

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1124 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,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
二零一三年七月二十六日



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	2007/7/30-2022/7/30	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	25.53	76.78	86.15
资产总额(亿元)	480.26	677.13	1847.98
所有者权益(亿元)	232.33	293.30	856.08
短期债务(亿元)	48.42	75.22	154.28
全部债务(亿元)	174.36	291.78	816.01
营业收入(亿元)	65.30	71.34	91.42
利润总额(亿元)	21.63	23.15	23.49
EBITDA(亿元)	35.26	41.01	70.63
经营性净现金流(亿元)	35.03	30.01	53.08
营业利润率(%)	42.37	45.82	66.27
净资产收益率(%)	7.69	5.94	2.15
资产负债率(%)	51.62	56.68	53.67
全部债务资本化比率(%)	39.13	47.26	48.80
流动比率(%)	61.58	103.31	49.94
全部债务/EBITDA(倍)	4.24	6.41	10.58
EBITDA 利息倍数(倍)	5.53	3.01	1.74
经营现金流动负债比(%)	37.84	24.18	17.95

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托应收账款债权转让及回购单一资金信托计入“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 条路产长期借款和融资租赁款计入“长期应付款”科目, 本报告将其调至长期债务。

分析师

黄静雯

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; 营业收入持续增加; 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。

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。同时, 2013 年公司调整后新的收费标准有所提高, 有利于公司通行费收入增加。

“07 江西高速债”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

- 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 87.82%, 区域经营垄断地位进一步加强。
- 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。
- 跟踪期内, 公司资产规模大幅扩张, 通行费收入持续增长。
- 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未来投资额较大，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债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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、负债规模大幅扩张。截至2012年底,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3家一级子公司,截至2013年3月底,公司合并范围拥有5家全资子公司、4家控股子公司和9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2013年3月底,江西省高速公路通车总里程为4260公里,其中,公司控股高速公路通车里程为3741公里,占江西省高速公路已

通车总里程的87.82%,在江西省高速公路经营行业的据垄断地位进一步增强。

截至2012年底,公司合并资产总额1847.98亿元,所有者权益856.08亿元;2012年公司实现营业收入91.42亿元,利润总额23.49亿元。

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

2012年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012年,中国实现国内生产总值519322亿元,同比增长7.8%,GDP前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长8.1%,二季度增长7.6%,三季度增长7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度GDP增长为7.9%。2012年,中国规模以上工业增加值同比增长10.0%,增速同比回落3.9个百分点。分季度看,一季度同比增长11.6%,二季度增长9.5%,三季度增长9.1%,四季度增长10.0%。2012年,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现主营业务收入915915亿元,同比增长11.0%;规模以上工业企业实现利润55578亿元,同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元,同比名义增长14.3%,同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012年固定资产投资(不含农户)364835亿元,同比增长20.6%,较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快

于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江

苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝于2012年5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至2012年12月底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内分两次分别下调一年期存贷款基准利率0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

公司主营业务为高速公路投资与经营管理。

1. 高速公路发展现状

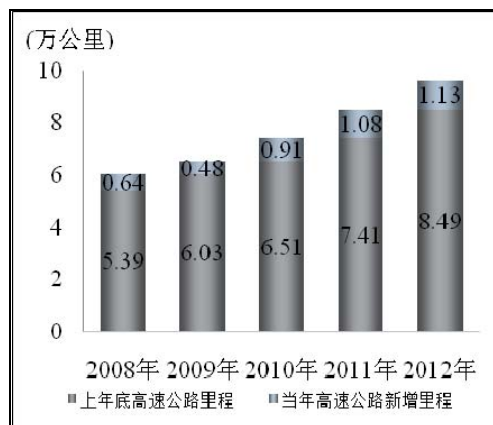
高速公路建设

2011年和2012年，中国新增高速公路通车里程分别1.08万公里和1.13万公里，总里程达9.62万公里，居世界第二位，中国高速公路网络更加完善。

2012年全年公路建设到位资金11124.90亿元，与投资完成额相比，资金到位率为87.5%。此外，考虑目前路网已经比较完备，公路建设投资增速持续下降，行业供给压力将会持续减

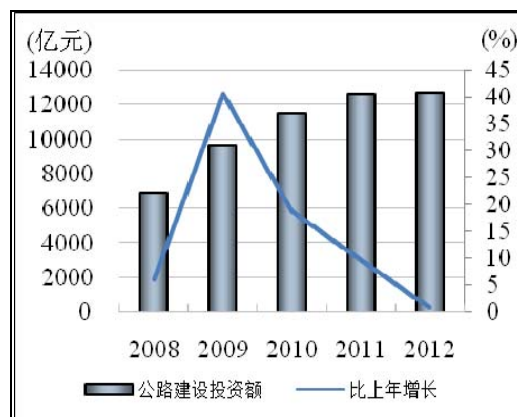
轻，2012年，中国公路建设固定资产投资小幅增长。根据中华人民共和国交通运输部统计，2012年，中国公路建设投资额为12713.95亿元，同比增长0.9%；其中，高速公路建设完成投资7238.30亿元，下降2.5%；国道省道改造完成投资2575.33亿元，增长5.9%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路尤其是高速公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。但随着投资总量的逐步扩大，“十二五”中后期公路行业将逐渐步入“高投资规模、低投资增速”的轨道。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

