跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1350 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AAA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”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十五日

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
公司债券跟踪评级报告

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：AAA	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：2016 年 7 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	85.01	107.06	130.18
资产总额(亿元)	1958.12	2182.92	2470.73
所有者权益(亿元)	877.77	921.34	940.05
短期债务(亿元)	222.81	227.15	359.68
全部债务(亿元)	930.94	1012.14	1314.24
营业收入(亿元)	107.75	111.49	139.36
利润总额(亿元)	20.45	29.93	9.11
EBITDA(亿元)	86.68	102.49	85.23
经营性净现金流(亿元)	89.87	177.24	0.19
营业利润率(%)	59.76	59.84	43.13
净资产收益率(%)	1.83	2.78	0.54
资产负债率(%)	55.17	57.79	61.95
全部债务资本化比率(%)	51.47	52.35	58.30
流动比率(%)	45.89	44.69	36.37
全部债务/EBITDA(倍)	10.74	9.88	15.42
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.64	1.26
经营现金流动负债比(%)	26.19	40.81	0.04

注：1、本报告已将计入“其他流动负债”科目的短期融资券、超短期融资券、短期非公开定向债务融资工具调至短期债务，将计入“其他非流动负债”科目的长期（一年以上）非公开定向债务融资工具、信托计划等调至长期债务，将计入“长期应付款”科目的融资租赁款调至长期债务核算；2、现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

赵传第　喻宙宏
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”）作为江西省交通厅下属高速公路投资建设和运营管理主体，保持其在资产规模、路产质量等方面的突出地位，通行费收入稳步增长；公司多元化业务稳步推进，新增的材料销售业务是跟踪期内收入增长的重要原因之一。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到跟踪期内公司高速公路养护费用大幅增长、新增的材料销售业务毛利率水平低、期间费用对利润总额侵蚀依然较大、政府补贴存在一定波动性、未来筹资压力仍然大等因素对其信用水平带来的不利影响。

在国民经济进入稳增长新常态的宏观背景下，国家加大对交通基础设施建设投入力度，高速公路行业融资环境改善；随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强及多元化经营带来新的收入增长点，公司综合竞争力有望进一步提升。同时，江西省经济增长势头良好、高速公路发展空间广阔，公司的行业垄断地位有助于其获得政府的大力支持，以上因素均有助于公司整体偿债能力的提升。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AAApi，有助于更好地保障“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AAA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”AAA的信用等级。

优势

1．跟踪期内，江西省区域经济保持平稳较快

发展，财政实力持续增强，交通投资规模不断增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为江西省高速公路投资、建设和经营主体，保持在资产规模、路产质量等方面的区域垄断地位；跟踪期内，随着在建高速公路的通车和路网效益的增强，通行费收入稳步增长。
3. 公司在坚持高速公路主业的同时，推进道路工程等多元化领域发展，跟踪期内新增材料销售业务是公司收入增长的主要原因。

关注

1. 跟踪期内，公司高速公路接受五年一次的国检，道路养护支出快速增长，高速公路业务毛利率有所下降。
2. 公司新增材料销售业务毛利率水平较低。
3. 公司期间费用对利润总额侵蚀依然较大；跟踪期内，公司所获政府补贴同比有所下降，存在一定波动性。
4. 公司计划投资规模大，面临一定筹资压力，债务负担可能进一步加重。

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”）前身是 1997 年 10 月成立的大型国有独资投资公司—江西省高速公路投资发展（控股）有限公司。2009 年 11 月 28 日，江西省人民政府批准（赣府字[2009]29 号文件）公司对省属高速公路管理单位江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）、江西公路开发总公司（以下简称“公路开发公司”）和高速公路的服务区、广告等资产进行整合，2009 年 12 月 16 日，公司完成工商变更手续，名称变更为现名，主要负责江西省内高速公路投资、建设、经营等工作。

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厅属资产和负债及 5 个高速公路管理处[1]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 2015 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。

公司经营范围：高速公路基础设施的投资、建设及经营，高速公路服务区经营及交通基础设施的建设，建设工程施工，机械设备租赁，建筑材料批发，物流服务、仓储服务，设计、制作、发布国内各类广告、房地产开发经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

跟踪期内，公司财务审计部拆分为财务管理部和内控审计部两个职能部门，截至 2016 年 3 月底，公司下设收费管理部、项目管理部、养护管理部、安全监督部等 14 个职能部门（参见附件 1-2）。截至 2016 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共计 14 家[2]，其中，全资子公司 11 家，控股子公司 3 家；公司控股子公司赣粤高速为上海证券交易所上市公司（股票代码：600269），公司对其直接持股比例为 51.98%。此外，公司本部还直接参股江西昌铜高速公路有限责任公司、江西九江长江公路大桥有限公司等 8 家子公司，因子公司间相互持股，其中 2 家[3]纳入公司合并报表。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2470.73 亿元，所有者权益 940.05 亿元；2015 年公司实现营业收入 139.36 亿元，利润总额 9.11 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

1. 宏观经济

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水

[1]移交的 14 条收费还贷高速公路包括：昌金高速、温沙高速、乐温高速、景婺黄高速、武吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、鹰瑞高速、石吉高速、厦昆线赣州城西段、隘瑞高速、永武高速、昌北机场高速和赣崇高速（移交时，除赣崇高速在建外，其他路段均已通车）；5 个管理处包括：赣州管理处、沪瑞高速公路昌金管理处、大广高速公路武吉管理处、京福高速公路温沙管理处、景婺黄高速公路管理处。

[2] 2016 年 1~3 月，公司合并范围新增江西省高速集团定南高速公路有限责任公司和江西省高速集团修平高速公路有限责任公司两家全资子公司。

[3] 包括江西昌铜高速公路有限责任公司和井冈山市景泰酒店管理有限责任公司。

平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2. 政策环境

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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经营管理主体，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

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，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

高速公路建设

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

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。2015年底中国高速公路通车里程达12.35万公里，比上年末增加1.16万公里。截至2015年底，全国公路总里程达457.73万公里，比上年末增加11.34万公里，公路密度47.68公里/百平方公里，提高1.18公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.70%。

根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。普通国、省道建设完成投资5336.07亿元，增长15.7%。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。

图2 2011~2015年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

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。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2015年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，2015年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

高速公路行业政策

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，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”

长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将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。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

2. 区域环境

公司是江西省高速公路投资建设与运营管理主体，主营业务主要分布于江西省，受江西省区域经济、财政实力和交通发展情况影响大。

根据《2015 年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步测算，2015 年江西省实现地区生产总值 16723.8 亿元，同比增长 9.1%，高于全国 6.9%的增速（近年来，江西省地区生产总值每年增幅均超过全国平均水平）；其中，第一产业增加值 1773.0 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 8487.3 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 6463.5 亿元，增长 10.0%。三次产业结构由上年的 10.7:52.5:36.8 调整为 10.6:50.8:38.6，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.2%、60.7%和 35.1%。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。2015 年，江西省财政总收入 3021.54 亿元，比上年增长 12.7%，财政总收入占生产总值的比重为 18.1%，比上年提高 1.0 个百分点。其中，一般公共预算收入 2165.52 亿元，同比增长 15.1%；税收收入 1516.94 亿元，增长 9.8%，占一般公共预算收入的比重为 70.05%。所有县（市、区）财政总收入突破 6 亿元，其中，财政总收入超 10 亿元的县（市、区）85 个，比上年增加 8 个；超 20 亿元的 36 个，增加 7 个；超 30 亿元的 17 个，增加 2 个；超 50 亿元的 5 个，增加 2 个；百亿县实现零突破，南昌县财政总收入达 100.9 亿元。

