

信用等级公告

联合〔2019〕2643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其拟发行的2019年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定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,江西省高速公路投资集团有限责任公司2019年度第二期中期票据的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告



江西省高速公路投资集团有限责任公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2019 年 8 月 14 日

债项概况：

本期中期票据发行规模：25 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还公司有息债务

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	3
		经营分析	2
财务风险	F1	资产质量	2
		资本结构	1
		盈利能力	1
		现金流量	1
		偿债能力	1
调整因素和理由			调整子级
---			--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差

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，在资产规模、路产质量等方面具备显著优势，区域主导地位突出，政府支持力度大。近年来，公司运营高速公路通车里程不断增加，通行费收入稳步增长；公司在发展高速公路主业的同时涉足工程施工、贸易、房地产开发等领域。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司期间费用较高、短期支付压力较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对本期中期票据保障能力强。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 近年来，江西省经济保持平稳较快增长，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。
- 公司是江西省高速公路投资、建设和经营主体，在资产规模、路产质量等方面具有明显优势和区域垄断地位；近年来公司通行费收入稳步增长。
- 近年来，江西省政府在资产及资本金注入、政府补贴和专项债资金等方面给予公司大力支持。
- 公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对本期中期票据保障能力强。

关注

- 期间费用对公司利润侵蚀较大。
- 公司债务规模持续攀升，面临一定的短期支付压力。

分析师：黄琪融 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

主要财务数据：

合并口径				
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	1156.38
全部债务(亿元)	1323.10	1404.09	1527.04	1581.78
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	55.93
流动比率(%)	46.02	42.32	56.14	59.45
经营现金流动负债比	25.21	18.47	18.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.84	2.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.98	12.78	11.29	--

公司本部（母公司）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	2120.61	2236.79	2467.00	2562.84
所有者权益（亿元）	945.68	946.26	1068.99	1078.14
全部债务(亿元)	1314.24	1102.71	1196.38	1308.98
营业收入(亿元)	57.92	74.63	85.99	25.43
利润总额(亿元)	-4.14	-4.20	2.20	5.01
资产负债率（%）	55.41	57.70	56.67	57.93
全部债务资本化比率(%)	58.15	53.82	52.81	54.83
流动比率（%）	46.73	40.18	38.50	42.69
经营现金流动负债比(%)	-8.32	15.31	10.39	16.16

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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/6/28	赵传第 任黛云	收费公路行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
AAA	稳定	2015/7/30	赵传第 侯煜明	收费公路企业信用分析要点（2013年）	阅读全文
AA+	稳定	2011/12/29	高景楠	收费公路企业信用分析要点	阅读全文
AA-	稳定	2007/4/30	张晓斌 曾祥天	债券资信评级方法（2003）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月十四日

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2019 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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月成立的江西省高速公路投资发展（控股）有限公司。2009年，经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“赣粤高速公司”）、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；同年，公司完成工商变更手续，名称变更为现名。2012年，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个高速公路管理处整体移交至公司。截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为95.05亿元，江西省交通运输厅持有公司100%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：高速公路及其他重大基础设施的投资、建设、服务、经营,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、广告、房地产开发经营,道路清障、车辆救援与抢修、停车、货物装运与仓储服务业务(危化品除外)。

截至2019年3月底，公司内设规划建设部、财务管理部、风控审计部、收费管理部、养护管理部、战略投资部等11个职能部门，公司合并范围子公司19家。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2018年4月17日取得中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注〔2018〕DFI 7号”《接受注册通知书》，同意自通知书落款日（2018年4月17日）起2年内，公司可分期发行超短期融资券、短期融资券、中期票据和永续票据，并于每期发行时确定当期主承销商、发行品种、发行规模、发行期限等要素。

本期公司计划发行2019年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为25亿元，期限为5年。按年付息，到期一次性还本，募集资金将全部用于偿还有息债务。

三、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。

四、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《2016—2018年江西省国民经济和社会发展统计公报》，江西省地区生产总值快速增长，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，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，2016—2018年江西省固定资产投资快速增长，2018年增长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。

财政收入方面，2016—2018年，江西省财政总收入逐年增长，2018年达到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%。2016—2018年，江西省基金收入快速增长，2018年实现2568.6亿元，增长52.2%，主要系国有土地出让收入增长较快所致。

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，2018年受高铁等分流影响，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《江西省高速公路网规划修编（2018-2035年）》，江西省高速公路网布局规划目标是形成以南昌为中心，连通各地市（县）、全面打通与相邻省份高速主通道的高速公路网，基本实现省内4小时、省际8小时经济圈，县（市）基本半小时进入高速公路网络。按照规划，江西省高速公路里程将达到约8273公里，路网面积密度4.96公里/百平方公里，39个省际高速通道出口，形成“10纵10横21联”全省多中心放射网格状高速公路路网络格局。