图2 2008-2012年全国公路建设投资额及增长率



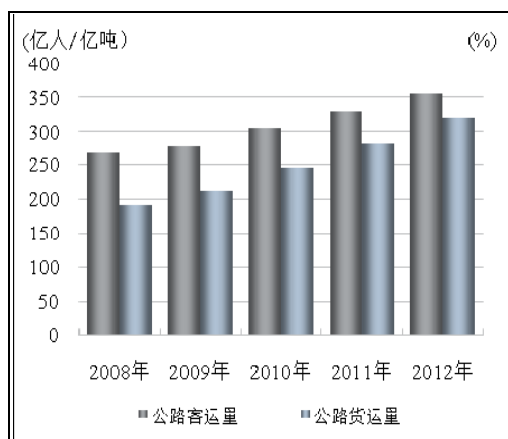
资料来源：交通运输部

高速公路运输

2012年全年，全国公路客运量和货运量分别达355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨

公里，分别同比增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日免收小型客车通行费政策的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。

图3 2008-2012年全国公路运输量情况



资料来源：交通运输部

2. 高速公路行业政策

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。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。

3. 高速公路发展前景

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部

投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。

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，高速公路建设需求较大。

总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。由于高速公路高投入的特点，对外部融资的依赖性较强，而根据交通部的数据，目前全国收费公路的整体债务比例已高达64%。未来高速公路建设中资金瓶颈将是行业面临的主要问题。

4. 区域经济概况

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。2012年，江西省实现地区生产总值12948.5亿元，同比增长11.0%，其经济结构以第二产业为主，第二产业增加值占GDP总量的53.8%。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。

2012 年，江西省完成公路客、货运量分别为 77650 万人和 113703 万吨，同比分别增长 7.1% 和 15.6%；客、货运周转量分别为 372.0 亿人公里和 2559.8 亿吨公里，同比分别增长 9.1% 和 23.9%。

根据江西省 2013 年 1 月 19 日召开的交通运输工作会议，江西省在 2013 年交通基础设施建设计划投资规模为 354 亿元。全省高速公路建设项目 15 个，项目里程 1081.3 公里。其中，拟建成九江新长江公路大桥、井睦 2 条高速公路，完成吉莲高速公路钟家山隧道、抚吉高速公路赣江特大桥以西段扫尾工作，使全省高速公路通车里程达到 4346 公里；续建九江绕城、万载至宜春、寻乌至全南、昌樟高速改扩建工程、昌九高速通远段扩建工程等 5 个项目；开工金溪至抚州、兴国至赣县、资溪花山界至里木、都昌至九江高速星子至九江段、南昌至宁都、宁都至兴国（龙口）、南昌至上栗等 7 个项目；复工建设萍洪高速公路项目。

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，区域经济增速较快。跟踪期内，受中国宏观经济增速下滑影响，江西省区域经济增速相应放缓，但增速仍高于全国水平；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、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 2009~2010 年江西赣粤高速公路股份有限公司、江西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，根据江西省人民政府赣府字[2012]49 号文件以及江西省交通运输厅赣交财审字[2012]117 号《关于收费还贷高速公路资产和负债整体评估结构及移交事宜的批复》，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（所有路段均已通车），经审计、评估以上路段净资产为 534.33 亿元，计入公司“资本公积”。截至 2013 年 3 月底，公司控股高速公路通车里程总计 3741 公里，占江西省高速公路已通车里程的 87.82%，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 18 条，收费里程 2257 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 8 条，收费里程 816 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》，2012 年公司将获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金 11.52 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，2012 年公司获得财政支持款 4.10 亿元和财政奖励款 0.51 亿元；同期，公司收到江西省交通运输

厅收费还贷高速公路补助款 5.00 亿元，以上财政补贴款全部计入“营业外收入—政府补助”。另外，根据赣府发[2013]10 号文件，在 2020 年前，江西省财政对公司子公司赣粤高速公路股份有限公司现有支持政策不变，并从 2013 年起，每年将给予公司不低于 10 亿元的高速公路建设资金补贴（作为公司营业外收入），同时未来建设高速公路沿线的市县政府“按新建高速公路境内概算投资总额 8%筹措建设资金注入省高速集团”用于公路建设。建设资金补贴有助于降低公司未来路产建设资金压力和债务成本。税收优惠方面，江西省政府对公司旗下收费还贷公路通行费收入免征营业税及附加、对应的应纳税额免征企业所得税，省级财政给予的每年财政补贴也免收所得税。

表 1 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
车购税补助资金	460020.00	115166.00	0.00
财政支持款	25399.00	46061.48	0.00
其他	1.19	50008.00	25000.00
合计	485420.19	211235.48	25000.00

资料来源：公司提供

3. 人员素质

2013 年 3 月 15 日，原集团党委书记李素华同志因任职到龄，不再担任该职务，王江军先生担任集团党委书记一职。

公司党委书记王江军先生，51 岁，本科学历，现任江西省高等级公路管理局和江西省高速公路投资集团党委书记。历任江西省交通厅直属机关党委主任科员、厅直属机关团委书记、厅直属机关党委专职副书记、厅党委办公室主任；江西省交通稽查征费局党委书记；江西省公路运输管理局党委书记。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