交通领域，2015 年江西省铁路、公路和水运合计完成旅客运输量 6.97 亿人、货物运输量 16.12 亿吨，同比分别增长 3.0%和 6.2%。公路运输仍然是客货运的主要运输方式，2015 年江西省公路完成旅客运输量 6.10 亿人，完成货物运输量 14.79 亿吨，同比分别增长 2.2%和 7.3%；公路客、货运周转量分别为 321.8 亿人公里和 3200.1 亿吨公里，同比分别增长 1.7%和 4.1%。2015 年末，江西省民用汽车保有量 346.8 万辆，增长 17.0%；民用轿车保有量 187.1 万辆，增长 21.2%。2015 年 1~11 月，江西省交通基础设施建设完成投资 612.8 亿元，同比增长 85.6%；其中，高速公路建设完成投资 411.6 亿元，同比增长 137.4%。

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。2014 年江西省实现县县通高速，2016 年 1 月江西省高速公路通车里程突破 5000 公里、达到 5088 公里，原“7918”国家高速公路网江西境内段所有项目全部建成，全面实现了县县通高速、县城半小时上高速，基本形成“纵贯南北、横跨东西、覆盖全省、连接周边”的高速公路网。

2012 年，江西省政府批准了江西省 2020 年高速公路修编规划。根据新规划，到 2020 年江西高速公路通车里程将达 6050 公里（比 2006 年制定的规划增加了 1400 公里），形成“四纵六横八射”加 14 条联络线组成的网络。根据 2015 年 1 月发布的《江西省高速公路网规划（2013~2030）》，江西省 2030 年高速公路网总体布局为：形成以“4 纵 6 横 8 射”为主骨架，17 条联络线为补充的高速公路网络，总规模约 6279 公里，另有规划远期展望线约 213 公里。江西省未来计划新增高速公路里程超过 1000 公里，且主要集中在未来五年内。

总体来看，跟踪期内，江西省区域经济发展迅速，财政实力不断增强；交通建设以公路建设为主，投资规模不断增长，且根据高速公路网规划，未来江西省高速公路建设空间仍然广泛，路网效益有望持续增强。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、公司基础素质

1. 产权状况

截至2015年底，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

公司是江西省政府授权的江西省高速公路投资建设与运营管理主体，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 2015 年底，江西省高速公路通车总里程为 4617 公里，2015 年全年新增高速公路通车里程 74 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 3933 公里，占江西省高速公路已

通车总里程的 85.19%。2016 年 1 月，随着昌宁高速、昌栗高速正式通车（昌宁高速、昌栗高速于 2015 年 12 月通过交工验收），截至 2016 年 1 月底，江西省高速公路通车总里程突破 5000 公里，达 5088 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 4448 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 87.42%。公司维持在江西省高速公路行业的突出垄断地位。

路产质量方面，公司所经营的高速公路资产质量良好，大多处于江西省高速公路网上，部分优势路段处在国家公路网的中间位置，地理位置优越；跟踪期内，公司新通车的高速公路中，昌宁高速公路是江西省“四纵六横八射线”高速公路网主骨架的重要路段，昌栗高速是赣西地区第三条高速大通道，昌樟高速公路改扩建完成后实现八车道通行，日均交通量可由原来的 5、6 万辆有望增至近 9 万辆。公司未来通行费收入有望保持稳定增长。

总体来看，跟踪期内，公司保持其在资产规模、路产质量等方面的显著优势，区域垄断地位突出，行业竞争实力强。

3. 政府支持

跟踪期内，公司持续获得江西省政府在资产注入、资本金支持、政府补助、税收优惠等方面的支持。

（1）资产注入

跟踪期内，根据赣财教[2013]100 号及赣交财务字[2013]25 号文件，将江西省高等级公路管理局质量监督站以 2012 年 12 月 31 日为评估基准日作价 3712.99 万元整体注入公司，已于 2015 年 6 月 30 日完成资产负债等移交的相关手续；根据《江西省交通运输厅关于同意江西交通工程监理公司划入省高速集团公司方案的批复》（赣交组人字[2009]68 号），江西交通工程监理公司（现更名为“江西交通咨询公司”）整体划入公司，已于 2015 年 10 月 16 日完成变更登记。

（2）资本金支持

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》，2014~2015 年，公司分别获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金 17.18 亿元和 14.46 亿元，公司将其计入“资本公积”，对于公司在建项目资金来源形成一定补充。

此外，2015 年，公司收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金 1.66 亿元，计入“资本公积”科目。

（3）政府补助

根据赣府字[2002]6 号文和赣府发[2013]10 号文，公司（合并口径）2014~2015 年分别收到江西省财政厅及上饶市财政局拨付的财政支持款 5.06 亿元和 8.25 亿元。

根据江西省交通运输厅《关于规范使用公路专项补贴资金的通知》，公司 2014~2015 年分别收到收费还贷高速公路专项补贴资金 20 亿元和 5 亿元，用于偿还收费还贷高速公路借款及利息，跟踪期内公司收费还贷高速公路专项补贴资金同比减少，主要系政府补助未完全到位影响。

2014~2015 年公司获得的“营业外收入—政府补助”分别为 25.67 亿元和 13.35 亿元，除上述财政支持款和高速公路专项补贴资金外，还包括运营经费补偿、政策措施奖励资金、开办运营补助等。

表 1 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	2013 年	2014 年	2015 年
车购税补助资金	28400.00	171753.00	144647.00
财政支持款	38594.10	50640.91	82531.80
高速公路专项补贴资金	150000.00	200000.00	50000.00
其他	9094.08	6088.54	17543.92
合计	**226088.18**	**428482.45**	**278122.72**

资料来源：公司提供

注：1、2015 年其他中含有计入“资本公积”科目的资本性财政资金 1.66 亿元；2、车购税补助资金计入“资本公积”科目；3、除上述两项外的其他补助计入“营业外收入-政府补助”科目。

（4）税收政策

根据国家有关规定及江西省人民政府文件（赣府字[2012]49 号），公司对收费还贷高速公路资产不计提折旧，公司收费还贷高速公路车辆通行费收入免征营业税及附加(营改增后，根据相关政策，公司下属收费还贷高速公路免征增值税及附加)，对应的应纳税所得额免征企业所得税，省级财政给予的每年财政补贴也免收所得税。

总体看，跟踪期内，受收费还贷高速公路专项补贴资金减少影响，公司所获政府补贴同比有所减少，但公司在江西省高速公路领域垄断地位突出，未来有望持续获得江西省政府在政策及资金等方面的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理水平无重大变化。

按照《公司章程》，公司董事会由9名董事组成，均由出资人委派；截至2016年3月底，公司到位董事7人，尚有2名董事未到位。按照《公司章程》，公司监事会由5名监事组成，截至2016年3月底，公司到位监事4人，尚有1名监事未到位。公司存在董事、监事缺位的情况，但董事会、监事会运作良好，对公司正常运作无重大不利影响，目前江西省交通运输厅正在斟酌公司空缺董事和监事名单，并将尽快委派到位。联合资信将密切关注公司缺位董、监事到位情况。