总体看，近年来，江西省区域经济平稳较快增长，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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本95.05亿元，江西省交通运输厅持有公司100%股权，是公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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%。公司在江西省高速公路行业具有垄断地位。

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%。公司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”）管理运营9条经营性高速公路；

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”）管理运营8条经营性高速公路；子公司江西省交通工程集团有限公司（以下简称“交通工程集团”）主要从事各等级公路及其桥梁、隧道工程的施工、房地产开发等业务。

总体来看，近年来，公司保持其在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。

3. 人员素质

截至2018年底，公司共有高级管理人员8人，包括副董事长1名，副总经理3名，总工程师1名，纪委书记1名，总会计师1名和总经理助理1名。

董事长王江军先生：1962年10月生，本科学历，高级政工师，历任江西省交通运输厅直属机关党委主任科员、厅直属机关团委书记、厅直属机关党委专职副书记、厅党委办公室主任；江西省交通稽查征费局党委书记；江西省公路运输管理局党委书记等职务。现兼任江西省高等级公路管理局党委书记。

副董事长谢德强先生：1968年7月生，本科学历，工程硕士学位，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。

截至2018年底，公司本部在职职工14139人。公司员工中具有本科及以上学历4726人，大专学历4512人，中专、高中及以下学历4901人；公司员工中50岁以上988人，30—50岁8890人，30岁以下4261人。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，在经营管理上有利于公司发展；员工素质能满足公司日常经营管理及发展需要。

4. 外部支持

公司作为江西省高速公路投资建设与管理运营主体，江西省政府在资产及资本金注入、政府补贴和专项债资金等方面给予公司支持。

资产注入

2009年，江西省政府、江西省交通运输厅授权公司对省属高速公路管理单位江西赣粤高速公司、公路开发公司和高速公路的服务区、广告等资产进行整合。

2012年，江西省政府将14条收费还贷高速公路及5个高速公路管理处移交公司管理和运作。

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。

2018年4月，根据赣交运输字〔2018〕16号，江西省交通运输厅将江西省港航管理局下属企业江西省交通设计研究院有限责任公司（以下简称“交通研究院”）整体划入公司。交通研究院原名江西省交通设计院，成立于1975年，隶属于江西省交通运输厅，是江西省唯一拥有公路行业全部甲级资质的综合性设计院。交通研究院已累计完成省内外高速公路勘察设计里程逾5000公里，工程勘察设计和监理项目遍及广东、辽宁、江苏、四川、云南、湖北、安徽、福建、新疆和西藏等全国十余个省区和多个亚非国家。

资本金支持

根据赣府厅抄字〔2011〕19号以及赣交财审字〔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》，公司可获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金，2016—2018年分别为16.65亿元、8.00亿元和18.00亿元，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，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”。

政府补贴

根据赣府字(2000)19号文和赣府字(2002)6号文，公司子公司赣粤高速每年可获得税前利润25%的财政补贴支持。根据赣府发(2013)10号文件，在2020年前，江西省财政对公司子公司赣粤高速现有支持政策不变。此外，高速公路市县资本金方面，根据赣府发(2013)10号文件，未来新建高速公路沿线的市、县(区)政府“按新建高速公路境内概算投资总额8%筹措建设资金(其中3.5%由省财政厅统一运作，4.5%由地方市、县/区政府运作)注入省高速公路集团”用于高速公路建设。2016—2018年分别收到江西省财政厅拨付财政支持款0.56亿元、5.03亿元和9.41亿元，均计入营业外收入。

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2016—2018年分别收到收费还贷高速公路专项补贴资金9.00亿元、0.68亿元和1.00亿元，用于偿还收费还贷高速公路借款及利息。2016年，公司将收到的收费还贷高速公路专项补贴资金计入营业外收入，2017—2018年公司将其计入其他收益。

专项债资金

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，公司获得的外部支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

5. 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8月1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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》和国家有关法律法规的要求制定了公司章程和各项规章制度，形成了由董事会、监事会、经理层构成的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人依法行使股东职权。公司设立董事会，董事会由9名董事组成，其中外部董事三名，均为出资人委派；职工董事一名，由公司职工代表大会选举产生、罢免和补选。董事会行使决定公司的经营和投资计划及方案、制定公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，监事会由5名监事组成。监事每届任期3年，可通过委派和推选连任。监事不得兼任董事、经理层职务。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，经理层设总经理1名、副职六名(含总工程师、总会计师)。经理层行使主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

整体看，公司法人治理结构较为完善。

2. 管理水平

公司本部下设规划建设部、收费管理部、

养护管理部、财务管理部等11个职能部门，部门设置能够满足目前管理需要。

公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的管理制度，包括：财务管理制度、预算管理制度、融资制度、担保及对外投资制度、安全生产管理制度、项目管理制度、对下属子公司管理制度等。