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，代理托管经费收入降为零。

2012 年，江西省交通运输厅将其下属 14 条高速路产（全部路段均已通车；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，使得公司收入规模较大幅度增长，同时代建托管经费收入为零。2012 年，公司实现营业收入 91.42 亿元，同比增长 28.15%。其中，主营业务收入 90.33 亿元，占营业收入的比重为 98.81%。同时，公司收入结构发生变化，车辆通行费收入占比上升至 92.06%，较上年大幅上升。

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持续上升，2011~2012 年分别为 62.44% 和 72.82%，2013 年一季度为 76.50%。在此带动下主营业务毛利率由 2011 年的 49.12% 上升至 2012 年的 68.63% 和 2013 年一季度的 72.59%。

表 2 公司主营业务收入构成

类别	2011 年			2012 年			2013 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
车辆通行费收入	46.88	66.41	62.44	83.16	92.06	72.82	23.60	93.97	76.50
工程收入	12.11	17.16	7.82	5.36	5.94	17.38	0.96	3.81	3.79

代理托管经费收入	9.50	13.46	42.09						
其他经营收入	2.09	2.96	21.91	1.81	2.00	28.03	0.56	2.21	25.19
小 计	70.58	100.00	49.12	90.33	100.00	68.63	25.12	100.00	72.59

资料来源：审计报告附注，公司提供

路产规模及质量

截至 2013 年 3 月底，公司拥有江西省境内高速公路总通车里程 3741 公里，包括直属高速公路 18 条、全资子公司公路开发公司运营高速公路 4 条、控股子公司赣粤高速运营高速公路 8 条。

2012 年，公司所辖通车路段新增 19 个，合计新增收费里程 2348 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、赣崇高速和厦昆线赣州城西段高速等 14 条路段系江西省交通运输厅移交资产；赣崇高速、抚吉高速、吉莲高速、德上高速、良禾口至桃墅店高速公路和奉铜高速系 2012 年新通车路段。

公司 2011 年-2012 年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、赣崇高速、吉莲高速均为国家高速公路网组成路段；抚吉高速、德上高速、德昌高速、昌奉高速、良禾口至桃墅店高速和奉铜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 3 截至 2012 年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	2005.11-2025.10
	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	2006.11-2026.10
	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	2011.10-2031.10
	昌北机场高速	4	1999.01-2030.3
	赣崇高速	88	2012.12.31-待定
	抚吉高速	179	2012.12.31-待定
	吉莲高速	106	2012.12.31-待定
	德上高速	61	2012.12.31-待定
开发 公司	梨温高速	245	2002.12-2032.12
	景鹰高速	203	2007.11-2037.11
	德昌高速	204	2011.09-2041.9
	良禾口至桃墅店	16	2012.08-2042.8
赣粤 高速	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
	奉铜高速	152	2012.10-2042.10
合计		3741	

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

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），决定从 2013 年 4 月 1 日零时起，统一调整江西省高速公路车辆通行费收费标准，有关调整事项如下：①统一调整高速公路客车通行费标准。对客车一类车（7 座及以下）车辆通行费标准统一调整为 0.45 元/车公里；其他类型的客车仍维持原定收费标准。②统一调整高速公路货车计重收费标准。货车计重收费基本费率为 0.09 元/吨公里；

合法装载车辆 10 吨至 40 吨部分，按 0.09 元/吨公里线性递减至 0.045 元/吨公里收取；40 吨以上部分按 0.045 元/吨公里计费；超限运输车辆按原倍率执收。与之前收费标准相比，调整后新的收费标准有所提高，有利于公司通行费收入增加。

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、昌泰高速以及公司直属的泰赣高速通行费收入有所下降，均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 4 公司运营高速公路通行费收入情况（单位：亿元，%）

路段		2011 年		2012 年		2013 年 1~3 月	
所属单位	名称	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	0.22	37.50	0.22	-0.86	0.04	-8.55
	乐温高速	1.44	1.36	1.59	10.84	0.45	3.07
	温沙高速	3.28	6.85	3.28	-0.12	0.94	1.51
	鹰瑞（北）高速	4.19	362.12	5.71	36.06	1.67	16.07
	昌金高速	6.71	7.16	7.25	8.10	2.06	3.46
	景婺黄(常)高速	2.18	20.82	2.41	10.13	0.76	11.64
	武吉高速	1.86	34.72	3.54	90.32	1.35	130.90
	石吉高速	0.98	731.32	1.70	73.23	0.64	51.57
	泰赣高速	6.61	-11.48	5.94	-10.08	1.49	-0.83
	瑞赣高速	1.62	65.71	2.38	46.99	0.74	21.81
	鹰瑞（南）高速	1.49	441.64	2.30	54.30	0.70	20.00
	永武高速	0.16	--	0.61	288.18	0.21	49.98
	隘瑞高速	0.10	--	0.35	262.06	0.11	21.20
	昌北机场高速	0.25	-30.43	0.09	-64.00	0.03	7.89
	赣崇高速	--	--	0.00	--	0.10	--
	抚吉高速	--	--	0.00	--	0.08	--
开发公司	吉莲高速	--	--	0.00	--	0.08	--
	德上高速	--	--	0.00	--	0.08	--
	梨温高速	15.15	4.63	14.70	-2.93	4.00	5.42
	景鹰高速	3.01	25.61	3.51	16.48	1.22	46.04
赣粤高速	德昌高速	0.29	--	1.38	367.47	0.47	47.29
	祁浮高速良禾口至	--	--	0.00	--	0.00	--
	昌九高速	7.96	0.38	7.56	-4.99	1.61	-19.94
	昌樟高速	7.24	-2.51	6.71	-7.25	1.60	-9.90
	温厚高速	1.66	-7.99	1.51	-8.93	0.44	10.76
	九景高速	4.28	13.49	4.45	3.99	1.29	7.97
	彭湖高速	0.24	275.69	0.27	14.11	0.12	105.67
	昌泰高速	6.46	-13.99	5.53	-14.33	1.2	-15.15
	昌奉高速	0.00	--	0.11	--	0.05	186.78
	奉铜高速	0.00	--	0.04	--	0.09	-
合计		77.38	11.22	83.16	6.44	23.60	10.90