截至 2016 年 3 月底，公司高级管理人员 10 名，跟踪期内新增总经理助理李占荣先生。

李占荣先生，1970 年 11 月生，本科学历。历任江西水泥厂（现万年青水泥股份有限公司）办公室文书，江西省国有资产管理局科员，江西省财政厅条法税政处副主任科员，江西省财政厅经济建设处主任科员、副处长，现任公司总经理助理。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是江西省交通运输厅下属国有独资公司，主要负责江西省高速公路的投资建设和运营管理工作；此外，公司还涉及建设工程施工、房地产开发经营、建筑材料批发代购、广告、物流等业务。高速公路建设经营是公司的核心主导产业，通行费收入是公司收入和利润最主要的来源。

跟踪期内，公司营业收入持续增长，2015 年为 139.36 亿元，同比增长 24.99%，主要系新增材料销售收入和车辆通行费收入、成品油销售收入等稳步增长所致。从构成看，受新增材料销售收入影响，车辆通行费收入在公司营业收入中占比有所下降，2015 年为 74.41%，但仍是公司营业收入的主要来源；随着公司运营高速公路通车里程的不断增长及路网效应的增强、汽车保有量的持续增加，跟踪期内公司通行费收入同比增长 5.71%至 103.69 亿元。

跟踪期内，公司新增材料销售业务并实现收入 16.46 亿元，是跟踪期内收入增长的主要原因。2015 年，公司实现公路工程收入 7.20 亿元，同比增长 71.84%；实现成品油销售收入 7.80 亿元，同比增长 229.11%；受房地产完工及结转项目减少影响，跟踪期内公司房地产销售收入同比下降 98.54%至 0.05 亿元。此外，公司其他收入来源包括高速服务区、监理、物业收入等，占营业收入比重较小，收入规模较为稳定。

从毛利率来看，2015 年公司综合毛利率为 45.18%，较 2014 年的 62.18%快速下降，主要系：①公司 2015 年新增的材料销售业务毛利率水平较低（2015 年为 1.57%），拉低公司整体毛利率水平；②公司新通车高速公路运营时间较短、不足以覆盖运营成本及 2015 年，公司高速公路迎接五年一次的国检，导致高速公路养护支出大幅上升，通行费收入毛利率下降至 58.00%；但由于公司收费还贷型高速公路资

产不计提折旧，公司车辆通行费业务毛利率仍保持较高水平。跟踪期内，公司公路工程业务毛利率同比下降 1.52 个百分点至 8.28%，主要系公司大力拓展工程业务市场导致成本增加所致；2015 年，公司成品油销售业务毛利率同比增长 2.37 个百分点至 7.18%，主要系规模效益及公司加强内部成本控制等因素带动毛利率增长。

表2　2014~2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、主营业务小计	110.52	99.12	62.17	138.30	99.24	45.15
车辆通行服务收入	98.09	87.98	68.36	103.69	74.41	58.00
公路工程收入	4.19	3.76	9.80	7.20	5.17	8.28
成品油销售	2.37	2.13	4.81	7.80	5.60	7.18
房地产销售收入	3.43	3.07	7.62	0.05	0.03	-2.11
高速服务区收入	1.42	1.27	11.87	1.53	1.10	22.66
材料销售收入	--	--	--	16.46	11.81	1.57
监理、服务、物业等其他收入	1.02	0.91	68.61	1.57	1.12	34.98
二、其他业务小计	0.98	0.88	62.86	1.06	0.76	48.71
合计	**111.49**	**100.00**	**62.18**	**139.36**	**100.00**	**45.18**

资料来源：公司提供
注：公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；公司主营业务收入—高速服务区收入为子公司江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司的高速公路服务区收入，其他业务收入—高速服务区收入为公路开发公司和赣粤高速的服务区收入。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，综合毛利率虽有所下降，但随着高速公路大修结束，公司整体毛利率水平有望进一步增强。

2．高速公路投资和经营

路产规模及质量

跟踪期内，公司路产规模持续扩张，新增收费里程 545.53 公里（其中 2015 年新增 74 公里，2016 年一季度新增 471.53 公里），主要系金抚高速、昌栗高速、昌宁高速、昌樟高速改扩建项目、昌九高速改扩建通远试验段等项目顺利建成通车。截至 2016 年 3 月底，公司已建成高速公路 38 条，管理高速公路通车里程达 4448 公里，占江西省高速公路通车总里程 5088 公里的 87.42%，在江西省高速公路行业中维持主导地位。

目前，公司已建成通车的 38 条高速公路中，15 条为政府还贷性高速公路，23 条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部管理全部 15 条还贷性高速公路和 9 条经营性高速公路，全资子公司公路开发公司管理 6 条经营性高速公路，控股子公司赣粤高速管理 8 条经营性高速公路。

高速公路经营情况

2015 年，公司实现通行费收入 103.69 亿元，同比增长 5.71%，维持逐年增长趋势。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2015 年通行费收入为基础）包括：梨温高速（占 12.73%）、鹰瑞高速（南北合计占 10.18%）、昌金高速（占 6.99%）、昌九高速（占 7.65%）、泰赣高速（站 6.35%）、昌樟高速（占 5.99%）、武吉高速（占 5.53%）等。子公司公路开发公司下属高速公路车辆通行费收入合计占比为 21.16%，赣粤高速下属高速公路通行费收入合计占比为 27.54%。

跟踪期内，受路网效益增强和新通车高速公路车流量逐渐培养，公司绝大多数高速公路通行费收入同比稳步增长；泰井高速公路、井睦高速公路等受周边路段分流影响，梨温高速

公路受路面大修工程影响，通行费收入同比有　　所下降。

表 3 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

路段		2014 年		2015 年	
所属单位	名称	通行费收入	增幅	通行费收入	增幅
公司直属	泰井高速	0.41	70.83	0.34	-14.13
	乐温高速	2.31	26.23	2.92	26.13
	温沙高速	3.99	12.71	4.05	1.59
	鹰瑞（北）高速	6.72	-1.90	7.46	11.01
	昌金高速	7.43	-2.37	7.25	-2.44
	景婺黄(常)高速	2.83	5.60	3.07	8.36
	武吉高速	5.85	-0.85	5.73	-2.09
	石吉高速	3.33	32.14	3.06	-8.13
	泰赣高速	6.02	2.56	6.58	9.24
	瑞赣高速	3.52	8.31	3.58	1.78
	鹰瑞（南）高速	3.17	14.03	3.10	-1.89
	永武高速	0.84	9.09	0.90	7.46
	隘瑞高速	0.49	13.73	0.50	1.08
	昌北机场高速	0.12	9.09	0.15	19.18
	赣崇高速	0.62	40.91	0.64	3.43
	抚吉高速	0.73	78.05	1.07	46.53
	吉莲高速	0.43	26.47	0.89	106.62
	德上高速	0.46	36.36	1.39	197.97
	井睦高速	0.22	633.33	0.17	-23.23
	萍洪高速	--	--	0.30	--
	万宜高速	--	--	0.03	--
	金抚高速	--	--	0.02	--
公路开发公司	梨温高速	15.84	3.73	13.20	-16.70
	景鹰高速	3.99	-18.74	4.43	11.13
	德昌高速	2.32	16.58	4.14	78.48
	祁浮高速良禾口至桃墅店段	0.02	900.00	0.03	30.66
	星子至九江高速	--	--	0.04	--
	九江绕城高速	--	--	0.10	--
赣粤高速	昌九高速	7.39	10.30	7.93	7.35
	昌樟高速	6.04	-1.79	6.21	2.90
	温厚高速	1.77	2.31	1.70	-4.15
	九景高速	5.08	6.05	5.41	6.50
	彭湖高速	0.29	-33.30	0.30	1.35
	昌泰高速	4.67	1.30	5.41	15.98
	昌奉高速	0.51	75.86	0.70	36.87
	奉铜高速	0.68	74.36	0.90	31.70
合计	--	**98.09**	**5.24**	**103.69**	**5.71**

