信用等级公告

联合〔2019〕1760 号

联合资信评估有限公司通过对江西省高速公路投资集团有限责任公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西省高速公路投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
07 江西高速债	15 亿元	2022/7/30	AAA	AAA
16 赣高速 MTN001	20 亿元	2023/6/7	AAA	AAA
16 赣高速 MTN002	20 亿元	2023/6/15	AAA	AAA
17 赣高速 MTN001	30 亿元	2020/8/1	AAA	AAA
17 赣高速 MTN002	30 亿元	2022/10/27	AAA	AAA
18 赣高速 MTN001	25 亿元	2021/3/2	AAA	AAA
19 赣高速 MTN001	25 亿元	2024/6/18	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	124.94	124.70	222.40	258.34
资产总额(亿元)	2650.23	2806.23	3148.51	3261.12
所有者权益(亿元)	1086.00	1090.94	1227.66	1246.55
短期债务(亿元)	187.55	246.29	386.64	425.40
长期债务(亿元)	1135.56	1157.80	1140.40	1199.38
全部债务(亿元)	1323.10	1404.09	1527.04	1624.78
营业总收入(亿元)	140.74	155.82	230.68	56.77
利润总额(亿元)	19.94	11.31	32.47	18.50
EBITDA(亿元)	101.90	109.90	135.29	--
经营性净现金流(亿元)	97.06	90.19	129.00	24.85
营业利润率(%)	46.06	48.16	39.32	52.57
净资产收益率(%)	1.37	0.60	2.06	--
资产负债率(%)	59.02	61.12	61.01	61.78
全部债务资本化比率(%)	54.92	56.28	55.43	56.59
流动比率(%)	46.02	42.32	56.14	59.45
全部债务/EBITDA(倍)	12.98	12.78	11.29	--
经营现金流动负债比(%)	25.21	18.47	18.91	--

注：1. 其他流动负债中短期融资券和超短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具计入长期债务；2. 2019年一季度财务数据未经审计

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”）是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，公司保持其在资产规模、路产质量等方面的突出优势，日均车流量进一步提高，通行费收入稳步增长，并在股权划拨、财政拨款方面持续得到江西省政府的支持，盈利能力持续增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到期间费用对公司利润侵蚀较大、债务规模持续上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强，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，公司在江西省高速公路行业具有垄断地位，以上因素均有助于公司整体偿债能力的提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江西省经济保持平稳较快增长，公路货运量不断增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是江西省高速公路投资、建设和运营主体，保持在资产规模、路产质量等方面的优势地位；跟踪期内，随着路网效应的增强，公司通行费收入稳步增长。
3. 跟踪期内，公司获得政府在股权划拨、财政拨款等方面持续支持。其中，政府将江西省交通工程集团有限公司全部股权无偿

分析师：赵传第 任黛云
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

划拨给公司，有效提升了公司收入水平，其从事的公路工程业务与公司高速公路主业互为补充，有利于提升协作能力和运营效率。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续上升，存在一定短期偿债压力。
2. 公司期间费用对利润侵蚀仍较大，政府补贴、非经常性损益等对公司利润影响大。

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”）及其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

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本95.05亿元，江西省交通运输厅为公司唯一股东和实际控制人。

截至2018年底，公司资产总额3148.51亿元，所有者权益1227.66亿元（其中少数股东权益81.82亿元）；2018年公司实现营业收入230.68亿元，利润总额32.47亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额3261.12亿元，所有者权益1246.55亿元（其中少数股东权益86.06亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入56.77亿元，利润总额18.50亿元。

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、存续期债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评存续债券余额合计165亿元。跟踪期内，除“19赣高速MTN001”尚未到付息日外，公司已按时足额支付存续债券利息。

表1　存续债券概况（单位：%）

债券简称	债券余额	票面利率	到期兑付日
07江西高速债	15亿元	5.49	2022/7/30
16赣高速MTN001	20亿元	3.92	2023/6/7
16赣高速MTN002	20亿元	3.90	2023/6/15
17赣高速MTN001	30亿元	4.60	2020/8/1
17赣高速MTN002	30亿元	5.00	2022/10/27
18赣高速MTN001	25亿元	5.27	2021/3/2
19赣高速MTN001	25亿元	4.03	2024/6/18
合计	**165亿元**	--	--

资料来源：公司提供

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，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月开工建设，已于2008年1月建成通车。截至2019年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2016年6月发行“16赣高速MTN001”“16赣高速MTN002”，募集资金均为20亿元，全部用于偿还银行贷款。截至2019年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2017年8月和10月分别发行中期票据“17赣高速MTN001”和“17赣高速MTN002”，募集资金均为30亿元，全部用于偿还有息债务。截至2019年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2018年3月发行中期票据“18赣高速MTN001”，募集资金25亿元，全部用于偿还有息债务。截至2019年3月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2019年6月发行中期票据“19赣高速MTN001”，募集资金25亿元，全部用于偿还有息债务，截至本报告出具日，募集资金尚未使用。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相

关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着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经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别

增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则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有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。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。

2. 区域经济环境

公司是江西省高速公路投资建设与运营管理主体，江西省区域经济、财政实力和交通运输状况对公司经营发展影响大。

根据《2018年江西省国民经济和社会发展统计公报》，2018年江西省实现地区生产总值21984.8亿元，比上年增长8.7%。其中，其中，第一产业增加值1877.3亿元，增长3.4%；第二产业增加值10250.2亿元，增长8.3%；第三产业增加值9857.2亿元，增长10.3%。三次产业结构由上年的9.4:47.9:42.7调整为8.6:46.6:44.8，产业结构进一步优化。

固定资产投资方面，2018年江西省固定资

产投资增长11.1%。分产业看，第一产业投资增长17.2%，占全部投资的2.7%；第二产业投资增长13.1%，占全部投资的49.1%，其中工业投资增长13.1%，占全部投资的48.9%；第三产业投资增长8.9%，占全部投资的48.2%。民间投资增长12.5%，占全部投资的67.9%，对投资增长的贡献率为74.3%。基础设施投资增速加快，增长17.7%，比上年加快9.8个百分点，占全部投资的17.2%，比上年提高0.9个百分点。