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、赣崇高速等 14 条路段于 2012 年移交至公司，2011 年通行费收入未纳入公司合并范围；2、厦昆线赣州城西段高速通行费收入含在泰赣高速统计中；3、赣崇高速、抚吉高速、吉莲高速、德上高速、祁浮高速良禾口至桃墅店段 2012 年的通行费收入分别为 6.53 万元、3.25 万元、3.25 万元、7.99 万元和 2.83 万元；祁浮高速良禾口至桃墅店段 2013 年一季度的通行费收入为 4.91 万元。

2012 年, 公司运营主要高速公路日均车流量为 30.24 万辆, 同比增长 8.47%。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。2013 年 1-3 月, 公司运营主要高速公路日均车流量为 34.14 万辆, 较 2012 年日均车流量增长 12.89%。

表 5 公司主要运行高速公路日均车流量

(单位: 辆/日, %)

路段名称	2011 年	2012 年	增幅	2013 年 1-3 月
泰井高速	1266	1817	43.52	1274
乐温高速	11031	12700	15.13	14485
温沙高速	10059	10563	5.01	12309
鹰瑞高速(北)	10675	16363	53.28	20379
昌金高速	19026	21732	14.22	24296
景婺黄高速	6292	7311	16.20	9255
武吉高速	2971	5611	88.86	8981
石吉高速	2024	3821	88.78	5582
泰赣高速	22464	20712	-7.80	20814
瑞赣高速	5837	9721	66.54	12302
鹰瑞高速(南)	7932	14253	79.69	17902
永武高速	2465	3507	42.27	4850
隘瑞高速	4377	7140	63.13	9425
梨温高速	38508	29571	-23.21	32441
景鹰高速	6800	12255	35.00	13464

(含祁浮)				
德昌高速	2445	3922	60.41	4585
昌九高速	31329	32413	3.46	27939
昌樟高速 (含昌傅、温厚)	55629	51874	-6.75	52827
九景高速	13378	14756	10.30	17168
彭湖高速	1860	2294	23.33	3894
昌泰高速	21406	18463	-13.75	15898
昌奉高速	1011	1587	56.97	2953
赣崇高速				1901
抚吉高速				983
吉莲高速				1204
德上高速				2158
奉铜高速				2092
总计	278785	302386	8.47	341361

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 2013 年 3 月底, 公司在建高速公路项目 7 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 278.34 亿元, 截至 2013 年 3 月底已完成投资 91.03 亿元, 占总投资的比重为 32.70%, 未来 2~3 年还需投资 150.08 亿元, 公司对外融资需求较大, 预计未来公司负债水平会有一定的上升。

表 6 截至 2013 年 3 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 2013 年 3 月底 累计完成投资额 (亿元)	建设周期
井睦高速	43.32	32.75	0.76	22.03	2011.4-2013.10
宜万高速	34.72	20.21	0.58	5.11	2012.7-2014
昌樟高速公路改扩建工程	86.54	61.53	0.71	4.71	2012.7-待定
昌九高速改扩建工程	8.86	7.78	0.88	1.03	2012.7-待定
九江绕城	46.96	31.33	0.67	6.85	2012.7-待定
寻乌至全南(公司参股 45%)	112.10	87.13	0.78	19.44	2012.7-待定
九江长江公路大桥(公司参股 39%)	17.13	37.61	2.20	31.86	2009.9~2013.10
合计	349.63	278.34	--	91.03	

资料来源: 公司提供

八、募集资金使用情况

公司 2007 年发行额度为 15 亿元、期限为 15 年的“07 江西高速债”, 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。截

至目前,上述资金已全部按预定用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012年度财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司江西分所^①审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

2012年公司合并范围新增子公司3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,收入为30.87亿元。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(见表7)。③2012年划入的子公司宜春路鼎实业有限公司已于2012年12月6日经宜春市工商行政管理局核准注销。

^①根据中国证监会《证监会通报万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案》文件,中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中,未勤勉尽责,审计程序缺失,在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为,所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为,违反了《证券法》等法律法规的相关规定,构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元,并处以2倍的罚款,撤销其证券服务业务许可。

2013年3月,公司得知相关情况,及时约谈了中磊会计师事务所江西分所负责人,其表明,江西分所历来对审计程序及审计风险严格把控,会一如既往的遵循。鉴于公司2012年度年报审计当时已在进行中,相关处罚尚未明确,公司接受该所继续对年报进行审计,并要求其加强审计风险控制,保证审计工作质量,待相关事务所案情处置明朗后,再确定更换事务所事宜。