财务管理方面，公司制定了《江西省高速公路投资集团有限责任公司总部财务支付管理办法（试行）》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司会计核算管理办法》等一系列规章制度，建立了健全的财务、审计管理制度和资金计划控制制度，设立了独立的财务、审计部门。

融资管理方面，公司制订了《江西省高速公路投资集团有限责任公司融资管理办法》，对融资的决策机构、融资工作要求及程序进行规定，规范公司融资管理流程，降低融资成本，有效控制融资风险，维护公司财务安全。

担保及对外投资管理方面，公司制订了担保及对外投资管理办法。公司原则上不对外提供担保抵押，确因工作需要的担保，由总经理办公会讨论后决策。公司现有的对外投资主要是根据省政府安排。公司制定了严格的投资项目授权管理的机制，重大对外投资计划须经总经理办公会讨论后决策。

对下属子公司的管理方面，公司制定了《江西省高速公路投资集团有限责任公司子公司管理办法》《江西省高速公路投资集团有限责任公司子公司投资管理办法》等一系列规章制度，根据公司战略布局需要、管理效率、子公司产权层级等综合因素，对下属子公司进行分级并对各层级子公司采取不同程度的授权管理模式。公司本部作为子公司的“战略决策中心、投融资中心、财务中心和运营管理中心”，在战略规划、运营管理、人力资源、投融资、财务与审计、企业文化、信息收集等方面予以合理集权。

安全生产管理方面，公司制定了《江西省

高速公路投资集团有限责任公司公路项目建设管理办法》，在“安全第一，预防为主，综合治理”方针的指导下，建立机构健全、责任明确、制度完善、落实到位、奖惩严明的管理机制。

项目管理方面，公司制订了《江西省高速公路投资集团有限责任公司项目建设管理办法》，明确公路项目建设应严格执行项目法人制、招标投标制、工程监理制、合同管理制和工程质量责任制。对公路项目建设按“依法依规、统一领导、集中高效、分级负责”的原则实行专业化管理，对项目前期工作、招标采购、工程支付、设计变更审查、缺陷责任期和决算等进行集中管理。

总体看，公司部门设置合理，制度建设完善，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是江西省高速公路的投资建设和运营管理主体。此外，公司还涉及服务区经营以及交通基础设施的建设、建筑材料批发代购、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。

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长28.03%，主要系通车里程增长、车流量自然增长及合并交通工程集团所致；2018年，公司实现营业收入230.65亿元，车辆通行服务收入为公司主要收入来源，近年来占比有所波动，2018年实现146.50亿元，占比为63.52%，同比有所下降，主要系交通工程集团贡献的公路工程收入规模较大所致。2016—2018年，公司公路工程收入和房地产收入快速增长，2018年分别为42.19亿元和8.61亿元；成品油销售收入随通行里程增长而增长，材料销售收入波动较大，2018年分别为15.83亿元和10.62亿元；高速服务区收入和监理、物业、服务等其他收入规模较小。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率有所波动，2018年毛利率下降主要系毛利率较低的公路工程收入占比上升所致。2016—2018年，公司通行服务和高速服务区毛利率保持在较高水平；公路工程业务、房地产业务和监理、服务、物业等其他业务毛利率波动较大，主要系不同工程项目利润水平差异和每年销售的房屋类型、价格、位置不同影响；成品油和材料销售业务毛利率保持在较低水

平。2018年，公司综合毛利率达到39.67%。

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 1 2016—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	2016 年			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	收入	占比	毛利率
车辆通行服务收入	111.82	79.45	56.36	130.71	83.89	54.89	146.50	63.52	55.49	41.23	72.95	67.93
公路工程收入	4.56	3.24	15.75	7.55	4.85	18.32	42.19	18.29	11.81	3.92	6.93	13.54
成品油销售	7.60	5.40	8.26	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	0.44	0.31	-6.20	0.45	0.29	39.48	8.61	3.73	16.93	-	-	-
高速服务区收入	2.33	1.66	32.78	2.33	1.50	30.64	3.21	1.39	28.96	0.81	1.43	15.48
材料销售收入	12.07	8.58	1.88	4.24	2.72	1.01	10.62	4.61	5.31	1.13	2.00	7.02
监理、服务、物业等收入	0.82	0.58	36.85	2.36	1.51	32.92	3.68	1.60	22.06	2.50	4.42	24.08
其他业务	1.10	0.78	52.20									
合计	140.74	100.00	47.04	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：1、公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；2、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. 业务经营分析

（1）高速公路投资和经营

路产规模

2016—2019 年 3 月，公司路产规模逐年上升。2016 年，公司建成昌栗高速和昌宁高速，完成昌樟高速改扩建项目、昌九高速改扩建通远试验段等项目，新增收费里程 492 公里。2017 年，公司建成东昌高速、定宁高速、铜万高速、修平高速、昌宁连接线、广船高速、上万高速、都九高速都昌至星子段，新增通车里程 708 公里。2019 年 1 月，公司建成 1 条收费还贷高速—广吉高速。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%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。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，公路开发公司管理 9 条经营性高速公路，赣粤高速管理 8 条经营性高速公路。