经济的快速发展带动江西省财政实力进一步增强。江西省2018年财政总收入3795.0亿元，比上年增长10.1%。一般公共预算收入2372.3亿元，增长5.6%；税收收入占一般公共预算收入的比重为70.1%，比上年提高2.7个百分点。全年一般公共预算支出5669.9亿元，比上年增长10.9%。

交通领域，2018年江西省完成货物运输量174184.2万吨，比上年增长12.8%；货物运输周转量4528.3亿吨公里，增长7.4%。旅客运输量62419.3万人，下降3.1%；旅客运输周转量993.7亿人公里，下降0.7%。全省公路运输完成客运量4.93亿人，旅客周转量261亿人公里，同比分别下降6.1%、5.89%。公路运输完成货运量15.76亿吨，货物周转量3760亿吨公里，同比分别增长14.18%、9.52%。公路运输仍是江西省主要客货运输方式，跟踪期内受高铁等分流影响，公路客运量有所下降；受益于经济的发展，公路货运量快速增长。

2018年底，江西省公路通车里程161941.0公里，其中，高速公路通车里程5931.4公里。2018年底民用汽车保有量544.4万辆，增长15.0%；民用轿车保有量306.7万辆，增长15.8%，其中私人轿车293.4万辆，增长16.2%。

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。

总体看，跟踪期内，江西省区域经济快速发展，财政实力不断增强；公路运输作为江西省主要的客货运输方式，高速公路通车里程不断增长，公路货运量有所上升。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、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

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。截至2019年3月底，江西省高速公路通车总里程已达6120公里；其中，公司运营管理高速公路通车里程为5354公里，占江西省高速公路已通车总里程的87.48%。跟踪期内，公司维持在江西省高速公路行业的垄断地位。

公司所经营的高速公路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；2018年日均车流量增至57.03万辆，同比增长13.23%。

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，行业竞争实力很强。

2. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得江西省政府在股权划拨、政府补助方面的支持。

股权划拨

根据赣交运输字〔2017〕4号、赣交财务字〔2014〕84号、赣交财务字〔2016〕20号文，江西省交通运输厅将江西省交通工程集团有限公司（以下简称“交通工程集团”）、江西省公路管理局物资储运总站、江西省高速公路物资有限公司、江西省交通物资供销有限公司100%股权无偿划拨给公司，增加公司“资本公积”5.64亿元，股权划拨基准日为2018年3月31日。

交通工程集团主要从事公路开发与经营，

各等级公路及其桥梁、隧道工程的施工、房地产开发等业务。2018年底，交通工程集团资产总额141.00亿元（主要为存货、应收类款项和货币资金），所有者权益为5.75亿元（主要为实收资本4.83亿元），负债135.26亿元（主要为应付账款、预收款项、其他应付款、长短期借款）。2018年交通工程集团实现收入82.61亿元，利润总额3.14亿元。整体看，交通工程集团的划入有利于提升公司收入规模，其从事的公路工程业务与公司主业互为补充，有利于提升协作能力和运营效率。联合资信同时关注到，交通工程集团负债水平高，其并入对公司负债水平产生一定影响。

政府补助及资金支持

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《关于授权你司代行我省高速公路车购税中央补助资金出资人职责的通知》，2018年，公司收到的财政部拨付的车购税补助资金18亿元，计入“资本公积”。此外，2018年，公司及子公司交通工程集团收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金合计0.73亿元，计入“资本公积”。

2018年，公司收到政府补助为10.60亿元，计入“营业外收入”与“其他收益”，主要为财政支持款、高速公路运营补贴等。收到萍乡市财政局拨付的萍莲高速公路建设运营补贴资金7.50亿元，计入“递延收益”。

根据江西省发展和改革委员会“关于明确萍乡至莲花高速公路项目相关事项的函”，进一步明确萍乡至莲花高速公路为政府收费公路，项目资金由公司自筹和政府收费公路专项债券解决。经江西省人民政府同意，江西省财政厅于2018年9月发行收费公路专项债券，募集资金43 亿元投入萍乡至莲花高速公路项目，债券期限5年，票面利率3.89%，缓解了公司筹资压力。

总体看，公司在江西省高速公路领域垄断地位突出，跟踪期内持续获得江西省政府在股权划拨和政府补助等方面的支持。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码为：G1036010300013900Y），截止2019年5月10日，公司本部无未结清关注类和不良类信贷信息记录，存在2笔已结清贷款和4笔欠息记录。2笔已结清贷款均于到期日之前正常收回。4笔欠息记录发生时间为2011—2016年，根据相关银行出具的声明，上述欠息记录系银行系统原因等导致，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度和管理体制无重大变化。高层管理人员方面，根据赣府字〔2019〕25号，谢德强同志被任命为公司副董事长、总经理。

谢德强先生，1968年7月出生，本科学历，工程硕士学位，现任公司党委副书记、副董事长、总经理。历任赣州地区建设局办公室副主任、主任，赣州市建设局办公室主任、计划财务科科长，赣州市环卫处主任，赣州市章贡区政府副区长、党组成员，赣州市城管局党委委员、副局长、市政工程管理养护处长，赣州市政府副秘书长、办公厅党组成员，赣州市城市规划建设局局长、党委副书记，赣州市城乡规划建设局局长、党委副书记，南康市委书记，江西省委信访局（省政府信访局）副局长，江西省交通运输厅党委委员、副厅长等职务。

跟踪期内公司高管人员变更对公司正常经营无重大影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入230.65亿元，同比增长48.04%，主要系车辆通行服务收入和公路工程收入大幅增长所致。车辆通行服务收