表7 2011~2012年公司合并范围主要财务数据变化情况 (单位:亿元)

项 目	2011 年	2012 年
资产总额	677.13	1847.98
负债总额	383.83	991.90
所有者权益	293.30	856.08
全部债务	291.78	816.01
营业收入	71.34	91.42
营业成本	36.24	28.21
利润总额	23.15	23.49

资料来源:公司审计报告

1. 盈利能力

2012年6月,14条收费还贷高速公路整体划转至公司,故受车辆通行费收入增加以及路网效应逐步发挥影响,公司实现营业收入91.42亿元,同比增长28.15%。由于2012年公司代理托管的14条收费还贷高速公路被整体划拨给公司,运营成本变化不大,但公司收到的通行费增加导致营业收入增加,因而公司营业利润率由2011年的45.82%上升至66.27%。

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392.05亿元,带动2012年财务费用迅速增加,公司当期期间费用达到42.37亿元,同比增长239.50%;期间费用率由2011年17.49%大幅上升至46.35%。公司财务费用对利润的侵蚀加大。

2012年,公司投资收益由2011年的0.29亿元减少至2012年的-1.30亿元,使得公司实现营业利润15.09亿元,同比下降25.88%。

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,2011年和2012年分别为2.56亿元和9.61亿元,为公司利润形成了较好的补充。2012年,公司实现利润总额23.49亿元,同比增长1.47%。2012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2012年下降1.73个百分点和3.79个百分点,为3.53%和2.15%。

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;公

司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，对公司利润形成较好补充。

2. 现金流及保障

2012 年，公司经营活动现金流入 101.86 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 89.19 亿元，现金收入比为 97.56%，较 2011 年提高 3.70 个百分点；收到其他与经营活动有关现金 12.67 亿元，主要为政府补贴款以及往来款。经营活动现金流出 48.78 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，2012 年公司经营活动产生的现金流量净额为 53.08 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。2012 年公司投资活动现金流出 115.97 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 113.87 亿元，较 2011 年减少 7.66 亿元；。由于公司在建项目较多，投资活动净流出量高达 115.85 亿元，较 2011 年减少 17.68 亿元。公司筹资活动前现金流量净额为-62.77 亿元，对外融资需求仍然较大。

筹资活动方面，2012 年公司筹资活动现金流入 309.44 亿元，较 2011 年增加 18.83 亿元，其中，吸收投资收到的现金 0.17 亿元；取得借款收到的现金 276.18 亿元，较 2011 年增长 13.46%，公司对外筹资规模有一定的上升。公司筹资活动现金流出 237.44 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2012 年公司筹资活动现金流表现为净流入 72.00 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

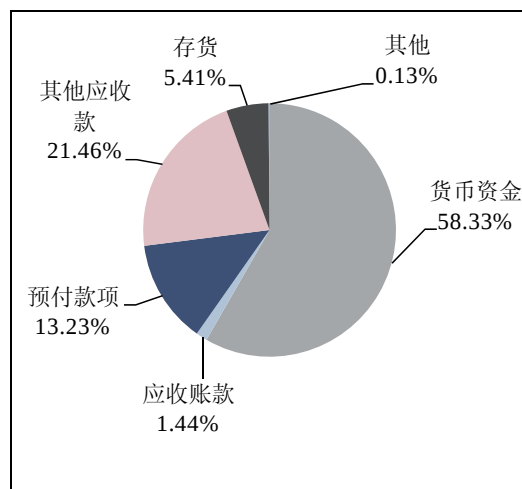
司对债务融资的依赖程度依然较大。

3. 资本及债务结构

受 14 条收费还贷高速公路的整体划转至公司的影响，公司资产规模大幅扩张。截至 2012 年底，公司资产总额 1847.98 亿元，同比增长 172.91%，主要来源于货币资金、其他应收款、存货、固定资产的增加。资产结构方面，流动资产占 7.99%，非流动资产占 92.01%。

截至 2012 年底，公司流动资产 147.68 亿元，同比增长 15.21%，主要系货币资金、其他应收款和存货增加所致。流动资产结构以货币资金、预付款项和其他应收款为主，与 2011 年相比变化不大。截至 2012 年底，公司货币资金 86.15 亿元，同比增长 12.20%。随着大量在建工程完工，截至 2012 年底，公司预付款项 19.54 亿元，同比下降 35.66%；公司预付款项以 1 年以内为主，占 88.09%。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 2012 年底为 31.70 亿元，同比增长 171.23%。其中，应收股东江西省交通运输厅 20.07 亿元，大部分款项为 1 年以内；应收江西省公路管理局 1.88 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 12.09%，计提较为充分。

图 4 2012 年底公司流动资产结构



资料来源：2012 年财务报表

截至 2012 年底，公司非流动资产合计 1700.30 亿元，同比增长 209.74%，主要来自于固定资产的增加。公司非流动资产中，固定资产比重十分突出，高达 95.45%。截至 2012 年底，公司固定资产 1623.02 亿元，同比增长 299.83%，主要系 14 条收费还贷高速公路的整体划转至公司以及吉莲高速、抚吉高速、奉铜高速、德上高速等建成通车由在建工程转固所致；公司在建工程 32.74 亿元，同比下降 60.36%，系大量在建项目转入固定资产所致。

