

信用评级公告

联合〔2020〕4411号

联合资信评估股份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公开发行的 2020 年公司债券（第三期）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公开发行 2020 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十一月十八日

江西省高速公路投资集团有限责任公司 公开发行 2020 年公司债券（第三期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 15 亿元(含)

本期债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后拟用于
偿还公司本部有息债务

评级时间：2020 年 11 月 18 日

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（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型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	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，在路产质量方面具有显著优势，区域垄断地位突出，运营的高速公路通车里程不断增加，且得到了持续有力的外部支持，外部发展环境良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司高速公路运营受疫情影响大、存在一定的资本支出压力以及短期偿债压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强，公司综合竞争实力有望进一步提升。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债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **外部发展环境良好。**江西省区域经济快速发展，高速公路投资规模持续扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **公司区域垄断地位突出。**公司为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，在路产质量方面具备显著优势，区域垄断地位突出，运营的高速公路通车里程不断增加。
3. **持续获得有力的支持。**公司在资产及资本金注入、政府补贴和专项债资金等方面得到了持续有力的外部支持。

关注

1. **高速公路运营受疫情影响大。**疫情防控期间全国免收高速公路车辆通行费，2020 年 1—6 月公司通行费收入较上年同期大幅下滑，主营业务亏损。
2. **存在一定的资本支出压力。**公司在建、拟建项目未来投资需求较大，存在一定的资本支出压力。
3. **面临较大的短期偿债压力。**公司短期债务规模持续扩大，面临较大的短期偿债压力。

分析师

袁琳 登记编号 (R0040218080001)

崔莹 登记编号 (R0040218080002)

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产 (亿元)	124.70	222.40	166.41	201.38
资产总额 (亿元)	2805.40	3148.51	3304.87	3460.75
所有者权益 (亿元)	1090.11	1227.66	1285.68	1280.97
短期债务 (亿元)	246.29	386.64	432.41	528.87
长期债务 (亿元)	1157.88	1140.40	1095.17	1099.66
全部债务 (亿元)	1404.17	1527.04	1527.58	1628.53
营业收入 (亿元)	155.82	230.65	280.27	83.37
利润总额 (亿元)	11.31	32.47	29.54	13.80
EBITDA (亿元)	109.90	135.29	134.12	--
经营性净现金流 (亿元)	94.37	172.00	197.88	62.02
营业利润率 (%)	48.16	39.31	35.83	21.20
净资产收益率 (%)	0.60	2.06	1.61	--
资产负债率 (%)	61.14	61.01	61.10	62.99
全部债务资本化比率 (%)	56.30	55.43	54.30	55.97
流动比率 (%)	42.32	56.14	62.50	73.18
经营现金流动负债比 (%)	19.33	25.21	26.98	--
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.58	0.38	0.38
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.71	1.98	1.92	--
全部债务/EBITDA (倍)	12.78	11.29	11.39	--
本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	2235.97	2467.00	2645.50	2806.95
所有者权益 (亿元)	945.44	1068.99	1110.17	1104.39
全部债务 (亿元)	1102.71	1196.38	1225.18	1362.92
营业收入 (亿元)	74.63	85.99	88.89	24.50
利润总额 (亿元)	-1.56	4.98	2.38	17.10
资产负债率 (%)	57.72	56.67	58.04	60.66
全部债务资本化比率 (%)	53.84	52.81	52.46	55.24
流动比率 (%)	40.18	38.50	58.27	71.65
经营现金流动负债比 (%)	12.68	27.77	33.63	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将其他流动负债纳入短期债务核算, 将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算; 3. 公司 2020 年上半年财务数据未经审计, 相关指标未年化

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	2020/09/03	袁琳、王金磊	原联合信用评级有限公司收费公路运营企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2015/07/29	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	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文
AA-	稳定	2007/04/30	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号

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

分析师：袁琳

联合资信评估股份有限公司



江西省高速公路投资集团有限责任公司

公开发行 2020 年公司债券（第三期）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”）、江西公路开发有限责任公司（原“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。2020 年，根据《江西省财政厅江西省人力资源和社会保障厅关于对首批省属国有企业（非国资委监管）执行划转部分国有资本充实社保基金的批复》（赣财资〔2020〕19 号），江西省交通运输厅将其持有的公司 10% 股权无偿划转给江西省行政事业资产集团有限公司，工商变更登记手续已于 2020 年 8 月完成。截至 2020 年 9 月末，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 90% 的股权，为公司实际控制人。

公司主要从事江西省内高速公路的投资、建设和运营，高速公路服务区经营及交通基础设施的建设、建筑工程施工、建筑材料批发以及房地产开发经营等业务。截至 2020 年 6 月末，公司本部设 12 个职能部门（见附件 1-2），包括规划建设部、财务管理部、风控审计部和运营管理部等。截至 2020 年 6 月末，公司合并范围内子公司 18 家。

截至 2019 年末，公司资产总额 3304.87 亿元，所有者权益 1285.68 亿元（含少数股东权益 86.08 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 280.27 亿元，利润总额 29.54 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 3460.75 亿元，所有者权益 1280.97 亿元（含少数股东权

益 89.95 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 83.37 亿元，利润总额 13.80 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、本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕1894 号文核准，公司获准面向专业投资者公开发行不超过人民币 200 亿元（含）的公司债券，采取分期发行方式。本期债券名称为“江西省高速公路投资集团有限责任公司公开发行 2020 年公司债券（第三期）”，发行规模为不超过 15.00 亿元（含），发行期限为 5 年。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司本部有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，

2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二

季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21

万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速

(-11.5%)明显回升,但下降幅度依然较大。2020年上半年,国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%,均较一季度大幅回升,但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大,生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨3.8%,涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%,涨幅比上年同期提升11.5个百分点;非食品价格上涨0.7%,涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%,涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年,工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%,比上季度(-0.6%)降幅继续扩大,较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%,降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长,企业融资成本有所下降。2020年6月末,社会融资规模存量271.8万亿元,同比增长12.8%,较上年末增幅(10.7%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,上半年新增社会融资规模20.83万亿元,比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元,较上年同期多增2.31万亿元;新增企业债券融资规模3.33万亿,较上年同期多增1.76万亿;新增地方政府债3.79万亿元,较上年同期多增1.33万亿元;新增非金融企业境内股票融资2461亿元,较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时,融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%,较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%,较上年同期(分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降,为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降,收支缺口更趋扩大。

2020年上半年,全国一般公共预算收入9.62万亿元,同比增长-10.8%,降幅较一季度(-14.3%)有所收窄,但依然较大。其中税收收入8.20万亿元,同比增长-11.3%;非税收入1.42万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元,同比增长-5.8%,降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看,社会保障与就业支出同比增长1.7%,虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大,但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外),其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降30.0%)、节能环保支出(下降15.4%)、交通运输支出(下降13.3%)、科学技术支出(下降12.2%)、教育支出(下降7.6%)。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元,较一季度缺口(0.93万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。2020年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%,较3月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模

性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开

放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业分析

高速公路行业发展整体稳定向好。短期内，受新冠肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策

实施影响，高速公路企业经营和财务状况将会遭受较大冲击。长期看，《交通强国建设纲要》对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至 2019 年末，中国高速公路里程 14.96 万公里，较年初增加 0.70 万公里。2019 年，高速公路建设完成投资 11504 亿元，较上年增长 15.4%。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至 2018 年末，全国高速公路累计债务余额 53666.19 亿元，较年初增长 7.62%，其中银行贷款余额占 84.55%。