入仍为公司主要收入来源，2018年占比为63.52%，受益于路网效益增强、车流量增长等带动，跟踪期内公司通行费收入同比增长12.08%至146.50亿元。2018年，公司公路工程收入和房地产收入分别为42.19亿元、8.61亿元，同比大幅增长，主要系合并交通工程集团所致。

毛利率方面，2018年，公司综合毛利率为39.67%，同比下降8.79个百分点，主要系毛利率较低的公路工程收入占比上升所致。公司车辆通行服务、成品油销售和高速服务区业务毛利率分别为55.49%、9.27%和28.96%，较2017年基本稳定。公路工程业务毛利率下降至11.81%，系不同项目利润水平差异所致；房地产销售毛利率下降至16.93%，系结算房屋销售类型、价格、位置等不同。材料销售业务毛利率增长至5.31%。

2019年1—3月，公司实现营业收入56.52亿元，同比增长23.92%，仍以通行费收入（41.23亿元）为主。2019年1—3月，公司综合毛利率52.66%，较2018年全年水平大幅上升，主要系毛利率较高的车辆通行费占比上升所致，公司车辆通行费毛利率水平较上年全年有所上升系养护等部分成本未结算所致。

表2　2017—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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	130.71	83.89	54.89	146.50	63.52	55.49	41.23	72.95	67.93
公路工程收入	7.55	4.85	18.32	42.19	18.29	11.81	3.92	6.93	13.54
成品油销售	8.18	5.25	8.26	15.83	6.87	9.27	6.94	12.27	6.07
房地产销售收入	0.45	0.29	39.48	8.61	3.73	16.93	-	-	-
高速服务区收入	2.33	1.50	30.64	3.21	1.39	28.96	0.81	1.43	15.48
材料销售收入	4.24	2.72	1.01	10.62	4.61	5.31	1.13	2.00	7.02
其他业务	2.36	1.51	32.92	3.68	1.60	22.06	2.50	4.42	24.08
合计	**155.82**	**100.00**	**48.46**	**230.65**	**100.00**	**39.67**	**56.52**	**100.00**	**52.66**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

注：公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；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；合计数不等于分项之和系四舍五入所致

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资和经营

路产规模

公司是江西省内高速公路建设运营的龙头企业，截至2019年3月底，公司已建成高速公路49条，经营管理高速公路通车里程5354公里，占江西省高速公路通车总里程的87.48%（同比上升0.95个百分点），在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。跟踪期内，公司新通车1条还贷性高速公路—广吉高速。目前，公司已建成通车的49条高速公路中，16条为政府还贷性高速公路，33条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部管理16条还贷性高速公路、16条经营性高速公路，全资子公司江西公路开发有限责任公司（以下简称“公路开发公司”）管理9条经营性高速公路，控股子公司赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）管理8条经营性高速公路。

高速公路经营情况

2018年，公司实现通行费收入146.50亿元，同比增长16.89%。跟踪期内，受益于路网协同效益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，其中鹰瑞高速、梨温高速、宁安高速增速较大。跟踪期内，昌九高速、昌樟高速、温厚高速、乐温高速等通行费收入有所下降，主要系路产

分流所致。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括：梨温高速（占12.56%）、鹰瑞高速（占10.97%）、泰赣高速（占6.44%）、昌金高速（占5.69%）、昌九高速（占5.32%）等。

2019年1—3月，公司实现通行费收入41.23亿元，同比增长6.48%，占2018年全年的28.14%。

表3公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

路段		收费期限	通行费收入			
所属单位	名称		2017年	2018年	同比增幅	2019年1—3月
公司直属	泰井高速	2005.01-2030.01	0.36	0.35	-3.92	0.08
	乐温高速	2005.11-2025.10	3.70	3.59	-2.93	0.98
	温沙高速	2004.08-2034.07	3.87	4.67	20.58	1.35
	鹰瑞（北）高速	2010.09-2030.09	13.38	16.07	20.06	3.79
	鹰瑞（南）高速					
	昌金高速	2004.06-2034.05	7.46	8.33	11.67	2.41
	景婺黄(常)高速	2006.11-2026.10	3.15	3.19	1.53	1.14
	武吉高速	2008.01-2028.01	6.28	6.27	-0.12	1.57
	石吉高速	2010.09-2030.09	3.28	3.65	11.40	0.93
	泰赣高速	2004.01-2034.01	8.78	9.43	7.41	2.35
	瑞赣高速	2009.04-2029.04	4.51	5.52	22.29	1.40
	隘瑞高速	2011.10-2031.10	0.98	1.03	4.82	0.29
	永武高速	2011.09-2031.09	0.49	0.53	7.98	0.15
	昌北机场高速	1999.01-2030.03	0.15	0.18	19.33	0.02
	德上高速	2012.12.31-	0.47	0.55	16.44	0.16
	抚吉高速	2012.12.31-	1.63	1.63	0.23	0.46
	赣崇高速	2012.12.31-	1.38	1.83	32.18	0.57
	吉莲高速	2012.12.31-	0.89	1.05	17.74	0.29
	井睦高速	2013.10.28-	0.16	0.17	7.24	0.04
	萍洪高速	2014.12-2044.12	0.43	0.47	10.18	0.11
	万宜高速	2014.12-2044.12	0.30	0.36	19.47	0.11
	金抚高速	2015.9-2045.9	0.34	0.44	30.42	0.16
	昌宁高速	2016.1-2045.12	1.19	1.71	43.86	0.71
	昌栗高速	2016.1-2045.12	2.69	3.00	11.53	0.87
	东昌高速	2017.1-2047.1	3.99	4.80	20.37	1.45
	宁安高速	2017.1-2047.1	3.55	4.78	34.51	1.40
	铜万高速	2017.1-2047.1	0.15	0.13	-16.53	0.04
	修平高速	2017.1-2047.1	0.12	0.25	112.24	0.09
	昌宁连接线	2017.1-2047.1	0.02	0.16	573.94	0.04
	安定高速	2017.1-2047.1	0.76	1.48	93.86	0.22
	定南联络线	2017.1-2047.1	--	--	--	0.19
	广吉高速	2019.1-2039.1	--	--	--	1.19
公路开发公司	梨温高速	2002.12-2032.12	15.68	18.40	17.32	4.68
	景鹰高速	2007.11-2037.11	4.49	5.46	21.74	1.69
	德昌高速	2011.09-2041.09	3.95	4.54	15.06	1.64
	祁浮高速	2012.08-2042.08	0.08	0.10	23.68	0.05
	都九高速星子至九江段	2014.12-2044.12	0.08	0.15	92.10	0.04