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 2012 年底，公司所有者权益 856.08 亿元，同比增长 191.88%，其中，资本公积增加 546.03 亿元，系公司收到财政部拨付的车购税补助资金 11.52 亿元、整体划入公司的 14 条收费还贷高速公路所评估的净资产 534.33 亿元以及按持股比例享有赣粤高速和江西公路开发总公司增加的资本公积 0.18 亿元均列入资本公积。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 11.96%、80.17%、0.32%、7.54%和 7.19%，公司所有者权益中资本公积比重更加突出。

截至 2012 年底，公司负债总额 991.90 亿元，同比增长 158.42%，主要系短期借款、长期借款、应付账款、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 29.82%和 70.18%。

截至 2012 年底，公司流动负债 295.74 亿元，同比增长 138.36%，其中短期借款 67.89 亿元，以信用借款为主；应付账款 86.05 亿元，增加 65.90 亿元，主要系 14 条收费还贷高速公路的整体划转至公司导致应付工程款大幅增加；其他应付款 47.33 亿元，同比增加 25.82

亿元，主要为往来款、暂估款和保证金等；其他流动负债 69.00 亿元，全部为公司子公司赣粤高速发行短期债券“12 赣粤 CP01”、“12 赣粤 CP02”、“12 赣高速 CP001”、“12 赣高速 CP002”和“12 赣高速 PPN001”。

截至 2012 年底，公司非流动负债 696.16 亿元，同比增长 168.00%。其中，长期借款 146.78 亿元，增加 15.85 亿元，主要为公路收费权质押借款 138.65 亿元；长期应付款 416.45 亿元，增加 392.88 亿元，主要系 14 条收费还贷高速公路资产和负债整体移交给公司，而长期借款尚未完成转移手续，故暂挂长期应付款；其他非流动负债 75.02 亿元，较 2011 年增加 15 亿元，为子公司赣粤高速发行 15 亿元非公开定向债务融资工具。

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“其他非流动负债”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。截至 2012 年底，公司全部债务 816.01 亿元，同比增长 179.67%，主要系 14 条收费还贷高速公路资产和负债整体移交给公司所致。其中，短期债务占 10.45%，长期债务占 81.09%。

2012 年公司资产负债率、全部债务资本比率和长期债务资本比率分别为 53.67%，48.80%和 43.60%，随着负债规模的增大，有息债务指标较 2011 年略有上升。

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，全部债务资本化比率略有加重，但仍处于合理区间。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 49.94%和 47.24%，分别较 2011 年下降 53.38 和 51.62 个百分点；经营现金流动负债比为 17.95%，较 2011 年下降 6.24 个百分点。考虑到公司持有大量现金类资

产及较好的通行费收费能力，而短期偿债指标大幅下降，公司短期偿债能力存在一定压力。

从长期偿债能力指标看，2012 年公司 EBITDA 为 70.63 亿元，同比增长 72.23%，有息债务规模 816.01 亿元，同比增长 179.67%，EBITDA 利息倍数由 2011 年的 3.01 倍下降至 1.74 倍；全部债务/EBITDA 由 2011 年的 6.41 倍上升至 10.58 倍。跟踪期内，公司长期偿债指标有所下降，长期偿债能力一般。

公司于2007年发行额度为15亿元、期限为15年的“07江西高速债”。公司2012年EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券的保护倍数分别为4.71倍、6.79倍和3.54倍，对公司存续债券的保障能力很强。

截至 2012 年底，公司现金类资产为 86.15 亿元，为公司存续债券的 5.74 倍，具有很强的保障能力。

截至 2013 年 3 月底，公司对外担保余额 29 亿元，担保比率为 3.37%，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 2013 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 972.23 亿元，其中已使用额度 373.18 亿元，未使用额度 599.05 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-201305650884]），截至 2013 年 5 月 9 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。

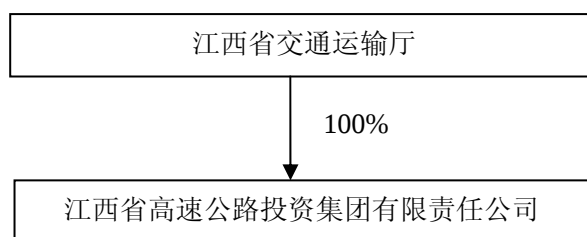
十、担保方分析

“07 江西高速债”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，中国农业银行主体长期信用等级为 AA^{Api}，对“07 江西高速债”本息偿还的安全性保障力强。