资料来源：公司提供

注：1、厦昆线赣城西段高速公路通行费收入含在泰赣高速公路通行费收入中核算；
2、萍洪高速、万宜高速等于 2014 年 12 月通车，故无 2014 年通行费收入数据；
3、2015 年 11 月，昌樟高速公路改扩建工程完工、金抚高速公路建成通车；昌宁高速、昌栗高速于 2015 年 12 月通过竣工验收，并于 2016 年 1 月正式通车，故不在上表统计范围内；昌九高速改扩建通远试验段于 2015 年 8 月 8 日建成通车。

车流量方面，2015 年，公司运营主要高速公路日均车流量同比增长 10.99%，2015 年为 38.07 万辆/天。跟踪期内，昌泰、德昌、吉莲高速等路段大客车、货车车流量增长，同时公司积极开展收费营销、引车上路等活动，致使部分路段车流量增长。萍洪高速、万宜高速等由于通车时间较短，车流量仍有待培育。

收费标准和收费结算模式

跟踪期内，公司下属高速公路收费标准无变化；收费期限方面，受昌樟高速改扩建完成，江西省发展改革委、江西省交通运输厅重新核定其收费年限，同意延长昌樟高速公路收费期限 14 年零 9 个月（延长至 2044 年 3 月）。

跟踪期内，公司通行费收费模式无变化，仍为：高速公路通行费收取后汇总至省交通厅下属的高速公路联网收费中心（该中心负责江西全省高速公路通行费结算工作），由联网收费中心对经营性公路和政府还贷性公路的通行费每周进行拆分，经营性公路的通行费收入由联网收费中心直接划付给公司；政府还贷性高速公路实行“收支两条线”，即政府还贷性公路的通行费直接划付至财政专户；省财政厅不定期将专项预算资金下发至省交通运输厅，再由省交通运输厅转拨给公司用于其运营管理的政府还贷性公路的还本付息和支付日常运营管理费用；公司以江西省高速公路联网收费结算管理中心提供的联网收费清算分割表的结果确认收入。

高速公路养护

2014~2015 年，公司高速公路养护支出分别为 5.52 亿元和 11.19 亿元，平均每公里的养护成本由 2014 年的 13.2 万元上升至 2015 年的 28.45 万元；跟踪期内公司迎五年一次的高速公路国检，致使高速公路业务成本大幅增长。

在建高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司共有 11 个在建高速公路项目，概算总投资 581.03 亿元，公司已累计投入 176.39 亿元，未来尚需投入资金 404.64 亿元。公司未来筹资规模大，且 2016 年需投资 233.57 亿元，短期筹资压力大。

表 4　截至 2016 年 3 月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目	公路性质	建设里程	总投资	累计完成投资额	未来三年具体投资计划		
						2016年	2017年	2018年
1	昌九改扩建	经营性	88.00	65.24	11.50	23.48	21.32	19.65
2	船顶隘至广昌	收费还贷	20.81	21.90	10.86	7.9	0.66	0.78
3	昌宁连接线	收费还贷	12.20	14.41	3.79	7.00	1.20	0.50
4	宁都至安远	收费还贷	163.38	109.77	33.56	36.6	21.43	9.3
5	安远至定南	收费还贷	51.96	40.30	16.55	19.75	2.97	1.84
6	宁都至定南高速公路定南联络线	收费还贷	38.21	26.19	9.28	13.44	2.85	1.07
7	上饶至万年	收费还贷	76.07	46.88	13.95	18.97	5.60	3.00
8	都昌至九江高速公路都昌至星子段	收费还贷	50.07	44.55	9.90	14.53	11.08	3.50
9	修水至平江	收费还贷	79.90	50.80	20.18	15.42	1.23	0.88
10	东乡至昌傅	收费还贷	151.81	99.73	27.47	55.19	13.66	3.82
11	铜鼓至万载	收费还贷	69.13	61.26	19.35	21.29	6.50	2.85
合计		--	**801.54**	**581.03**	**176.39**	**233.57**	**88.50**	**47.19**

资料来源：公司提供
注：2015年完工的为昌九高速改扩建通远试验段，现昌九高速改扩建工程已全线启动。

拟建高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司有 2 个拟建高速公路项目，包括广昌至吉安高速公路和铜鼓至万载高速宜丰联络线，规划总建设里程 211.91 公里，概算总投资 160.31 亿元，资金来源为自筹。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	建设里程	概算总投资	项目进度	未来投资计划		
					2016 年	2017 年	2018 年
1	广昌至吉安	186.95	134.56	已取得初步设计批复	43.40	43.40	12.40
2	铜鼓至万载高速宜丰联络线	24.96	25.75	已取得初步设计批复	9.06	10.18	6.44
合计		**211.91**	**160.31**	--	**52.46**	**53.58**	**18.84**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司高速公路日均车流量稳步上升，带动通行费收入持续增长；但部分高速公路通车时间较短，通行费收入规模较小，车流量培育仍需时间。公司在建及拟建项目未来投资规模仍然大，筹资压力重。

3．多元化业务

公司在大力发展高速公路主业的同时，依托高速公路优势资源，开展房地产销售、成品油销售、材料销售、服务区经营管理等多元化业务，对于盘活优势资源、推动企业转型升级、提升综合竞争力等影响深远。

公司公路工程业务的经营主体为子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤高速工程公司”）。2015 年，赣粤高速工程公司确认公路工程收入 17.45 亿元，同比增长 63.39%；公司内部合并抵消后，公司对外承接工程产生工程收入 7.20 亿元，同比增长 23.87%；收入增长主要系公司大力拓展外部市场及积极参与省内公路工程项目建设所致。截至 2016 年 3 月底，赣粤高速工程公司在建对外合同项目共 3 个，合同金额总计达 1.34 亿元，主要为路基路面工程。

2015年，公司新增材料销售业务，主要由新设立的全资子公司江西省高速公路投资集团材料有限公司（以下简称“材料公司”）负责，从事包括沥青、钢材、水泥等的批发零售业务。2015年公司实现材料销售收入16.46亿元，带动营业收入持续增长，但材料销售业务毛利率水平较低，仅为1.57%。

