

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1585 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将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由AA⁺调整为AAA，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
二零一五年七月二十九日



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: AAA 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: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	86.15	85.01	107.06
资产总额(亿元)	1847.98	1958.12	2182.92
所有者权益(亿元)	856.08	877.77	921.34
短期债务(亿元)	154.28	222.81	227.15
全部债务(亿元)	816.01	930.94	1012.14
营业收入(亿元)	91.42	107.75	111.49
利润总额(亿元)	23.49	20.45	29.93
EBITDA(亿元)	70.63	86.68	102.49
经营性净现金流(亿元)	53.08	89.87	177.24
营业利润率(%)	66.27	59.76	59.84
净资产收益率(%)	2.15	1.83	2.78
资产负债率(%)	53.67	55.17	57.79
全部债务资本化比率(%)	48.80	51.47	52.35
流动比率(%)	49.94	45.89	44.69
全部债务/EBITDA(倍)	11.55	10.74	9.88
EBITDA 利息倍数(倍)	1.74	1.58	1.64
经营现金流动负债比(%)	17.95	26.19	40.81

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

赵传第 侯煜明

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

江西省高速公路投资集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为江西省高速公路投资建设和管理运营主体, 在江西省高速公路行业中居于垄断地位。跟踪期内, 江西省区域经济发展快速, 高速公路投资规模不断扩大; 公司运营高速公路收费里程持续增长, 资产规模和营业收入保持稳定增长, 公司在资本金补助、财政补贴等方面持续获得江西省政府的支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司财务费用对利润侵蚀增大以及债务规模快速扩张等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

2015 年以来, 交通基础设施建设行业融资环境改善, 债务偿还的周转能力有所增强, 流动性风险降低; 江西省经济增长势头良好, 政府对公司支持力度大且持续性强; 随着公司在建高速公路的逐渐完工、车流量的不断培育, 公司未来收入水平和盈利能力有望得到增强。

“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, 经联合资信对中国农业银行的公开评级, 其主体长期信用等级为 AAA_{pi}, 有效地提高了“07江西高速债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁺ 调整至 AAA, 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. 2015 年以来, 随着地方政府债券债务置换工作的推进及交通基础设施建设行业自身融资环境的改善, 交通基础设施建设行业资金周转能力有所增强, 流动性风险降低。
2. 江西省区域经济发展快速, 高速公路投资规模不断增长; 截至 2014 年底, 公司管理高速公路收费里程在江西省占比达 86.73%, 保持区域经营垄断地位。

3. 跟踪期内，公司得到政府在资本金注入、财政补贴等方面的持续有力支持。
4. 公司资产规模持续扩张，通行费收入稳定增长。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对“07 江西高速债”的保障能力很强。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担不断加重。
2. 公司在建高速公路项目未来计划投资额大，对外融资需求较强。
3. 财务费用对公司利润侵蚀大；政府补助收入对公司利润总额贡献大。

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“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、负债规模大幅扩张。截至2014年底,公司注册资本为950505.12万元,江西省交通运输厅持有公司100%股权,为公司实际控制人。

截至2014年底,公司拥有4家全资子公司、3家控股子公司和7家参股子公司,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等重大基础设施的投融资、建设、服务、经营业务,此外还涉及服务区经营、交通基础设施的建设、建设工程施工、机械设备租赁、建筑材料批发代购、现代物流、仓储、广告、房地产开发经营等业务。截至2014年底,江西省高速公路通车总

里程为4515公里,其中,公司管理高速公路通车里程为3916公里,占江西省高速公路已通车总里程的86.73%,保持在江西省高速公路经营行业的垄断地位。

截至2014年底,公司合并资产总额2182.92亿元,所有者权益921.34亿元;2014年公司实现营业收入111.49亿元,利润总额29.93亿元。

公司注册地址:江西省南昌市西湖区朝阳洲中路367号;法定代表人:王江军。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M₂余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司是江西省高速公路投资建设与管理主体，高速公路行业发展现状、行业政策及江西省经济发展水平对公司经营和发展有着重大影响。

1. 高速公路行业概况

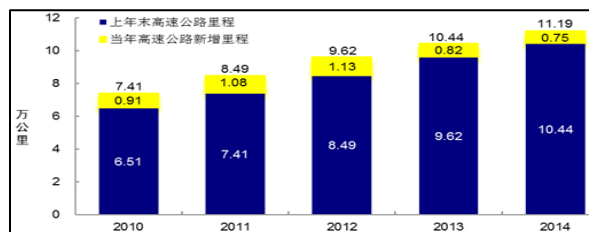
（1）高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网众的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量2.5万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2014年底的11.19万公里，年均复合增幅超过20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1 2010~2014年中国高速公路通车里程