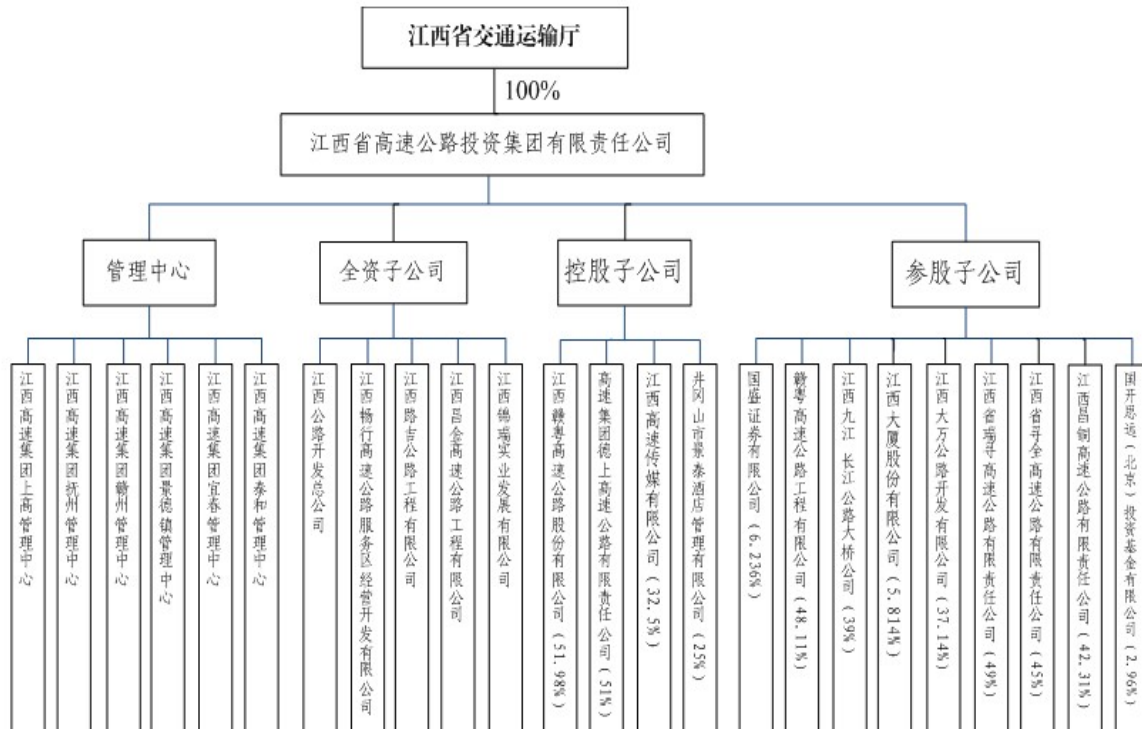
十一、结论

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

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	255314.90	767769.78	861475.74	83.69
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	0.00	0.00	7.80	
应收账款	29255.18	37164.57	21263.87	-14.75
预付款项	165139.43	303632.73	195365.35	8.77
应收利息	0.00	1034.23	1852.18	
应收股利	56.09	56.09	56.09	0.00
其他应收款	81211.78	116859.49	316954.22	97.56
存货	39117.36	55314.69	79837.35	42.86
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	570094.73	1281831.58	1476812.60	60.95
非流动资产：				
可供出售金融资产	69914.78	42463.01	47083.90	-17.94
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	64550.22	186762.27	189451.74	71.32
投资性房地产	32824.21	31473.47	29933.69	-4.50
固定资产	2992542.40	4059244.21	16230186.18	132.89
在建工程	732610.41	826061.03	327426.42	-33.15
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	14989.93	13191.48	12211.50	-9.74
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	136026.45	136026.45	136026.45	0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	17772.18	14704.98	11859.95	-18.31
递延所得税资产	10871.86	19178.64	18838.51	31.63
其他非流动资产	160375.00	160375.00	0.00	-100.00
非流动资产合计	4232477.44	5489480.53	17003018.33	100.43
资产总计	4802572.17	6771312.11	18479830.93	96.16

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	156700.00	399257.60	678850.00	108.14
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	64362.49	7566.50	7000.00	-67.02
应付账款	212757.31	201531.79	860519.96	101.11
预收款项	15159.11	21756.06	25659.38	30.10
应付职工薪酬	9564.88	6521.35	13165.76	17.32
应交税费	21220.83	36194.04	18318.88	-7.09
应付利息	3823.79	7252.58	23536.90	148.10
应付股利	52.62	52.62	52.62	0.00
其他应付款	178467.04	215189.03	473344.56	62.86
预计负债	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债	13135.05	55390.00	166960.00	256.53
其他流动负债	250484.63	290000.00	690000.00	65.97
流动负债合计	925727.74	1240711.57	2957408.05	78.74
非流动负债：				
长期借款	1008000.00	1309338.00	1467791.50	20.67
应付债券	251448.22	256232.80	380326.65	22.99
长期应付款	102592.47	235687.78	4164536.47	537.13
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	191510.38	196138.26	198757.42	1.87
其他非流动负债	0.00	600177.69	750174.11	
非流动负债合计	1553551.07	2597574.53	6961586.15	111.69
负债合计	2479278.81	3838286.10	9918994.19	100.02
所有者权益：				
实收资本(或股本)	950505.12	950505.12	950505.12	0.00
资本公积	461033.97	909816.93	6370145.41	271.71
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	17245.90	20160.40	25495.90	21.59
未分配利润	376435.65	487179.44	599276.31	26.17
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	1805220.65	2367661.89	7945422.75	109.79
少数股东权益	518072.71	565364.11	615413.98	8.99
所有者权益合计	2323293.36	2933026.00	8560836.73	91.96
负债和所有者权益总计	4802572.17	6771312.11	18479830.93	96.16

