0	--
	兴赣一级	0.30	--	0	--	0	--
合计		69.57	22.08	77.34	11.22	61.79	7.75

资料来源：公司提供

注：1、上表中，乐温高速、温沙高速、鹰瑞高速（北）、昌金高速、景婺黄高速、武吉高速、石吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、鹰瑞高速（南）、永武高速、隘瑞高速、昌北机场等 13 条路段于 2012 年移交至公司，2010-2011 年通行费收入未纳入公司合并范围；2、银三角一级已于 2010 年取消收费；3、厦昆线赣州城西段高速通行费收入含在泰赣高速统计中。

2011 年，公司运营主要高速公路（含代理托管路段）日均车流量为 22.69 万辆，同比增长 13.55%。其中，昌樟高速、昌九高速日均车流量已超过或接近饱和运营状态；乐温高速、温沙高速、昌金高速、梨温高速等已进入稳定增长期，车流量平稳较快增长。2012 年 1-9 月，公司运营主要高速公路日均车流量为 25.22 万辆，较 2011 年日均车流量增长 11.13%。

表 7 公司主要运行高速公路日均车流量

单位：辆/日

路段名称	2010 年	2011 年	增幅	2012 年 1-9 月
泰井高速	1239	1266	2.18	1846
乐温高速	9495	11031	16.18	12535
温沙高速	7997	10059	25.78	10658
鹰瑞高速（北）	5465	10675	95.33	15340
昌金高速	15990	19026	18.99	21569
景婺黄高速	4587	6292	37.17	6285
武吉高速	2063	2971	44.01	4958
石吉高速	721	2024	180.72	3669
泰赣高速	23416	22464	-4.07	21257
瑞赣高速	3630	5837	60.80	9284
鹰瑞高速（南）	3389	7932	134.05	13545
永武高速		2465		3302

隘瑞高速		4377		6780
梨温高速	26583	38508	44.86	29744
景鹰高速 (含祁浮)	5374	6800	26.54	8418
德昌高速		2445		3841
昌九高速	27094	31329	15.63	33472
昌樟高速 (含昌傅、温厚)	55128	55629	0.91	52640
九景高速	10818	13378	23.66	13232
彭湖高速	1329	1860	39.95	1829
昌泰高速	32899	21406	-34.93	19563
昌奉高速		1011		1368
总计	199816	226899	13.55	252159

资料来源：公司提供

注：厦昆线赣州城西段高速车流量含在泰赣高速统计中。

在建项目

截至 2012 年 9 月底，公司在建高速公路项目 12 个（其中九江长江公路大桥和寻乌至全南项目为参股路段）。公司在建项目总投资为 611.80 亿元，截至 2012 年 9 月底已完成投资 265.27 亿元，占总投资的比重为 43.36%。公司在建项目投资金额较大，未来需要融资金额将会进一步增加，预计未来公司负债水平将会上升。

表 8 截至 2012 年 9 月底公司在建项目情况

项目名称	建设里程 (公里)	概算总投资 (亿元)	每公里概算投资 (亿元)	截至 2012 年 9 月底 累计完成投资额 (亿元)	建设周期
吉安至莲花	106.66	52.51	0.49	35.30	2010.8~2012.12
厦坪至睦村	43.32	32.75	0.76	17.65	2011.4~2013.6
抚州至吉安	179.20	94.55	0.53	53.89	2011.7~2012.12
宜春至万载	34.72	20.21	0.58	0.70	2012.7-
奉新至铜鼓	132.84	69.53	0.52	46.03	2010.8~2012.10
昌樟高速公路改扩建工程	86.54	61.53	0.71	1.17	2012.7-
昌九高速改扩建工程	8.86	7.78	0.88	--	2012.7-

程					
九江绕城	46.96	31.33	0.67	2.80	2012.7-
赣州至崇义	87.54	68.95	0.79	44.30	2010.8-2012.12
德兴至上饶	61.22	47.92	0.78	32.70	2010.8~2012.12
寻乌至全南（公司参股 45%）	112.10	87.13	0.78	4.03	2012.7-
九江长江公路大桥（公司参股 39%）	17.13	37.61	2.20	26.70	2009.9~2013.10
合计	917.09	611.80	--	265.27	--

资料来源：公司提供

注：赣州至崇义高速为 2012 年江西省交通运输厅划拨路产。

九、募集资金使用情况

“07江西高速债”（以下简称“本期债券”）存续期为2007年7月30日至2022年7月29日，发行额度15亿元。本期债券募集资金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28日开工建设，2008年1月20日基本建成通车。