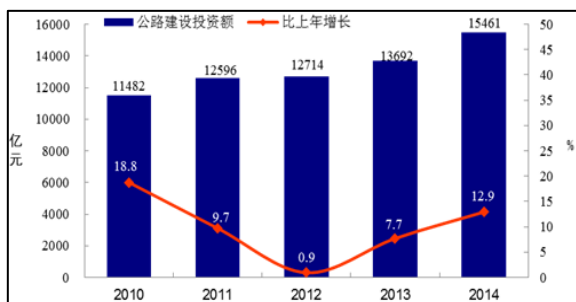


资料来源：交通运输部

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。农村公路建设完成投资3030.99亿元，增长20.4%，新改建农村公路23.21万公里。截至2014年底，全国公路总里程达446.39万公里，比上年末增加10.77万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，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。

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在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，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

图2 2010~2014年公路建设投资额及增长速度



资料来源：交通运输部

中国高速公路的发展同世界还有一定的

差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为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。但受重大节假日面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。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长3.3%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.50亿人和333.28亿吨，同比增速分别为2.8%和8.3%；公路客运周转量和货运周转量分别为11981.70亿人公里和61016.62亿吨公里，分别同比增长6.5%和9.5%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

（2）高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的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。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

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。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修订征求意见稿)》（以下简称“征求意见稿”），将收费高速公路分为政府收费高速公路和特许经营高速公路，政府收费高速公路由省、自治区、直辖市人民政府通过政府举债方式建设，债务由省人民政府统借统还，以该路网实际偿债期为准确定收费期限，在政府统一管理的高速公路完成政府债务清偿后，重新核定收费标准，实行养护管理收费；特许经营高速公路经营期限不得超过30年，但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过30年，经营期届满后，由政府收回统一管理。另外，《征求意见稿》对于收费高速公路权益转让进行了修订，明确新增政府收费公路不得无偿划拨，除收费公路权益外，收费公路资产不得转让和上市交易，还对政府收费公路权益的转让方式、考虑因素及出让价格、收费权转让后的收费期限和收费标准作出了修订。《征求意见稿》在适应财税体制改革的新要求、兼顾公平与效率、适应高速公路网络化运营和长期养护管理的客观需要等宏观背景下提出，通过后或有助于降低高速公路行业的债务风险。

（3）高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在

20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918网¹）。

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。按照国务院公布的高速公路网发展规划，中国将加快国高网主骨架建设，预计到“十二五”末7918路网将基本建成，届时，中国高速公路通车总里程将有望达到10万公里，超越美国跃居世界第一。

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。目前，交通运输“十三五”发展规划编制已全面启动，是新一轮大部门制改革后交通运输部组织编制的第一个综合交通运输发展规划。“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放，激发行业发展新动力；以综合交通运输体系建设为着力点，实现交通运输协调发展；以多式联运为突破口，提升现代物流发展水平；以发展公共交通为导向，推进区

域交通一体化；以信息化智能化为引领，推进交通运输现代化进程；以节能减排为抓手，推动交通运输可持续发展等方面进行研究。

2. 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。2014年，据初步测算，江西省实现地区生产总值15708.6亿元，同比增长9.7%；其中，第一产业增加值1683.7亿元，增长4.7%；第二产业增加值8388.3亿元，增长11.1%；第三产业增加值5636.6亿元，增长8.8%。三次产业对经济增长的贡献率分别为5.0%、65.8%和29.2%。江西省经济结构以第二产业为主，2014年经济结构进一步优化，三次产业结构调整为10.7:53.4:35.9，第三产业占比较上年提高0.8个百分点。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，江西省经济发展空间仍然较大。

经济的持续快速发展带动江西省财政实力的进一步增强。2014年江西省财政总收入2680.5亿元，比上年增长13.7%。其中，公共财政预算收入1881.5亿元，增长16.1%。财政总收入占生产总值的比重17.1%，比上年提高0.7个百分点；税收收入2179.8亿元，增长13.8%，占财政总收入的比重81.3%，比上年提高0.1个百分点。

3. 江西省高速公路发展

2014年，江西省铁路、公路和水运合计完成旅客运输量67798万人、货物运输量151767万吨，公路运输仍然是客货运的主要方式。

¹ “7918”：7条以北京为起点的高速公路放射线，9条南北纵向高速公路，18条东西横向高速公路。

2014 年江西省公路完成旅客运输量 59676 万人，公路完成货物运输量 137784 万吨，同比分别增长 3.0%和 13.6%；客、货运周转量分别为 316.5 亿人公里和 3073.3 亿吨公里，同比分别增长 2.9%和 8.6%。江西省 2014 年交通基础设施完成投资突破 400 亿元大关达 456 亿元，同比增长 28.5%。其中，高速公路建设完成投资 271 亿元，同比增长 42.9%。

江西省高速公路建设从 1989 年开始起步，经过近 30 年的发展，高速公路建设取得了巨大的成绩。截至 2014 年底，江西省高速公路通车里程达 4515 公里，实现“县县通高速”，2014 年全年新增高速公路通车里程 180 公里。

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；财政实力不断增强且质量好；江西省交通建设以公路建设为主，投资额不断增长，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%持股的企业，江西省交通运输厅为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

截至 2014 年底，公司管理高速公路通车里程总计 3916 公里，占江西省高速公路已通车里程的 86.73%，公司在江西省高速公路行业中占有经营垄断性地位。其中，公司直属高速公路 21 条，收费里程 2370 公里；全资子公司公路开发公司运营高速公路 6 条，收费里程 730 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。