高速公路经营情况

2016—2018 年，受收费里程增长影响，公司通行费收入逐年上升，2018 年达到 146.50 亿元。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2018 年通行费收入为基础）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。

2016—2018 年，梨温高速通行费收入波动增长，2018 年达到 18.40 亿元，同比有所上升，2017 年通行费收入规模较小主要系通行车辆结构变化影响；鹰瑞高速、泰赣高速、昌金高速通行费收入随车流量增长逐年上升；昌九高

速通行费收入有所波动，主要系改扩建影响。

表2 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		2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
公司直属	泰井高速	2005.01-2030.01	0.35	0.36	0.35	0.08
	乐温高速	2005.11-2025.10	3.14	3.70	3.59	0.98
	温沙高速	2004.08-2034.07	3.98	3.87	4.67	1.35
	鹰瑞（北）高速	2010.09-2030.09	10.68	13.38	16.07	3.79
	鹰瑞（南）高速					
	昌金高速	2004.06-2034.05	7.20	7.46	8.33	2.41
	景婺黄(常)高速	2006.11-2026.10	2.96	3.15	3.19	1.14
	武吉高速	2008.01-2028.01	6.17	6.28	6.27	1.57
	石吉高速	2010.09-2030.09	3.14	3.28	3.65	0.93
	泰赣高速	2004.01-2034.01	7.58	8.78	9.43	2.35
	瑞赣高速	2009.04-2029.04	3.42	4.51	5.52	1.40
	隘瑞高速	2011.10-2031.10	0.41	0.49	1.03	0.29
	永武高速	2011.09-2031.09	0.89	0.98	0.53	0.15
	昌北机场高速	1999.01-2030.03	0.17	0.15	0.18	0.02
	德上高速	2012.12.31-	0.52	0.47	0.55	0.16
	抚吉高速	2012.12.31-	1.38	1.63	1.63	0.46
	赣崇高速	2012.12.31-	0.71	0.89	1.83	0.57
	吉莲高速	2012.12.31-	1.19	1.38	1.05	0.29
	井睦高速	2013.10.28-	0.16	0.16	0.17	0.04
	萍洪高速	2014.12-2044.12	0.44	0.43	0.47	0.11
	万宜高速	2014.12-2044.12	0.25	0.30	0.36	0.11
	金抚高速	2015.9-2045.9	0.18	0.34	0.44	0.16
	昌宁高速	2016.1-2045.12	0.56	1.19	1.71	0.71
	昌栗高速	2016.1-2045.12	1.89	2.69	3.00	0.87
	东昌高速	2017.1-2047.1	--	3.99	4.80	1.45
	宁安高速	2017.1-2047.1	--	3.55	4.78	1.40
	铜万高速	2017.1-2047.1	--	0.15	0.13	0.04
	修平高速	2017.1-2047.1	--	0.12	0.25	0.09
	昌宁连接线	2017.1-2047.1	--	0.02	0.16	0.04
	安定高速	2017.1-2047.1	--	0.76	1.48	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	16.41	15.68	18.40	4.68
	景鹰高速	2007.11-2037.11	4.01	4.49	5.46	1.69
	德昌高速	2011.09-2041.09	2.99	3.95	4.54	1.64
	祁浮高速	2012.08-2042.08	0.04	0.08	0.10	0.05
	都昌至九江高速	--	0.05	0.08	0.15	0.04
	九江绕城高速	2014.12-2044.12	0.14	0.20	0.30	0.11
	广船高速	2017.1-2047.1	--	0.02	0.03	0.02
	上万高速	2017.1-2047.1	--	0.51	0.73	0.23
赣粤高速公司	昌九高速	1998.04-2030.03	7.78	8.15	7.79	1.84

	昌樟高速	1999.07-2044.03	7.47	6.49	6.05	1.53
	温厚高速	1999.01-2028.12	1.85	1.11	1.00	0.28
	九景高速	2000.11-2030.11	6.03	6.22	6.40	1.92
	彭湖高速	2010.09-2040.09	0.40	0.79	1.24	0.36
	昌泰高速	2003.06-2033.06	6.03	6.91	6.95	1.75
	昌奉高速	2011.12-2041.12	1.58	1.57	1.76	0.53
	奉铜高速	2012.10-2042.10				
合计	--	--	111.82	130.71	146.50	41.22

资料来源：公司提供

注：1、2019年以前定南联络线通行费收入合并至宁安高速；都昌至九江高速包括星子至九江段（收费期限：2014.12-2044.12）和都昌至星子段（收费期限：2017.1-2047.1）；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