公路运输经济运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2019 年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续下滑趋势；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，但增速有所下降。2018 年，公路完成客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%。2019 年，公路客运量为 130.12 亿人，较上年下降 4.8%；旅客周转量 8857.08 亿人公里，较上年下降 4.6%；完成营业性货运量 343.55 亿吨，较上年增长 4.2%；货运周转量 59636.39 亿吨公里，较上年增长 0.4%。

从通行费收入看，公路货运表现较好，带动全国收费高速公路通行费收入增速提高。2018 年，我国高速公路实现通行费总收入 5168.38 亿元，较上年增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占 93.08%。

从行业政策看，《交通强国建设纲要》作为

建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。

2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由 7 天延长至 16 天。2 月 15 日，交通运输部发布通知，自 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4 月 28 日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020 年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，预计未来收费公路行业整体经营仍将维持稳定向好态势。同时，《交通强国建设纲要》的发布，明确了建设交通强国战略，我国交通基础设施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

2. 区域环境

江西省区域经济快速发展，财政实力不断增强。江西省高速公路投资规模持续扩大，高速公路通车里程不断增长。公路运输为江西省主要的客货运输方式，公司作为江西省内居垄断地位的高速公路投资建设和运营管理主体，具有良好的发展前景。

根据《2019 年江西省国民经济和社会发展统计公报》，2019 年江西省实现地区生产总值 24757.5 亿元，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 2057.6 亿元，较上年增长 3.0%；第二产业增加值 10939.8 亿元，较上年增长 8.0%；第三产业增加值 11760.1 亿元，较上年增长 9.0%。三次产业结构为 8.3:44.2:47.5。

经济的快速发展带动江西省财政实力进一步增强。2019年江西省财政总收入4001.5亿元，较上年增长5.4%。其中，一般公共预算收入2486.5亿元，较上年增长4.8%；税收收入占一般公共预算收入的比重为70.3%。全年一般公共预算支出6402.6亿元，较上年增长13.0%。江西省财政自给率为38.84%。

交通运输领域，根据《2019年江西省交通运输行业发展统计公报》，全年江西省完成公路建设投资655.4亿元，较上年增长10.0%。其中，高速公路建设完成投资139.7亿元，较上年增长37.0%。截至2019年末，江西省公路总里程209131.0公里，其中高速公路里程6144.0公里，较上年增加213公里。2019年，江西省完成公路客运量4.6亿人次，旅客周转量244.2亿人公里，较上年下降6.8%和6.4%；完成货运量13.6亿吨，货运周转量3040.3亿吨公里。公路运输为江西省主要的客货运输方式。

根据2019年3月江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）发布的《江西省高速公路网规划修编（2018—2035年）》（以下简称“《规划》”），《规划》提出至2035年，江西省高速公路里程达到约8273公里，路网面积密度为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。公司作为江西省内居垄断地位的高速公路投资建设和运营管理主体，具有良好的发展前景。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为95.05亿元，江西省交通运输厅持有公司90%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司在路产质量方面具有显著优势，区域垄断地位突出，竞争实力很强。

截至2019年末，江西省高速公路通车总里程达6149公里。其中，公司运营管理的高速公

路通车里程为5377公里，占江西省高速公路已通车总里程的87.45%。公司在江西省高速公路行业垄断地位突出。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，线路区位优势显著。

此外，依托高速公路优势资源，公司还开展公路工程、房地产销售、成品油销售等相关业务，对公司营业收入形成了一定补充。

3. 人员素质

公司主要管理人员具有政府工作经历和企业管理经验。公司董事缺位，但人员配置能够满足经营与管理需要。

截至本报告出具日，公司共有董事、监事及高级管理人员19人。

王江军先生，1962年生，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干部、团委副书记、主任科员、团委书记、党委专职副书记兼直属机关纪委书记，中国交通报驻江西记者站站长，江西省交通运输厅党委办公室主任，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；2014年3月起任公司党委书记、董事长，兼任江西省高等级公路管理局党委书记。

谢兼法先生，1968年生，本科学历，经济学硕士，高级国际商务师；历任江西省国际技术贸易公司四部经理、总经理助理、副经理，江西省机械进出口公司副经理、经理，江西省土产进出口公司经理，江西省外贸资产经营有限责任公司[现名江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司]党委委员、副总经理兼法律事务部经理，凤凰光学集团有限公司副总经理、党委委员兼任江西凤凰医院第二届董事长、凤凰第一医院党总支部书记，江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司党委委员、副总经理、董事；2020年9月起任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2019年末，公司在职员工13930人。按照文化素质划分，中专及高中以下人员占34.53%，大专人员占31.01%，本科人员占

29.97%，研究生及以上人员占 4.49%。按照年龄划分，30 岁以下的人员占 27.48%，30~50 岁的人员占 64.72%，50 岁以上的人员占 7.80%。

4. 外部支持

公司在资产及资本金注入、政府补贴和专项债资金等方面得到了持续有力的外部支持。

(1) 资产注入

2018 年，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（以下简称“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，股权划拨基准日为 2018 年 3 月 31 日，增加公司资本公积 5.64 亿元。

2018 年，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。截至 2020 年 6 月末，交通研究院未完成工商登记变更，公司暂未将交通研究院纳入合并范围。

2019 年，根据江西省交通运输厅《关于江西交通印刷厂和江西运输开发公司整体划转有关事宜的批复》（赣交运输字〔2019〕34 号），公司无偿受让江西运通印务有限公司（以下简称“运通印务”）和江西运输开发有限公司（以下简称“运输开发公司”）100%股权，股权划拨基准日为 2019 年 12 月 31 日，增加公司资本公积 0.23 亿元。

(2) 资本金注入

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，对于公司在建项目资金来源形成一定的补充。2017—2019 年及 2020 年 1—6 月，公司分别获得 8.00 亿元、18.00 亿元、4.93 亿元和 5.00 亿元车购税补助资金，公司将其计入资

本公积。

2017—2018 年，公司分别收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金 0.72 亿元和 0.73 亿元。此外，2019 年，根据赣财资指〔2019〕14 号文《关于下达 2019 年度省本级非国资监管企业国有资本经营预算支出指标的通知》，公司收到国有收益返还 1.50 亿元。公司将资本性财政资金和国有收益返还均计入资本公积。

(3) 政府补贴

根据江西省人民政府赣府发〔2013〕10 号文件《江西省人民政府关于进一步加快交通运输事业发展的意见》，江西省人民政府每年给予公司高速公路建设财政补贴。2017—2019 年，公司分别收到收费还贷高速公路运营补贴 0.68 亿元、1.00 亿元和 1.00 亿元，公司将其计入其他收益。

根据江西省人民政府《关于继续给予江西赣粤高速公路股份有限公司财政支持优惠政策的批复》（赣府字〔2002〕6 号文）以及《江西省人民政府关于进一步加快交通运输事业发展意见》（赣府发〔2013〕10 号），2017—2019 年，公司分别收到江西省财政厅给予的财政支持款 5.03 亿元、9.41 亿元和 3.97 亿元，公司将其计入营业外收入。

截至 2019 年末，公司递延收益中政府补助 14.15 亿元，主要为各高速项目的拆迁补偿款、建设资金以及运营补贴等。

(4) 专项债资金

截至 2020 年 6 月末，公司累计收到江西省财政厅拨付的政府收费公路专项债券资金 249.00 亿元，计入长期应付款。政府收费公路专项债券期限为 5 年或 10 年，缓解了公司筹资压力。