公司成品油销售业务经营主体是子公司江西省高速实业开发有限公司，2015年公司实现成品油销售收入7.80亿元，同比增长229.11%。

房地产销售业务方面，2014年，公司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，致使2014年房地产销售业务确认收入3.43亿元；2015年，受完工及结转项目较少影响，公司房地产销售收入仅为0.05亿元。截至2016年3月底，公司在建房地产开发项目有2个，分别是奉新项目（二期）和湾里项目，均为高速公路沿线地方政府采取限制挂牌条件以低价供地的方式给予公司建设高速公路及配套设施的投资补偿项目；目前，上述项目均在建设中。

表 6 截至 2016 年 3 月底公司在建房地产项目

（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	已投资	未来三年投资计划		
			2016 年	2017 年	2018 年
奉新项目（二期）	0.26	0.07	0.05	0.10	0.04
湾里项目	4.50	1.80	0.30	2.00	0.40
合计	**4.76**	**1.87**	**0.35**	**2.10**	**0.44**

资料来源：公司提供

总的来看，跟踪期内，车辆通行费收入仍是公司营业收入主要来源，受路网效益增强和车流量培育影响，车辆通行费收入保持稳步增长态势；同期，公司新增材料销售收入，是跟踪期营业收入增长的主要原因，但材料销售业务毛利率水平较低，同时受高速公路年检养护支出增多影响，公司主业盈利能力有所下降。

4．未来发展

公司作为江西省高速公路的投融资、建设和运营主体，未来将继续承担江西省高速公路网建设任务。一方面，公司将以建设和融资为保障，推进高速公路建设项目，向高速公路通车里程突破 6000 公里冲刺；公司将通过多举措

融资，利用中期票据、公司债等中长期债券优化债务结构，完成项目银团贷款，探索应用绿色债券、永续债券、股权融资等新模式；积极争取政策资金支持，力争完成财务公司组建工作，优化资金管控，介入金融市场筹集低成本资金。另一方面，公司将以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象，抓好信息化建设，推动管理升级，完成“十三五”养护规划，强化对建设、养护、运营等重点领域和春运等重点时段的安全监管。

多元化方面，公司将以产业和效益为支撑，全力推进提质增效，促进转型升级。金融投资板块，完成投资江西银行后续工作，进一步提升公司资产规模和利润水平；加强与省内金融、投资公司合作，做好对保险、基金等产业的投资工作，力争通过参股等方式深度融入资本市场。能源物流板块，组建并运营合资油品公司，按照集团物流发展规划，逐步推进物流项目建设。

八、募集资金使用情况

公司于2007年7月发行公司债券“07江西高速债”，募集资金15亿元；募集资金全部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

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015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。公司2016年一季度财务报表未经审计。

2015年，公司合并范围新增材料公司、江西省天驰高速科技发展有限公司和江西交通工程监理公司（现更名为“江西交通咨询公司”）；公司本部以其持有的国盛证券有限责任公司股权与赣粤高速所持赣粤高速工程公司、江西省嘉和工程咨询监理有限公司（以下简称“嘉和工程咨询公司”）股权进行置换，公路工程公司和嘉和工程咨询公司成为二级全资子公司。跟踪期内公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额2470.73亿元，所有者权益（含少数股东权益70.26亿元）940.05亿元；2015年，公司实现营业收入139.36亿元，利润总额9.11亿元。

2. 盈利能力

2015年，受车辆通行费收入、成品油销售收入增长及新增材料销售收入的影响，公司营业收入同比增长24.99%至139.36亿元。同期，公司营业成本大幅增长81.16%至76.40亿元，增速高于营业收入增速，主要系新增材料销售业务毛利率低、下属高速公路于2015年迎国检（每五年一次）养护支出快速增长及新通车高速公路运营时间较短不足以覆盖运营成本所致。受上述因素影响，2015年公司营业利润率为43.13%，同比下降16.70个百分点。

期间费用方面，跟踪期内公司期间费用略有下降，2015年为60.54亿元，降幅为0.56%，主要系财务费用减少所致；同时，受收入规模快速上升影响，公司期间费用率同比下降11.16个百分点至43.44%。从构成看，公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，2015年分别为54.98亿元和5.16亿元，同比变化率分别为-2.60%和0.85%。跟踪期内，公司债务规模不断攀升，但因部分利息支出资本化，公司财务费用略有下降，期间费用率同比快速下降，但期间费用对利润总额侵蚀仍然大。

公司投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、持有可供出售金融资产期间取得的收益（分红）、因购买短期银行理财产品和委托贷款而获取的投资收益构成。2014~2015年，公司投资收益分别为-0.14亿元和-0.73亿元，持

续为负，主要系权益法核算的长期股权投资收益亏损所致（2015 年为-1.52 亿元）。跟踪期内，主要亏损联营企业包括江西省瑞寻高速公路有限责任公司、江西银行股份有限公司（以下简称“江西银行”）和江西大万公路开发有限公司等。受营业成本增长及投资亏损影响，2015 年，公司营业利润由正转负，为-1.04 亿元，同比减少 6.99 亿元。

2014~2015 年，公司营业外收入分别为 27.76 亿元和 14.23 亿元，2015 年同比下降 15.92%，主要系政府补助减少所致；2015年公司获得政府补助13.35元，同比减少12.32亿元。2015年，公司利润总额为9.11亿元，同比下降33.26%。

从盈利指标上看，跟踪期内，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2015年分别为2.62%和0.54%，同比分别下降1.59个和2.24个百分点。

总体来看，2015年，公司营业收入快速增长，但受新增材料销售业务毛利率水平低、2015年高速公路大修导致养护支出增多、新通车路段盈利能力有待培育及政府补助减少等因素影响，公司利润总额同比有所下降。

3. 现金流

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 13.90%至 129.93 亿元，慢于营业收入增速，受此影响，公司现金收入比同比下降 9.08 个百分点至 93.24%，收入实现质量有所下降。同期，公司经营活动现金流入量同比下降 33.00%至 150.83 亿元，主要系收到其他与经营活动有关现金大幅下降 81.18%至 20.90 亿元所致。2015 年，公司经营活动现金流出同比增长 214.55%至 150.64 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付现金同比增长 162.63%至 45.85 亿元（主要系高速公路养护支出增多和材料销售业务支出增多所致），支付其他与经营活动有关现金同比增长 748.82%至 80.74 亿元（主要系支付的往来款增多所致）。2014 年，公司新建项目集中开工，项目施工单位缴纳履约保证金（总金额约为 78 亿元）致使收到其他与经营活动有关现金大幅增长；2015 年，公司将项目施工单位在 2014 年缴纳的履约保证金退回（总金额约为 80 亿元），公司经营性现金流净额出现大幅波动主要系较大规模的履约保证金同时收取、同时退回等非经常性因素导致，受此影响，2015 年，公司经营活动现金流量净额为 0.19 亿元，较上年的 177.24 亿元快速下降。

2015 年，公司投资活动现金流入同比下降 8.36%至 53.18 亿元，主要系收回投资收到的现金减少所致；同期，在购建固定资产、无形资产等支付的现金增长的带动下，公司投资活动现金流出同比快速增长，2015 年为 266.56 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 213.69 亿元。公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要是因短期投资（如购买银行理财产品、买卖股票等）、长期股权投资等引起的现金流入流出，2015 年分别为 51.79 亿元和 52.73 亿元，同比变化率分别为-7.70%、-42.32%，均呈下降趋势。跟踪内，受在建项目投入增多影响，投资活动净流出规模加大，2015 年为-213.39 亿元。