	都九高速都昌至星子段	2017.1-2047.1				
	九江绕城高速	2014.12-2044.12	0.20	0.30	53.13	0.11
	广船高速	2017.1-2047.1	0.02	0.03	28.80	0.02
	上万高速	2017.1-2047.1	0.51	0.73	43.79	0.23
赣粤高速	昌九高速	1998.04-2030.03	8.15	7.79	-4.48	1.84
	昌樟高速	1999.07-2044.03	6.49	6.05	-6.68	1.53
	温厚高速	1999.01-2028.12	1.11	1.00	-10.39	0.28
	九景高速	2000.11-2030.11	6.22	6.40	2.98	1.92
	彭湖高速	2010.09-2040.09	0.79	1.24	56.93	0.36
	昌泰高速	2003.06-2033.06	6.91	6.95	0.47	1.75
	昌奉高速	2011.12-2041.12	1.57	1.76	11.97	0.53
	奉铜高速	2012.10-2042.10				
合计	--	--	**130.71**	**146.50**	**31.02**	**41.22**

资料来源：公司提供

注：1、定南联络线通行费收入原合并至宁安高速；2、德上高速、抚吉高速、赣崇高速、吉莲高速和井睦高速收费期限尚未确定；3、同比增幅以万元为单位计算

车流量方面，2018年，公司运营主要高速公路日均车流量同比增长13.23%，2018年为57.03万辆/天。跟踪期内，公司主要路段车流量稳步提高。部分高速公路通车时间较短，车流量仍有待培育。

收费标准和收费结算模式

跟踪期内，公司下属高速公路客车及货车的通行收费标准无变化。

收费期限方面，跟踪期内，公司已通车33条路段的收费年限均在20～40年之间，截至2019年3月底剩余收费期限最少为10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

2018年，公司高速公路养护支出为12.01亿元，较上年度上升19.67%；平均每公里的养护成本为23.36万元，较上年小幅增长。

在建高速公路情况

截至2019年3月底，公司共有4个在建高速公路项目，将与公司现有高速公路互为补充，进一步提升路网效益。公司在建项目概算总投资198.72亿元，公司已累计投入60.03亿元，未来尚需投入资金138.69亿元，公司在建高速公路项目规模一般，短期筹资压力一般。

总体看，公司作为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，跟踪期内随着下属路段路网效益的逐步显现，公司通行费收入稳步增长。随着全省高速公路规划目标的完成，未来江西省高速公路建设以路网加密、改扩建项目、道路养护为主，在建项目投资规模一般，未来筹资压力一般。

表4截至2019年3月底公司在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

序号	项目	公路性质	建设里程	概算总投资	已累计完成投资额	未来投资计划		
						2019年	2020年	2021年
1	昌九改扩建	经营性	87.80	65.24	26.64	17.46	10.71	1.37
2	抚州东外环	经营性	22.60	20.12	9.64	5.00	1.90	1.00
3	萍乡至莲花	经营性	76.10	87.61	16.14	29.98	25.14	13.99
4	铜鼓至万载高速公路宜丰联络线	经营性	25.00	25.75	7.61	9.12	5.32	1.87
合计		--	211.50	198.72	60.03	61.56	43.07	18.23

资料来源：公司提供

注：随着项目建设的推进，概算总投资或有调整

（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，开展公路工程、房地产销售、成品油销售、材料销售、服务区经营管理等相关多元化业务。

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”）和交通工程集团。2018年，赣粤高速工程公司确认公路工程收入7.34亿元，较上年基本稳定。交通工程集团具有公路工程施工总承包特级、桥梁工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级等多项资质。交通工程集团采用多种融资模式投资多个公路、市政项目，包括惠州隆生大桥BT项目、丰厚一级公路BT项目、樟吉高速吉水连接线改建工程PPP项目、S548线树木园至过埠镇公路工程PPP项目、共青城高新产业园项目、江西省最大规模构件预制中心等。2018年，交通工程集团确认公路工程收入67.71亿元（与表2差异系合并抵消所致），同比增长14.49%。

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，材料公司从事沥青、钢材、水泥等建筑材料的批发和零售。2018年公司实现材料销售收入10.62亿元，同比增长150.34%。

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”）和江西高速石化有限责任公司（以下简称“石化公司”），2018年公司实现成品油销售收入15.83亿元，同比增长93.60%，主要系石化公司扩大油品销售规模所致。

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”）、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”）及交通工程集团。2018年，公司确认房地产销售收入8.61亿元，同比快速增长主要系新纳入交通工程集团所致。截至2019年3月底，公司在建房地产开发项目包括九龙湖项目、八里湖项目、湾里项目等，计划总投资约58.58亿元，已投资33.92亿元，未来投资压力尚可。

3. 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，提高高速公路通车里程。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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018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2019年一季度财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围子

公司 29 家。2018 年公司合并范围新增 8 家子公司，其中江西高速集团财务有限公司为投资新设，交通工程集团等 4 家为政府划拨所得，江西大万公路开发有限公司等 3 家系公司将交通工程集团纳入合并后对上述公司持股比例上升所致。跟踪期内，合并范围的变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底，公司资产总额3148.51亿元，所有者权益1227.66亿元（其中少数股东权益81.82亿元）；2018年公司实现营业收入230.68亿元，利润总额32.47亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额3261.12亿元，所有者权益1246.55亿元（其中少数股东权益86.06亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入56.77亿元，利润总额18.50亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 3148.51 亿元，同比增长 12.20%，主要来自其他非流动资产、货币资金、存货和在建工程的增加。公司资产总额中流动资产占 12.16%，非流动资产占 87.84%，跟踪期内公司流动资产占比有所提高，资产结构仍以非流动资产为主。