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（授信机构版）（中征码：3601010000982892），截至 2020 年 11 月 10 日，公司本部无未结清不良/关注类信贷记录，已结清信贷信息中存在 2 笔关注类贷款，均系银行失误导致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善。董事缺位，但未影响公司董事会运作。

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 3 名，均为出资人委派；职工董事 1 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。截至本报告出具日，公司董事会成员 6 人，尚有 3 名董事未到位。

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 6 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。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全。

公司制定了较为健全的管理制度，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、对下属子公司管理制度、安全生产管理制度和项目管理制度等。

财务管理方面，公司按照企业会计准则、会计制度设立了独立的财务，并严格执行《高速公路公司会计核算办法》《江西省政府投资高速公路建设资金管理暂行办法》等国家及江西省相关补充规定。此外，公司根据实际情况和经营管理要求，出台了一系列规章制度，建立了健全的财务、审计管理制度和资金计划控制制度。

预算管理方面，公司建立了较为完整的预算管理机制，将公司本部及所属子公司的生产经营活动全部纳入预算管理，实行统一规划、分

级管理的预算管理体系。

融资管理方面，公司制订了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，规范了公司融资管理流程。

担保及对外投资管理方面，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江西省人民政府安排。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《子公司管理办法》《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、投资融资、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《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《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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事高速公路投资建设和运营管理，同时开展工程施工、成品油销售、高速公路服务区经营等其他业务。受益于合并范围的扩大，公司营业收入快速增长，综合毛利率维持在较高水平。2020 年上半年，受疫情影响，公

司营业收入和综合毛利率均较上年同期大幅下降。

公司是江西省高速公路的投资建设和运营管理主体，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。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。2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 34.12%，主营业务收入占比维持在 95.00%以上。

各业务板块方面，2017—2019 年，受益于通车里程增长以及车流量的自然增长，公司车辆通行费收入逐年增长，年均复合增长 7.33%。同期，公路工程收入和房地产销售收入快速增长，均主要系交通工程集团于 2018 年 4 月纳入公司合并范围，2019 年体现了全年收入所致。公司成品油销售收入逐年增长，年均复合增长 72.00%，主要系成品油销售量逐年增加所致。公司高速服务区收入、材料销售收入和其他业务收入规模不大，对收入影响有限。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
车辆通行费	130.71	83.89	54.89	146.50	63.52	55.49	150.58	53.73	56.41	41.25	49.48	30.57
公路工程	7.55	4.85	18.32	42.19	18.29	11.81	66.20	23.62	9.54	16.56	19.86	17.47
成品油销售	8.18	5.25	8.26	15.83	6.87	9.27	24.20	8.63	11.80	16.09	19.30	12.27
房地产销售	0.45	0.29	39.48	8.61	3.73	16.93	20.15	7.19	22.83	2.48	2.97	22.80
高速服务区	2.33	1.49	30.64	3.21	1.39	28.96	5.53	1.97	31.63	1.31	1.57	5.45
材料销售	4.24	2.72	1.01	10.62	4.61	5.31	9.16	3.27	5.22	4.10	4.92	3.55
其他业务	2.36	1.51	32.92	3.69	1.60	22.06	4.44	1.59	10.80	1.59	1.91	-16.35
合计	155.82	100.00	48.46	230.65	100.00	39.67	280.27	100.00	36.18	83.37	100.00	21.59

注：1. 公司其他收入主要包括租金收入及公路开发公司和赣粤高速的高速服务区收入等；2. 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

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019 年，公司车辆通行服务和高速服务区毛利率保持较高水平。同期，公司公路工程毛利率受原材料价格波动影响出现波动。成品油销售毛利率逐年增加，主要系业务规模扩大，摊薄固定成本所致。房地产销售毛利率波动下降，主要系结转收入的项目不同所致。由于毛利率较低的公路工程收入占比逐年提升，公司综合毛利率水平逐年下滑，2019 年为 36.18%，但仍维持在较高水平。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 83.37 亿元，较上年同期下降 30.40%；综合毛利率 21.59%，较上年同期的 43.52%大幅下降。公司营业收入和综合毛利率大幅下降，均系疫情防控期间高速公路免收车辆通行费所致。

2. 高速公路投资建设和运营管理

2017—2019 年，公司高速公路收费里程和

通行费收入持续增长，2020 年上半年受疫情影响，公司通行费收入较上年同期大幅下降。随着公司在建高速公路项目逐步建成通车，公司通车里程将保持增长。但随着全省高速公路规划目标的实施，公司将面临一定的资金支出压力。

（1）高速公路运营情况

截至 2020 年 6 月末，公司已建成高速公路 50 条，经营管理高速公路通车里程 5377 公里，在江西省高速公路行业中具有垄断优势。其中，16 条高速公路为政府还贷性高速公路，34 条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部负责管理 16 条还贷性高速公路、17 条经营性高速公路，公路开发公司负责管理 9 条经营性高速公路，赣粤高速负责管理 8 条经营性高速公路。

2017 年，公司建成东昌高速、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，新增收费里程 717 公里。2019 年，公司建成广吉高速、抚州东外环，新增收费里程 212 公里。随着收费里程不断增长、新通车路产车流量的自然增长以及路网效应释放，2017—2019 年，公司通行费收入与车流量持续增长。2017—2019 年，公司通行费收入分别为 130.71 亿元、146.50 亿元和 150.58 元，同期日均车流量分别为 50.37 万辆/日、57.03 万辆/日和 62.65 万辆/日。

受其他高速分流以及路产改扩建影响，武吉高速、石吉高速、铜万高速、昌九高速和昌樟高速车流量呈下降趋势，其他路产车流量呈增长趋势。鹰瑞高速（北段及南段）、昌金高速、泰赣高速、昌九高速、梨温高速收入规模较大，2019 年通行费收入占比分别为 9.90%、5.50%、6.27%、5.06%和 12.47%。公司部分路产通车时间较短，仍在培育期，车流量及通行费收入均较小。