车流量方面，2016—2018年，公司高速公路日均车流量逐年提升，2018年达到57.03万辆/天，同比增长13.23%。2016—2018年，梨温高速、泰赣高速、昌金高速和鹰瑞高速车流量逐年上升，昌九高速车流量有所波动，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

江西省建立了统一的高速公路收费系统，在省内路网实行联网收费、统一管理、按实结算的收费制度，按照载客类和载货类车辆的不同标准收费。

根据《关于调整全省高速公路车辆通行费收费标准的通知》（赣发改收费字[2013]583号），江西省对车辆通行费车型分类及收费标准进行了明确，江西省高速公路分别按照载客类和载货类车辆的不同标准收费。

表3 江西省高速公路载客类车辆收费标准

（单位：元/车·公里）

车型	小于等于7座	8-19座	20-39座	大于等于40座
费率	0.45	0.8	1.15	1.5

数据来源：公开资料

货车计重收费基本费率为0.09元/吨公里。合法装载车辆10吨至40吨部分，按0.09元/吨公里线性递减至0.045元/吨公里收取，40吨以上部分按0.045元/吨公里计费。

收费期限方面，公司除部分路段收费期限待定外，已经主管部门核准批复的路段收费期限均至2025年以后。

收费结算方面，公司所运营管理的高速公路通行费均由公司依据政府收费批准文件收取后，直接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—2018年，公司高速公路养护成本随收费里程增长而逐年上升，2018年达到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。公司将于2019年发生大修支出3.50亿元。

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，高速公路专项债将覆盖约70%的总投资金额，公司在建高速公路项目规模一般，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

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，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，公司未来筹资压力一般。

（2）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。2016—2018年，赣粤高速工程公司签订合同数分别为4个、6个和17个，包括路面维护保养工程、路基工程、桥梁工程及市政工程项目，合同金额分别为10.76亿元、7.61亿元和20.52亿元。2016—2018年，赣粤高速工程公司确认工程收入分别为4.56亿元、7.55亿元和7.34亿元。截至2019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12.14亿元，主要为路基路面工程。

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1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，从事包括沥青、钢材、水泥、建筑材料的批发和零售。2016—2018年，公司分别实现材料销售收入12.07亿元、4.24亿元和10.62亿元，材料销售收入受下游需求影响波动较大。

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”），2016—2018年公司实现成品油销售收入7.60亿元、8.18亿元和15.83亿元，毛利率处于较低水平。

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”）与交通工程集团。针对高速公路管理所站多线长、远离城市、环境偏僻、工作艰苦的特点，公司在所辖高速公路沿线城镇开发房地产项目，并主要向员工定向出售。2016—2018年公司分别确认房地产销售收入0.44亿元、0.45亿元和8.61亿元。2018年收入大幅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。

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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，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，公司拥有纳入合并范围子公司19家。其中，2018年交通工程集团纳入合并范围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

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长9.00%；2018年底，公司资产总额3148.51亿元，同比增长12.20%，其中流动资产占12.16%，非流动资产占87.84%，资产结构以非流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	177.19	6.69	206.65	7.36	383.01	12.16	449.98	13.80
货币资金	124.94	4.71	124.19	4.43	222.10	7.05	241.19	7.40
存货	18.69	0.71	42.28	1.51	97.40	3.09	104.31	3.20
非流动资产	2473.04	93.31	2599.58	92.64	2765.50	87.84	2811.15	86.20
长期股权投资	79.52	3.00	81.42	2.90	86.92	2.76	88.62	2.72
固定资产	2030.24	76.61	2393.23	85.28	2357.69	74.88	2464.03	75.56
在建工程	300.35	11.33	64.84	2.31	132.09	4.20	65.87	2.02
其他非流动资产	15.08	0.57	15.06	0.54	118.70	3.77	130.28	3.99
资产总额	2650.23	100.00	2806.23	100.00	3148.51	100.00	3261.12	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长47.02%；2018年底，公司流动资产383.01亿元，主要系货币资金增加所致。

2016—2018年，公司货币资金波动增长，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）。

2016—2018年，公司应收账款有所波动；2018年底，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。公司应收账

款主要由应收江西省高速公路联网收费结算管理中心的通行费和应收工程款构成。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长18.87%；2018年底，公司其他应收款24.59亿元，包括与江西省交通运输厅和江西省公路管理局等单位的往来款等。1年以内的占52.70%，1—2年的占6.87%，2—3年的占7.20%，3年以上的占33.23%。

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长128.28%；2018年底，公司存货97.40亿元，主要包括36.86亿元已完工未结算资产、40.82亿元开发成本（九龙湖等房地产项目）和16.89亿元开发产品（恒泰花苑等房地产项目）。

2016—2018年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长456.09%；2018年底，公司其他流动资产11.50亿元，主要为待认证进项税和预缴所得税。

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长5.75%，主要系在建工程增长所致；2018年底，公司非流动资产2765.50亿元，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若干县市道路PPP及BT工程款。