3. 政府支持

跟踪期内，公司持续稳定的获得政府在资本金补助、财政补贴等方面的外部支持。

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》，2014 年公司获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金 17.18 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；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“按新建高速公路境内概算投资总额 8%筹措建设资金（其中 3.5%由省财政厅统一运作，4.5%由地方市、县/区政府运作）注入省高速集团”用于公路建设。

2014 年公司共获得政府补助 25.67 亿元，其中收到江西省财政厅及上饶市财政局的财政支持款 5.06 亿元、收到奉新财政局项目补助款 0.04 亿元、收到江西省交通运输厅收费还贷高速公路专项补助资金 20.00 亿元、收到南昌市人民政府和南昌高新区管委会的融资奖励款 0.04 亿元等，以上财政补贴款全部计入“营业外收入—政府补助”。

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	2012 年	2013 年	2014 年
车购税补助资金	115166.00	28400.00	171753.00
财政支持款	46061.48	38594.10	50640.91

其他	50008.00	159094.08	206088.54
合计	211235.48	226088.18	428482.45

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，政府对公司的支持持续且稳定，公司所获财政补贴快速增长；同时，建设资金补贴有助于降低公司未来路产建设资金压力。

4. 人员素质

2014年3月18日，经江西省委、省政府同意，由王江军担任公司董事长，任东红担任公司总经理。

公司董事长王江军先生，1962年生，本科学历；曾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等职务，现任江西省高等级公路管理局党委书记和公司董事长、党委书记。

公司总经理、董事任东红女士，1958年生，本科学历，教授级高级工程师；历任江西省路桥公司工程经营科副科长、工程科科长、经营科科长，江西省路桥工程局副局长，江西省公路局县乡处处长，省公路局副局长、局长等职务，现任公司总经理、董事。

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，跟踪期内高管人员的变更对公司经营状况无重大影响。

六、管理分析

2015年1月，公司新一届董事会、监事会改选完毕。目前，公司董事会由7人构成，监事会由4人构成。按照公司章程，公司董事会应由9名董事组成、监事会应由5名监事组成，公司尚有2名董事和1名监事未到位。公司董事会、监事会运作良好，董事、监事的空缺对公司正常运作影响小。联合资信将密切关注公司空缺董事、监事到位情况。

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。此外，公司还涉及工程建设、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。2014年，公司实现主营业务收入110.52亿元，同比增长3.49%。其中，车辆通行费收入98.09亿元，同比增长5.24%，随着江西省地方经济的快速发展和高速公路客流量的培养及路网效应的形成，公司通行费收入保持稳定增长，在主营业务收入中占比增长至88.75%。跟踪期内，公司工程板块实现营业收入4.19亿元，同比下降55.38%，主要系控股子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司对外承接工程收入减少所致；跟踪期内，公司新增成品油销售收入2.37亿元，主要来自公司孙公司江西高速实业开发有限公司（跟踪期内，赣粤高速对江西高速实业开发有限公司追加投资，增资后赣粤高速的持股比例增至50%并将其纳入合并范围）的成品油销售收入；因高速公路管理所站多线长、远离城市，公司房地产板块主要是所辖高速公路沿线城镇的房地产开发项目，并主要向员工定向出售，2014年房地产板块实现销售收入3.43亿元，同比增长82.45%，主要系孙公司江西恒泰路桥工程公司开发的恒泰花苑项目确认收入。高速服务区收入主要是公司高速公路服务区经营权、设备租赁等产生的收入，2014年为1.42亿元，同比增长5.19%。

跟踪期内，公司主营业务的毛利率略有下降至62.17%，主要系公司车辆通行费收入板块毛利率下降所致。车辆通行费业务2014年毛利率为68.36%，同比下降1.69个百分点，相对较为稳定；2014年公司工程板块毛利率为9.80%，同比增长2.13个百分点；房地产板块毛利率为7.62%，同比增长22.82个百分点；公司高速服务区板块毛利率为11.87%，同比下降10.6个百

分点。

表2 公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

类别	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费收入	93.21	87.28	70.05	98.09	88.75	68.36
公路工程收入	9.39	8.79	7.74	4.19	3.79	9.80
成品油销售收入	--	--	--	2.37	2.15	4.81
房地产销售收入	1.88	1.76	-15.20	3.43	3.10	7.62
高速服务区收入	1.35	1.27	22.47	1.42	1.29	11.87
监理、服务、物业等其他收入	0.96	0.90	41.57	1.02	0.92	68.61
小 计	106.79	100.00	62.21	110.52	100.00	62.17

资料来源：审计报告附注，公司提供

路产规模及质量

截至 2014 年底，公司拥有江西省境内高速公路总通车里程 3916 公里，同比增长 3.46%，包括直属高速公路 21 条、全资子公司公路开发公司运营高速公路 6 条、控股子公司赣粤高速运营高速公路 8 条。受益于较多优质路产的划入，公司拥有的高速公路路产质量较好、通行量较为饱和。