表 3 公司通车路产情况以及通行费收入情况（单位：公里、%、亿元）

管理主体	编号	项目名称	收费期限	主线收费里程	持股比例	公路性质	通行费收入		
							2017 年	2018 年	2019 年
集团本部	1	泰井高速	2005.01—2030.01	77	100.00	经营性	0.36	0.35	0.37
	2	乐温高速	2005.11—2025.10	69	100.00	还贷性	3.70	3.59	3.71
	3	温沙高速	2004.08—2034.07	177	100.00	还贷性	3.87	4.67	4.67
	4	鹰瑞高速（北）	2010.09—2030.09	220	100.00	还贷性	13.38	16.07	14.91
	5	鹰瑞高速（南）		89		还贷性			
	6	昌金高速	2004.06—2034.05	168	100.00	还贷性	7.46	8.33	8.28
	7	景婺黄高速	2006.11—2026.10	150	100.00	还贷性	3.15	3.19	3.46
	8	武吉高速	2008.01—2028.01	286	100.00	还贷性	6.28	6.27	5.64
	9	石吉高速	2010.09—2030.09	191	100.00	还贷性	3.28	3.65	2.62
	10	泰赣高速	2004.01—2034.01	139	100.00	还贷性	8.78	9.43	9.43
	11	瑞赣高速	2009.04—2029.04	117	100.00	还贷性	4.51	5.52	5.62
	12	永武高速	2011.09—2031.09	105	100.00	还贷性	0.98	1.03	1.01
	13	隘瑞高速	2011.10—2031.10	31	100.00	还贷性	0.49	0.53	0.56
	14	昌北机场高速	1999.01—2030.03	4	100.00	还贷性	0.15	0.18	0.18
	15	德上高速	2012.12.31—	61	51.00	经营性	0.47	0.55	0.57
	16	抚吉高速	2012.12.31—	179	100.00	经营性	1.63	1.63	1.68
	17	吉莲高速	2012.12.31—	106	100.00	还贷性	1.38	1.83	1.69
	18	赣崇高速	2012.12.31—	88	60.00	还贷性	0.89	1.05	1.13
	19	井睦高速	2013.10.28—	44	100.00	经营性	0.16	0.17	0.18
	20	萍洪高速	2014.12—2044.12	34	100.00	经营性	0.43	0.47	0.43
	21	万宜高速	2014.12—2044.12	35	100.00	经营性	0.30	0.36	0.40
	22	金抚高速	2015.09—2045.09	40	100.00	经营性	0.34	0.44	0.55
	23	昌宁高速	2016.01—2045.12	271	100.00	经营性	1.19	1.71	2.36
	24	昌栗高速	2016.01—2045.12	221	100.00	经营性	2.69	3.00	3.29
	25	昌宁高速南昌连接线	2017.01—2047.01	12	100.00	经营性	0.02	0.16	0.16
	26	宁安高速	2017.01—2047.01	215	100.00	经营性	3.55	4.78	5.51
	27	安定高速	2017.01—2047.01		100.00	经营性	0.76	1.48	0.90
	28	定南联络线	2017.01—2047.01	39	100.00	经营性	--	--	0.79
	29	东昌高速	2017.01—2047.01	152	100.00	经营性	3.99	4.80	4.92
	30	铜万高速	2017.01—2047.01	69	100.00	经营性	0.15	0.13	0.15
	31	修平高速	2017.01—2047.01	80	100.00	经营性	0.12	0.25	0.35
	32	广吉高速	2019.01—2039.01	189	100.00	还贷性	--	--	1.45

	33	抚州东外环	2019.12—2049.12	23	100.00	经营性	--	--	--
赣粤高速	1	昌九高速	1998.04—2030.03	138	51.98	经营性	8.15	7.79	7.62
	2	昌樟高速	1999.07—2044.03	104	51.98	经营性	6.49	6.05	5.98
	3	温厚高速	1999.01—2028.12	35	51.98	经营性	1.11	1.00	1.03
	4	九景高速	2000.11—2030.11	135	51.98	经营性	6.22	6.40	6.30
	5	彭湖高速	2010.09—2040.09	65	51.98	经营性	0.79	1.24	1.46
	6	昌泰高速	2003.06—2033.06	148	39.85	经营性	6.91	6.95	6.83
	7	昌奉高速	2011.12—2041.12	39	73.33	经营性	1.57	1.76	1.89
	8	奉铜高速	2012.10—2042.10	152	73.33	经营性			
公路开发公司	1	梨温高速	2002.12—2032.12	245	100.00	经营性	15.68	18.40	18.78
	2	景鹰高速	2007.11—2037.11	203	100.00	经营性	4.48	5.46	6.37
	3	德昌高速	2011.09—2041.09	204	100.00	经营性	3.95	4.54	5.36
	4	祁浮高速	2012.08—2042.08	16	100.00	经营性	0.08	0.10	0.11
	5	九江绕城高速	2014.12—2044.12	47	100.00	经营性	0.20	0.30	0.34
	6	都九高速星子至九江段	2014.12—2044.12	15	100.00	经营性	0.08	0.15	0.61
	7	都九高速都昌至星子段	2017.01—2047.01	52	100.00	经营性			
	8	上万高速	2017.01—2047.01	76	100.00	经营性	0.51	0.73	0.86
	9	船广高速	2017.01—2047.01	22	100.00	经营性	0.02	0.03	0.07
合计		--	--	5377	--	--	130.71	146.50	150.58

注：1. 2017—2018 年各路段通行费加总与合计数不等系四舍五入所致；2. 2019 年以前定南联络线通行费收入合并至宁安高速；3. 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；4. 赣粤高速运营的昌樟高速通行费收入包含公司本部持有的药湖大桥通行费收入；5. 抚州东外环于 2019 年 12 月末建成，截至 2019 年末尚未实现通行费收入

资料来源：公司提供

2020 年 1—6 月，受疫情防控期间高速公路免收车辆通行费政策影响，公司实现通行费收入 41.25 亿元，较上年同期下降 45.57%。

（2）收费结算模式和收费标准

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。具体看，江西省高速公路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，经营性高速公路的通行费收入由联网收费中心直接划付给公司，政府还贷性公路的通行费则直接划付至财政专户，由江西省财政厅不定期将专项预算资金下发至江西省交通运输厅，再由江西省交通运输厅转拨给公司用于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。

表 4 江西省高速公路通行费标准

计价方式	车型分类	收费标准
载客类车辆	≤9座	0.45元/车·公里
	10~19座	0.80元/车·公里
	20~39座	1.15元/车·公里

	≥40座	1.50元/车·公里
载货类车辆	货车基准费率为0.450元/车公里；六轴以上超限运输货车，在六轴货车收费系数的基础上，按照每增加一轴，收费系数增加0.4（0.180元/公里）的方法计收	

资料来源：公司提供

收费标准方面，2019 年 12 月 31 日，江西省财政厅、江西省交通运输厅、江西省发改委联合以赣发改收费字〔2019〕115 号文发布了《关于调整我省收费公路车型分类及车辆通行费收费标准有关事项的通知》，对全省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。

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。

（3）高速公路养护

路产养护方面，根据《工程养护预算管理办法》，公司路产的养护规划和养护成本控制由下属各养护单位报送公司汇总后报江西省交通厅批准后实施。2017—2019 年，公司养护费用支

出合计分别为 11.68 亿元、12.01 亿元和 16.83 亿元,2019 年公司养护成本为 23.26 万元/公里,较上年略有下降。

(4) 在建高速公路

截至 2020 年 6 月末,公司共有 5 个在建高速公路项目,在建项目建成后将与公司现有高

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 647.57 亿元,其中还贷性高速公路已获得 116.00 亿元的政府收费公路专项债券资金。截至 2020 年 6 月末,公司已累计投入 122.17 亿元,未来尚需投入资金 525.40 亿元。

表 5 截至 2020 年 6 月末公司在建高速公路情况(单位:公里、亿元)

项目名称	公路性质	建设里程	概算总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
萍乡至莲花	经营性	75.29	93.27	66.47	25.00	1.80	--
铜鼓至万载高速公路宜丰联络线	经营性	25.45	25.75	14.70	10.31	1.45	0.78
大广高速南康至龙南扩容工程	还贷性	132.85	196.34	33.52	80.00	60.00	20.00
赣皖界至婺源段新建工程	还贷性	40.7	70.02	3.50	23.00	22.00	20.00
宜春至井冈山至遂川高速	还贷性	194.94	262.19	3.98	85.00	100.00	85.00
合计	--	469.23	647.57	122.17	223.31	185.25	125.78