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	652978.24	713438.65	914180.16	18.32
减: 营业成本	355171.58	362386.88	288140.55	-9.93
营业税金及附加	21131.59	24173.51	20212.03	-2.20
销售费用	1281.33	1544.58	1448.68	6.33
管理费用	33722.68	43637.66	45154.45	15.71
财务费用	49934.85	79579.73	377129.71	174.82
资产减值损失	7327.52	1457.59	18186.01	57.54
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	4131.45	2898.95	-13037.33	
其中: 对合营企业投资收益	4073.65	2889.98	-13956.24	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	188540.14	203557.65	150871.40	-10.55
加: 营业外收入	31796.39	31421.96	100501.23	77.79
减: 营业外支出	4044.29	3520.64	16522.31	102.12
其中: 非流动资产处置损失	946.79	9.45	1265.12	15.60
三、利润总额	216292.24	231458.97	234850.31	4.20
减: 所得税费用	37652.54	57098.03	50523.79	15.84
四、净利润	178639.69	174360.94	184326.53	1.58
其中: 归属于母公司的净利润	109614.37	113658.29	122742.72	5.82
少数股东损益	69025.32	60702.65	61583.80	-5.54

附件4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
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	661909.94	669610.13	891901.12	16.08
收到的税费返还	3300.00	0.00	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	50552.07	61392.54	126696.07	58.31
经营活动现金流入小计	715762.01	731002.67	1018597.20	19.29
购买商品、接受劳务支付的现金	201313.84	214109.04	136578.31	-17.63
支付给职工以及为职工支付的现金	73895.06	102856.67	106851.84	20.25
支付的各项税费	61734.45	68213.71	89618.89	20.49
支付其他与经营活动有关的现金	28516.95	45767.14	154723.73	132.93
经营活动现金流出小计	365460.30	430946.55	487772.78	15.53
经营活动产生的现金流量净额	350301.71	300056.12	530824.42	23.10
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	3000.00	0.00	5.67	-95.65
取得投资收益收到的现金	1879.28	1770.81	701.46	-38.91
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	117.94	133.15	538.89	113.76
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	4997.22	1903.96	1246.02	-50.07
购建固定资产、无形资产等支付的现金	614738.07	1215333.13	1138739.59	36.10
投资支付的现金	16393.00	121888.00	20994.78	13.17
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	631131.07	1337221.13	1159734.37	35.56
投资活动产生的现金流量净额	-626133.85	-1335317.16	-1158488.35	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	28533.62	471599.00	1721.00	-75.44
取得借款收到的现金	965080.00	2434055.60	2761763.50	69.17
发行债券收到的现金	0.00	0.00	119040.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	211912.34	
筹资活动现金流入小计	993613.62	2905654.60	3094436.84	76.47
偿还债务支付的现金	494780.00	1238423.61	1905097.60	96.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	65613.54	118810.32	429474.40	155.84
支付其他与筹资活动有关的现金	1528.09	204.78	39868.05	410.78
筹资活动现金流出小计	561921.63	1357438.71	2374440.05	105.56
筹资活动产生的现金流量净额	431691.99	1548215.89	719996.79	29.15
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	155859.85	512954.84	92332.86	-23.03
加: 期初现金及现金等价物余额	98078.50	253938.34	766893.18	179.63
六、期末现金及现金等价物余额	253938.34	766893.18	859226.04	83.95

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	178639.69	174360.94	184326.53	1.58
加: 资产减值准备	7327.52	1457.59	18186.01	57.54
固定资产折旧及其他	87387.41	95530.89	89235.97	1.05
无形资产摊销	1693.07	1559.13	829.21	-30.02
长期待摊费用摊销	506.43	3827.23	3777.82	173.13
处置固定资产、无形资产等损失	-78.16	-53.74	-474.23	
固定资产报废损失	946.79	9.45	1265.12	15.60
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	51268.76	82474.82	388705.18	175.35
投资损失	-4131.45	-2898.95	13037.33	
递延所得税资产减少	-4193.04	-2618.00	-912.91	
递延所得税负债增加	4020.28	4905.13	2716.98	-17.79
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	1821.40	-58509.98	-19727.49	
经营性应收项目的减少	-27952.42	16208.94	-102303.06	
经营性应付项目的增加	53045.42	16208.94	-47838.04	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	350301.71	332462.38	530824.42	23.10
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	253938.34	766893.18	859226.04	83.95
减: 现金的期初余额	98078.50	253938.34	766893.18	179.63
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	155859.85	512954.84	92332.86	-23.03

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	25.53	21.48	31.29	27.20
存货周转次数(次)	13.88	7.68	4.26	7.21
总资产周转次数(次)	0.19	0.12	0.07	0.11
现金收入比(%)	101.37	93.86	97.57	97.21
盈利能力				
营业利润率(%)	42.37	45.82	66.27	55.35
总资本收益率(%)	5.96	5.31	3.53	4.55
净资产收益率(%)	7.69	5.94	2.15	4.40
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	35.15	42.47	43.60	41.57
全部债务资本化比率(%)	39.13	47.26	48.80	46.40
资产负债率(%)	51.62	56.68	53.67	54.17
偿债能力				
流动比率(%)	61.58	103.31	49.94	68.28
速动比率(%)	57.36	98.86	47.24	64.75
经营现金流动负债比(%)	37.84	24.18	17.95	23.80
EBITDA 利息倍数(倍)	5.53	3.01	1.74	2.88
全部债务/EBITDA(倍)	4.24	6.41	10.58	8.06
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	-0.39	-0.08	-0.20
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.32	-7.59	-1.55	-3.92

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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。