2011年，公司EBITDA为41.01亿元，为本期债券的2.73倍；经营活动产生的现金流入量73.10亿元，为本期债券的4.87倍；经营活动产生的现金流量净额为30.01亿元，为本期债券本金的2.00倍。公司EBITDA和经营性现金流对本期债券保障程度较高。

本期债券由中国农业银行江西省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信2012年公开评级，农业银行主体长期信用等级为AAApi，对“07江西高速债”本息偿还的安全性保障力强。

十、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经中磊会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

2011 年公司合并范围未发生变化。2012 年 1-9 月公司合并范围新增子公司 5 家，变化

情况如下：①2012 年，公司对原孙公司江西广告装饰有限公司（现更名为江西高速传媒有限公司）进行增资扩股，增资完成后，公司持股比例为 30%，成为第一大股东，并与子公司合计持有表决权比例为 92.5%，公司将其由子公司合并变为直接合并纳入合并范围，对公司合并财务报表不产生影响；②根据江西省人民政府赣府字[2012]49 号文和江西省交通运输厅赣交财审字[2012]117 号文，公司接收江西省交通运输厅 14 条收费还贷高速公路的整体划转，上述 14 条路产的资产、负债、损益均纳入公司合并范围，同时，公司将宜春路鼎实业有限公司、江西路吉公路工程有限公司、江西昌金高速公路工程有限公司和江西锦瑞实业发展有限公司纳入合并范围。以 2011 年底为基准日上述 14 条收费还贷高速公路的资产为 982.77 亿元，负债为 448.44 亿元。2012 年江西省交通运输厅 14 条路产的划转对公司合并范围影响大，公司总资产和净资产规模、收入等均大幅上升，有息债务显著增长。

表 9 2010~2012 年 9 月底公司合并范围主要财务数据

单位：万元

项 目	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额	480.26	677.13	1726.23
负债总额	247.93	383.83	877.84
所有者权益	232.33	293.30	848.39
全部债务	174.36	291.78	731.57

营业收入	65.30	71.34	67.55
营业成本	35.52	36.24	20.25
利润总额	21.63	23.15	17.76

资料来源：公司审计报告

1. 盈利能力

2011年，公司实现营业收入71.34亿元，同比增长9.26%，主要来源于工程收入和代理托管经费收入的增加。高速收费业务盈利能力上升带动下，公司营业成本增幅低于营业收入增幅，营业利润率由2010年的42.37%上升至45.82%。

2011年，受债务规模扩大导致财务费用显著增加影响，公司期间费用达到12.48亿元，同比增长46.88%；公司期间费用率由上年的13.01%上升至17.49%。

2011年，公司实现营业利润20.36亿元，同比增长7.97%，主业盈利规模平稳上升。

公司营业外收入主要系政府补贴款，近几年，公司获得的政府补贴相对稳定，2010年和2011年分别为2.77亿元和2.56亿元，为公司利润形成了一定的补充。2011年，公司实现利润总额23.15亿元，同比增长7.01%。2011年，受净资产规模和债务规模大幅增长影响，公司总资产收益率和净资产收益率分别较2011年下降0.74个百分点和1.75个百分点，为4.80%和5.94%。

2012年1-9月，受公司合并范围扩大以及路网效应逐步发挥影响，公司实现营业收入67.55亿元，占2011年全年的94.69%。高速收费业务毛利率继续快速上升且收入占比显著增加，带动当期营业利润率继续提高至68.01%。

2012年江西省交通运输厅14条收费路产整体移交，公司有息债务划入394.48亿元，带动2012年1-9月财务费用迅速增加，公司当期期间费用率大幅上升至47.89%。公司财务费用对利润的侵蚀加大。2012年1-9月，公司实现营业利润11.78亿元，占2011年全年的57.87%；营业外收入6.26亿元，占2011年全年的199.14%，主要系政府补助增加所致。2012年1-9月，公司实现

利润总额17.76亿元，占2011年全年的76.75%。

总体来看，跟踪期内，公司主业盈利能力持续快速上升，营业利润率达到较高水平；2012年前三季度运营路产规模的扩大带动公司收入规模显著增加；公司获得的政府补助持续性强，对公司利润形成一定补充。

2. 现金流及保障

2011年，公司经营活动现金流入73.10亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金66.96亿元，现金收入比为93.86%，较2010年下降7.51个百分点，主要由于江西省高速公路联网收费结算中心代收通行费未全部收回，系时间差所致；收到其他与经营活动有关现金6.14亿元，主要为政府补贴款以及往来款。经营活动现金流出43.09亿元。受行业特性影响，折旧等非付现成本占比较高，公司经营活动具有较强的获现能力，2011年公司经营活动产生的现金流量净额为30.01亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模小，投资活动现金流表现为净流出。2011年公司投资活动现金流出133.72亿元，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金121.53亿元，较2010年增加60.06亿元，系高速公路建设投资增加所致；投资支付的现金12.19亿元，系长期股权投资增加。由于公司在建项目较多，投资活动净流出量由2010年的62.61亿元快速增加至133.53亿元，对外融资需求大幅增加。