2016—2018年，公司可供出售金融资产逐年下降，年均复合下降8.05%；2018年底，公司可供出售金融资产23.67亿元，包括对信达地产的权益投资、持有的中航信托·天启【2017】333号南昌新建城项目贷款集合资金信贷计划等。

2016—2018年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长4.55%；2018年底，公司长期股权投资86.92亿元，主要为对江西银行股份有限公司和参股高速公路公司（江西九江长江公路大桥有限公司、江西省瑞寻高速公路有限责任公司和江西省寻全高速公路有限责任公司共三家公司）的股权投资等。

2016—2018年，公司固定资产有所波动，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%）。

2016—2018年，公司在建工程有所波动；2018年底，公司在建工程132.09亿元，同比增长103.71%，主要包括广昌至吉安高速公路、都九高速公路（二期）、昌九高速改扩建等项目。

2016—2018年，公司其他非流动资产有所波动；2018年底，公司其他非流动资产118.70亿元，主要为对广发银行股份有限公司的投资。

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，近年来公司资产规模稳步增长，货币资金和固定资产占比大，公司控股和参股路产地理位置优越，公司资产质量好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长6.32%；2018年底，公司所

所有者权益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。

2016—2018年，公司资本公积逐年增长，2017年，公司资本公积增长主要系公司收到江西省财政厅拨付的车购税补助资金和资本性财政资金。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18.00亿元车购税补助资金所致。

2016—2018年，公司未分配利润有所波动，2017年，公司未分配利润下降主要系公司偿付永续债券利息所致。截至2018年底，公司未分配利润107.32亿元。

2016—2018年，公司其他权益工具快速增长，2018年底，公司其他权益工具为208.29亿元，同比增长91.67%，主要系公司发行永续债所致。

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。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2016—2018年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长10.81%；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。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长33.11%，主要系应付账款和其他流动负债增长所致；2018年底，公司流动负债682.23亿元，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。

2016—2018年，公司短期借款有所波动；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%）。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长29.66%；2018年底，公司应付账款191.62亿元，同比增长17.41%，主要系合并范围扩大，应付工程款增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款有所波动；2018年底，公司其他应付款44.04亿元，主要包括20.66亿元履约质保金及保证金和17.37亿元往来款。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长16.82%；2018年底，公司一年内到期的非流动负债97.06亿元，包括一年内到期的长期借款和应付债券。

2016—2018年，公司其他流动负债波动较大，2018年底为164.11亿元，主要为发行的超短期和短期融资券。

2016—2018年，公司非流动负债基本稳定；2018年底，公司非流动负债合计1238.62亿元，构成以长期借款（占65.28%）和应付债券（占26.75%）为主。

2016—2018年，公司长期借款基本稳定；2018年底，公司长期借款808.63亿元，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。

2016—2018年，公司应付债券基本稳定；2018年底，公司应付债券331.31亿元，包括“13粤赣01”等21支债券。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长7.79%；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1581.78亿元，较2018年底增长3.58%，短期债务和长期债务分别占

26.89%和73.11%，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 2016—2019 年 3 月底公司有息债务情况
(单位: 亿元, %)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	187.55	246.29	386.64	425.40
长期债务	1135.56	1157.80	1140.40	1156.38
全部债务	1323.10	1404.09	1527.04	1581.78
资产负债率	59.02	61.12	61.01	61.78
长期债务资本化比率	51.12	51.49	48.16	48.12
全部债务资本化比率	54.92	56.28	55.43	55.93

资料来源: 公司审计报告和财务报表

2016—2018 年, 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有所波动, 2018 年底上述三项指标分别为 61.01%、55.43% 和 48.16%; 2019 年 3 月底, 上述比率分别为 61.78%、55.93% 和 48.12%, 较 2018 年底基本稳定。考虑到公司所有者权益中有公司发行的 208.29 亿元永续中期票据, 公司实际债务规模和负担高于指标值。

总体看, 近年来, 公司债务规模逐年增长, 以长期债务为主, 债务负担一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年, 公司营业总收入快速增长, 年均复合增长 28.03%, 主要系通行费收入和工程结算收入增长所致; 2018 年, 公司实现营业总收入 230.68 亿元, 同比增长 48.04%; 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。2016—2018 年, 公司营业利润率有所波动, 2018 年, 公司营业利润率下降至 39.32%, 仍位于较高水平。

期间费用方面, 2016—2018 年, 公司期间费用逐年增长, 年均复合增长 11.20%, 2018 年底, 公司期间费用 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。2016—2018 年, 公司期间费用占营业收入的比重有所波动, 2018 年为 32.76%, 同比有所下降, 公司期间费用对利润侵蚀较大。

2016—2018 年, 公司投资收益快速下降, 年均复合下降 27.09%。2016 年公司投资收益规模较大(11.28 亿元)主要系公司处置了可供出售金融资产(持有的国盛证券股权)所致。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。