2014 年，公司所辖通车路段新增 4 个，为萍洪高速、万宜高速、九江绕城高速和都九高速星子至九江段，合计新增收费里程 131 公里，于 2014 年 12 月起收费。

公司 2014 年有通行费收入的高速公路中经营性高速公路 16 条，还贷性高速公路 15 条。还贷性高速公路均由公司本部管理，子公司开发公司和赣粤高速所管理的高速公路全部为经营性高速公路。

总体来看，跟踪期内，公司管理高速公路收费里程不断增长；随着新建高速公路车流量的逐渐培养（高速公路车流量培育期为三年左右）、路网效应的形成，公司未来发展潜力大。

表 3 截至 2014 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
	井睦高速	44	2013.10.28-待定
	萍洪高速	34	2014.12-2044.12
开发公司	万宜高速	35	2014.12-2044.12
	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
	祈浮高速良禾口至桃墅店	16	2012.08-2042.8
赣粤高速	九江绕城高速	47	2014.12-2044.12
	都九高速星子至九江段	15	2014.12-2044.12
	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		3916	--

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

江西省高速公路车辆通行费收费标准自2013年4月1日零时统一调整后,跟踪期内无变化。

跟踪期内,公司运营路产通行费收入大多呈上升趋势,其中开发公司所属梨温高速及赣粤高速所属昌九高速是公司2014年通行费收入增长的主要来源。梨温高速公路是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一,是公司通行费收入最高的路段之一,梨温高速公路作为沪昆高速公路江西省境内东部路段,既是横贯江西的东西向大通道,也是连接上海经济区、江南各省和珠江三角洲以及闽东南地区的东南沿海经济区的交通大动脉,跟踪期内车流量及通行费收入保持稳定增长。赣粤高速所属昌九高速公路是江西省第一条高速公路,作为福银高速的一部分,昌九高速公路对公司通行费收入贡献较大;跟踪期内随着九江二桥和长浏高速的相继通车,路网效应带动下昌九高速公路通行费收入有所增长。赣崇高速、抚吉高速、德上高速、昌奉高速、奉铜高速等由于通车时间较短,正处于车流量培育期,2014年通行费收入快速增长。跟踪期内,开发公司经营景鹰高速收入快速下降,因九江二桥通车,原分流车辆恢复走昌九高速,景鹰高速赣皖桃墅站货车流量下降较多,景鹰高速通行费收入快速下降。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		2013年		2014年	
所属	名称	通行费	增幅	通行费	增幅
公司直属	泰井高速	0.24	9.09	0.41	70.83
	乐温高速	1.83	15.09	2.31	26.23
	温沙高速	3.54	7.93	3.99	12.71
	鹰瑞(北)高速	6.85	19.96	6.72	-1.90
	昌金高速	7.61	4.97	7.43	-2.37
	景婺黄(常)高速	2.68	11.20	2.83	5.60
	武吉高速	5.89	66.38	5.84	-0.85
	石吉高速	2.52	48.24	3.33	32.14
	泰赣高速	5.87	-1.18	6.02	2.56
	瑞赣高速	3.25	36.55	3.52	8.31

	鹰瑞(南)高速	2.78	20.87	3.17	14.03
	永武高速	0.77	26.23	0.84	9.09
	隘瑞高速	0.44	25.71	0.50	13.64
	昌北机场高速	0.11	22.22	0.12	9.09
	赣崇高速	0.44	--	0.62	40.91
	抚吉高速	0.41	--	0.73	78.05
	吉莲高速	0.34	--	0.43	26.47
	德上高速	0.33	--	0.45	36.36
	井睦高速	0.03	--	0.22	633.33
	梨温高速	15.27	3.88	15.84	3.73
开发公司	景鹰高速	4.91	39.89	3.99	-18.74
	德昌高速	1.99	44.20	2.32	16.58
	祁浮高速良禾口至桃墅店段	0.003	--	0.03	900.00
	昌九高速	6.7	-11.38	7.39	10.30
赣粤高速	昌樟高速	6.15	-8.35	6.04	-1.79
	温厚高速	1.73	14.57	1.77	2.31
	九景高速	4.79	7.64	5.08	6.05
	彭湖高速	0.45	66.67	0.30	-33.30
	昌泰高速	4.61	-16.64	4.67	1.30
	昌奉高速	0.29	163.64	0.51	75.86
	奉铜高速	0.39	875.00	0.68	74.36
合计	--	93.21	12.09	98.10	5.25

资料来源:公司提供

注:厦昆线赣州城西段高速通行费收入含在泰赣高速统计中。

2014年,公司运营主要高速公路日均车流量为34.30万辆,同比增长6.40%。其中,昌樟高速、梨温高速日均车流量已超过或接近饱和运营状态;鹰瑞高速(北)、昌金高速和景鹰高速(含祁浮)受到新通车高速分流的影响,日均车流量有不同程度的下降;抚吉高速、德上高速、奉铜高速等新建高速已进入车流量培育的快速生长期。