筹资活动方面，2011年公司筹资活动现金流入290.56亿元，较2010年增加191.20亿元，其中，吸收投资收到的现金47.16亿元，主要为车购税补助资金；取得借款收到的现金243.41亿元，公司对外筹资规模大幅上升。公司筹资活动现金流出135.74亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2011年公司筹资活动现金流表现为净流入154.82亿元，能够满足投资需求。

2012年1-9月，由于江西省交通运输厅划入路产的1-9月份通行费收入未到帐，公司按照收

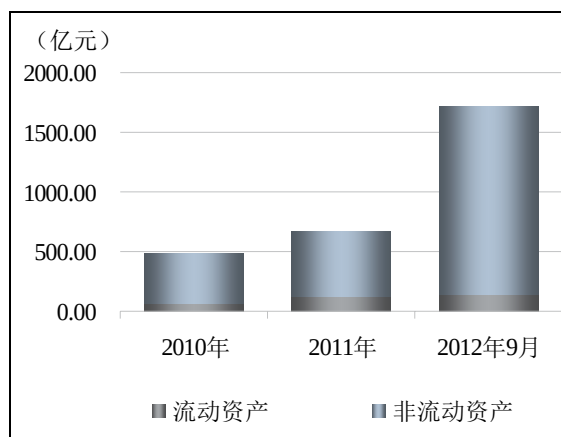
支清算计入“其他应收款”，故当期公司销售商品、提供劳务收到的现金较少，为42.21亿元，现金收入比为62.48%，划入路产通行费收入将于年底完成结算并全部到账；收到其他与经营活动有关的现金9.61亿元，仍以政府补贴款和往来款为主。公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增长至31.16亿元，原因为配合划拨路产债务转移工作，公司垫付资金26.33亿元作为转移债务部分已到期债务本息，待负债转移手续完成相应抵减。相应的，经营活动现金流表现为净流出5.83亿元。在建项目投资增加，公司投资活动现金净流出82.82亿元。筹资活动现金流出、流出仍以增加借款及本息偿付为主，2011年公司筹资活动现金流量净额为74.12亿元。

总体来看，公司经营活动获现能力较强；公司在建规模较大，投资活动现金表现为较大规模净流出，公司通过银行借款、发行债券、债权转让等多种方式加大融资平衡投资资金，同时，公司从2011年起可获得较大规模的财政部车购税补助，对公司建设资金形成一定补充，公司筹资活动能够满足投资需求；未来几年公司在建项目仍然较多，投资需求较大，预计公司对债务融资的依赖程度依然较大。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额677.13亿元，同比增长40.99%，主要来源于货币资金、预付款项、固定资产、长期股权投资和在建工程的增加。资产结构方面，流动资产占18.93%，非流动资产占81.08%，资产结构仍以非流动资产为主。2012年，江西省交通运输厅将14条收费还贷高速公路路产划转至公司，导致公司资产规模大幅扩张，截至2012年9月底，公司资产总额1726.23亿元，较2011年底增幅达154.93%，主要来源于固定资产和在建工程的增长；相应的，非流动资产占比上升至92.02%，流动资产占比下降至7.98%。

