跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1300 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”、“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”和“16赣高速MTN003”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月三十日

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：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名称	发行额度	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
16 赣高速 MTN001	20 亿元	2016/6/7-2023/6/7	AAA	AAA
16 赣高速 MTN002	20 亿元	2016/6/15-2023/6/15	AAA	AAA
16 赣高速 MTN003	30 亿元	2016/6/16-2019/6/16	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	107.06	130.18	124.94	115.45
资产总额(亿元)	2182.92	2470.73	2650.23	2737.04
所有者权益(亿元)	921.34	940.05	1086.00	1086.59
短期债务(亿元)	144.15	180.68	180.55	217.77
长期债务(亿元)	764.59	936.14	1118.66	1126.73
全部债务(亿元)	908.74	1116.82	1299.21	1344.50
调整后全部债务(亿元)	1012.14	1314.24	1322.80	1368.12
营业收入(亿元)	111.49	139.36	140.74	39.74
利润总额(亿元)	29.93	9.11	19.94	9.56
EBITDA(亿元)	102.49	85.23	101.90	--
经营性净现金流(亿元)	177.24	0.19	97.06	22.17
营业利润率(%)	59.84	43.13	46.06	56.08
净资产收益率(%)	2.78	0.54	1.37	--
资产负债率(%)	57.79	61.95	59.02	60.30
现金收入比(%)	102.31	93.24	110.68	112.85
全部债务资本化比率(%)	49.66	54.30	54.47	55.30
调整后全部债务资本化比率(%)	52.35	58.30	54.92	55.73
流动比率(%)	44.69	36.37	46.02	37.82
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.88	15.42	12.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	1.26	1.65	--
经营现金流动负债比(%)	40.81	0.04	25.21	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券+其他非流动负债中的长期非公开定向债务融资工具+长期应付款中的融资租赁款；
2、2017 年一季度公司财务数据未经审计。

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”）作为江西省交通厅下属高速公路投资建设和运营管理主体，跟踪期内，保持其在资产规模、路产质量等方面的突出地位，通车里程和日均车流量进一步提高，通行费收入稳步增长，相关多元化业务的培养成为公司新的收入增长来源。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获得财政补贴金额同比下降、非经常性损益对利润影响大、整体现金流对筹资活动有较强依赖、仍面临一定短期支付压力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较好；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持续支持，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AAA_{pi}，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”、“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”和“16赣高速MTN003”AAA的信用等级。

分析师

赵传第　王 存

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010－85679696

传真：010－85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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. 公司运用高速公路主业的资源和地位，持续推进道路工程、成品油销售、材料销售等相关多元化业务，未来随着此类业务的稳步发展，将成为公司公路收费以外收入和利润新的增长点。

关注

1. 跟踪期内，公司期间费用对利润总额侵蚀依然较大，利润仍主要为非经常性损益。
2. 跟踪期内，公司获得政府补贴的金额同比有所下降。
3. 跟踪期内，公司仍通过外部融资满足经营及投资的资金需求，债务规模进一步扩大，资产流动性弱，存在一定短期偿债压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江西省高速公路投资集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内相关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

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2017年3月底，公司注册资本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）。

截至2017年3月底，公司下设综合行政部、财务管理部、法律事务部、内控审计部、收费管理部、项目管理部、养护管理部、安全监督部等15个部门（参见附件1-2）。截至2017年3月底，公司纳入合并报表范围内的单位共计21家，包括全资子公司15家、控股子公司4家、参股子公司2家[2]；公司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（股票代码：600269），公司对其直接持股比例为51.98%。

截至2016年底，公司合并资产总额2650.23亿元，所有者权益1086.00亿元（其中少数股东权益77.56亿元）；2016年公司实现营业收入140.74亿元，利润总额19.94亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额2737.04亿元，所有者权益1086.59亿元（其中少数股东权益76.86亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入39.74亿元，利润总额9.56亿元。

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、存续债券概况与募集资金使用情况

公司于2007年7月30日发行公司债券“07江西高速债”，募集资金15亿元，票面利率5.49%，全部用于江西省境内大庆至广州国道

[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]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，系因子公司间相互持股，故公司将该2家参股公司纳入合并单位。

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 日建成通车。截至本报告出具日，募集资金已全部按用途使用完毕。公司已于 2016 年 7 月 27 日按时偿付利息 8235 万元。

表 1　存续期债券概况（单位：亿元）

名称	发行额度	期限
07 江西高速债	15.00	2007/7/30-2022/7/30
16 赣高速 MTN001	20.00	2016/6/7-2023/6/7
16 赣高速 MTN002	20.00	2016/6/15-2023/6/15
16 赣高速 MTN003	30.00	2016/6/16-2019/6/16

资料来源：联合资信整理

公司于 2016 年 6 月 7 日发行中期票据“16 赣高速 MTN001”，募集资金 20 亿元，票面利率 3.92%，全部用于偿还银行贷款。截至本报告出具日，募集资金已全部按用途使用完毕。公司已于 2017 年 6 月 5 日按时偿付利息 7840 万元。

公司于 2016 年 6 月 15 日发行中期票据“16 赣高速 MTN002”，募集资金 20 亿元，票面利率 3.90%，全部用于偿还银行贷款。截至本报告出具日，募集资金已全部按用途使用完毕。公司已于 2017 年 6 月 14 日按时偿付利息 7800 万元。

公司于 2016 年 6 月 16 日发行中期票据“16 赣高速 MTN003”，募集资金 30 亿元，票面利率 3.32%，全部用于偿还银行贷款。截至本报告出具日，募集资金已全部按用途使用完毕。公司已于 2017 年 6 月 15 日按时偿付利息 9960 万元。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上

年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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

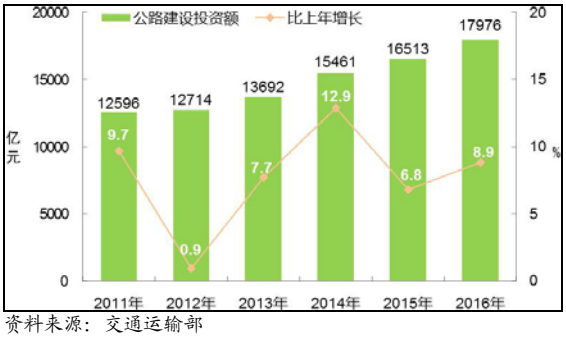
相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2016年底中国高速公路通车里程达13.10万公里，比上年末增加0.74万公里。截至2016年底，全国公路总里程达469.63万公里，比上年末增加11.90万公里，公路密度48.92公里/百平方公里，提高1.24公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.79%。

根据交通运输部发布的2016年交通运输行业发展统计公报显示，2016年全年完成公路建设投资17975.81亿元，比上年增长8.9%。其中，高速公路建设完成投资8235.32亿元，同比增长3.6%。普通国、省道建设完成投资6081.28