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	设计车流量	2013年	2014年	增幅
泰井高速	25184	1753	2665	52.03%
乐温高速	48000	13758	17304	25.77%
温沙高速	30300	11080	12080	9.03%
鹰瑞高速(北)	41000	19213	16991	-11.57%
昌金高速	40000	22159	21202	-4.32%
景婺黄高速	37000	7917	8304	4.89%
武吉高速	33929	9564	9677	1.18%
石吉高速	34998	5449	7014	28.72%
泰赣高速	46000	19791	21911	10.71%
瑞赣高速	35684	12128	12193	0.54%
鹰瑞高速(南)	39500	16622	17354	4.40%
永武高速	41471	4232	4409	4.18%
隘瑞高速	39375	8668	9123	5.25%
梨温高速	39000	29485	31722	7.59%

景鹰高速 (含祁浮)	72097	12744	11291	-11.40%
德昌高速	33082	4631	5336	15.22%
昌九高速	45093	25647	27412	6.88%
昌樟高速 (含昌傅、温厚)	46210	49415	51546	4.31%
九景高速	35390	15374	15622	1.61%
彭湖高速	30674	3385	2239	-33.86%
昌泰高速	40616	14714	16200	10.10%
昌奉高速	32232	3552	5966	67.96%
赣崇高速	33909	2205	3055	38.55%
抚吉高速	37885	1207	1900	57.42%
吉莲高速	32059	1246	1579	26.73%
德上高速	36788	2320	3289	41.77%
奉铜高速	31039	2352	3624	54.08%
井睦高速	30000	1715	1960	14.29%
总计	1068515	322326	342967	6.40%

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 2015 年 3 月底，公司在建高速公路项目 15 个。公司在建项目总投资为 902.68 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 195.89 亿元，占总投资的比重为 21.71%，尚需投资 706.79 亿元，预计工程将在未来 2~3 年内完成建设，公司对外融资需求大，在建项目尚需投资规模大，预计未来公司负债水平会快速上升。

表 6 截至 2015 年 3 月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里，亿元）

项目名称	建设里程	概算总投资	每公里概算投资	累计完成投资额	建设周期
昌樟高速公路改扩建工程	86.54	72.40	0.71	10.05	2012.11-2015
昌九高速改扩建通远试验段	10.43	8.16	0.88	48.90	2012.10-2015
金溪至抚州高速公路	39.58	19.93	0.50	5.88	2013.8-2015
南昌至上栗高速公路	223.09	114.22	0.51	46.41	2013.12-2015
南昌至宁都高速公路	248.44	173.93	0.70	62.46	2013.12-2015
船顶隘至广昌高速公路	20.81	21.90	1.05	2.51	2014.8-2016
南昌至宁都高速公路南昌连接线	12.20	14.41	1.18	0.16	2014.12-2016
宁都至安远高速公路	163.38	109.77	0.67	5.49	2014.12-2016
安远至定南高速公路	51.96	40.30	0.78	0.89	2014.12-2016
宁都至定南高速公路定南联络线	38.21	26.19	0.69	0.57	2014.12-2016
上饶至万年高速公路	76.07	46.88	0.62	2.55	2014.12-2016
都昌至九江高速公路都昌至星子段	50.07	42.80	0.85	1.97	2014.12-2016
修水至平江高速公路	79.90	50.80	0.64	0.25	2014.12-2016
东乡至昌傅高速公路	151.81	99.73	0.66	5.81	2014.12-2016
铜鼓至万载高速公路	69.13	61.26	0.89	1.99	2014.12-2016
合计	1321.62	902.68	--	195.89	--

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²审计，

²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》

2013~2014年度财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

2014年公司新设全资子公司江西省高速资产经营有限责任公司，注册资本5亿元，前期实缴注册资本1.5亿元，已取得南昌市工商行政管理局颁发的营业执照。同期，公司注销三家子公司。合并范围的变化对报表可比性的影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额2182.92亿元，所有者权益921.34亿元；2014年公司实现营业收入111.49亿元，利润总额29.93亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入111.49亿元，较2013年增长3.48%，在通行费收入增长的带动下跟踪期内公司营业收入保持稳定增长；2014年公司营业成本42.17亿元，同比增长3.11%，增速略低于营业收入增速，受此影响公司2014年营业利润率为59.84%，同比略有上升。

2014年公司期间费用为60.88亿元，同比增长7.16%，主要来自财务费用的增长；2014年公司财务费用为56.45亿元，同比增长8.78%，在营业收入中的比重增长至50.63%。公司为支持大规模的项目建设相应增加银行借款和债务融资工具的规模，财务费用快速增长且在营业收入中的比重逐年上升，受此影响，公司期间费用率由2013年的52.73%上升至54.60%。公司财务费用对利润的侵蚀加重。

受公司持有可供出售金融资产期后公允价值回升转回影响，2014年公司资产减值损失由2013年的3.94亿元减少至-0.26亿元。2014年公

司实现营业利润5.95亿元，同比增长157.24%。

公司营业外收入主要是政府补贴款，跟踪期内，公司获得的政府补贴快速增长至25.67亿元，同比增长29.94%，政府补贴对公司利润总额贡献大。2014年，公司实现利润总额29.93亿元，同比增长46.34%。从盈利指标上看，2014年公司总资本收益率为4.21%，较2013年上升0.45个百分点，净资产收益率为2.78%，较2013年上升0.95个百分点，盈利能力不断增强。