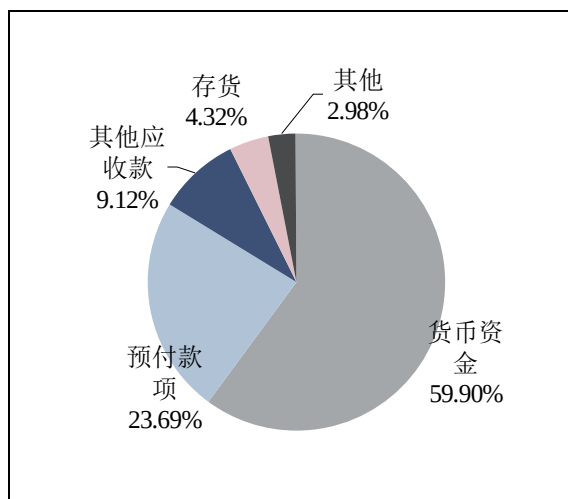
图2 2010-2012年9月底公司资产结构



资料来源：2011年财务报表

截至2011年底，公司流动资产128.18亿元，同比增长124.85%，主要系货币资金和预付款项增加所致。流动资产结构以货币资金、预付款项和其他应收款为主，与2010年相比变化不大。截至2011年底，公司货币资金76.78亿元，同比增幅达200.71%，主要系2011年12月23日，公司与昆仑信托有限责任公司（以下简称“昆仑信托”）签署了《应收账款债权转让及回购合同》，将江西省交通运输厅和江西省高速集团德上高速公路有限责任公司、江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司享有的标的债权转让给昆仑信托，获得转让价款50亿元，公司将该笔款项计入“其他非流动负债”，公司应在2014年12月23日前回购完毕昆仑信托享有的上述标的债权，回购溢价率为7.5%。2011年底，公司预付款项30.36亿元，同比增长83.86%，主要系随着新建项目增多，公司预付工程款相应增加所致，公司预付款项以1年以内为主，占92.65%。公司其他应收款主要为关联单位往来款、联营单位借款以及投标保证金等，截至2011年底为11.69亿元，同比增长43.89%。其中，应收股东江西省交通运输厅4.33亿元，全部为1年以内款项；应收江西省公路管理局1.75亿元，账龄为3年以上。公司按账龄分析法计提坏账准备，其他应收款坏账准备提取比例为17.52%，计提较为充分。

图3 2011年底公司流动资产结构



资料来源：2011年财务报表

截至2012年9月底，公司流动资产137.67亿元，较2011年底增长7.40%，其中，货币资金减少14.74亿元；其他应收款增加23.21亿元，主要系江西省交通运输厅划入路产1-9月通行费收入款项未到帐所致。公司流动资产仍以货币资金、预付款项和其他应收款为主，货币资金占比有所下降，其他应收款占比进一步上升。

截至2011年底，公司非流动资产合计548.95亿元，同比增长29.70%，主要来自于长期股权投资、固定资产和在建工程的增加。公司非流动资产结构与2010年底基本一致，固定资产和在建工程分别占70.70%和17.31%。截至2011年底，公司长期股权投资18.68亿元，同比增长189.33%，主要系公司对参股单位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车购税资金投入增加所致。截至2011年底，公司固定资产405.92亿元，同比增加106.67亿元，主要系德昌高速、昌奉高速建成通车由在建工程转固所致；公司在建工程82.61亿元，同比增长12.76%，系在建项目继续推进投资增加所致。

截至2012年9月底，公司非流动资产1588.56亿元，较2011年底增长189.38%，主要系固定资产和在建工程增加所致。2012年9月

底，公司固定资产1353.11亿元，较2011年底增加947.19亿元，主要系根据赣府字[2012]49号文和赣交财审字[2012]117号文，江西省交通运输厅路产划转（其中13条已通车项目，1条在建项目赣崇高速计入在建工程）所致；在建工程189.67亿元，较2011年底增加107.07亿元，主要系赣崇高速划转及其他在建项目继续推进所致。

总体来看，跟踪期内，公司接收了股东路产划转，资产规模快速扩张；资产增长以固定资产为主，非流动资产占比进一步上升；货币资金总体规模较大，为公司在建项目顺利推进提供了一定保障。

截至2011年底，公司所有者权益293.30亿元，同比增长26.24%，其中，资本公积增加44.88亿元，系公司收到财政部拨付的车购税补助资金46.00亿元列入资本公积，以及公司按持股比例享有赣粤高速减少资本公积1.12亿元；未分配利润增加11.07亿元。实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占32.41%、31.02%、0.69%、16.61%和19.28%，公司所有者权益稳定性较好。

截至2012年9月底，公司所有者权益848.39亿元，较2011年底增长189.25%，主要来源于资本公积的增加。2012年9月底，公司资本公积增加542.58亿元，系：①江西省交通运输厅将14条收费还贷高速公路资产和负债经审计、评估后净资产534.33亿元计入资本公积；②公司收到财政部拨付的车购税补助资金7.96亿元。经过路产划拨，2012年9月底，公司资本公积占比上升至74.68%，实收资本占11.20%，公司所有者权益稳定性显著提高。

截至2011年底，公司负债总额383.83亿元，同比增长54.81%，主要系短期借款、长期借款、其他非流动负债和长期应付款增加所致，公司负债的增长主要来源于有息债务，债务规模大幅扩张。公司负债结构与上年比变化不大，流动负债和非流动负债占比分别为32.32%和67.68%。

截至2011年底，公司流动负债124.07亿元，同比增长34.03%，其中短期借款39.93亿元，增加24.26亿元，以信用借款为主；其他应付款21.52亿元，同比增加3.67亿元，主要为往来款、暂估款和保证金等；其他流动负债29.00亿元，全部为公司子公司赣粤高速发行的“11赣粤CP01”、“11赣粤CP02”和“11赣粤CP03”三期短期融资券。