亿元，增长14.0%。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。

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 1　2011~2016 年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2016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，2016年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量154.28亿人、旅客周转量10228.71亿人公里，比上年分别下降4.7%和4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量334.13亿吨、货物周转量61080.10亿吨公里，比上年分别增长6.1%和5.4%。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，但新的收费管理条例暂未正式出台。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 18 日，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》发布，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《2016 年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步测算，2016 年江西省实现地区生产总值（GDP）18364.4 亿元，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 1904.5 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 9032.1 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 7427.8 亿元，增长 11.0%。三次产业结构由上年的 10.6∶50.3∶39.1 调整为 10.4∶49.2∶40.4，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.8%、47.4%和 47.8%。人均生产总值 40106 元，增长 8.4%。

经济的持续快速发展带动江西省财政实力的进一步增强。江西省 2016 年财政总收入 3143.0 亿元，比上年增长 4.0%。其中，一般公共预算收入 2151.4 亿元，下降 0.7%；税收收入 2462.6 亿元，增长 3.8%，占财政总收入的比重为 78.4%。江西省 2016 年一般公共预算支出 4619.5 亿元，比上年增长 4.7%。用于教育、社保、医疗等民生方面的支出完成 3595.3 亿元，增长 5.1%，占支出比重达 77.8%，比上年提高 0.3 个百分点。

交通领域，2016 年江西省铁路、公路和水运合计完成货物运输量 138061.6 万吨，比上年增长 6.0%；货物周转量 3897.6 亿吨公里，增长 3.8%。旅客运输量 62874.0 万人，增长 0.7%；旅客周转量 970.6 亿人公里，增长 1.8%。机场旅客吞吐量 1050.1 万人，增长 6.6%。其中，昌北机场旅客吞吐量 786.4 万人，增长 5.0%。截至 2016 年底，江西省公路通车里程 161909 公里，比上年末增加 5284 公里，其中，高速公路通车里程 5894 公里，增加 836 公里，铁路营运里程 3909.3 公里，基本持平。截至 2016 年底，江西省民用汽车保有量 407.4 万辆，增长 17.4%；民用轿车保有量 225.2 万辆，增长 20.4%，其中，私人轿车 212.6 万辆，增长 23.3%。

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。

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，江西省已基本实现高速公路建设目标，路网效益持续显现。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。

六、公司基础素质

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权结构未发生变化。截至2017年3月底，公司为江西省交通运输厅100%控股企业，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，主要从事全省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、房地产开发等相关多元化业务。

截至 2017 年 3 月底，江西省高速公路通车总里程已达 5908 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 5112 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 86.52%。公司维持在江西省高速公路行业的垄断地位。

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，公司新通车高速公路 10 条，新增收费里程 708 公里，2016 年日均车流量增至 41.77 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。

资产注入

公司 2017 年 2 月 21 日收到江西省交通运输厅《关于将省交通工程集团公司整体划入省高速公路投资集团有限责任公司有关事项的通知》（赣交运输字[2017]4 号），江西省交通运输厅将省公路局下属企业江西省交通工程集团公司（以下简称“交工集团”）整体划入公司管理。交工集团注册成立于 1997 年 8 月 20 日，注册资本 117543 万元，系江西省唯一公路工程施工总承包特级企业，是省内公路建设的骨干企业，承建了建国以来江西省绝大多数省内国省公路重要路段。截至本报告出具之日，本次划转相关变更登记手续正在办理过程中，公司暂未对交工集团进行并表处理。

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》，2014~2016 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、14.46 亿元、16.65 亿元，公司将其计入“资本公积”，对在建项目资金来源形成一定补充。

政府补助

根据赣府字[2002]6 号文和赣府发[2013]10 号文，2014~2016 年，公司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、8.25 亿元和 0.56 亿元，计入

营业外收入。

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 2014~2016 年分别收到收费还贷高速公路专项补贴资金 20 亿元、5 亿元和 9 亿元，用于偿还收费还贷高速公路借款及利息。

2014~2016 年公司获得的“营业外收入—政府补助”合计分别为 25.67 亿元、13.35 亿元、9.62 亿元，除上述财政支持款和高速公路专项补贴资金外，还包括少量运营经费补偿、政策措施奖励资金、开办运营补助等。跟踪期内，公司所获政府补贴的金额同比有所下降。

表 2　公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	记账科目	2014 年	2015 年	2016 年
车购税补助资金	资本公积	171753.00	144647.00	166500.00
财政支持款	营业外收入	50640.91	82531.80	5600.00
高速公路专项补贴资金	营业外收入	200000.00	50000.00	90000.00
资本性财政资金	资本公积	--	16600.00	--
其他	营业外收入	6088.53	934.92	589.39
合计	--	**428482.44**	**294713.72**	**262689.39**

资料来源：公司审计报告

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。

总体看，跟踪期内，受财政支持款减少影响，公司所获政府补贴同比有所下降，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。

七、管理分析

从法人治理结构看，跟踪期内公司仍存在董事、监事缺位的情况（董事会成员缺位2名、监事会成员缺位1名），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名单，并将尽快委派到位，联合资信将对公司缺位董、监事到位情况予以持续关注。

跟踪期内，公司 2 名高管退休，新增 1 名纪委书记吴连平先生，截至 2017 年 3 月底，公司高级管理人员 8 名。

吴连平先生，1960 年 9 月出生，本科学历，历任步兵第八十师修理所排长、助理工程师、所长，江西省军区南昌第一离职干部休养所政治干事、副所长，南昌第四离职干部休养所政治协理员；余江县人武部政委、县委常委；江西省纪委纠风室副处级纪检员、正处级纪检员、副主任，省纪委党风政风监督室副主任；自 2017 年 3 月起担任公司纪委书记。

跟踪期内，公司组织架构未发生变化。

总体看，公司法人治理结构和管理机制在跟踪期内未发生重大变化。

八、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，公司还涉及服务区经营以及交通基础设施的建设、建设工程施工、机械设备租赁、建筑材料批发代购、现代物流、仓储、广告、房地产开发经营等业务。高速公路建设与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来源。

从收入构成看，跟踪期内，公司营业收入稳定增长，2016 年为 140.74 亿元，同比增长 0.99%。其中，公司 2016 年车辆通行服务收入 111.82 亿元，占比 79.45%，同比增长 7.84%（增加 8.13 亿元），主要由于车流量上升促成的增长；材料销售收入 12.07 亿元，占比 8.58%，同比下降 26.68%，主要由于在建高速公路钢材

沥青需求量减少所致；成品油销售收入 7.60 亿元，占比 5.40%，同比下降 2.51%，变动不大；其他业务板块形成的收入占比较小。

从毛利率来看，2016 年，公司综合毛利率为 47.04%，较 2015 年略有增长，主要多元化业务板块毛利率上升所致；车辆通行服务毛利率 56.36%，较 2015 年略有下滑，主要是由于 2016 年 1 月通车的昌宁高速、昌栗高速车流量尚在培养期，但通车后开始计提折旧，使得通行服务业务的成本增长所致；公路工程业务毛利率同比增长 7.48 个百分点至 15.75%；成品油销售业务毛利率 8.26%，变动不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，为 2016 年全年的 28.24%，综合毛利率为 56.27%；其中车辆通行费收入 33.89 亿元，为 2016 年全年的 42.66%，毛利率为 64.05%。