总体来看，跟踪期内，随着车流量的不断培养，公司营业收入保持稳定增长，盈利能力不断增强；但随着项目建设投入的不断增长，财务费用对公司利润侵蚀严重；公司获得的政府补助持续性强且跟踪期内大幅增长，公司利润水平对政府补贴依赖大。

2. 现金流及保障

跟踪期内，受往来款和政府补贴收入增长影响，公司经营活动现金流入规模大幅增长。2014年公司经营活动现金流入225.13亿元，同比增长67.70%；其中销售商品、提供劳务收到的现金114.07亿元，现金收入比为102.31%，较2013年提高2.85个百分点；收到其他与经营活动有关现金111.05亿元，同比增长310.18%，主要来自往来款及政府补贴款的增长。2014年公司经营活动现金流出47.89亿元，其中购买商品、接收劳务支付现金17.46亿元，支付其他与经营活动有关的现金9.51亿元。受行业特性影响，公司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，2014年公司经营活动产生的现金流量净额为177.24亿元。

跟踪期内，受收回投资收到的现金大幅增长影响，公司投资活动现金流入规模大幅增长，2014年为58.03亿元，同比增长714.58%。2014年公司投资活动现金流出229.20亿元，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金137.78亿元，同比增长22.14%，主要为进行项目工程建设所支付的现金；公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要是购买银

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，公司得知相关情况时，即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。

行理财产品等支付的现金,2014年分别为56.11亿元和91.42亿元;由于公司在建项目较多,投资活动表现为净流出,2014年为-171.17亿元。跟踪期内,公司筹资活动前现金流量净额由2013年的-38.37亿元增长至6.06亿元。

筹资活动方面,2014年公司筹资活动现金流入491.80亿元,较2013年增加102.28亿元,其中,取得借款收到的现金385.66亿元,较2013年增长13.69%,发行债券收到的现金103.00亿元,同比增长106.00%,公司对外筹资规模快速上升。公司筹资活动现金流出478.31亿元,主要为偿还债务本息支付的现金。2014年公司筹资活动现金流表现为净流入13.50亿元。

总体来看,公司经营活动获现能力强;跟踪期内,公司在建规模较大,投资活动现金表现为较大规模净流出,但受益于经营活动现金流量净额大幅增长,公司筹资活动前现金流入规模能覆盖现金流出;跟踪期内,公司通过银行借款、发行债券等多种方式加大融资平衡投资资金,同时为偿还债务本息仍保持较大规模的现金流出。未来几年公司在建项目众多,预计公司对债务融资的依赖程度依然较高。

3. 资本及债务结构

截至2014年底,公司资产总额2182.92亿元,同比增长11.48%,主要来源于固定资产和在建工程的增长。资产结构方面,流动资产占8.89%,非流动资产占91.11%,跟踪期内,公司资产结构变化不大,仍以非流动资产为主。

截至2014年底,公司流动资产194.10亿元,同比增长23.29%,主要系其他流动资产和货币资金增加所致。流动资产结构以货币资金(占比55.16%)、其他应收款(占比10.69%)、存货(占比5.75%)和其他流动资产(占比23.89%)为主。

截至2014年底,公司货币资金107.06亿元,同比增长25.95%,以银行存款为主,占比97.55%,且公司无因抵押、质押或冻结等使用

权受限的货币资金。

截至2014年底,公司预付款项5.11亿元,同比减少52.95%,公司预付款项以1年以内为主,占88.13%。

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2014年底为20.75亿元,同比下降36.05%。其中,应收股东江西省交通运输厅往来款12.56亿元,应收联营企业江西省寻全高速公路有限责任公司暂借款2.35亿元,应收江西省公路管理局往来款1.75亿元,账龄为3年以上。对于按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款(占其他应收款账面余额的98.55%),公司计提4.70亿元的坏账准备,计提比例为18.48%,计提较为充分。

截至2014年底,公司存货11.17亿元,同比下降1.69%,主要是房地产开发成本和开发产品。

截至2014年底,公司其他流动资产增加至46.38亿元,同比增长231.28%,主要是公司所认购的理财产品和资金管理计划。

截至2014年底,公司非流动资产合计1988.82亿元,同比增长10.45%,主要来自于固定资产和在建工程的增加。公司非流动资产结构以固定资产(占比86.44%)和在建工程(占比9.02%)为主,跟踪期内,固定资产占比有所下降但仍在公司资产结构中占据主导地位。

截至2014年底,公司固定资产1719.07亿元,同比增长2.76%,主要系万宜高速、九江绕城高速和都九高速由在建工程转入所致;公司在建工程179.32亿元,同比增长116.81%,主要系昌宁高速公路、昌栗高速公路、昌樟高速公路改扩建工程、萍洪高速公路等项目增加投资所致。