表 5　2017—2019 年 3 月公司主要资产情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**206.65**	**7.36**	**383.01**	**12.16**	**449.98**	**13.80**
货币资金	124.19	4.43	222.10	7.05	241.19	7.40
存货	42.28	1.51	97.40	3.09	104.31	3.20
非流动资产	**2599.58**	**92.64**	**2765.50**	**87.84**	**2811.15**	**86.20**
长期股权投资	81.42	2.90	86.92	2.76	88.62	2.72
固定资产	2393.23	85.28	2357.69	74.88	2464.03	75.56
在建工程	64.84	2.31	132.09	4.20	65.87	2.02
其他非流动资产	15.06	0.54	118.70	3.77	130.28	3.99
资产总额	**2806.23**	**100.00**	**3148.51**	**100.00**	**3261.12**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2018 年底，公司流动资产 383.01 亿元，同比增长 85.34%，仍主要由货币资金和存货构成。2018 年底，公司货币资金 222.10 亿元，同比增长 78.85%，主要系对外融资、收到政府专项债资金等所致，公司货币资金主要为银行存款（占 99.18%），期末受限资金 1.80 亿元（保证金）；公司应收账款 24.71 亿元，同比增长 144.51%，主要系新纳入合并范围的交通工程集团应收工程款增加等所致；公司其他应收款主要为暂借及代垫往来款、履约及投标保证金等，2018 年底同比增长 14.76%至 24.59 亿元，主要系工程量增加带动履约及投标保证金增长所致；公司存货主要由开发产品（40.82 亿元）、已完工未结算资产（36.86 亿元）和开发成本（16.89 亿元）构成，2018 年底同比增长 130.34%至 97.40 亿元，主要系合并交通工程集团导致已完工未结算资产增加和房地产项目持续投入所致；公司其他流动资产 11.50 亿元，同比增长 92.33%，主要系公司待认证进项税增长所致。

2018 年底，公司非流动资产 2765.50 亿元，同比增长 6.38%，非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期股权投资和其他非流动资产构成。2018 年底，公司新增长期应收款 17.01 亿元，主要为交通工程集团承接的应收若干县市道路工程 PPP 及 BT 项目款。2018 年底，公司在建工程 132.09 亿元，同比增长 103.71%，主

要系公司对广昌至吉安高速公路、都九高速公路（二期）（已基本完工，预计于 2019 年上半年通车）、昌九高速改扩建等项目持续投入所致。2018 年底公司固定资产 2357.69 亿元，同比下降 1.49%，主要系高速公路计提折旧，公司固定资产主要为公路（占 95.61%）。2018 年底，公司其他非流动资产同比增加 103.63 亿元至 118.70 亿元，主要为对广发银行股份有限公司投资款 112.12 亿元（尚未完成股权变更，故暂计入其他非流动资产）。

2019 年 3 月底，公司资产总额 3261.12 亿元，较上年底增长 3.58%，资产结构较 2018 年底变化不大，非流动资产占 86.20%。2019 年 3 月底，公司流动资产 449.98 亿元，同比增长 17.48%，主要系货币资金、交易性金融资产和其他应收款（新增对江西省交通运输厅往来款）增长所致。非流动资产 2811.15 亿元，同比基本稳定，其中：可供出售金融资产较上年底下降 66.71%至 7.88 亿元主要系子公司执行新金融工具准则重分类所致；在建工程较上年底下降 50.13%，固定资产较上年末增长 4.51%，主要系广吉高速公路完工转为固定资产所致；其他非流动资产较上年底进一步增长至 130.28 亿元，主要系预付高速公路工程款（公司将账龄超过一年的预付工程款计入此科目）增加。

截至 2019 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 1422.71 亿元。

总体看，跟踪期内，受项目建设持续投入、合并范围变化影响，公司资产规模持续增长，高速公路项目建设、股权投资和货币资金占比大，公司下属路产位置优越，资产质量好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 1227.66 亿元，同比增长 12.53%，主要系公司发行永续债、收到车购税补助资金及利润累积所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 7.74%）、资本公积（占 59.02%）、未分配利润（占 8.74%）、少数股东权益（占 6.66%）和其他权益工具（16.97%）构成。

2018 年底，公司资本公积 724.55 亿元，同比增长 3.53%，主要系江西省交通运输厅无偿划拨交通工程集团等股权和财政部拨付 18 亿元车购税补助资金所致。截至 2018 年底，公司其他权益工具 208.29 亿元，同比增长 91.67%，主要系公司 2018 年发行 5 支可续期中期票据所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 1246.55 亿元，较 2018 年底变化不大；资本公积小幅增长至 729.59 亿元，主要系公司收到车购税补贴。

整体看，跟踪期内，受发行永续债券、收到车购税补贴、政府划入股权及利润累积影响，公司所有者权益稳定增长，实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债合计 1920.85 亿元，同比增长 11.98%，主要系其他流动负债增长所致。公司负债以非流动负债为主，2018 年底流动负债和非流动负债分别占 35.52%和 64.48%，流动负债比重较上年底有所上升。

2018 年底，公司流动负债 682.23 亿元，同比增长 39.71%，主要系应付账款和其他流动负债增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占 17.58%）、应付账款（占 28.09%）、一年内到期的非流动负债（占 14.23%）和其他流动负债（占 24.06%）为主。

2018 年底，公司短期借款 119.94 亿元，同比下降 20.20%，以信用借款为主（占 96.03%）；应付账款 191.62 亿元，同比增长 17.41%，主要系应付工程款增加所致；预收账款 36.23 亿元，同比增长 63.59%，主要系预收房款增加所致；其他流动负债 164.11 亿元，主要为公司发行的短期和超短期融资券。