表3　2015年~2016年和2017年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行服务收入	103.69	74.41	58.00	111.82	79.45	56.36	33.89	85.28	64.05
公路工程收入	7.20	5.17	8.28	4.56	3.24	15.75	0.21	0.54	1.81
成品油销售	7.80	5.60	7.18	7.60	5.40	8.26	2.36	5.93	7.01
房地产销售收入	0.05	0.03	-2.11	0.44	0.31	-6.20	0.71	1.80	0.95
高速服务区收入	1.53	1.10	22.66	2.33	1.66	32.78	2.57	6.45	18.68
材料销售收入	16.46	11.81	1.57	12.07	8.58	1.88			
监理、服务、物业等其他收入	1.57	1.12	34.98	0.82	0.58	36.85			
其他业务小计	1.06	0.76	48.71	1.10	0.78	52.20			
营业收入	**139.36**	**100.00**	**45.18**	**140.74**	**100.00**	**47.04**	**39.74**	**100.00**	**56.27**

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。

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，新通车 10 条路段，新增收费里程 708 公里，均为 2017 年 1 月新通车，其中：本部管理 7 条（567 公里）；子公司公路开发公司管理 3 条（141 公里）。跟踪期内，公司新通车路段由于尚未取得发改委的正式批文，因此路产性质和收费年限暂未确定。截至 2017 年 3 月底，公司已建成高速公路 48 条，管理高速公路通车里程 5112 公里，占江西省高速公路通车总里程 5908 公里的 86.52%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。

表4　2017年1月新增通车高速公路情况（单位：公里）

路段名称	所属单位	通车里程
船顶隘至广昌	公路开发公司	22
上饶至万年	公路开发公司	76
都昌至九江高速公路都昌至星子段	公路开发公司	43
小计		**141**
南昌至宁都高速公路南昌连接线	公司直属	12
宁都至安远	公司直属	164
安远至定南	公司直属	52
宁都至定南高速公路定南联络线	公司直属	38
修水至平江	公司直属	80
东乡至昌傅	公司直属	152
铜鼓至万载	公司直属	69
小计		**567**
合计		**708**

资料来源：公司提供

目前，公司已建成通车的 48 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，10 条性质待定高速公路。运营主体方面，公司本部管理 15 条还贷性高速公路、9 条经营性高速公路、7 条性质待定高速公路，全资子公司公路开发公司管理 6 条经营性高速公路、3 条性质待定高速公路，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

2016 年，公司实现通行费收入 111.82 亿元，同比增长 7.84%，维持稳定增长趋势。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2016 年通行费收入为基础）包括：梨温高速（占 14.68%）、昌九高速（占 6.96%）、泰赣高速（占 6.78%）、昌樟高速（占 6.68%）、鹰瑞（北）高速（占 6.68%）等。其中，跟踪期内，梨温高速因技改限高解除、大修结束被分流车流量恢复正常，导致同比通行费收入增长较多；昌樟高速通过改扩建，通行量有所提高，致使通行费收入增长较大。

公司本部直管高速公路车辆通行费收入合计占比为 51.30%；子公司赣粤高速下属高速公路车辆通行费收入合计占比为 27.55%；子公司公路开发公司下属高速公路通行费收入合计占比为 21.15%。

跟踪期内，受益于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；而德上高速、德昌高速、隘瑞高速、景鹰高速等路段通行费收入出现下降，原因是 2015 年国检期间以上路段承担其他大修路段的分流责任，跟踪期内车流量回归正常，导致同比通行费收入有所下降。

2017 年 1～3 月，随着技改工程的完成和新路段的通车，公司实现通行费收入 33.89 亿元，较 2016 年 1～3 月的 30.15 亿元增长 12.40%，占 2016 年全年的 30.31%。

表 5　公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

路段			2015 年		2016		2017 年 1～3 月	
所属单位	编号	名称	通行费收入	增幅	通行费收入	增幅	通行费收入	占 2016 年比
公司直属	1	泰井高速	0.35	-14.13	0.35	1.71	0.08	21.53
	2	乐温高速	2.92	26.13	3.14	7.70	0.94	29.80
	3	温沙高速	4.05	1.59	3.98	-1.79	1.16	29.16
	4	鹰瑞（北）高速	7.46	11.01	7.47	0.19	2.25	30.18
	5	鹰瑞（南）高速	3.11	-1.89	3.21	3.23	0.98	30.45
	6	昌金高速	7.25	-2.44	7.20	-0.69	2.17	30.11
	7	景婺黄高速	3.07	8.36	2.96	-3.34	0.99	33.53
	8	武吉高速	5.73	-2.09	6.17	7.66	1.78	28.90
	9	石吉高速	3.06	-8.13	3.14	2.60	1.08	34.27
	10	泰赣高速	6.58	9.24	7.58	15.14	2.18	28.84
	11	瑞赣高速	3.58	1.78	3.42	-4.41	0.95	27.85
	12	隘瑞高速	0.50	1.08	0.41	-17.93	0.13	30.55
	13	永武高速	0.90	7.46	0.89	-0.29	0.27	29.81
	14	昌北机场	0.15	19.18	0.17	14.51	0.04	22.15
	15	德上高速	1.38	197.97	0.52	-62.49	0.11	21.68
	16	抚吉高速	1.07	46.53	1.38	28.88	0.41	29.74
	17	赣崇高速	0.64	3.43	0.71	10.62	0.20	28.74

路段			2015 年		2016		2017 年 1~3 月	
所属单位	编号	名称	通行费收入	增幅	通行费收入	增幅	通行费收入	占 2016 年比
	18	吉莲高速	0.89	106.62	1.19	33.28	0.44	37.38
	19	井睦高速	0.17	-23.23	0.16	-4.10	0.04	26.41
	20	萍洪高速	0.30	--	0.44	46.44	0.10	23.17
	21	万宜高速	0.03	46560.71	0.25	848.16	0.08	34.27
	22	金抚高速	0.02	--	0.18	861.24	0.08	46.67
	23	昌宁高速	--	--	0.56	--	0.31	55.60
	24	昌栗高速	--	--	1.89	--	0.68	36.00
	25	东昌高速	--	--	--	--	1.09	--
	26	宁定高速	--	--	--	--	0.76	--
	27	铜万高速	--	--	--	--	0.04	--
	28	修平高速	--	--	--	--	0.04	--
	29	昌宁连接线	--	--	--	--	0.00	--
赣粤高速	1	昌九高速	7.93	7.35	7.78	-1.93	1.99	25.61
	2	昌樟高速	6.21	2.90	7.47	20.18	1.64	21.92
	3	温厚高速	1.70	-4.15	1.85	8.91	0.30	16.20
	4	昌泰高速	5.41	15.98	6.03	11.37	1.70	28.13
	5	九景高速	5.41	6.50	5.70	5.48	1.76	30.86
	6	彭湖高速	0.30	1.35	0.39	30.07	0.18	45.65
	7	昌奉高速	0.70	36.87	0.72	3.19	0.18	25.40
	8	奉铜高速	0.90	31.70	0.86	-4.52	0.23	27.19
公路开发	1	梨温高速	13.19	-16.70	16.41	24.40	4.06	24.73
	2	景鹰高速	4.43	11.13	4.01	-9.49	1.18	29.30
	3	德昌高速	4.14	78.48	2.99	-27.67	1.09	36.54
	4	祁浮高速	0.03	30.66	0.04	30.11	0.03	67.47
	5	都昌至九江高速	0.04	8739.59	0.05	6.39	0.02	37.22
	6	九江绕城高速	0.10	55984.48	0.14	44.52	0.05	34.76
	7	广船高速	--	--	--	--	0.01	--
	8	上万高速	--	--	--	--	0.09	--
合计			**103.69**	**5.70**	**111.82**	**7.84**	**33.89**	**30.31**