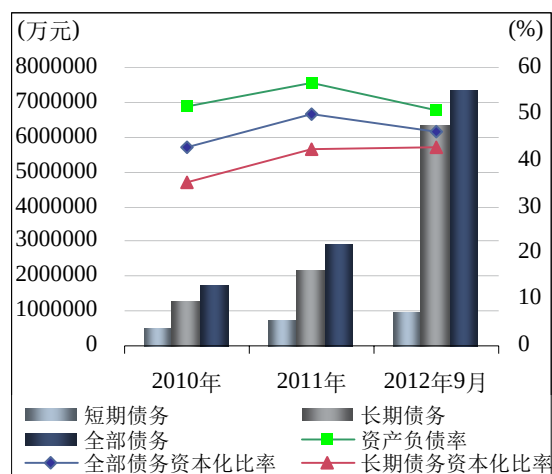
截至2011年底，公司非流动负债259.76亿元，同比增长67.20%。其中，长期借款130.93亿元，增加30.13亿元，主要为公路收费权质押借款103.99亿元；长期应付款23.57亿元，增加13.31亿元，系增加的德昌高速、景鹰高速暂估款；其他非流动负债60.02亿元，主要为子公司赣粤高速发行10亿元非公开定向债务融资工具以及公司与昆仑信托签订债权转让款50亿元，公司与昆仑信托签订了《应收账款债权转让及回购合同》，公司于2014年12月23日完成上述标的债权的回购，回购溢价率为年7.5%。

截至2012年9月底，公司负债总额877.84亿元，较2011年底增加494.01亿元，主要来源于其他应付款、其他流动负债和长期应付款的增加。公司流动负债和非流动负债占比分别为22.36%和77.64%，非流动负债占比较2011年底上升9.96个百分点。其他流动负债59.00亿元，为公司及子公司赣粤高速发行的短期融资券；长期应付款420.98亿元，较2011年底增加397.42亿元，主要系江西省交通运输厅将14条收费还贷高速公路资产和负债移交公司，由于长期借款及一年内到期的非流动负债合计394.48亿元尚未完成转移手续，故暂挂长期应付款。其他非流动负债75.02亿元，较2011年底增加15.00亿元，系赣粤高速发行第二期非公开定向债务融资工具15亿元所致。

有息债务方面，本报告将计入“其他流动负债”科目中的短期融资券调至短期债务及全部债务；将计入“其他非流动资产”科目中的非公开定向债务融资工具和昆仑信托债权转让款、计入“长期应付款”科目中的股东划入路

产银行长期借款均调至长期债务和全部债务；将计入“长期应付款”科目的股东划入路产一年内到期的非流动负债调至短期债务和全部债务。截至2011年底，公司全部债务291.78亿元，同比增长67.34%，主要系随着在建项目推进公司加大债务融资力度所致。其中，短期债务占25.78%，长期债务占74.22%。截至2012年9月底，公司全部债务731.57亿元，较2011年底增加了439.79亿元，主要来源于长期债务的增长，长期债务占比上升至80.94%，短期债务占比下降至19.06%。跟踪期内，公司资产负债率波动下降，2010年-2012年9月底分别为51.62%、56.68%和50.85%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体呈上升趋势，2010年-2012年9月底，全部债务资本化比率分别为42.87%、49.87%和46.30%，长期债务资本化比率分别为35.15%、42.47%和41.11%。

图4 公司债务负担指标情况



资料来源：公司财务报表

总体来看，跟踪期内，公司资产规模大幅提升；债务规模显著扩张，债务负担有所加重，但仍处于合理区间。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年底，公司流动比率和速动比率分别为103.31%和98.86%，分别较2010年上升41.73和41.50个百分点；经营现金流动负债比为24.18%，较

2010 年下降 13.66 个百分点。2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别 70.13% 和 66.21%。总体看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2011 年公司 EBITDA 为 41.01 亿元，同比增长 16.30%，有息债务规模 291.78 亿元，同比增长 67.34%，EBITDA 利息倍数由 2010 年的 5.53 倍下降至 3.01 倍；全部债务/EBITDA 由 2010 年的 4.95 倍上升至 7.12 倍。公司整体偿债能力有所下降，但仍保持适宜水平。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保余额 29 亿元，担保比率为 3.42%，全部为对江西省铁路投资集团有限公司提供的担保。江西省铁路投资集团有限公司为江西省发改委下属国有独资公司，主要负责江西省内铁路建设，目前经营正常。公司对外担保比率较低，或有负债风险不大。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得各商业银行授信额度 804.06 亿元，其中已使用额度 218.72 亿元，未使用额度 585.35 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司控股上市公司赣粤高速，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司在人民银行的《企业基本信用信息报告》（报告编号：[B-201212233968]），截至 2012 年 12 月 13 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