资料来源:公司提供

截至 2020 年 6 月末,公司拟建项目为大广高速公路吉安至南康段改扩建工程、遂川至大余高速新建工程和寻乌至龙川高速公路(江西段),建设里程为 293.10 公里,计划总投资为 419.60 亿元。截至 2020 年 6 月末,公司拟建项目开工时间暂未明确。

截至 2020 年 6 月末,公司在建和拟建高速公路项目尚需投资 945.00 亿元,公司未来面临一定的资金支出压力。

3. 其他业务

公司在大力发展高速公路主业的同时,依托高速公路资源,开展公路工程、成品油销售和房地产销售等相关业务,对公司营业收入形成一定补充。

(1) 公路工程

公司公路工程业务的经营主体为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。

2017—2019 年,赣粤高速工程公司签订合同数分别为 6 个、17 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,新签合同金额分别为 7.61 亿元、20.52 亿元和 9.74 亿元。2017—2019 年,赣粤高速工程公司

分别确认工程收入 7.55 亿元、7.34 亿元和 13.19 亿元。截至 2020 年 6 月末,赣粤高速工程公司主要对外在建项目共 20 个,合同金额 18.80 亿元,资金来源于甲方预付资金,主要为新建公路和养护工程。

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。2017—2019 年,交通工程集团分别签订合同数 46 个、52 个和 74 个,包括公路工程、市政工程、绿化工程等项目,新签合同金额分别为 276.38 亿元、113.09 亿元和 114.33 亿元。截至 2019 年末,交通工程集团主要 PPP 项目 9 个,均纳入财政部 PPP 项目库,公司控股的 PPP 项目公司均已纳入合并范围,项目合规性较好。公司 PPP 项目总投资 79.85 亿元,公司需投入 57.23 亿元(含项目资本金 21.46 亿元),已完成投资 19.87 亿元,尚需一定规模的投资。公司 PPP 项目回报机制主要为政府付费,其中 3 个项目已进入运营期。

2019 年,交通工程集团确认公路工程收入 84.28 亿元(与表 2 差异系合并抵消所致),较上年增长 14.48%。

(2) 成品油销售

公司成品油销售业务依托高速公路资源开展，经营主体为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”）。实业公司和石化公司分别向南昌青山石化实业有限公司和中国石化销售股份有限公司江西石油分公司采购成品油，采购价格依照发改委下发的成品油零售价并结合双方签署的战略协议约定的固定差价确定，随后将成品油配送至下属加油站，下属加油站按国家规定的成品油价格进行销售。截至 2020 年 6 月末，实业公司经营 20 家加油站，石化公司经营 58 家加油站。

(3) 房地产销售

公司房地产收入主要来源于江西嘉圆房地产开发有限公司与交通工程集团。

截至 2020 年 6 月末，公司已完工房地产项目可销售面积 232.02 万平方米，已销售 206.49 万平方米，去化良好。公司已完工项目总投资 101.00 亿元，累计结转收入面积 196.17 万平方米，累计确认收入 102.53 亿元，未来预计可确认收入 12.66 亿元，已累计收到销售款 114.62 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司在建房地产开发项目 4 个，位于高安市、南昌市和九江市。公司在建项目计划总投资约 56.45 亿元，已投资 33.93 亿元，未来面临一定的资金支出压力。

表 6 截至 2020 年 6 月末公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目	概算总投资	已投资
高安项目	17.45	9.86
恒锦九龙湖二期	9.60	5.96
湾里项目	6.40	3.94
八里湖项目	23.00	14.17
合计	56.45	33.93

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司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重点，提升窗口形象，推动管理升级，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

公司提供的 2017—2019 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2020 年上半年财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定进行确认、计量和编制。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围内新增 8 家子公司，系无偿受让交通工程集团和物资储运总站等 4 家子公司股权及新设江西高速集团财务有限公司，此外公司因将交通工程集团纳入合并范围后对江西大万公路开发有限公司等 3 家公司持股比例上升而将上述公司纳入合并范围。2019 年，公司合并范围内新增 2 家子公司，系无偿受让运输开发公司和运通印务股权；因注销减少 3 家子公司。2020 年上半年，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 6 月末，公司合并范围内子公司 18 家。公司新纳入合并范围的部分子公司规模较大，对公司财务数据可比性产生一定影响。

2. 资产质量

受高速公路项目持续建设以及合并范围变化影响，公司资产规模持续增长。高速公路项目建设形成的固定资产以及股权投资规模大，

公司资产质量较好。

2017—2019 年末，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 8.54%。截至 2019 年末，

公司合并资产总额较年初变化不大。公司资产结构以非流动资产为主。

表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	206.65	7.37	383.01	12.16	458.35	13.87	616.64	17.82
货币资金	124.19	4.43	222.10	7.05	151.47	4.58	191.17	5.52
其他流动资产	5.98	0.21	11.50	0.37	142.52	4.31	251.76	7.27
非流动资产	2598.75	92.63	2765.50	87.84	2846.51	86.13	2844.11	82.18
可供出售金融资产	25.14	0.90	23.67	0.75	143.68	4.35	8.99	0.26
固定资产	2393.23	85.31	2357.69	74.88	2506.94	75.86	2488.02	71.89
资产总额	2805.40	100.00	3148.51	100.00	3304.87	100.00	3460.75	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 48.93%。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 19.67%，主要系其他流动资产增加所致。

2017—2019 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.44%。截至 2019 年末，公司货币资金较年初下降 31.80%，主要系公司偿还债务规模较大所致。公司货币资金主要由银行存款（占 97.93%）构成，使用受限资金 1.55 亿元，主要为各类保证金。

2017—2019 年末，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 388.14%。截至 2019 年末，公司其他流动资产较年初大幅增加 131.02 亿元，主要系理财产品及结构性存款增加所致。公司其他流动资产主要由理财产品（余额 44.13 亿元）和结构性存款（余额 87.05 亿元）构成。

2017—2019 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 4.66%。截至 2019 年末，公司非流动资产较年初变化不大。

2017—2019 年末，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 139.08%。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产较年初增加 120.01 亿元，主要原因为 2018 年公司出资 112.12 亿元投资广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”，公司持股比例为 8.18%），因未完成股权变更暂将其计入其他非流动资产，

2019 年相关股权变更完成，转为计入可供出售金融资产。公司采用公允价值计量的可供出售金融资产账面价值为 134.69 亿元，未计提减值准备；采用成本法计量的可供出售金融资产账面价值为 8.99 亿元，计提减值准备 0.83 亿元，计提比例为 8.44%。

2017—2019 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 2.35%。截至 2019 年末，公司固定资产较年初增长 6.33%，主要系广吉高速公路项目由在建工程转入所致。公司固定资产主要由公路资产（占 94.28%）构成，其中政府还贷性高速公路不计提折旧，经营性高速公路按车流量法计提折旧，累计计提折旧 256.68 亿元；固定资产成新率 91.04%，成新率高。

截至 2019 年末，公司受限资产共计 5.15 亿元，资产受限规模较小。此外，公司质押借款余额 721.36 亿元，质押物为高速公路收费权及 PPP 项目合同收款权。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额较年初增长 4.72%，资产结构较年初变化不大。其中，货币资金较年初增长 26.21%，主要系 2020 年上半年公司融资规模较大所致；其他流动资产较年初增长 76.65%，主要系结构性存款、大额存单大幅增加所致；长期股权投资 234.06 亿元，较年初大幅增加 138.11 亿元，主要系公司取得了广发银行董事席位，对广发银行的投资