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.宁定高速收费包括宁都至安远、安远至定南、宁都至定南高速公路定南联络线等 2017 年新通车的 3 条路段；
3. 2017 年新通车的都昌至九江高速公路都昌至星子段收入与原都昌至九江高速公路星子至九江段收入合并计入都昌至九江高速。

车流量方面，2016 年，公司运营主要高速公路日均车流量同比增长 9.74%，2016 年为 41.77 万辆/天。跟踪期内，昌樟高速、石吉高速、万宜高速、鹰瑞（南）高速、金抚高速等路段车流量稳步提高。昌宁高速由于通车时间较短，车流量仍有待培育。

收费标准和收费结算模式

收费标准方面，跟踪期内，公司下属高速公路载客类车轮、载货类车轮的收费标准均无变化。

收费期限方面，跟踪期内，除公司直属的德上高速、抚吉高速、吉莲高速、赣崇高速、

井睦高速，以及新通车的 10 条路段因发改委尚未正式批复而暂未确定收费年限以外，其余已通车 33 条路段的收费年限均在 20～40 年之间，截至 2017 年 3 月底收费剩余期限最少为 8 年。

收费模式方面，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

2016 年，公司高速公路养护支出为 9.76 亿元，较上年度下降 12.78%；平均每公里的养护成本为 22 万元，较上年度下降 22.67%，主要是由于 2015 年五年一次的高速公路国检结束，使得 2016 年养护成本同比有所减少。

在建高速公路情况

截至 2017 年 3 月底，公司共有 2 个在建高速公路项目，概算总投资 191.48 亿元，公司已累计投入 25.46 亿元，未来尚需投入资金 166.02 亿元，2017 年需投资 75.63 亿元，在建规模一般，短期筹资压力一般。

表 6　截至 2017 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	已累计完成投资额	未来三年具体投资计划		
						2017年	2018年	2019年
1	昌九改扩建	经营性	88.00	65.24	11.50	23.74	51.00	5.58
2	广昌至吉安	收费还贷	188.82	126.24	13.96	51.89	31.93	5.15
合计		--	276.82	191.48	25.46	75.63	82.93	10.73

资料来源：公司提供

拟建高速公路情况

截至 2017 年 3 月底，公司有 2 个拟建高速公路项目，包括铜鼓至万载高速宜丰联络线和抚州市东外环，规划总建设里程 47.57 公里，概算总投资 45.87 亿元，资本金比例为 25%，资金来源包括政府出资 8%，其余为公司自筹。

表 7　截至 2017 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		
					2017 年	2018 年	2019 年
1	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	8.04	10.65	5.62
2	抚州市东外环	22.61	20.12	已取得初步设计批复	6.34	9.51	1.01
合计		47.57	45.87	--	14.38	20.16	6.63

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持续上升，带动通行费收入稳定增长；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，随着全省高速公路规划目标的完成，未来公司在建及拟建项目投资规模有所减少，未来筹资压力一般。

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、服务区经营管理等相关相关多元化业务，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”）。2016 年，赣粤高速工程公司签订合同 4 个，主要为路面维护保养工程、路基工程及桥梁工程项目，合同金额 10.76 亿元。2016 年，赣粤高速工程公司确认公路工程收入 11.19 亿元，较上年下降 38.88%；公司内部合并抵消后，公司对外承接工程产生工程收入 4.56 亿元，较上年下降 36.7%；收入下降主要系工程量减少所致。截至 2017 年 3 月底，赣粤高速工程公司在建对外合同项目共 1 个，合同金额 9.40 亿元，主要为路基路面工程。2017 年 2 月，江西省交通运输厅将省公路局下属企业交工集团整体划入公司管理，截至本报告出具之日，本次划转相关变更登记手续正在办理过程中，公司暂未对交工集团进行并表处理，但鉴于交工集团的历史业绩和区域内地位，预计公司未来工程收入将有明显增长。

公司材料销售业务由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、建筑材料的批发和零售。2016年公司实现材料销售收入12.07亿元，较上年下降26.67%，毛利率为1.88%，同比上升0.31个百分点，但仍较低。

公司成品油销售业务经营主体是孙公司江西省高速实业开发有限公司（以下简称“实业公司”），2016年实业公司实现成品油销售收入7.60亿元，较上年下降2.56%，毛利率8.26%，同比下降0.62个百分点。2016年9月，公司新增纳入合并范围子公司江西高速石化有限责任公司（以下简称“石化公司”），中石化销售公司各持股50%，但公司在石化公司董事会席位占比60%，具有实际控制力，未来将对公司所管高速公路沿线加油站实施统一管理，预计2017年油品销售收入将有明显增长。

公司房地产收入主要来源于孙公司江西嘉圆房地产开发有限责任公司（以下简称“嘉圆房地产公司”）与孙公司江西恒泰路桥工程有限公司（以下简称“恒泰工程公司”）。2016年，公司确认房地产销售收入0.44亿元，主要为嘉圆房地产铜鼓项目，较上年有所提高，但规模仍较小。截至2017年3月底，公司在建房地产开发项目有3个，除此以外，公司无新开发其他项目。

表 8　截至 2017 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		
			2017 年	2018 年	2019 年
奉新项目（二期）	0.26	0.19	0.06	0.01	--
湾里项目	4.50	1.91	0.59	1.00	1.00
九龙湖项目	23.34	9.22	7.56	5.32	2.78
合计	28.10	11.23	8.21	6.33	3.78

资料来源：公司提供

总的来看，跟踪期内，受新通车里程增加、路网效益增强和车流量培育影响，公司车辆通行费收入保持稳步增长态势；主业以外的多元化业务大多与公路建设具有较强关联性，随着建设任务的完成，跟踪期内多元化业务收入大多出现小幅下滑，且对营业收入的贡献仍较小。

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六千公里冲刺；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，通过运营油品公司，按照集团物流发展规划，逐步推进物流项目建设。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016年度财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司增加5家新设立企业纳入合并范围，分别为公司持股50%的江西高速石化有限责任公司（董事会席位占比60%，因此纳入合并范围）和公司持股100%的江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司、江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司、江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司、江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司。上述5家企业整体资产规模和收入规模尚小，因此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2016年底，公司纳入合并报表范围内的单位共计21家。2017年1~3月，公司合并范围较2016年底未发生变化。