2018 年, 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。

2016—2018 年, 公司营业外收入(主要为财政支持款)有所波动, 2018 年为 10.42 亿元。2016—2018 年, 公司利润总额有所波动, 2018 年达到 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
营业总收入	140.74	155.82	230.68	56.77
投资收益	11.28	6.00	5.99	1.37
其他收益	--	0.79	1.16	1.03
营业利润	14.33	8.77	28.08	18.33
营业外收入	10.11	5.82	10.42	0.19
利润总额	19.94	11.31	32.47	18.50
营业利润率	46.06	48.16	39.32	52.57
总资产收益率	2.90	2.81	3.44	--
净资产收益率	1.37	0.60	2.06	--

资料来源: 公司审计报告和财务报表

2016—2018 年, 公司总资本收益率和净资产收益率有所波动, 2018 年分别为 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。2019年1—3月,公司实现公允价值变动收益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,公司实现利润总额18.50亿元。

总体看,近年来,受营业总收入和非经常性损益增长影响,公司利润总额有所波动,期间费用对利润有一定侵蚀,公司盈利能力强。

5. 现金流

经营活动方面,2016—2018年,公司经营现金流入快速上升,2018年为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,主要为政府补助与往来款。2016—2018年,公司经营活动现金流出逐年增长,2018年为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。2016—2018年,公司经营活动现金净流量有所波动,2018年为129.00亿元。

表8 公司现金流量情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	173.76	183.49	255.50
经营活动现金流出量	76.70	93.30	126.50
经营活动现金流量净额	97.06	90.19	129.00

投资活动现金流量净额	-172.73	-110.75	-219.57
筹资活动现金流量净额	70.44	19.42	187.17
现金收入比	110.68	112.60	100.29

资料来源:审计报告,联合资信整理

2016—2018年,公司投资活动现金流入逐年下降,2018年为11.35亿元,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。同期,公司投资活动现金流出有所波动,2018年为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。2016—2018年,公司投资活动现金流量净额有所波动,2018年为-219.57亿元。

2016—2018年,公司筹资活动现金流入有所波动,2018年为901.30亿元,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。2016—2018年,公司筹资活动现金流出有所波动,2018年为714.13亿元,以偿还债务本息支付的现金为主;公司筹资活动现金流量净额有所波动,2018年为187.17亿元。

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,近年来,公司收现质量维持在较高水平,公司投资活动现金流出规模较大,对外部筹资依赖较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016—2018年,公司流动比率和速动比率均有所波动,2018年底,上述两项比率分别为56.14%和41.86%。

2019年3月底，上述两项指标分别上升至59.45%和45.67%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比有所波动，2018年为18.91%。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倍和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，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，2018年为135.29亿元，同比增长23.10%，全部债务/EBITDA为11.29倍，EBITDA利息保护倍数为2.24倍，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，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司分析

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。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模25亿元，相当

于2019年3月底公司长期债务的2.16%，全部债务的1.58%，对公司现有债务规模影响较小。

2019年3月底，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分别为61.78%、55.93%和48.12%；以公司2019年3月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至62.07%、56.31%和48.66%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还有息债务，公司实际债务负担低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为101.90亿元、109.90亿元和135.29亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的4.08倍、4.40倍和5.41倍；经营活动现金流入量分别为173.76亿元、183.49亿元和255.50亿元，分别为本期中期票据的6.95倍、7.34倍和10.22倍；经营活动现金流量净额分别为97.06亿元、90.19亿元和129.00亿元，分别为本期中期票据的3.88倍、3.61倍和5.16倍。

总体看，本期中期票据发行规模较大，公司EBITDA和经营活动现金净流量对本期中期票据保障能力强。

十、结论

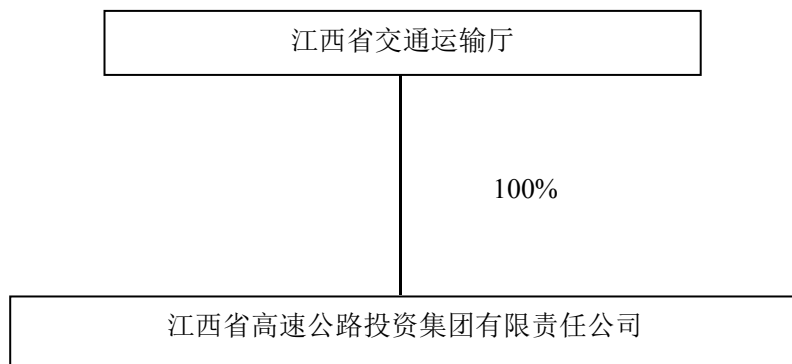
高速公路行业具有良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济进入稳增长新常态的宏观背景下，政府加大对高速公路行业支持力度，行业未来发展空间广阔。