2018 年底，公司非流动负债合计 1238.62 亿元，同比基本稳定，构成以长期借款（占

65.72%）和应付债券（占 27.39%）为主。

2018 年底，公司长期借款 808.63 亿元，同比基本稳定，以质押借款（质押物为高速公路收费权和 PPP 项目合同收款权）和信用借款为主；公司应付债券 331.31 亿元，同比基本稳定，包括“13 粤赣 01”等 21 支债券；公司长期应付款 66.02 亿元，同比增长 94.98%，主要系公司新增 43.00 亿元江西省政府收费公路专项债券，用于萍乡至莲花高速公路（政府收费公路）项目建设；公司其他非流动负债 1.34 亿元，同比大幅下降，主要系“14 赣粤 PPN001”转入一年内到期的非流动负债所致。公司专项应付款同比减少 11.58 亿元，系跟踪期内，公司完成九江、九江东两个主线收费站建设，将收到的九江城区高速公路收费站“拆四建二”项目补偿款 11.67 亿元转入递延收益、资产处置收益等所致。

2019 年 3 月底，公司负债总额 2014.57 亿元，较 2018 年底增长 4.88%，流动负债和非流动负债分别占 37.57%和 62.43%，流动负债占比有所上升。短期借款、预收款项和其他流动负债均有所上升。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 1527.04 亿元，同比增长 8.76%；短期债务和长期债务分别占 25.32%和 74.68%，短期债务占比较 2018 年底快速上升，但公司债务仍以长期债务为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 1624.78 亿元，较 2018 年底增长 6.40%，短期债务和长期债务分别占 26.18%和 73.82%，短期债务占比进一步上升。总体看，公司债务结构基本与其资产结构相匹配，符合交通行业特点。

表 6 2017—2019 年 3 月底公司有息债务情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	246.29	386.64	425.40
长期债务	1157.80	1140.40	1199.38
全部债务	1404.09	1527.04	1624.78
资产负债率	61.12	61.01	61.78
长期债务资本化比率	51.49	48.16	49.04
全部债务资本化比率	56.28	55.43	56.59

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，受所有者权益增长影响，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同比小幅下降，2018 年底分别为 61.01%、55.43%和 48.16%；截至 2019 年 3 月底，上述比率分别为 61.78%、56.59%和 49.04%，较 2018 年底略有上升。考虑到公司所有者权益中有公司发行的 208.29 亿元可续期中期票据，公司实际债务规模和负担高于指标值。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速增加，总体债务负担一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 230.68 亿元，同比增长 48.04%，主要系通行费收入和公路工程收入增长所致。同期，营业成本同比增长 73.26%至 139.14 亿元，高于营业收入增速。2018 年，公司营业利润率下降至 39.32%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计（含研发费用）75.58 亿元，同比上升 8.30%，主要系财务费用和管理费用（员工费用增加）增长。2018 年公司期间费用占营业收入的比重为 32.43%，同比有所下降，公司期间费用对利润侵蚀较大。

2018 年，公司取得投资收益 5.99 亿元，同比变化不大，主要为权益法核算的被投资公司（江西银行股份有限公司等）实现盈利所致；公司实现资产处置收益 6.40 亿元，主要为九江城区收费站后撤项目确认的资产处置收益；公司实现其他收益 1.16 亿元，同比有所增长，主要为公司收到的收费还贷高速公路补贴。2018 年，公司营业外收入（主要为江西省财政厅给予的财政支持款）10.42 亿元，同比大幅增长。2018 年，公司利润总额为 32.47 亿元，同比大幅上升，系收入规模扩大、资产处置收益及营业外收入等非经常性损益规模上升综合影响所

致。

表 7　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
营业收入	155.82	230.68	56.77
投资收益	6.00	5.99	1.37
其他收益	0.79	1.16	1.03
营业利润	**8.77**	**28.08**	**18.33**
营业外收入	5.82	10.42	0.19
利润总额	**11.31`**	**32.47**	**18.50**
营业利润率	48.16	39.32	52.57
总资本收益率	2.81	3.44	--
净资产收益率	0.60	2.06	--

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 3.44%和 2.06%，均同比有所上升，公司盈利能力有所增强。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 56.77 亿元，期间费用 19.45 亿元，主要为财务费用，期间费用占营业收入的比重为 34.27%，较 2018 年全年小幅增长。同期，公司营业利润率达到 52.57%，较 2018 年明显上升，主要系收入结构变化所致。2019 年 1—3 月，公司公允价值变动收益 5.51 亿元，主要系公司下属子公司 2019 年起执行新金融准则，所持有的国盛证券、湘邮科技股票价格波动所致。2019 年 1—3 月，公司实现营业利润 18.33 亿元，利润总额 18.50 亿元。

总体看，跟踪期内，受营业收入和非经常性损益增长影响，公司利润总额同比大幅上升，期间费用对利润有一定侵蚀，公司盈利能力有所增强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 255.50 亿元，同比大幅上升，主要系收入增长带动销售商品、提供劳务收到现金增加所致。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 231.35 亿元，现金收入比为 100.29%，较 2017 年有所下降，但收现质量仍保持在较高水平。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 24.10 亿元，同比上升 200.40%，主要系收到的政府补助增加所致，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补助与往来款。2018 年公司经营活动现金流出 126.50 亿元，同比上升 35.59%，主要系项目支出增加及管理成本上升导致支付给职工现金增加。同期，公司支付其他与经营活动有关现金 12.24 亿元，主要为与江西省交通厅等单位的往来款。2018 年，受收入规模和政府补助规模上升影响，公司经营活动现金净流量 129.00 亿元，同比上升 43.02%。

表 8　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年 1—3月
经营活动现金流入量	183.49	255.50	91.19
经营活动现金流出量	93.30	126.50	66.35
经营活动现金流量净额	90.19	129.00	24.85
投资活动现金流量净额	-110.75	-219.57	-48.26
筹资活动现金流量净额	19.42	187.17	43.24
现金收入比	112.60	100.29	130.78