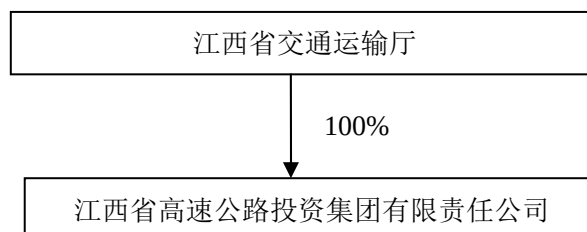
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及江西省政府对于公司的各项支持等的综合判断，公司整体抗风险能力强。

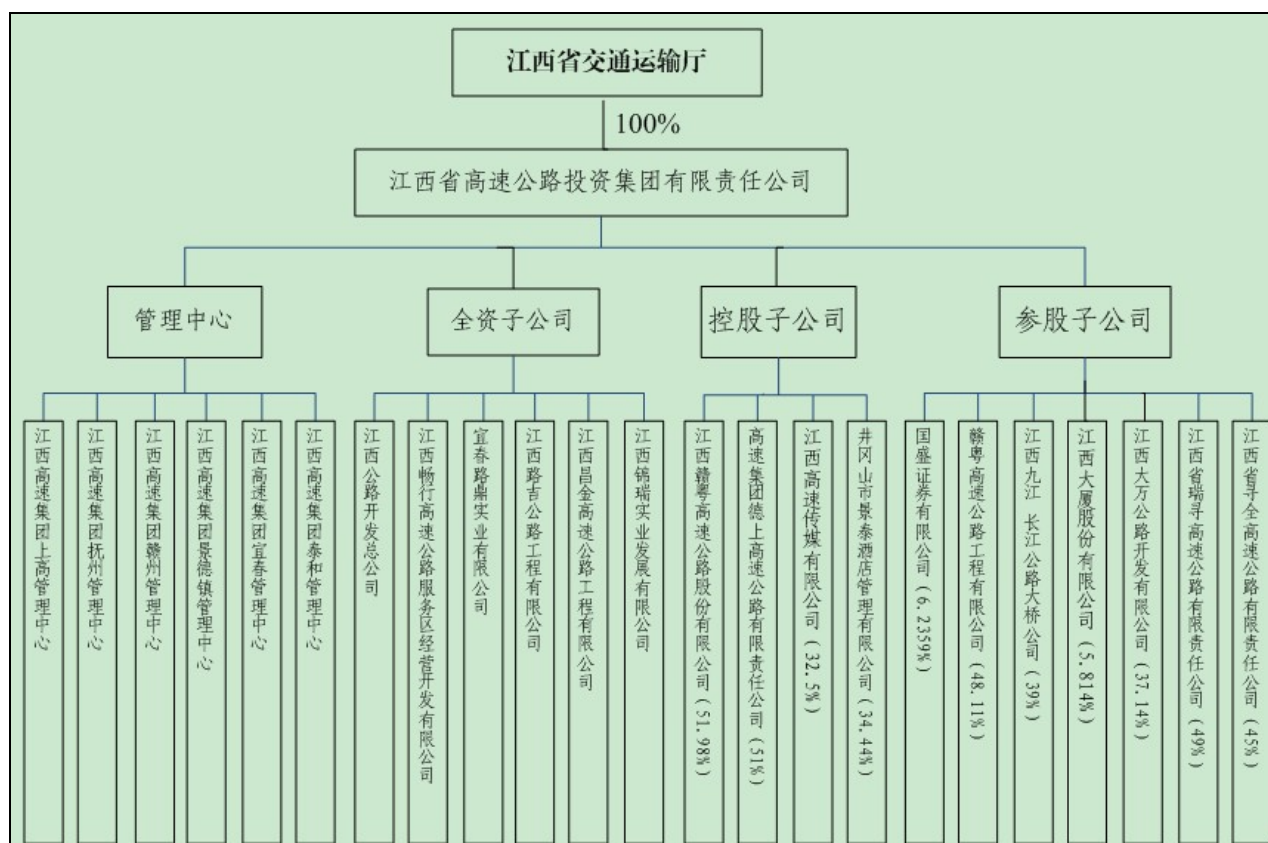
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“07 江西高速债” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2011 年期初	2011 年期末	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	91897.79	255314.90	767769.78	189.04	620344.44
交易性金融资产					
应收票据					50.00
应收账款	21891.93	29255.18	37164.57	30.29	27821.84
预付款项	13777.96	165139.43	303632.73	369.44	301242.39
应收利息			1034.23		1440.97
应收股利	0.00	56.09	56.09		56.09
其他应收款	37575.61	81211.78	116859.49	76.35	348922.33
存货	12065.02	39117.36	55314.69	114.12	76819.04
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	177208.31	570094.73	1281831.58	168.95	1376697.12
非流动资产：					
可供出售金融资产	120510.02	69914.78	42463.01	-40.64	38929.92
持有至到期投资					
长期应收款					3171.00
长期股权投资	36177.52	64550.22	186762.27	127.21	197672.22
投资性房地产	13778.12	32824.21	31473.47	51.14	30318.63
固定资产	1272456.43	2992542.40	4059244.21	78.61	13531110.76
在建工程	138296.67	732610.41	826061.03	144.40	1896724.64
工程物资					
油气资产					
无形资产	13684.88	14989.93	13191.48	-1.82	12100.85
开发支出					
商誉	136026.45	136026.45	136026.45	0.00	136026.45
长期待摊费用	312.83	17772.18	14704.98	585.61	16302.58
递延所得税资产	4208.88	10871.86	19178.64	113.46	23247.91
其他非流动资产	160375.00	160375.00	160375.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1895826.78	4232477.44	5489480.53	70.16	15885604.97
资产总计	2073035.09	4802572.17	6771312.11	80.73	17262302.08