公司为江西省高速公路投资建设和管理运营主体，在江西省高速公路行业中居于主导地位，获得江西省政府在资产及资本金注入、财政补贴和专项债发行等方面的持续支持。近年来，江西省区域经济平稳较快发展，高速公路投资规模不断扩大，为公司发展提

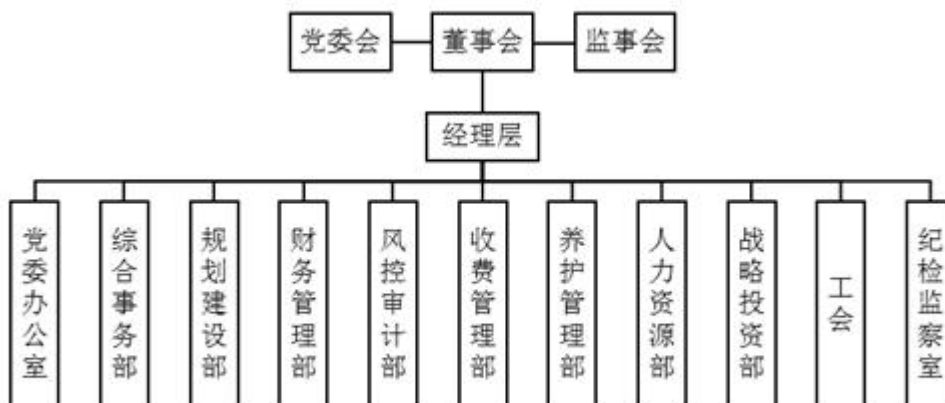
供了良好的外部环境。公司资产规模和营业收入不断增长，但面临一定的短期支付压力，期间费用对公司利润侵蚀较大。

公司经营活动现金净流量及EBITDA对本期中票保障能力强，同时考虑到江西省经济的平稳较快增长、政府对公司的持续支持以及通行里程和车流量的增长，公司未来的盈利水平有望进一步提升，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

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 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
江西赣粤高速公路股份有限公司	233540.70	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	52.51	0.32	投资设立
江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	10000.00	省内高速公路服务区投资、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	--	投资设立
江西公路开发有限责任公司	177531.10	公路、桥梁建设开发、服务等	100.00	--	投资设立
江西省赣崇高速公路有限责任公司	6000.00	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	--	投资设立
江西锦瑞实业发展有限公司	72.80	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	--	投资设立
江西省高速资产经营有限责任公司	50520.00	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	--	投资设立
江西省高速公路投资集团材料有限公司	5000.00	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	--	投资设立
江西交通咨询有限公司	4000.00	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	--	投资设立
江西赣粤高速公路工程有限责任公司	100674.83	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	--	投资设立
江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	1000.00	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	--	投资设立
江西高速石化有限责任公司	10000.00	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	--	投资设立
江西省交通工程集团有限公司	117543.00	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”及噪音防治工程等	100.00	--	政府划拨
江西省高速公路物资有限公司	5000.00	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	--	政府划拨
江西省公路管理局物资储运总站	5257.00	公路养护与改建储转道路沥青	98.43	1.57	政府划拨

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

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	1156.38
全部债务(亿元)	1323.10	1404.09	1527.04	1581.78
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	48.12
全部债务资本化比率(%)	54.92	56.28	55.43	55.93
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 利息保护倍数(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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.81	63.33	94.49	138.52
资产总额(亿元)	2120.61	2236.79	2467.00	223.38
所有者权益(亿元)	945.68	946.26	1068.99	1078.14
短期债务(亿元)	359.68	206.18	312.54	359.37
长期债务(亿元)	954.56	896.53	883.84	949.61
全部债务(亿元)	1314.24	1102.71	1196.38	1308.98
营业收入(亿元)	57.92	74.63	85.99	25.43
利润总额(亿元)	-4.14	-4.20	2.20	5.01
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	52.87	57.67	74.12	84.54
财务指标				52.87
销售债权周转次数(次)	8.56	55.99	47.33	--
存货周转次数(次)	2.75	28.57	37.53	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.04	--
现金收入比(%)	91.28	77.28	86.20	340.75
营业利润率(%)	61.45	57.34	59.68	69.67
总资本收益率(%)	0.72	0.53	0.77	--
净资产收益率(%)	0.48	-0.16	0.47	--
长期债务资本化比率(%)	50.23	48.65	45.26	46.83
全部债务资本化比率(%)	58.15	53.82	52.81	54.83
资产负债率(%)	55.41	57.70	56.67	57.93
流动比率(%)	46.73	40.18	38.50	42.69
速动比率(%)	46.48	39.78	38.43	42.63
经营现金流流动负债比(%)	-8.32	15.31	10.39	16.16
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

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； 2. 2019 年一季度财务数据未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入/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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

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 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江西省高速公路投资集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的三个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江西省高速公路投资集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江西省高速公路投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江西省高速公路投资集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江西省高速公路投资集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江西省高速公路投资集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。