截至2016年底，公司合并资产总额2650.23亿元，所有者权益1086.00亿元（含少数股东权益77.56亿元）；2016年，公司实现营业收入140.74亿元，利润总额19.94亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额2737.04亿元，所有者权益1086.59亿元（含少数股东权益76.86亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入39.74亿元，利润总额9.56亿元。

2. 资产质量

流动资产

截至2016年底，公司资产总额2650.23亿元，同比增长7.27%，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，截至2016年底，非流动资产占比93.31%。

截至2016年底，公司流动资产为177.19亿元，较上年下降9.13%，主要是货币资金、其他流动资产的大量减少所致。截至2016年底，公司流动资产结构以货币资金（占比70.51%）、存货（占比10.55%）、其他应收款（占比9.82%）、和应收账款（占比6.40%）为主，跟踪期内，公司流动资产结构变化不大。

截至2016年底，公司货币资金124.94亿元，同比下降4.02%，主要是随着项目的逐渐完成，货币资金存量有所减少；以银行存款为主，占比99.93%，且公司无因抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的款项。

截至2016年底，公司应收账款11.35亿元，同比下降10.46%，主要系子公司工程施工和材料销售应收款减少所致；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63.09%）中，1年以内占76.81%，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61.50%，集中度较高；截至2016年底，公司对应收账款共计提0.62亿元坏账准备，计提比例为5.20%。

截至2016年底，公司其他应收款17.40亿元，同比下降20.45%，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91.90%），1年以内占7.32%，1~2年占61.14%，2~3年占1.47%，3年以上占30.08%，综合账龄较长；公司共计提5.80亿元坏账准备，计提比例为24.99%；截至2016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75.53%，集中度较高，包括应收江西省交通运输厅、江西省公路管理局、江西省高等级公路管理局等政

府单位和关联方的往来款。综合考虑欠款方性质，公司其他应收款回收风险较小，且坏账准备计提较为充分，但综合账龄较长，对公司资金形成一定占用。

截至 2016 年底，公司存货 18.69 亿元，同比增长 20.31%，主要系孙公司房地产项目投入增加所致；从存货构成看：开发成本占 71.63%，主要为九龙湖项目、湾里和谐佳园、铜鼓嘉圆项目的建设投入；开发产品占 15.35%，主要为奉新嘉圆项目、铜鼓嘉圆项目、恒泰花苑项目投入；工程施工占 5.88%，为赣粤高速工程公司已完工尚未结算款；原材料占 5.01%；剩余 2.12%为少量的库存商品、低值易耗品。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 0.37 亿元，同比下降 94.39%，主要是公司购买短期保本理财产品减少所致。

非流动资产

随着公司在建高速公路项目不断增多，跟踪期内非流动资产持续增长，截至 2016 年底为 2473.04 亿元，同比增长 8.67%；非流动资产构成仍以固定资产（占比 82.10%）和在建工程（占比 12.15%）为主，跟踪期内结构变化不大。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 27.99 亿元，同比增长 53.98%，主要为子公司赣粤高速持有湖南湘邮科技股份有限公司、信达地产股份有限公司和广东国盛金控集团股份有限公司股价上升所致。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 79.52 亿元，同比增长 9.37%，主要系公司新增对恒邦财产保险股份有限公司的投资（4.37 亿元），以及追加对中电投江西核电有限公司的投资（0.08 亿元）。截至 2016 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股份有限公司（43.16 亿元，占 54.27%）、江西省寻全高速公路有限责任公司（18.92 亿元，占 23.79%）、江西九江长江公路大桥有限公司（6.21 亿元，占 7.81%）、江西省瑞寻高速公路有限责任公司（3.62 亿元，占比 4.55）、中电投江西核电有限公司（2.37 亿元，占 2.98%）等。

公路资产是公司固定资产最主要部分。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值为 2183.60 亿元，同比增长 12.36%，主要是由于昌宁高速公路项目、昌栗高速公路项目和梨温高速公路大修项目由在建工程转入固定资产所致。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。截至 2016 年底，公司累计计提折旧和摊销 153.36 亿元，固定资产账面价值为 2030.24 亿元，同比增长 11.78%。从构成上看，截至 2016 年底，公司固定资产账面价值中公路占 95.55%，房屋建筑物占 2.65%，机器设备占 1.36%，运输及其他设备占 1.47%，固定资产仍以公路资产为主。截至 2016 年底，公司账面无使用受限的固定资产。

截至 2016 年底，公司在建工程为 300.35 亿元，同比下降 2.38%，主要系梨温高速大修项目，以及昌宁高速、昌栗高速、宁安高速、东昌高速等新建工程建成，从在建工程转固定资产所致。截至 2016 年底，公司账面价值 0.22 亿元的在建工程用于为公司子公司江西高速传媒有限公司提供贷款抵押担保。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 15.08 亿元，同比下降 62.84%，主要来自项目办预付工程款大幅减少所致（年末余额 16.64 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2737.04 亿元，较 2016 年底增长 3.28%；非流动资产占比 93.58%，资产构成仍以非流动资产为主，占比较上年底略有增长。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产合计 175.68 亿元，较上年底下降 0.85%，主要是由于子公司工程施工和材料销售应收款减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产合计 2561.36 亿元，较上年底增长 3.57%，其中固定资产 2392.38 亿元，较 2016 年底增长 17.84%；在建工程 28.35 亿元，较 2016 年底下降 90.56%，主要是由于由于公司东昌高速公路项目、铜万高速公路项目、宁

安高速公路项目、安定高速公路项目、定南联络线项目、修平高速公路项目、上万高速公路项目、广船高速公路项目和都九二期高速公路项目建成通车，在建工程转固定资产所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有权受限制资产（高速公路收费权）对应抵、质押合同金额总计为 1404.6 亿元，占资产总额的 53.00%，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。

3. 资本及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 1086.00 亿元，同比增长 15.53%，主要来自其他权益工具、资本公积、未分配利润的增长；所有者权益结构方面，实收资本占 8.75%，其他权益工具占 10.01%，资本公积占 63.64%，未分配利润占 9.26%，少数股东权益占 7.14%。

截至 2016 年底，公司新增其他权益工具 108.67 亿元，主要是发行的“16 赣高速第一期 60 亿元永续定向工具”及“16 赣高速第二期 49 亿元永续定向工具”。

截至 2016 年底，公司资本公积 691.15 亿元，同比增长 2.47%，为收到车购税补助资金 16.65 亿元。

截至 2016 年底，公司未分配利润 100.52 亿元，同比增长 10.41%，为利润累积所致，待项目投资减缓的情况下，公司将根据具体情况考虑分配。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 1086.59 亿元，较 2016 年底增长 0.05%，主要来自未分配利润的增长，所有者权益结构较上年底变化不大，其中，实收资本占 8.75%，其他权益工具占 10.00%，资本公积占 63.61%，未分配利润 9.52%，少数股东权益占 7.14%。