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年，公司投资活动现金流入 11.35 亿主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金和收回投资收到的现金。投资活动现金流出 230.92 亿元，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 125.72 亿元和投资支付的现金 119.13 亿元（主要为公司购买广发银行股权）。取得子公司等支付现金为-14.53 亿元，系合并交通工程集团其持有的货币资金。2018 年公司投资活动流量净额为-219.57 亿元，受股权投入增加影响，投资活动净流出规模快速扩大。

2018 年，公司筹资活动现金流入 901.30 亿元，同比大幅上升，以取得借款和发行债券收到的现金、吸收投资收到的现金（主要为发行永续债及收到车购税补贴）为主。公司收到

的其他与筹资活动相关的现金 46.30 亿元，主要为收到的江西省高速公路专项债券资金。同期，公司筹资活动现金流出 714.13 亿元，同比增长 41.15%，以偿还债务本息支付的现金为主。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 187.17 亿元，同比大幅上升。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 24.85 亿元，投资活动产生的现金流量净额-48.26 亿元，筹资活动现金流量净额 43.24 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收现质量维持在较高水平，受益于营业收入规模上升，公司经营活动现金净流量大幅上升，受高速公路项目建设和股权投资增加影响，公司投资活动现金流出规模较大，投资活动现金流依赖筹资活动支撑。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率同比均有所上升，分别为 56.14%和 41.86%。2019 年 3 月底，上述两项指标分别上升至 59.45%、45.67%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 18.91%，同比变化不大。2018 年底及 2019 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 0.58 倍、0.61 倍，公司短期债务规模较大，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 135.29 亿元，同比增长 23.04%，全部债务/EBITDA 为 11.29 倍，EBITDA 利息倍数为 2.24 倍，跟踪期内 EBITDA 对有息债务保障能力有所提高。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计 3516.77 亿元，其中未使用额度为 2097.83 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司控股子公司赣粤高速为上市公司（SH.600269），具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 19.00 亿元，担保比率 1.55%，为对江西省铁路投资集团公司的担保。目前被担保企业经营正常，公司或有负债风险可控。

考虑到公司在江西省高速公路经营领域的垄断地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额2467.00亿元，占合并口径的78.35%，主要由固定资产、长期股权投资、其他非流动资产和货币资金构成。2018年底，母公司所有者权益1068.99亿元，主要为资本公积、其他权益工具和实收资本，权益稳定性较好。2018年底，母公司负债总额1398.01亿元，主要为长短期借款、应付债券和其他流动负债。2018年底母公司资产负债率为56.67%。

2018年，母公司实现营业收入85.99亿元，占合并口径的37.28%，利润总额4.98亿元，财务费用对利润侵蚀严重。

整体看，母公司收入及利润对公司合并口径贡献一般，资产和权益占合并口径规模较大。

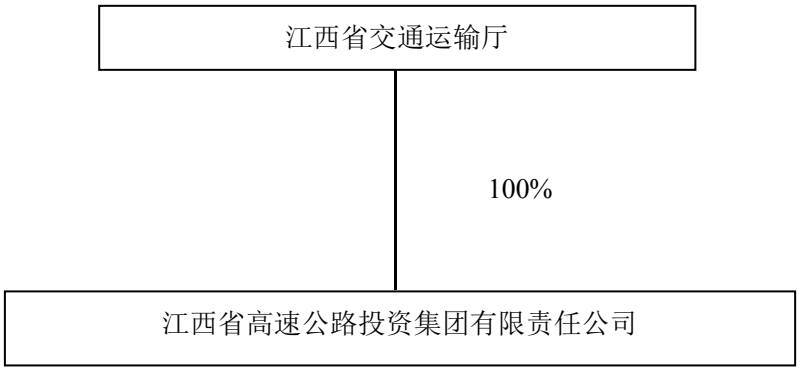
十、存续期内债券保障能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括：“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN001”，债券余额合计 165 亿元。公司将在 2022 年达到偿债峰值，当年最高偿债金额达 45 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为最大单年还本金额的 3.01 倍、5.68 倍和 2.87 倍，EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对最大单年还本金额的保障程度较好。

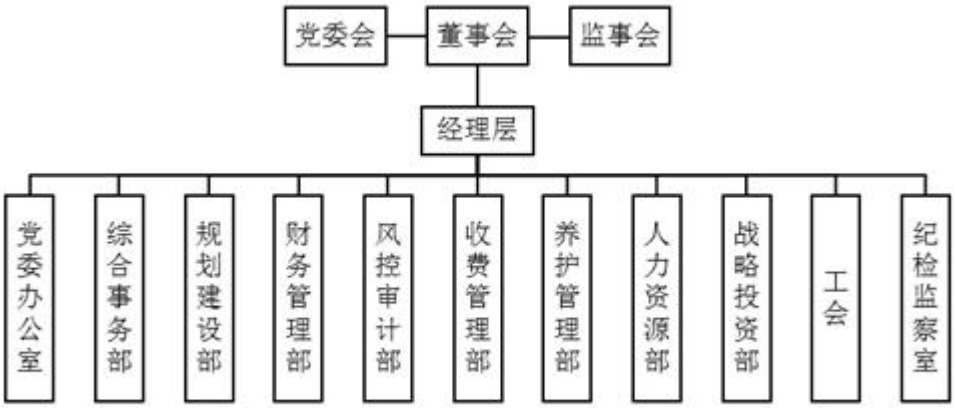
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司子公司情况表