附件 2-1 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2011 年期初	2011 年期末	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	3900.00	156700.00	399257.60	911.80	263000.00
交易性金融负债					
应付票据	13796.71	64362.49	7566.50	-25.94	7000.00
应付账款	72618.94	212757.31	201531.79	66.59	326226.18
预收款项	9107.47	15159.11	21756.06	54.56	32540.31
应付职工薪酬	1745.96	9564.88	6521.35	93.26	5455.25
应交税费	15421.80	21220.83	36194.04	53.20	10387.35
应付利息	2822.84	3823.79	7252.58	60.29	21080.22
应付股利	52.62	52.62	52.62	0.00	52.62
其他应付款	40233.31	178467.04	215189.03	131.27	598052.00
担保责任准备金					
一年内到期的非流动负债	10041.97	13135.05	55390.00	134.86	109390.00
其他流动负债	150000.00	250484.63	290000.00	39.04	590013.82
流动负债合计	319741.62	925727.74	1240711.57	96.99	1963197.75
非流动负债：					
长期借款	0.00	1008000.00	1309338.00		1391473.00
应付债券	246913.08	251448.22	256232.80	1.87	260018.60
长期应付款	134716.24	102592.47	235687.78	32.27	4209838.51
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	8934.66	191510.38	196138.26	368.54	203685.98
其他非流动负债			600177.69		750175.00
非流动负债合计	390563.98	1553551.07	2597574.53	157.89	6815191.10
负债合计	710305.60	2479278.81	3838286.10	132.46	8778388.86
所有者权益：					
实收资本（或股本）	100000.00	950505.12	950505.12	208.30	950505.12
资本公积	486741.35	461033.97	909816.93	36.72	6335613.67
专项储备					
盈余公积	14074.97	17245.90	20160.40	19.68	20160.40
未分配利润	283908.84	376435.65	487179.44	31.00	581883.06
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	884725.16	1805220.65	2367661.89	63.59	7888162.25
少数股东权益	478004.33	518072.71	565364.11	8.75	595750.97
所有者权益合计	1362729.49	2323293.36	2933026.00	46.71	8483913.23
负债和所有者权益总计	2073035.09	4802572.17	6771312.11	80.73	17262302.08

附件 3 公司利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	327716.15	652978.24	713438.65	47.55	675544.45
减：营业成本	146079.76	355171.58	362386.88	57.50	202454.49
营业税金及附加	12423.22	21131.59	24173.51	39.49	13631.85
销售费用	1238.89	1281.33	1544.58	11.66	1219.81
管理费用	17844.95	33722.68	43637.66	56.38	33035.25
财务费用	12359.61	49934.85	79579.73	153.75	289268.94
资产减值损失	2586.53	7327.52	1457.59	-24.93	9790.93
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）					
投资收益（损失以“－”号填列）	1440.05	4131.45	2898.95	41.88	-8352.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1423.70	4073.65	2889.98	42.47	-3897.24
汇兑收益（损益以“－”号添列）					
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	136623.24	188540.14	203557.65	22.06	117791.17
加：营业外收入	22287.00	31796.39	31421.96	18.74	62573.56
减：营业外支出	3945.27	4044.29	3520.64	-5.53	2727.00
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	154964.96	216292.24	231458.97	22.21	177637.74
减：所得税费用	29133.40	37652.54	57098.03	40.00	36232.10
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	125831.57	178639.69	174360.94	17.71	141405.63
其中：归属于母公司所有者的净利润	56655.51	109614.37	113658.29	41.64	94703.62
少数股东损益	69176.05	69025.32	60702.65	-6.32	46702.02