总体来看,跟踪期内,在固定资产和在建工程增长的带动下,公司资产规模持续增长;资产构成以非流动资产为主,且固定资产和在建工程占比高,符合高速公路行业特征;公司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 2014 年底，公司所有者权益 921.34 亿元，同比增长 5.14%，主要来自未分配利润和资本公积的增长。截至 2014 年底，公司资本公积为 657.56 亿元，同比增长 2.65%，主要来自公司收到财政部拨付的车购税补助资金 17.18 亿元以及收到政府划拨庐山西海服务器交通船产权资产增加的资本公积 0.02 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 10.32%、71.37%、0.62%、9.96%和 7.47%，公司所有者权益中资本公积比重突出，所有者权益稳定性较好。

截至 2014 年底，公司负债总额 1261.58 亿元，同比增长 16.78%，主要系应付债券、其他应付款和长期借款的增长所致，公司负债的增长主要来源于有息债务，债务规模不断增长。公司负债结构方面，流动负债和非流动负债占比分别为 34.42%和 65.58%，流动负债占比有所上升。

截至 2014 年底，公司流动负债 434.28 亿元，同比增长 26.58%，其中短期借款 77.91 亿元，以信用借款为主；应付账款 73.42 亿元，同比增长 10.39%，主要是应付工程款；其他应付款 110.63 亿元，同比增长 177.01%，主要来自履约质保金及保证金的增长；截至 2014 年底，公司其他流动负债 83.00 亿元，全部为公司子公司赣粤高速发行的短期债券和非公开定向债务融资工具“14 赣高速 CP001”、“14 赣高速 CP001”、“14 赣高速 SCP006”、“14 赣高速 SCP007”和“14 赣高速 SCP008”。

截至 2014 年底，公司非流动负债 827.30 亿元，同比增长 12.21%。其中，长期借款 600.52 亿元，同比增长 3.69%，公司长期借款以质押借款为主；截至 2014 年底，公司应付债券 164.07 亿元，同比增长 114.69%，主要是公司本部及子公司赣粤高速发行的中长期债券；长期应付款 26.95 亿元，增加 10.57 亿元，主要来自九江绕城高速和都九高速预估资产的增长；截至 2014 年底，公司其他非流动负债 15.08 亿元，较 2013 年减少 29.99 亿元，主要系公司于

2014 年底提前回购完毕昆仑信托应收账款债权转让及回购单一资金信托中 30 亿元金额所致（截至 2013 年底，昆仑信托应收账款债权转让及回购单一资金信托余额 50 亿元，公司分别计入“一年内到期的非流动负债”和“其他非流动负债”科目，截至 2014 年底该信托已全部完成回购）。2014 年底公司其他非流动负债主要是赣粤高速 2014 年发行的非公开定向债务融资工具（14 赣粤 PPN001）余额 14.89 亿元（已将其调入长期债务、全部债务及相关指标的计算中）。

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及“长期应付款”科目中的建信金融租赁款均调至长期债务和全部债务。截至 2014 年底，公司全部债务 1012.14 亿元，同比增长 8.72%，主要系新增长期借款和应付债券所致。其中，短期债务占 22.44%，长期债务占 77.56%。

2014 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 57.79%、52.35%和 46.00%，同比分别增长 2.62、0.88 和 1.35 个百分点。随着负债规模的增大，有息债务指标较 2013 年有所上升。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模在固定资产和在建工程的带动下不断增长，为满足大规模的项目建设，公司债务规模持续扩张，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 44.69%和 42.12%，分别较 2013 年底下降 1.20 和 0.46 个百分点；经营现金流动负债比为 40.81%，较 2013 年增长 1.56 个百分点。跟踪期内，公司债务规模不断增长，短期偿债能力较弱，但考虑到公司持有大量现金类资产及较好的经营获现能力，短期支付压力有所减轻。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 102.49 亿元，同比增长 18.24%，有息债务规模 1012.14 亿元，同比增长 8.72%，EBITDA 利息倍数由 2013 年的 1.58 倍上升至 1.64 倍；全部债务/EBITDA 由 2013 年的 10.74 倍下降至 9.88 倍。跟踪期内，随着公司所获政府补助的增加及盈利能力的增强，长期偿债能力不断增强。综合看，考虑到债务期限分布以及政府对公司的支持，公司实际偿债能力较强。

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 2014 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“07 江西高速债”的保护倍数分别为 6.83 倍、15.01 倍和 11.82 倍，对公司存续债券的保障能力很强。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 29 亿元，担保比率为 3.15%，全部为对江西省铁路投资集团公司提供的担保。江西省铁路投资集团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，或有负债风险小。

截至 2014 年底，公司共获得各商业银行授信额度 2294.69 亿元，其中已使用额度 869.91 亿元，未使用额度 1424.77 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司控股上市公司赣粤高速，直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码：G1036010300013900Y），截至 2015 年 6 月 1 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特点，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极强。

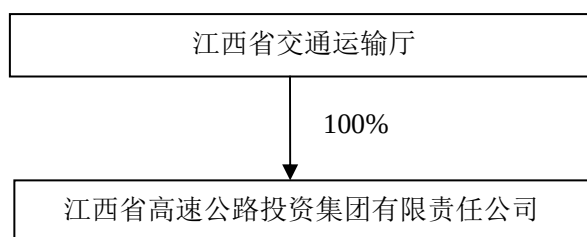
十、担保方分析

“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 2014 年公开评级，中国农业银行主体长期信用等级为 AA^A，对“07 江西高速债”本息偿还的安全性保障力极强。