2015 年，受往来款净流出规模加大、在建高速公路项目投入增多影响，公司筹资活动前现金流量净额由 2014 年的 6.06 亿元大幅下降至-213.20 亿元，需要大规模的对外融资以满足经营和投资活动现金需求。

2015 年，公司筹资活动现金流入及流出规模均快速增长。筹资活动现金流入仍以取得借款收到的现金和发行债券收到的现金为主，2015 年分别为 746.72 亿元和 82.00 亿元，同比变化率分别为 93.62%和-20.39%；同期公司筹资活动现金流入 833.63 亿元。随着债务规模的上升，公司偿还债务本息支付的现金规模快速增长，2015 年公司筹资活动现金流出 594.83 亿元，其中偿还债务支付现金 521.59 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 68.24 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流表现为净流入

238.80 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量有所下降；受保证金返还影响，2015 年经营活动现金流量净额大幅下降，近三年波动较大；公司仍保持较大规模的高速公路开发建设投资，投资活动现金流出规模快速增长；跟踪期内，公司加大银行借款、债券等融资规模以满足经营及投资需求，同时随着债务到期，公司偿还债务本息支付的现金规模快速增长。

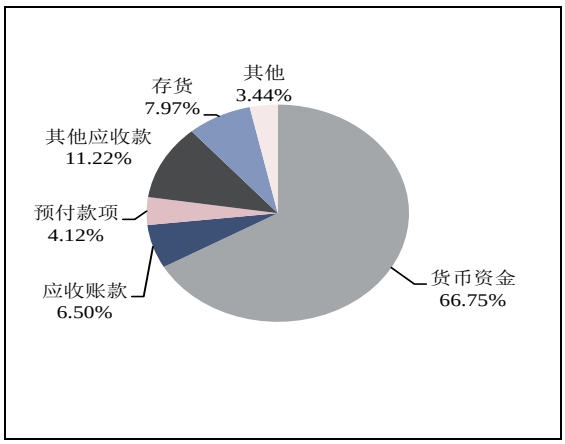
4. 资本及负债

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 2470.73 亿元，同比增长 13.18%，主要来自非流动资产的增长。公司资产构成仍以非流动资产为主，2015 年底，非流动资产占比 92.11%。

截至 2015 年底，公司流动资产为 195.00 亿元，较上年变化不大。流动资产结构中货币资金（占比 66.75%）、其他应收款（占比 11.22%）、存货（占比 7.97%）和应收账款（占比 6.50%）占比大，跟踪期内，公司流动资产结构有所调整，应收账款比重快速上升、其他流动资产比重快速下降。

图3　2015年底公司流动资产构成

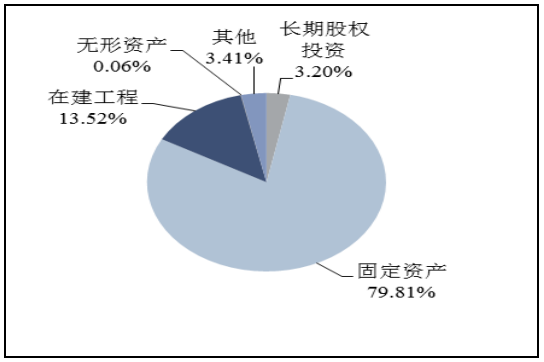


资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金 130.17 亿元，同比增长 21.58%，主要系公司增加金融机构借款和理财产品等到期赎回所致；以银行存款为主，占比 99.90%，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 2015 年底，公司应收账款同比增长 256.64%至 12.67 亿元，主要系公司新增材料销售业务导致应收账款增多所致；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占年末应收账款账面余额的 87.47%）中，1 年以内占 81.63%，账龄较短；按欠款方归集的期末应收账款余额前五名合计占比为 36.54%，集中度较低；2015 年底公司对应收账款共计提 0.90 亿元的坏账准备，计提比例为 6.60%。截至 2015 年底，公司存货同比增长 39.07%至 15.53 亿元，主要系库存商品和已完工未结算的资产（建造合同形成）增长所致。截至 2015 年底，公司其他应收款同比增长 5.44%至 21.88 亿元，主要由往来款和暂借款构成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中（占其他应收款账面余额的 98.56%），1 年以内占 59.39%，1~3 年占 13.81%，3 年以上占 26.80%，部分款项账龄较长；公司共计提 4.44 亿元坏账准备，计提比例为 16.86%，较为充分；截至 2015 年底，按欠款方归集的其他应收款期末余额前五名合计占比为 74.15%，包括应收江西省交通运输厅、江西省公路管理局等政府单位和关联方的往来款，集中度较高、回收风险较小。截至 2015 年底，公司其他流动资产为 6.63 亿元，同比下降 85.70%，主要系公司短期理财产品和资金管理计划到期收回所致。

随着公司在建和完工高速公路项目不断增多，跟踪期内非流动资产快速增长，截至 2015 年底为 2275.73 亿元，同比增长 14.43%；非流动资产构成仍以固定资产（占比 79.81%）和在建工程（占比 13.52%）为主。

图4　2015年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 18.18 亿元，同比增长 51.18%，主要系公司将其对国盛证券有限责任公司（以下简称“国盛证券”）的投资（成本为 5.98 亿元，持股比例为 20.11%）由长期股权投资调整至可供出售金融资产核算所致。截至 2015 年底，公司以公允价值计量的可供出售金融资产账面余额 9.66 亿元，主要为公司持有的湖南湘邮科技股份有限公司、信达地产股份有限公司股票；按成本计量的可供出售金融资产账面价值 8.52 亿元，主要是公司持有国盛证券、国开思远（北京）投资基金有限公司等权益工具投资。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 72.71 亿元，同比增长 101.05%，主要系公司新增对江西银行[4]（成本为 40.79 亿元，持股比例为 20.04%）和江西联合股权交易中心有限公司的投资。截至 2015 年底，公司长期股权投资主要为对交通、金融等企业的投资，投资金额较大的有江西银行、江西省寻全高速公路有限责任公司、中电投江西核电有限公司、江西九江长江公路大桥有限公司等。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值为 1943.40 亿元，同比增长 6.43%，主要系在建工程转入所致。根据国家有关规定及江西省人民政府文件（赣府字[2012]49 号），公司下属收费还贷高速公路资产不计提折旧；经营性高速公路的折旧采用车流量法计算。2015 年底公司累计计提折旧和摊销 127.12 亿元，固定资产账面价值为 1816.28 亿元。公司固定资产仍主要以公路资产、房屋建筑物、机器设备等构成，2015 年底固定资产账面价值中公路占 96.18%。2015 年公司固定资产增长主要系昌樟高速公路改扩建工程、吉莲高速公路项目（莲花段）、萍洪高速和金抚高速等由在建工程转入所致。截至 2015 年底，公司有账面价值为 0.75 亿元固定资产（房屋及建筑物）使用受限。

截至 2015 年底，公司在建工程为 307.66 亿元，同比增长 71.57%，主要系昌栗高速、昌宁高速、宁都至安远高速公路、铜鼓至万载高速公路等项目增加投资所致。截至 2015 年底，公司账面价值 0.22 亿元的在建工程用于贷款抵押担保。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 40.57 亿元，同比增长 85.72%，主要来自项目办预付工程款增长所致（年末余额 39.96 亿元）。