由可供出售金融资产重分类至长期股权投资所致。

3. 资本结构

受益于公司发行永续债券、收到车购税补贴及政府划入股权，公司所有者权益有所增长，以资本公积和其他权益工具为主，所有者权益稳定性尚可。

2017—2019 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.60%。截至 2019 年末，公司所有者权益 1285.68 亿元，较年初变化不大。归属于母公司所有者权益为 1199.60 亿元（占 93.30%），主要由实收资本（占 7.92%）、其他权益工具（占 19.03%）、资本公积（占 60.96%）及未分配利润（占 9.27%）构成，资本公积和其他权益工具占比较高。

2017—2019 年末，公司其他权益工具持续增长，年均复合增长 44.92%。截至 2018 年末，公司其他权益工具为 208.29 亿元，较年初增长 91.67%，主要系公司发行“18 赣高速 MTN004”“18 赣高速 MTN005”“18 赣高速 MTN006”“18 赣高速 MTN007”及“18 赣高速 MTN008”共 5 期永续中票所致。截至 2019 年末，公司其他权益工具 228.23 亿元，较年初增长 9.57%，主要系发行永续中票“19 赣高速 MTN003”所

致。

2017—2019 年末，公司资本公积持续增长，年均复合增长 2.22%。截至 2018 年末，公司资本公积 724.55 亿元，较年初增长 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。截至 2019 年末，公司资本公积 731.31 亿元，较年初增长 0.93%，主要系公司收到财政部拨付的 4.93 亿元车购税补助资金及收到国有收益返还 1.50 亿元所致。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益为 1280.97 亿元，较年初下降 0.37%，主要系公司对广发银行的投资由可供出售金融资产重分类至长期股权投资，其他综合收益相应减少所致。公司权益规模及构成较年初变化不大，所有者权益稳定性尚可。

公司债务规模持续增长，其中短期债务规模持续扩大，公司面临较大的短期偿债压力。公司整体债务负担适中。

2017—2019 年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 8.50%。截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 5.12%。公司负债结构以非流动负债为主。

表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	488.30	28.47	682.23	35.52	733.39	36.32	842.59	38.66
短期借款	150.30	8.76	119.94	6.24	118.69	5.88	176.14	8.08
应付账款	163.20	9.51	191.62	9.98	217.80	10.79	192.78	8.84
一年内到期的非流动负债	92.41	5.39	97.06	5.05	133.05	6.59	138.19	6.34
其他流动负债	0.24	0.01	164.11	8.54	174.53	8.64	245.74	11.27
非流动负债	1226.99	71.53	1238.62	64.48	1285.80	63.68	1337.18	61.34
长期借款	806.43	47.01	808.63	42.10	825.41	40.88	842.20	38.64
应付债券	336.06	19.59	331.31	17.25	269.45	13.34	257.20	11.80
长期应付款	45.53	2.65	66.11	3.44	157.91	7.82	205.97	9.45
负债总额	1715.29	100.00	1920.85	100.00	2019.18	100.00	2179.77	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司流动负债逐年增长，

年均复合增长 22.55%。截至 2019 年末，公司流

动负债较年初增长 7.50%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债增加所致。

2017—2019 年末，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 11.14%。截至 2019 年末，公司短期借款较年初变化不大，主要由信用借款（占 97.65%）构成。

2017—2019 年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 15.52%。截至 2019 年末，公司应付账款较年初增长 13.66%，主要系应付工程款增加所致。从账龄看，账龄在 1 年以内（含）的占 43.77%，1 年以上的占 56.23%。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 19.99%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 37.07%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券。2017—2019 年末，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 2569.45%，主要系公司持续发行超短期融资券所致。截至 2019 年末，公司其他流动负债较年初增长 6.34%。本报告已将其其他流动负债中有息债务部分纳入短期债务核算。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 2.37%。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初变化不大。

2017—2019 年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 1.17%。截至 2019 年末，公司长期借款较年初变化不大。公司长期借款主要由质押借款（占 87.39%）和信用借款（占 11.92%）构成，质押物为公司及子公司的高速公路收费权及 PPP 项目合同收款权。

2017—2019 年末，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 10.46%。截至 2019 年末，公司应付债券较年初下降 18.67%，主要系部分债券重分类至一年内到期的非流动负债及提前偿还“16 高速 01”所致。

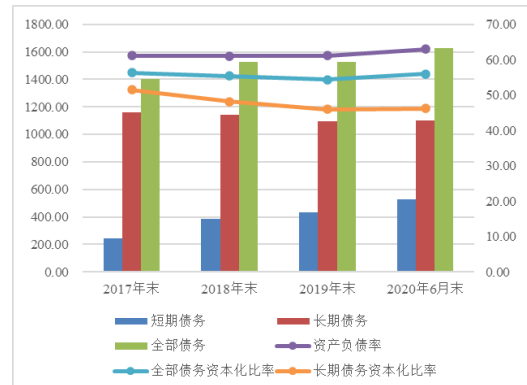
2017—2019 年末，公司长期应付款（含专项应付款）逐年增长，年均复合增长 86.24%。截至 2019 年末，公司长期应付款较年初增长

138.88%，主要系公司新增 102.85 亿元江西省政府收费公路专项债券。本报告将长期应付款有息部分纳入长期债务核算。

2017—2019 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 4.30%。截至 2019 年末，公司全部债务 1527.58 亿元，较年初变化不大。其中，短期债务占 28.31%，长期债务占 71.69%，以长期债务为主。公司资产负债率和全部债务资本化比率较为稳定，长期债务资本化比率逐年下降。截至 2019 年末上述指标分别为 61.10%、54.30%和 46.00%，分别较年初增加 0.09 个百分点、减少 1.13 个百分点和减少 2.16 个百分点。

图1 公司债务及资本结构情况

（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额较年初增长 7.95%，主要系发行的短期融资券较多所致。公司负债结构较为稳定。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 1628.53 亿元，较年初增长 6.61%，其中短期债务占 32.48%，长期债务占 67.52%，仍以长期债务为主，但短期债务占比持续上升。公司短期债务持续扩大，面临较大的短期偿债压力。

截至 2020 年 6 月末，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 62.99%、55.97%和 46.19%，分别较年初增加 1.89 个百分点、1.67 个百分点和 0.19 个百分点。考虑到永续债的性质和特点，因其存在偿付的可能，将其从所有者权益-其他权益工具调整至长期债务进行偿债指标测算。调整后，截至 2020

年6月末，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69.58%、63.82%和55.78%，较调整前有所增加，公司整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业总收入和营业收入逐年增长，期间费用对营业利润侵蚀较大，投资收益对公司利润形成一定补充，公司整体盈利水平一般。2020年上半年公司营业收入受疫情影响大幅下降，主营业务亏损，投资收益对公司利润贡献程度高。

2017—2019年，公司营业总收入（含利息收入）和营业收入逐年增长。同期，公司营业成本同趋势变动，但增幅大于营业收入增幅。2017—2019年，公司营业利润率逐年下降，2019年为35.83%；公司利润总额波动增长，年均复合增长61.65%。