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 2016 年底，公司负债总额 1564.23 亿元，同比增长 2.19%，主要系长期借款、应付债券等有息债务的增长所致，公司债务规模不断增长。负债结构方面，截至 2016 年底，公司非流动负债占比 75.39%，同比增长 10.42 个百分点，负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 385.01 亿元，同比下降 28.20%，主要是短期借款的减少所致；从流动负债构成看，以短期借款（占比 27.91%）、应付账款（占比 29.60%）、其他应付款（占比 14.92%）、一年内到期的非流动负债（占比 18.47%）为主，短期借款和其他流动负债明显减少，应付账款和一年内到期的非流动负债明显增长。

截至 2016 年底，公司短期借款 107.47 亿元，同比下降 18.30%，全部为信用借款，主要是由于公司在利率下行周期，发行中长期债券，偿还短期借款所致。

截至 2016 年底，公司应付账款 113.97 亿元，同比增长 27.77%，主要是应付工程款，其中 1 年以内的应付账款占 71.04%，当年增长较多系因为道路工程量的增长所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 57.46 亿元，同比下降 7.98%，主要系履约质保金及保证金减少所致。截至 2016 年底，公司其他应付款余额中履约质保金及保证金占比 67.65%，其他主要是往来及暂借款、暂估及工程款、代扣代缴税金等。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 71.13 亿元，同比增长 65.15%，为一年内到期的长期借款（占 58.52%）和应付债券（占 41.44%），少量为预收服务区租金（占 0.04%）。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 7.11

亿元，以超短期融资券（占 98.39%）为主，同比下降 96.03%，主要是公司发行的超短期融资券和短期融资券到期偿还所致。本次跟踪评级过程中，联合资信已将其他流动负债中有息部分调整至全部债务核算。

截至 2016 年底，公司非流动负债 1179.21 亿元，同比增长 18.58%，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，2016 年底占比分别为 68.07%和 26.80%。

截至 2016 年底，公司长期借款为 802.66 亿元，同比增长 16.25%，主要是由于公司在建项目银团贷款增加和国开专项基金借款增加所致，以质押借款（占比 86.90%）为主，质押物为高速公路收费权。

表 9　2016 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	17.85	2023.04.19
14 赣粤 01 债	4.97	2021.08.11
14 赣粤 02 债	22.82	2024.08.11
15 赣粤 02 债	6.92	2022.10.23
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
13 赣粤 MTN1	9.96	2017.12.03
13 赣粤 MTN2	6.98	2020.01.29
13 赣粤 MTN3	14.87	2023.03.04
14 赣高速 MTN1（七年期）	7.49	2021.02.19
14 赣高速 MTN2（七年期）	14.97	2021.05.08
14 赣高速 MTN2（十年期）	14.97	2024.05.08
14 赣高速 MTN3（七年期）	4.99	2021.05.16
15 赣高速 MTN1（五年期）	19.90	2020.05.28
15 赣高速 MTN2（五年期）	14.90	2020.06.16
15 赣高速 MTN3（三年期）	19.95	2018.09.14
15 赣高速 MTN4（三年期）	19.95	2018.09.16
16 赣高速 MTN1（七年期）	19.97	2023.06.07
16 赣高速 MTN2（七年期）	19.77	2023.06.15
16 赣高速 MTN3（三年期）	29.86	2019.06.16
16 高速 01	29.91	2022.09.26
合计	**316.00**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2016 年底，公司应付债券 316.00 亿元，同比增长 28.61%，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。

截至 2016 年底，公司长期应付款 20.90 亿元，同比下降 6.66%，主要系九绕高速、德昌项目、都九一期、祁浮高速、梨温中大修等项目的预估资产（预估的高速公路后续投入），以及融资租赁款。本次跟踪评级过程中，联合资信已将长期应付款中的融资租赁款调整至全部债务核算。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债为 16.45 亿元，同比下降 0.33%，主要是预收服务区租金的减少。截至 2016 年底，公司其他非流动负债主要是“14 赣粤 PPN001”余额 14.94 亿元（已将其调入有息债务核算）和预收服务区租金（余额为 1.51 亿元）。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司调整后全部债务为 1322.80 亿元，同比增长 0.65%，其中：调整后短期债务占 14.18%，调整后长期债务占 85.82%。截至 2016 年底，公司资产负债率为 59.02%，同比下降 2.93 个百分点；得益于永续债的到位，所有者权益有所增长，调整后全部债务资本化比率 54.92%，同比下降 3.38 个百分点；调整后长期债务资本化比率为 51.11%，同比上升 0.73 个百分点，主要是由于公司调整债务结构，加大了长期债务的融入。截至 2016 年底，若将永续债调整至长期债务，且相应调减所有者权益，则公司资产负债率为 63.12%，全部债务资本化比率为 59.43%，长期债务资本化比率为 56.00%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 1650.45 亿元，较 2016 年底增长 5.51%，其中流动负债占 28.14%，非流动负债占 71.86%，公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债合计 464.45 亿元，较上年底增长 20.63%，主要由于短期借款和应付账款增长所致；截至 2017 年 3 月底，公司非流动负债合计 1186.00 亿元，较 2016 年底增长 0.58%，主要由于长期借款增长所致。截至 2017 年 3 月底，公司有息债务为 1368.12 亿元，较

2016 年底下降 3.43%，其中：调整后短期债务占 16.43%，调整后长期债务占 83.57%。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率 60.30%，较 2016 年底增长 1.28 个百分点，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 55.73%、51.27%，较 2016 年底分别上升 0.82 个和 0.16 个百分点。截至 2017 年 3 月底，若将永续债调整至长期债务，且相应调减所有者权益，则公司资产负债率为 64.27%，全部债务资本化比率为 58.32%，长期债务资本化比率为 53.90%。

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，债务规模有所增大；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。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入140.74亿元，同比增长0.99%，呈现平稳增长。同期，公司营业成本74.53亿元，同比下降2.44%，主要是养护支出较上年国检期间有所下降所致。受上述因素影响，2016年公司营业利润率为46.06%，同比增长2.93个百分点。

期间费用方面，2016年期间费用为60.49亿元，同比下降0.08%，主要系财务费用减少所致；同期，受收入规模上升影响，公司期间费用率42.98%，同比下降0.46个百分点。从构成上看，公司期间费用仍以财务费用为主，2016年财务费用54.68亿元，占期间费用的90.39%，同比下降1.58%；管理费用和销售费用分别为5.43亿元、0.39亿元，在期间费用中分别占比8.97%、0.64%。跟踪期内，公司债务规模不断攀升，但由于2016年利率处于下行区间，且公司通过获得低利率国开基金支持，平均融资成本较2015年有所降低，使得公司财务费用略有下降，2016年期间费用率为42.98%，同比下降0.46个百分点，但期间费用对利润总额侵蚀仍较大。

公司投资收益主要由处置可供出售金融资产、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）、购买短期银行理财产品而获取的投资收益构成。2015 年和 2016 年，公司投资收益分别为-0.73 亿元、11.28 亿元，跟踪期内大幅增长，主要系公司收到信达地产股份有限公司和国开思远（北京）投资基金有限公司分红款（0.16 亿元）、权益法核算的投资收益（3.02 亿元，投资江西银行所得收益为主）、短期银行理财产品取得的投资收益（0.21 亿元）、处置可供出售金融资产取得的投资收益（出售国盛证券股权，7.89 亿元）。得益于投资收益的大幅增长，2016 年，公司营业利润 14.33 亿元，由上年度的-1.04 亿元大幅增长。