截至 2016 年 3 月底，公司以其持有的高速公路收费权、应收账款及银行承兑汇票等（受限资产合计 1330.87 亿元，占资产总额的 51.42%）提供质押担保，获得质押借款（长短期）合计 668.97 亿元。受限资产规模较大，影响资产流动性。

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；资产构成仍以非流动资产为主，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，但用于质押的高速公路收费权在资产总额中占比较高，资产流动性受到一定影响。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 940.05 亿元，同比增长 2.03%，主要来自资本公积的增长。所有者权益结构方面，实收资本占 10.11%，资本公积占 71.75%，未分配利润占 9.69%，少数股东权益占 7.47%。

截至 2015 年底，公司资本公积为 674.50 亿元，同比增长 2.58%，主要系公司本年收到的车购税补助资金（14.46 亿元）、江西省财政厅拨付的资本性财政资金（1.66 亿元）等增加所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比仍然高，所有者权益稳定性好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 1530.68 亿元，同比增长 21.33%，主要系其他流动负债、长期借款、应付债券、短期借款增长所致，公

[4]江西银行系通过承接原南昌银行、景德镇市商业银行的全部资产、负债、业务和人员后于 2015 年 12 月 15 日组建成立的，因成立时间较短，公司 2015 年权益法下确认投资收益为-0.42 亿元。

司负债的增长主要来源于有息债务，债务规模不断增长。负债结构方面，截至 2015 年底，公司非流动负债占比同比略有下降，为 64.97%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 536.21 亿元，同比增长 23.47%；流动负债主要由短期借款（占比 24.53%）、应付账款（占比 16.64%）、其他应付款（占比 11.65%）、一年内到期的非流动负债（占比 8.03%）和其他流动负债（占比 33.38%）为主，短期借款和其他流动负债占比快速上升。

截至 2015 年底，公司短期借款余额 131.54 亿元，同比增长 68.84%，以信用借款为主（占比 93.07%）。

截至 2015 年底，公司应付账款为 89.21 亿元，同比增长 21.50%，主要是应付工程款，其中 1 年以内的应付账款占 52.44%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 62.44 亿元，同比下降 43.56%，主要系履约质保金及保证金减少所致。截至 2015 年底，公司其他应付款余额中履约质保金及保证金占比 53.99%，其他主要是往来及暂借款、暂估及工程款等。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 179.00 亿元，同比增长 115.66%。年末公司其他流动负债全部为公司本部及子公司发行的短期融资券、超短期融资券，本报告将其计入短期债务及相关指标核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 994.47 亿元，同比增长 20.21%，主要来自长期借款和应付债券的增加。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，2015 年底占比分别为 69.43%和 24.71%。截至 2015 年底，公司长期借款为 690.43 亿元，同比增长 14.97%，以质押借款（占比 95.57%）为主。截至 2015 年底，公司应付债券 245.71 亿元，同比增长 49.75%，主要为公司本部及子公司赣粤高速存续的公司债、企业债及中期票据应偿付本息。

表 7　2015 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	余额	到期日
13 赣粤 01 债	17.83	2023.04.19
14 赣粤 01 债	4.96	2021.08.11
14 赣粤 02 债	22.80	2024.08.11
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
13 赣粤 MTN1	9.94	2017.12.03
13 赣粤 MTN2	6.97	2020.01.29
13 赣粤 MTN3	14.86	2023.03.04
14 赣高速 MTN1（三年期）	7.49	2017.02.19
14 赣高速 MTN1（七年期）	7.48	2021.02.19
14 赣高速 MTN2（七年期）	14.97	2021.05.08
14 赣高速 MTN2（十年期）	14.96	2024.05.08
14 赣高速 MTN3（三年期）	9.99	2017.05.16
14 赣高速 MTN3（七年期）	4.99	2021.05.16
15 赣高速 MTN1（五年期）	19.88	2020.05.28
15 赣高速 MTN2（五年期）	14.87	2020.06.16
15 赣高速 MTN3（三年期）	19.93	2018.09.14
15 赣高速 MTN4（三年期）	19.92	2018.09.16
15 赣粤 02 债（5+2 年期）	6.91	2022.10.23
12 赣高速债	11.96	2017.12.03
合计	**245.71**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司长期应付款为 22.39 亿元，同比下降 16.91%，主要系德昌项目预估资产减少和偿还部分融资租赁款所致；2015 年底，公司长期应付款主要由德昌项目预估资产（预估的高速公路后续投入）和融资租赁款构成，分别为 15.22 亿元和 3.51 亿元。本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务及相关科目核算。

截至 2015 年底，公司其他非流动负债为 16.51 亿元，同比增长 9.43%，主要来自预收服务区租金的增长。截至 2015 年底公司其他非流动负债主要是“14 赣粤 PPN001”余额 14.91 亿元（已将其调入长期债务、全部债务及相关指标的计算中）和预收服务区租金（余额为 1.59 亿元）。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模持续上升。经调整公司发行的短期融资券、超短期融资券、非公开定向债务融资工具及进行的融资租赁等，公司 2015 年底全部债务余额为 1314.24 亿元，同比增长 29.85%。其中，短期债务占 27.37%，长期债务占 72.63%。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，分别为 61.95%、58.30%和 50.38%，同比分别增长 4.16、5.95 和 4.38 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司仍主要通过银行借款和债务融资工具等来满足大规模的高速公路投资建设需求，债务规模持续扩张，债务负担不断加重；公司负债结构中长期有息债务规模占比大，符合高速公路行业建设周期长的特点。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，受流动负债快速增长影响，公司流动比率和速动比率均较上年末有所下降，2015 年底分别为 36.37%和 33.47%，同比分别下降 8.33 个和 8.65 个百分点。同期，公司经营活动现金净流量大幅下降，受上述因素影响，公司经营现金流动负债比同比下降 40.78 个百分点至 0.04%。总体看，公司债务规模不断增长，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为85.23亿元，同比下降16.84%；同时，随着债务规模快速上升，公司EBITDA对债务本息的覆盖能力有所下降，2015年全部债务/EBITDA为15.42倍（上年为9.88倍），EBITDA利息倍数为1.26倍（上年为1.64倍）；跟踪期内，公司EBITDA对全部债务保障能力有所下降。但考虑到公司债务结构较为合理、公司行业垄断地位突出、政府支持力度大且未来一段时间内，随着路网效应增强公司通行费收入有望保持稳定增长，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 29.00 亿元，全部为对江西省铁路投资集团公司提供的担保，担保比率为 3.08%。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。公司担保比率低，或有负债风险小。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 2992.01 亿元，其中已使用额度 1113.82 亿元，尚未使用额度为 1878.19 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司控股上市公司赣粤高速（SH.600269），直接融资渠道畅通。

6. 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 2016 年 5 月 23 日，公司有 1 笔未结清的关注类信贷信息记录，有 1 笔已结清关注类贷款。

根据中国农业银行股份有限公司抚州分行及中国农业银行股份有限公司吉安分行出具的说明，上述两笔贷款均系重复登记贷款利息导致系统扣息失败所致。公司过往债务履约情况良好。

7. 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综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续期公司债券偿债能力分析