子公司名称	业务内容	持股比例（%）
江西赣粤高速公路股份有限公司	项目融资、建设、经营管理、公路桥梁及其他交通基础设施的投资、建设、管理收费、养护管理及公路、桥梁和其他交通基础附属设施的开发经营	52.83
江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	省内高速公路服务区的投资、建设、经营管理；物业管理；高速公路排障；高速公路广告策划设计与媒体发布	100.00
江西公路开发有限责任公司	公路、桥梁建设开发、服务等	100.00
江西省赣崇高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	60.00
江西锦瑞实业发展有限公司	国内贸易；国内广告制作、发布、代理；建筑装饰的设计、施工；机械设备租赁；公路机械化施工	100.00
江西省高速资产经营有限责任公司	房地产开发；物业管理；设计、制作、发布、代理国内各类广告；货运代理；国内贸易；网上贸易代理；旅行社服务；投资与资产管理；煤炭开采；建筑材料销售；信息技术服务；企业管理服务	100.00
江西省高速公路投资集团材料有限公司	道路沥青、钢材、水泥、建筑材料的批发、零售；仓储（食品和危险品除外）；新材料技术开发、咨询、交流、转让和推广服务	100.00
江西省天驰高速科技发展有限公司	工程检测、咨询、监控、设计及施工；土木工程新技术、新材料的推广和应用；公路养护工程检测、设计；园林绿化工程施工	100.00
江西交通咨询有限公司	工程咨询，工程监理，招标代理，设计咨询，造价咨询，决策咨询，规划咨询，项目管理，工程勘察，工程设计等	100.00
江西赣粤高速公路工程有限责任公司	公路、桥梁、隧道和其他交通基础设施的维修、养护、绿化（凭资质证书经营）；机械设备租赁、经营，建材和设备零配件经营	100.00
江西省嘉和工程咨询监理有限公司	工程咨询、监理、设计、施工；招投标代理；技术检测；研究与试验发展	100.00
江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设，经营、管理；土石方开采销售；公路维护、设计、制作、发布；代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；广告设计、制作、发布、代理；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告，建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营、管理；土石方开采、销售；公路维护；国内各类广告的设计、制作、发布、代理；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	高速公路项目的建设、经营、管理；公路维护；设计、制作、发布、代理国内各类广告；建筑材料、装潢材料、金属材料、建筑机械设备及配件批发、零售	100.00
江西高速石化有限责任公司	石化产品销售、光伏、充电桩、日用百货便利店经营、代理服务、与经营业务有关的咨询服务；技术应用研究和计算机软件开发；汽车装饰等	50.00
江西省交通工程集团有限公司	公路开发与经营，各等级公路及其桥梁、隧道工程的施工，“三废”及噪音防治工程，公路标志、标线、护栏、隔离栅、防眩板工程施工及安装，对外工程承包；交通、建筑、建材、公路建设、市政工程管理项目进行编制节能评估及技术咨询服务；房地产开发；机械设备租赁和销售；建筑材料、商品混泥土、沥青混泥土的加工及销售；城市园林工程、园林古建筑工程、环保工程、特种工程（结构补强）的施工；公路建设工程及配套工程的设计	100.00
江西省公路管理局物资储运总站	公路养护与改建储转道路沥青	100.00
江西省高速公路物资有限公司	道路沥青、建筑材料、五金交电、筑路机械及配件的批发、零售；进出口贸易；改性沥青的生产加工、乳化沥青生产加工、改性乳化沥青生产加工；油品检测	100.00
江西省交通物资供销有限公司	工业生产资料、建筑材料、化工产品、石油制品(不含成品油,限系统内供应)、五金、橡胶制品、船舶零部件销售；物资储存(不含易燃易爆物品及危险化学品的储存)；房屋租赁；自营和代理各类商品和技术的进出口，但国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外；羽毛球运动服务；体育用	100.00

	品及饮料零售	
江西高速投资集团克州昌新项目管理有限公司	交通基础设施投资、经营维护及收费管理；交通工程物资经营；交通运输及物流服务；仓储服务；商务信息咨询	80.75
江西高速集团财务有限公司	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转帐结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借	100.00
寻乌县富民道路项目管理有限公司	公路工程项目的投资	90.00
江西大万公路开发有限公司	公路投资、建设、经营、管理	90.48
江西高速传媒有限公司	广告设计、制作等	98.42
江西昌铜高速公路有限责任公司	项目建设、管理经营；公路、桥梁和其他交通基础设施的投资、建设、管理、收费等经营	100.00
井冈山市景泰酒店管理有限责任公司	住宿、餐饮；业务技能培训；会议及展览服务；场地租赁；旅游产品销售	21.43

资料来源：公司提供

注：公司对井冈山市景泰酒店管理有限责任公司具有实际控制，因此将其纳入合并范围

附件 2　主要财务计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	124.94	124.70	222.40	258.34
资产总额(亿元)	2650.23	2806.23	3148.51	3261.12
所有者权益(亿元)	1086.00	1090.94	1227.66	1246.55
短期债务(亿元)	187.55	246.29	386.64	425.40
长期债务(亿元)	1135.56	1157.80	1140.40	1199.38
全部债务(亿元)	1323.10	1404.09	1527.04	1624.78
营业总收入(亿元)	140.74	155.82	230.68	56.77
利润总额(亿元)	19.94	11.31	32.47	18.50
EBITDA(亿元)	101.90	109.90	135.29	--
经营性净现金流(亿元)	97.06	90.19	129.00	24.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.71	14.51	13.21	--
存货周转次数(次)	4.36	2.63	1.99	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.08	--
现金收入比(%)	110.68	112.60	100.29	130.78
营业利润率(%)	46.06	48.16	39.32	52.57
总资本收益率(%)	2.90	2.81	3.44	--
净资产收益率(%)	1.37	0.60	2.06	--
长期债务资本化比率(%)	51.12	51.49	48.16	49.04
全部债务资本化比率(%)	54.92	56.28	55.43	56.59
资产负债率(%)	59.02	61.12	61.01	61.78
流动比率(%)	46.02	42.32	56.14	59.45
速动比率(%)	41.17	33.66	41.86	45.67
经营现金流动负债比(%)	25.21	18.47	18.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.98	12.78	11.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.84	2.24	--

注：1. 其他流动负债中短期融资券和超短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具计入长期债务；2.2019 年一季度财务数据未经审计；3.利息支出用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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 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。

附件 4-3 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