2015~2016年，公司营业外收入分别为14.23亿元、10.11亿元，2016年同比下降28.95%，主要系政府补助减少所致；2016年公司获得政府补助9.62元，同比下降27.93亿元。2016年，公司利润总额为19.94亿元，同比增长16.92%。公司非经常性损益对利润总额的影响始终较大，2016年，公司取得的投资收益和营业外收入共计21.38亿元，占全年利润总额的107.26%。

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上升趋势，2016年分别为2.74%和1.37%，同比分别上升0.12个和0.83个百分点，但仍处于较低水平。

2017年1~3月，公司实现营业收入39.74亿元，同比增长15.99%，占2016年全年的28.24%；营业利润率为56.08%，较2016年全年水平提高10.02个百分点。2017年1~3月，公司利润总额为9.56亿元，为2016年全年的47.94%，除主业盈利能力提升外，利润总额增长主要来自营业外收入（占利润总额29.71%）和投资收益（占利润总额9.62%）。2017年一季度，公司获得投资收益0.92亿元，主要系江西银行投资收益；同期，公司营业外收入2.85亿元，主要系财政支持款。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入稳定增长，利润总额同比大幅增长，但利润仍主要

依赖于非经常性损益的取得，整体盈利能力较弱。2017年一季度，受益于新增路线通车，公司营业收入同比增长，同时受投资收益增长影响，营业利润率较上年末有所提升。

5. 现金流

2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 19.89%至 155.77 亿元，快于营业收入增速，受此影响，公司现金收入比同比上升 17.44 个百分点至 110.68%，收入实现质量有所提升。同期，公司经营活动现金流入量同比上升 15.20%至 173.76 亿元，主要是营业收入增加所致。2016 年，公司经营活动现金流出量同比下降 49.08%至 76.70 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付现金同比下降 2.27%至 44.81 亿元，支付其他与经营活动有关现金同比下降 93.85%至 4.97 亿元（主要系往来款同比支出减少所致）。2016 年，公司经营活动现金流量净额为 9.71 亿元，较上年的 0.19 亿元快速增长。

2016 年，公司投资活动现金流入同比下降 65.55%至 18.32 亿元，主要是由于公司到期赎回保本理财产品较去年同期减少所致；同期，公司投资活动现金流出同比下降 28.33%至 191.05 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 186.46 亿元，同比下降 12.74%。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，2016 年分别为 14.37 亿元和 4.59 亿元，同比分别下降 72.24%、12.74%。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额-172.73 亿元，同比略有提升，但仍体现为净流出。

2016 年，受在建高速公路项目投入影响，公司筹资活动前现金流量净额-75.68 亿元，较 2015 年的-213.20 亿元有明显提升，但仍需要通过对外融资以满足经营和投资活动现金需求。

2016 年，公司筹资活动现金流入 702.77 亿元，同比下降 15.70%，主要是由于公司新增中长期银行贷款、发行债券，减少短期债务所致；同期，公司筹资活动现金流出 632.33 亿元，同比上升 6.30%，其中偿还债务支付现金 562.11 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 64.12 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流表现为净流入 70.44 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 55.41 亿元，现金收入比为 112.85%，较上年全年水平略有上升；经营活动现金流出 33.25 亿元；经营活动现金流净额为 22.17 亿元。2017 年 1~3 月，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 60.00 亿元，高速公路投资建设仍保持较大规模现金流出，投资活动现金流出规模 60.05 亿元，投资活动现金流量净额-60.00 亿元。2017 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入为 92.49 亿元，全部为取得借款收到现金，筹资活动现金流净额为 28.38 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量明显提高；公司仍保持较大规模的高速公路开发建设投资，但随着新通车路线的建成完工，投资规模同比有所收缩；跟踪期内，公司继续通过银行借款、债券等融资规模以满足经营及投资需求，同时公司为偿还债务本息支付的现金规模增长较快；未来，随着江西省公路建设目标的实现，公司新建及改扩建工程量将有所减少，预计资金压力将明显减轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 46.02%、41.17%，同比分别增长 9.65 个和 7.70 个百分点。同期，公司经营活动现金净流量大幅增长，通过债务结构调整使得流动负债缩减，受上述因素影响，公司经营现金流动负债比同比增长 25.17 个百分点至 25.21%，但仍处于较低水平。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 37.82%和 32.81%，较 2016 年底分别下降 8.20 个和 8.36 个百分点。公司短期债务规模仍较大，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2016年公司

EBITDA为101.90亿元，同比增长19.55%；同期，调整后全部债务/EBITDA为12.98倍，同比下降2.44倍，EBITDA利息倍数为1.65倍，同比略有上升，长期偿债能力有所提高。考虑到公司行业垄断地位突出、获得政府支持力度大，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，公司整体偿债能力强。

截至 2016 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 2.67%。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 2017 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 3209.79 亿元，其中已使用额度 1366.56 亿元，尚未使用额度为 1843.23 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。

7. 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 2017 年 5 月 3 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。

8. 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。公司已于 2017 年 6 月 15 日发布投资人回售选择权行使公告，投资人回售申请开始日 2017 年 6 月 12 日，截止日 2017 年 6 月 16 日，行权日 2017 年 7 月 30 日。截至本报告出具之日，公司未收到投资人的回售申请。

公司于 2016 年 6 月发行三期中期票据，其中，“16 赣高速 MTN003”（本金 30 亿元）将于 2019 年 6 月到期，“16 赣高速 MTN001”（本金 20 亿元）和“16 赣高速 MTN002”（本金 20 亿元）将于 2023 年 6 月到期。

上述四期存续债券本金合计 85 亿元，单年（2023 年）最高偿付金额 40 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 分别为 173.76 亿元、97.06 亿元、101.90 亿元，分别为债券本金合计的 2.04 倍、1.14 倍、1.20 倍，分别为单年最高偿付金额的 4.34 倍、2.43 倍、2.55 倍。