表9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
营业总收入	155.82	230.68	280.95	83.62
营业收入	155.82	230.65	280.27	83.37
营业成本	80.31	139.14	178.85	65.37
费用总额	69.79	75.58	80.77	39.80
其中：管理费用	6.02	9.16	10.52	4.54
财务费用	62.60	64.56	67.27	33.76
投资收益	6.00	5.99	5.07	31.48
利润总额	11.31	32.47	29.54	13.80
营业利润率	48.16	39.31	35.83	21.20
总资本收益率	2.79	3.24	3.15	--
净资产收益率	0.60	2.06	1.61	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长7.58%。公司期间费用主要由管理费用（占13.03%）和财务费用（占83.28%）构成。2019年，公司管理费用较上年增长14.86%，主要系员工费用增加所致；财务费用较上年增长4.19%，主要系利息支出增加所致。2017—2019年，公司期间费用率逐年下降，2019年为28.82%，期间费用对公司利

润侵蚀较大。

2017—2019年，公司投资收益逐年下降，年均复合下降8.03%，主要为权益法核算的投资收益、持有股票、基金的分红和转让收益。2019年，公司投资收益较上年下降15.35%，主要系权益法核算的投资收益减少所致。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资本收益率和净资产收益率波动增长，2019年分别为3.15%和1.61%，公司盈利水平一般。

2020年1—6月，公司营业总收入和营业收入分别较上年同期下降30.44%和30.40%，均系疫情防控期间高速公路免收车辆通行费所致；利润总额为13.80亿元，较上年同期下降40.62%。2020年1—6月，公司投资收益31.48亿元，主要为权益法下持有广发银行的投资收益。投资收益对公司利润贡献程度高，若剔除投资收益影响，公司主营业务亏损。

5. 现金流

公司收入实现质量较高，经营活动现金呈持续净流入。公司保持了较大规模的高速公路项目投资，投资活动现金流呈持续净流出状态，公司存在较大的融资需求。

表10 公司现金流量情况

（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
经营活动现金流入小计	187.67	298.50	430.87	179.70
经营活动现金流出小计	93.30	126.50	232.99	117.68
经营活动现金流量净额	94.37	172.00	197.88	62.02
投资活动现金流入小计	13.40	11.35	17.70	332.58
投资活动现金流出小计	128.33	230.92	228.13	466.82
投资活动现金流量净额	-114.93	-219.57	-210.43	134.24
筹资活动现金流入小计	525.36	858.30	772.91	473.62
筹资活动现金流出小计	505.94	714.13	830.71	373.79
筹资活动现金流量净额	19.42	144.17	-57.80	99.83
现金收入比	112.60	100.30	96.80	110.98

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为高速公路运营、工程业务、政府补助以及往来款产生的现金流入。2017—2019年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长

51.52%。2019 年，公司经营活动现金流入中销售商品、提供劳务收到的现金 271.31 亿元，较上年增长 17.27%，主要系公司业务规模扩大所致；收到其他与经营活动有关的现金 158.94 亿元，较上年增长 136.86%，主要系往来款增加所致。公司经营活动现金流出主要为建成道路及其附属设施的维护和相关支出以及往来款，2017—2019 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 58.03%。2019 年，公司经营活动现金流出 232.99 亿元，较上年增长 84.18%，主要系公司业务规模扩大，总成本增加所致。2017—2019 年，经营活动现金流净流入规模逐年增长，年均复合增长 44.80%。同期，公司现金收入比分别为 112.60%、100.30%和 96.80%，收入实现质量较高。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模波动增长，年均复合增长 14.96%。2019 年，公司投资活动现金流入较上年增长 56.03%，主要系购买的理财产品及结构性存款增加所致。同期，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 33.33%。2019 年，公司投资活动现金流出规模 228.13 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（主要为高速公路项目投资）68.65 亿元，投资支付的现金 154.41 亿元（主要为购买理财产品及结构性存款的支出）。2017—2019 年，公司投资活动现金持续净流出，净流出规模波动增长。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 21.29%。2019 年，公司筹资活动现金流入 772.91 亿元，较上年下降 9.95%，主要系融资规模下降所致。同期，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 28.14%。2019 年，公司筹资活动现金流出 830.71 亿元，较上年增长 16.32%，主要系公司偿还债务扩大规模所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额由正转负。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金净流入规模为 62.02 亿元，投资活动现金流量净额为 -134.24 亿元，筹资活动现金流量净额为 99.83

亿元。

6. 偿债能力

从偿债指标看，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力一般，但考虑到公司区域垄断地位突出，得到了持续有力的外部支持，公司偿债能力极强。

表 11 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年 (末)	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 6 月 (末)
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	42.32	56.14	62.50	73.18
	速动比率 (%)	33.66	41.86	49.89	62.54
	现金短期债务比 (倍)	0.51	0.58	0.38	0.38
长期 偿债 能力 指标	EBITDA (亿元)	109.90	135.29	134.12	--
	全部债务 /EBITDA (倍)	12.78	11.29	11.39	--
	EBITDA 利息 倍数 (倍)	1.71	1.98	1.92	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率和速动比率逐年增长，现金短期债务比波动下降。公司货币资金受限规模很小，若剔除受限货币资金，截至 2019 年末，公司现金短期债务比仍为 0.38 倍。截至 2020 年 6 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 73.18%、62.54%和 0.38 倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动增长。2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 27.26%）、计入财务费用的利息支出（占 50.50%）和利润总额（占 22.02%）构成。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数波动增长，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 4257.64 亿元，已使用授信额度为 1567.17 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2020 年 6 月末，公司对外担保金额共 84.02 亿元，担保比率为 6.56%。被担保企业为

江西省铁路投资集团公司、中国民生银行股份有限公司南昌分行及江西省公路投资有限公司，目前被担保对象经营情况正常，公司或有负债风险较低。

截至 2020 年 6 月末，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由子公司开展，公司对子公司整体控制力度较强。公司资产和负债主要集中在母公司，母公司盈利能力较弱，债务负担适中。

母公司通过股东会、董事会等治理结构可对子公司形成直接有效的控制，公司对子公司整体控制力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额占合并口径资产总额的比重为 80.05%，负债总额占合并口径资产总额的比重为 76.04%，资产和负债主要集中在母公司。2019 年，母公司营业收入占合并口径营业收入的比重为 31.72%，业务主要由子公司开展。

从债务方面来看，2017—2019 年，母公司全部债务逐年增长，年均复合增长 5.41%，以长期债务为主。截至 2019 年末，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.04%、52.46%和 44.10%，较年初分别增加 1.37 个百分点、减少 0.35 个百分点和减少 1.16 个百分点。母公司债务负担适中。

2017—2019 年，母公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.36%。截至 2019 年末，母公司所有者权益为 1110.17 亿元，较年初增长 3.85%。其中，未分配利润占 2.71%，实收资本占 8.56%，资本公积占 65.25%，其他权益工具占 20.56%，所有者权益稳定性尚可。

2017—2019 年，母公司营业收入逐年增长，年均复合增长 9.14%；母公司利润总额波动增长，2017 年处于亏损状态，2018 年起转为盈利。2019 年，母公司实现营业收入 88.89 亿元，较上年增长 3.38%；母公司利润总额 2.38 亿元，较上年下降 52.27%。2019 年，母公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.28%和 0.21%，母

公司盈利能力较弱。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额 2806.95 亿元，所有者权益 1104.39 亿元。2020 年 1—6 月，母公司实现营业收入 24.50 亿元，利润总额 17.10 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 1628.53 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 15.00 亿元（含），相对于公司债务规模，本期债券发行规模小。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 62.99%、55.97%和 46.19%上升至 63.15%、56.20%和 46.53%，公司负债水平略有上升，债务负担略有加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还有息债务，本期债券发行后对公司债务指标的影响可能低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 134.12 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 8.94 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。公司经营活动产生的现金流入量为 430.87 亿元，为本期债券发行额度的 28.72 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司业务具有区域垄断优势，经营获现能力较强，可获得有力的外部支持，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、结论