公司于 2007 年 7 月发行额度为 15 亿元的“07 江西高速债”，期限为 10+5 年，附投资人回售选择权，即投资人有权选择在“07 江西高速债”存续期第十个计息年度（即 2017 年）的回售登记期内进行登记，将其持有的“07 江西高速债”全部或部分回售给发行人；若投资者选择在存续期第十个计息年度回售，“07 江西高速债”将于 2017 年 7 月偿付全部或部分本息。

2015 年，公司经营活动产生的现金流入量为 150.83 亿元，为“07 江西高速债”本金 15 亿元的 10.06 倍；2015 年，公司经营活动现金流量净额为 0.19 亿元，为“07 江西高速债”本金 15 亿元的 0.01 倍；2015 年公司 EBITDA 为 85.23 亿元，为“07 江西高速债”本金 15 亿元的 5.68 倍。

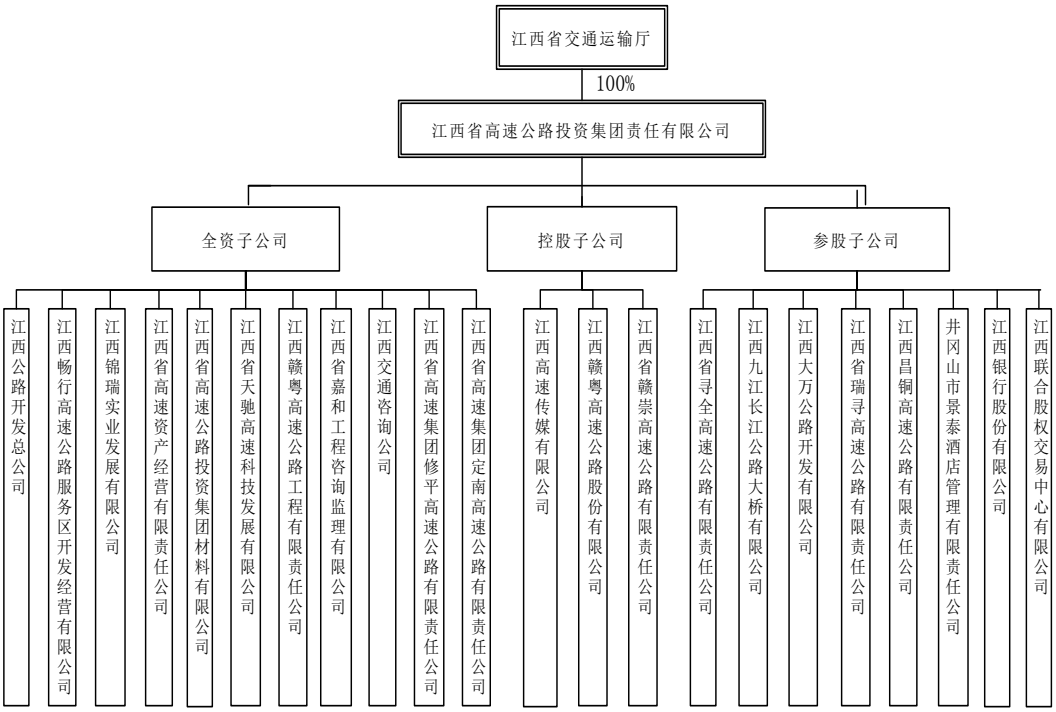
经营活动现金流入量和 EBITDA 对“07 江西高速债”本金的保障能力很强。若投资者选择在 2017 年回售全部或部分本金，考虑到公司充足的现金类资产，公司偿还全部或部分本息的能力很强。

“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，经联合资信公开评级，中国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极强。

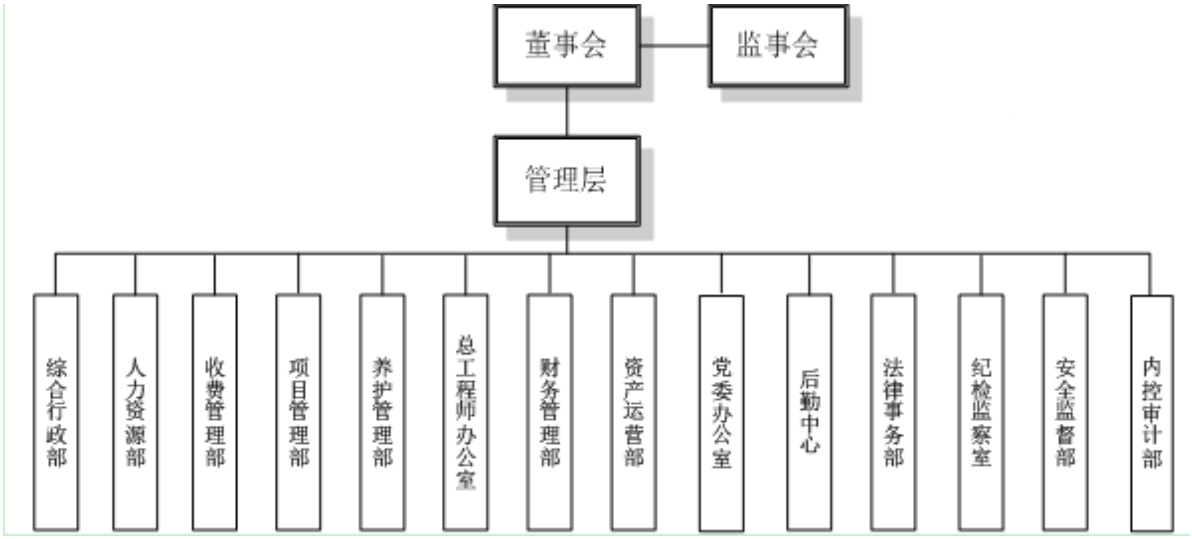
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA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”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2016 年 3 月底）



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	85.01	107.06	130.18
资产总额(亿元)	1958.12	2182.92	2470.73
所有者权益(亿元)	877.77	921.34	940.05
短期债务(亿元)	222.81	227.15	359.68
长期债务(亿元)	708.12	784.99	954.56
全部债务(亿元)	930.94	1012.14	1314.24
营业收入(亿元)	107.75	111.49	139.36
利润总额(亿元)	20.45	29.93	9.11
EBITDA(亿元)	86.68	102.49	85.23
经营性净现金流(亿元)	89.87	177.24	0.19
财务指标			
销售债权周转次数(次)	37.82	31.30	17.17
存货周转次数(次)	4.23	3.74	5.72
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06
现金收入比(%)	99.46	102.31	93.24
营业利润率(%)	59.76	59.84	43.13
总资本收益率(%)	3.76	4.21	2.62
净资产收益率(%)	1.83	2.78	0.54
长期债务资本化比率(%)	44.65	46.00	50.38
全部债务资本化比率(%)	51.47	52.35	58.30
资产负债率(%)	55.17	57.79	61.95
流动比率(%)	45.89	44.69	36.37
速动比率(%)	42.58	42.12	33.47
经营现金流动负债比(%)	26.19	40.81	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.64	1.26
全部债务/EBITDA(倍)	10.74	9.88	15.42

注：1、本报告已将计入“其他流动负债”科目的短期融资券、超短期融资券、短期非公开定向债务融资工具调至短期债务，将计入“其他非流动负债”科目的长期（一年以上）非公开定向债务融资工具、信托计划等调至长期债务，将计入“长期应付款”科目的融资租赁款调至长期债务核算；2、现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期/非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。