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	324367.12	661909.94	669610.13	43.68	422101.95
收到的税费返还		3300.00			
收到其他与经营活动有关的现金	39486.03	50552.07	61392.54	24.69	96114.21
经营活动现金流入小计	363853.15	715762.01	731002.67	41.74	518216.16
购买商品、接受劳务支付的现金	82767.35	201313.84	214109.04	60.84	118586.93
支付给职工以及为职工支付的现金	28278.51	73895.06	102856.67	90.72	74363.15
支付的各项税费	44086.09	61734.45	68213.71	24.39	72018.57
支付其他与经营活动有关的现金	20541.90	28516.95	45767.14	49.26	311579.92
经营活动现金流出小计	175673.84	365460.30	430946.55	56.62	576548.57
经营活动产生的现金流量净额	188179.31	350301.71	300056.12	26.27	-58332.41
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		3000.00			100.00
取得投资收益收到的现金	453.17	1879.28	1770.81	97.68	1001.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	2.42	117.94	133.15	642.08	401.65
处置子公司及其他营业单位收到的现金					
收到其他与投资活动有关的现金					1671.52
投资活动现金流入小计	455.59	4997.22	1903.96	104.43	3174.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	159575.20	614738.07	1215333.13	175.97	803936.59
投资支付的现金	16260.00	16393.00	121888.00	173.79	26985.31
取得子公司及其他营业单位支付的现金					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	175835.20	631131.07	1337221.13	175.77	831396.22
投资活动产生的现金流量净额	-175379.62	-626133.85	-1335317.16	175.93	-828221.59
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	3.56	28533.62	471599.00	36318.16	45990.53
取得借款收到的现金	170330.00	965080.00	2434055.60	278.02	1601135.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					267476.00
筹资活动现金流入小计	170333.56	993613.62	2905654.60	313.02	1914601.53
偿还债务支付的现金	143740.00	494780.00	1238423.61	193.53	1051757.60
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24270.48	65613.54	118810.32	121.25	104104.38
支付其他与筹资活动有关的现金	909.28	1528.09	204.78	-52.54	17533.33
筹资活动现金流出小计	168919.76	561921.63	1357438.71	183.48	1173395.31
筹资活动产生的现金流量净额	1413.80	431691.99	1548215.89	3209.19	741206.22
四、汇率变动对现金及现金等价物的影					
五、现金及现金等价物净增加额	14213.49	155859.85	512954.84	500.74	-145347.78
加: 期初现金及现金等价物余额	76726.58	98078.50	253938.34	81.92	765204.09
六、期末现金及现金等价物余额	90940.07	253938.34	766893.18	190.40	619856.30

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	125831.57	178639.69	174360.94	17.71
加: 资产减值准备	2586.53	7327.52	1457.59	-24.93
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	46977.69	87387.41	95530.89	42.60
投资性房地产折旧				
无形资产摊销	830.84	1693.07	1559.13	36.99
长期待摊费用摊销	17.67	506.43	3827.23	1371.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-2.15	-78.16	-53.74	400.34
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	1989.44	946.79	9.45	-93.11
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	12999.06	51268.76	82474.82	151.89
投资损失(收益以“-”号填列)	-1440.05	-4131.45	-2898.95	41.88
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-2382.15	-4193.04	-2618.00	4.83
递延所得税负债的增加(减少以“-”号填列)	0.00	4020.28	4905.13	
存货的减少(增加以“-”号填列)	7448.91	1821.40	-16197.33	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-12904.39	-27952.42	-58509.98	112.93
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	6226.34	53045.42	16208.94	61.35
其他				
经营活动产生的现金流量净额	188179.31	350301.71	300056.12	26.27
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	90940.07	253938.34	766893.18	190.40
减: 现金的期初余额	76726.58	98078.50	253938.34	81.92
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	14213.49	155859.85	512954.84	500.74

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.97	25.53	21.48	--
存货周转次数(次)	12.11	13.88	7.68	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.19	0.12	--
现金收入比(%)	98.98	101.37	93.86	62.48
盈利能力				
营业利润率 (%)	51.63	42.37	45.82	68.01
总资本收益率(%)	7.49	5.54	4.31	--
净资产收益率(%)	9.23	7.69	5.94	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	15.34	35.15	42.47	41.11
全部债务资本化比率(%)	23.76	42.87	49.87	46.30
资产负债率(%)	34.26	51.62	56.68	50.85
偿债能力				
流动比率(%)	55.42	61.58	103.31	70.13
速动比率(%)	51.65	57.36	98.86	66.21
经营现金流动负债比(%)	58.85	37.84	24.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.09	5.53	3.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.01	4.95	7.12	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.03	-0.16	-0.35	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.52	-4.32	-7.59	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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 / 主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
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 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额 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 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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