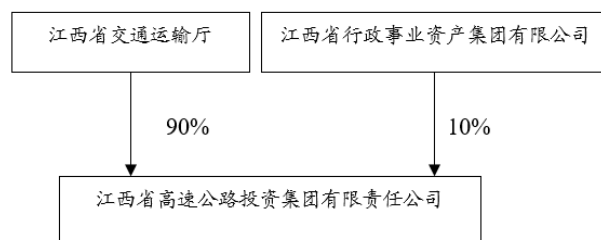
公司为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，在路产质量方面具有显著优势，区域垄断地位突出，运营的高速公路通车里程不断增加，且得到了持续有力的外部支持，外部发展环

境良好。同时，联合资信也关注到公司高速公路运营受疫情影响大、存在一定的资本支出压力以及短期偿债压力较大等因素可能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，公司综合竞争实力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

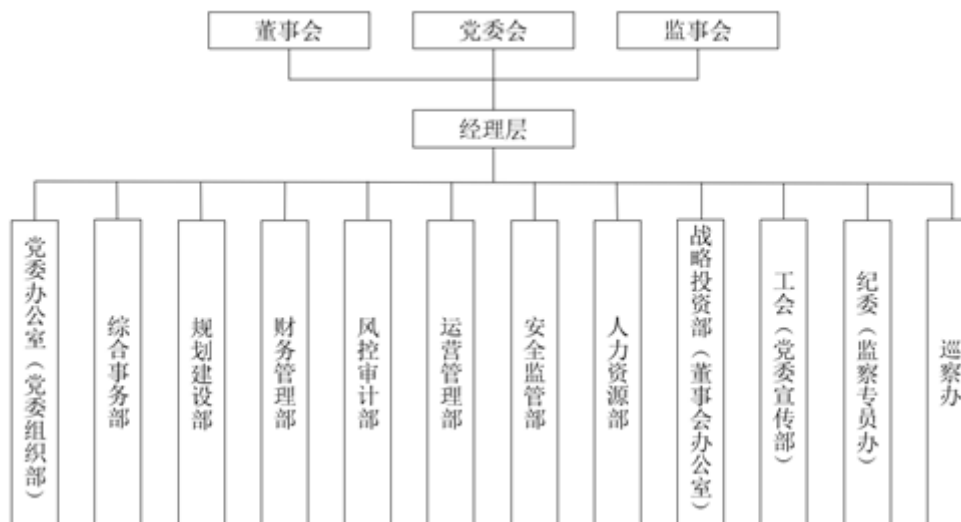
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月末公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)		表决权比例 (%)	取得方式
			直接	间接		
1	江西赣粤高速公路股份有限公司	233540.70	52.51	0.32	52.83	投资设立
2	江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	25000.00	40.00	45.85	85.85	投资设立
3	江西公路开发有限责任公司	177531.10	100.00	--	100.00	政府划拨
4	江西高速传媒有限公司	7600.00	0.00	98.42	98.42	投资设立
5	江西省赣崇高速公路有限责任公司	6000.00	60.00	--	60.00	投资设立
6	江西省高速资产经营有限责任公司	50520.00	100.00	--	100.00	投资设立
7	江西交通咨询有限公司	4000.00	100.00	--	100.00	政府划拨
8	江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
9	江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
10	江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
11	江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
12	江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
13	江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	1000.00	100.00	--	100.00	投资设立
14	江西高速石化有限责任公司	10000.00	50.00	--	50.00	投资设立
15	江西省交通工程集团有限公司	189397.41	100.00	--	100.00	政府划拨
16	江西省公路管理局物资储运总站	1433.60	100.00	--	100.00	政府划拨
17	江西运通印务有限公司	266.92	100.00	--	100.00	政府划拨
18	江西高速集团财务有限公司	5100.00	98.43	1.57	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	124.70	222.40	166.41	201.38
资产总额（亿元）	2805.40	3148.51	3304.87	3460.75
所有者权益（亿元）	1090.11	1227.66	1285.68	1280.97
短期债务（亿元）	246.29	386.64	432.41	528.87
长期债务（亿元）	1157.88	1140.40	1095.17	1099.66
全部债务（亿元）	1404.17	1527.04	1527.58	1628.53
营业收入（亿元）	155.82	230.65	280.27	83.37
利润总额（亿元）	11.31	32.47	29.54	13.80
EBITDA（亿元）	109.90	135.29	134.12	--
经营性净现金流（亿元）	94.37	172.00	197.88	62.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.51	13.21	10.19	--
存货周转次数（次）	2.63	1.99	1.88	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	112.60	100.30	96.80	110.98
营业利润率（%）	48.16	39.31	35.83	21.20
总资本收益率（%）	2.79	3.24	3.15	--
净资产收益率（%）	0.60	2.06	1.61	--
长期债务资本化比率（%）	51.51	48.16	46.00	46.19
全部债务资本化比率（%）	56.30	55.43	54.30	55.97
资产负债率（%）	61.14	61.01	61.10	62.99
流动比率（%）	42.32	56.14	62.50	73.18
速动比率（%）	33.66	41.86	49.89	62.54
经营现金流动负债比（%）	19.33	25.21	26.98	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.58	0.38	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	1.71	1.98	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.78	11.29	11.39	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算；3. 公司 2020 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	63.33	94.49	83.38	109.66
资产总额（亿元）	2235.97	2467.00	2645.50	2806.95
所有者权益（亿元）	945.44	1068.99	1110.17	1104.39
短期债务（亿元）	206.18	312.54	349.52	481.08
长期债务（亿元）	896.53	883.84	875.66	881.84
全部债务（亿元）	1102.71	1196.38	1225.18	1362.92
营业收入（亿元）	74.63	85.99	88.89	24.50
利润总额（亿元）	-1.56	4.98	2.38	17.10
EBITDA（亿元）	/	68.69	68.67	--
经营性净现金流（亿元）	48.19	127.54	168.85	44.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	55.99	47.33	45.26	--
存货周转次数（次）	28.57	37.53	123.68	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	99.32	100.77	100.60	61.48
营业利润率（%）	57.20	59.54	58.36	37.61
总资本收益率（%）	2.19	2.30	2.28	--
净资产收益率（%）	-0.16	0.47	0.21	--
长期债务资本化比率（%）	48.67	45.26	44.10	44.40
全部债务资本化比率（%）	53.84	52.81	52.46	55.24
资产负债率（%）	57.72	56.67	58.04	60.66
流动比率（%）	40.18	38.50	58.27	71.65
速动比率（%）	39.78	38.43	58.22	71.61
经营现金流动负债比（%）	12.68	27.77	33.63	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.30	0.24	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	/	17.42	17.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	1.46	1.35	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将母公司其他流动负债纳入短期债务核算；3. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. “/”表示相关数据未获取，该指标无法计算

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

联合资信评估股份有限公司关于 江西省高速公路投资集团有限责任公司 公开发行 2020 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年江西省高速公路投资集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。江西省高速公路投资集团有限责任公司或本次（期）债券如发生重大变化，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次（期）债券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、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，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次（期）债券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次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江西省高速公路投资集团有限责任公司、监管部门等。