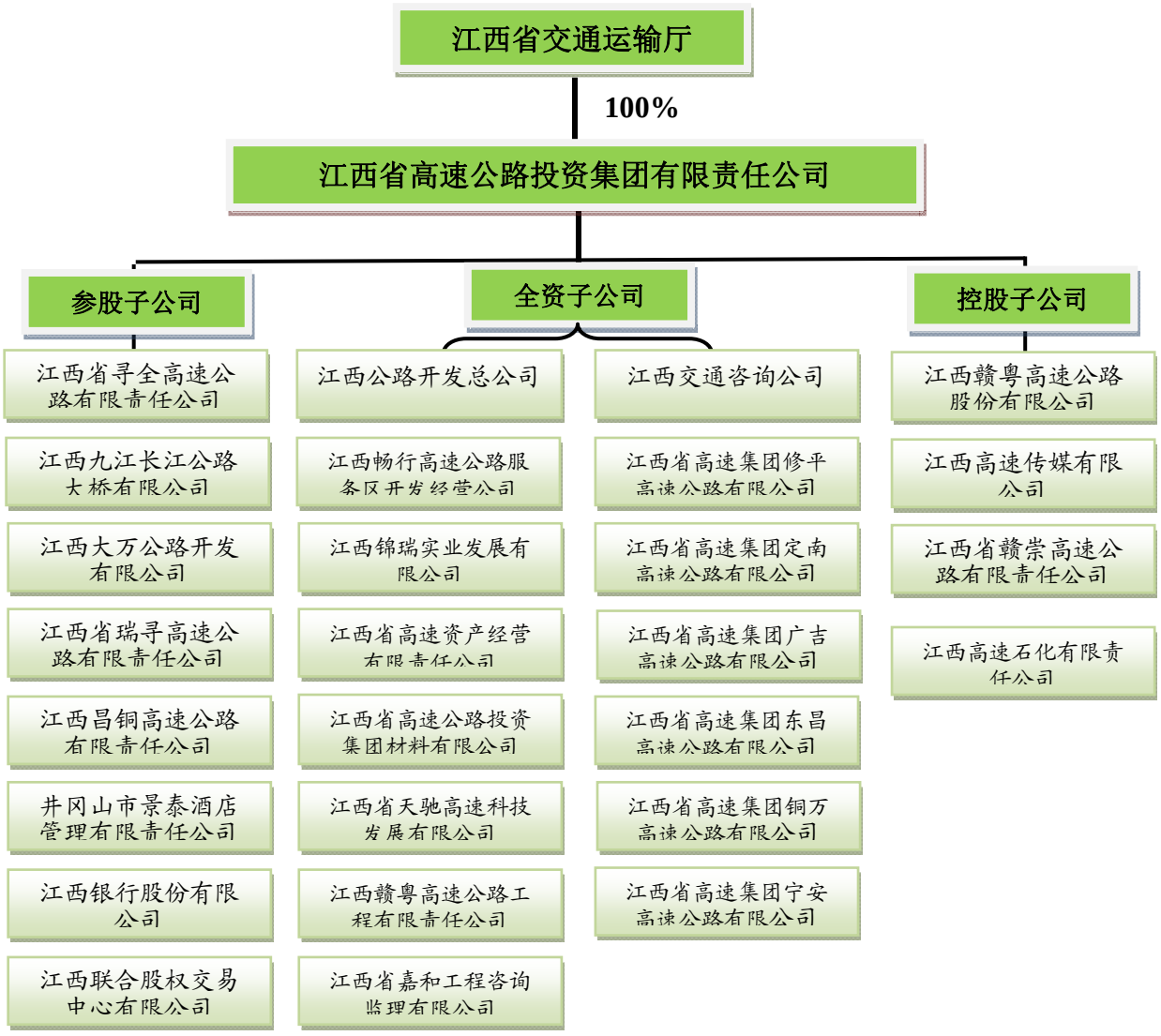
“07 江西高速债”由中国农业银行江西省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，中国农业银行主体长期信用等级为 AAA_{pi}，对“07 江西高速债”本息偿还的安全性保障力极强。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期债券的保障能力较强，对存续期债券当年最高偿付本金的保障能力较强。

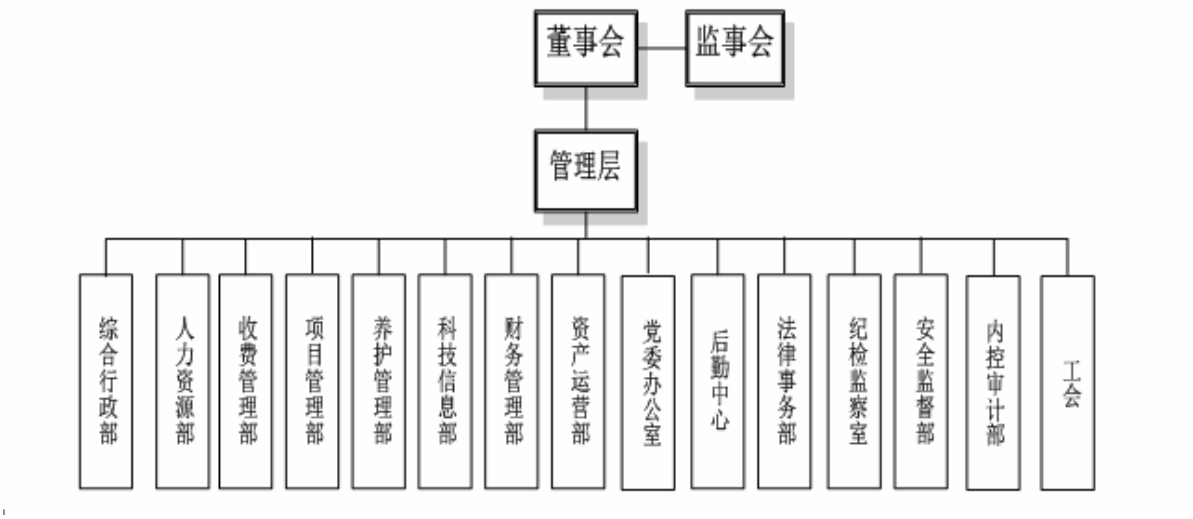
十一、结论

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”、“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”和“16赣高速MTN003”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	107.06	130.18	124.94	115.45
资产总额(亿元)	2182.92	2470.73	2650.23	2737.04
所有者权益(亿元)	921.34	940.05	1086.00	1086.59
短期债务(亿元)	144.15	180.68	180.55	217.77
调整后短期债务(亿元)	227.15	359.68	187.55	224.77
长期债务(亿元)	764.59	936.14	1118.66	1126.73
调整后长期债务(亿元)	784.98	954.56	1135.25	1143.35
全部债务(亿元)	908.74	1116.82	1299.21	1344.50
调整后全部债务(亿元)	1012.14	1314.24	1322.80	1368.12
营业收入(亿元)	111.49	139.36	140.74	39.74
利润总额(亿元)	29.93	9.11	19.94	9.56
EBITDA(亿元)	102.49	85.23	101.90	--
经营性净现金流(亿元)	177.24	0.19	97.06	22.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.30	17.17	11.71	--
存货周转次数(次)	3.74	5.72	4.36	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	102.31	93.24	110.68	112.85
营业利润率(%)	59.84	43.13	46.06	56.08
总资本收益率(%)	4.21	2.62	2.74	--
净资产收益率(%)	2.78	0.54	1.37	--
长期债务资本化比率(%)	45.35	49.90	50.74	50.91
调整后长期债务资本化比率(%)	46.00	50.38	51.11	51.27
全部债务资本化比率(%)	49.66	54.30	54.47	55.30
调整后全部债务资本化比率(%)	52.35	58.30	54.92	55.73
资产负债率(%)	57.79	61.95	59.02	60.30
流动比率(%)	44.69	36.37	46.02	37.82
速动比率(%)	42.12	33.47	41.17	32.81
经营现金流动负债比(%)	40.81	0.04	25.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	1.26	1.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.87	13.10	12.75	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.88	15.42	12.98	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券+其他非流动负债中的长期非公开定向债务融资工具+长期应付款中的融资租赁款；

2、2017 年一季度公司财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。