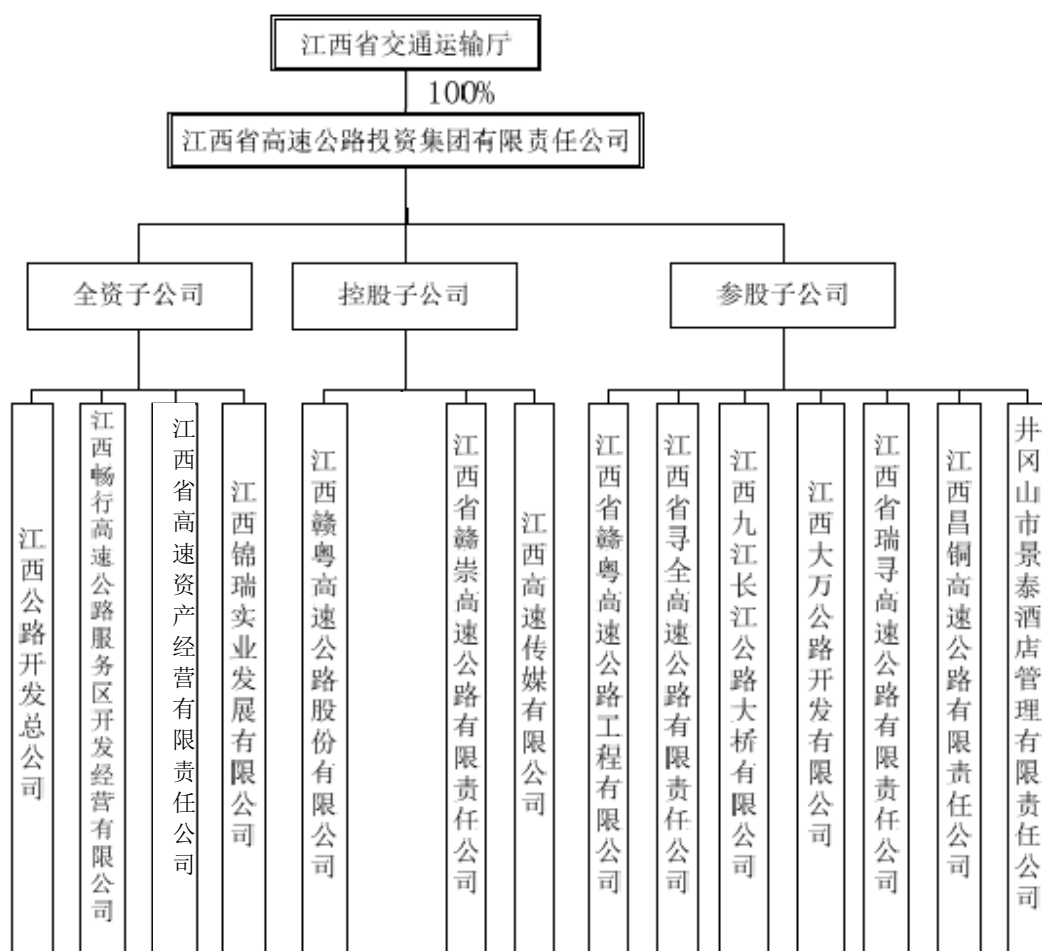
十一、结论

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA⁺调整至 AAA，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 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	86.15	85.01	107.06
资产总额(亿元)	1847.98	1958.12	2182.92
所有者权益(亿元)	856.08	877.77	921.34
短期债务(亿元)	154.28	222.81	227.15
长期债务(亿元)	661.73	708.12	784.99
全部债务(亿元)	816.01	930.94	1012.14
营业收入(亿元)	91.42	107.75	111.49
利润总额(亿元)	23.49	20.45	29.93
EBITDA(亿元)	70.63	86.68	102.49
经营性净现金流(亿元)	53.08	89.87	177.24
财务指标			
销售债权周转次数(次)	31.29	37.82	31.30
存货周转次数(次)	4.26	4.23	3.74
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.05
现金收入比(%)	97.56	99.46	102.31
营业利润率(%)	66.27	59.76	59.84
总资本收益率(%)	3.36	3.76	4.21
净资产收益率(%)	2.15	1.83	2.78
长期债务资本化比率(%)	43.60	44.65	46.00
全部债务资本化比率(%)	48.80	51.47	52.35
资产负债率(%)	53.67	55.17	57.79
流动比率(%)	49.94	45.89	44.69
速动比率(%)	47.24	42.58	42.12
经营现金流动负债比(%)	17.95	26.19	40.81
EBITDA 利息倍数(倍)	1.74	1.58	1.64
全部债务/EBITDA(倍)	11.55	10.74	9.88

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。

附件 3 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 / 营业收入 × 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
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 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 中长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，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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。