

信用评级公告

联合〔2023〕5508号

联合资信评估股份有限公司通过对江西省交通投资集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西省交通投资集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，“19赣高速MTN001”“19赣高速MTN002”“20高速01”“20赣速02”“20赣速03”“21赣交01”“21赣交02”“21赣交03”“21赣交V1”“21赣交Y2”“21赣交Y3”“21赣交Y5”“21赣交Y4”“22赣交01”“22赣交02”“22赣交03”“23赣交债01/23赣交01”和“23赣交K1”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：

二〇二三年六月二十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

江西省交通投资集团有限责任公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
江西省交通投资集团 有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 赣高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 赣高速 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 高速 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 赣速 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 赣速 03	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 03	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 V1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 Y3	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 Y5	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣交 Y4	AAA	稳定	AAA	稳定
22 赣交 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 赣交 02	AAA	稳定	AAA	稳定
22 赣交 03	AAA	稳定	AAA	稳定
23 赣交债 01 / 23 赣交 01	AAA	稳定	AAA	稳定
23 赣交 K1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
19 赣高速 MTN001	25 亿元	25 亿元	2024/06/18
19 赣高速 MTN002	25 亿元	25 亿元	2024/08/26
20 高速 01	20 亿元	20 亿元	2025/09/25
20 赣速 02	18 亿元	18 亿元	2025/09/29
20 赣速 03	15 亿元	15 亿元	2025/12/11
21 赣交 01	20 亿元	20 亿元	2026/01/26
21 赣交 02	15 亿元	15 亿元	2026/04/19
21 赣交 03	15 亿元	15 亿元	2026/06/25
21 赣交 V1	5 亿元	5 亿元	2024/06/25
21 赣交 Y2	20 亿元	20 亿元	2026/07/27
21 赣交 Y3	20 亿元	20 亿元	2026/08/11
21 赣交 Y5	12 亿元	12 亿元	2026/11/11
21 赣交 Y4	6 亿元	6 亿元	2024/11/11
22 赣交 01	4 亿元	4 亿元	2032/06/13
22 赣交 02	8 亿元	8 亿元	2032/06/13
22 赣交 03	18 亿元	18 亿元	2025/08/05
23 赣交债 01 / 23 赣交 01	15 亿元	15 亿元	2028/04/24

评级观点

跟踪期内，江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为江西省高速公路投资建设和运营管理最重要主体，在路产里程和线路区位方面具有显著优势，区域专营地位突出，得到了持续有力的外部支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在较大的资本支出压力和债务负担较重等因素对其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，公司综合实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 赣高速 MTN001”“19 赣高速 MTN002”“20 高速 01”“20 赣速 02”“20 赣速 03”“21 赣交 01”“21 赣交 02”“21 赣交 03”“21 赣交 V1”“21 赣交 Y2”“21 赣交 Y3”“21 赣交 Y5”“21 赣交 Y4”“22 赣交 01”“22 赣交 02”“22 赣交 03”“23 赣交债 01/23 赣交 01”和“23 赣交 K1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020—2022 年，江西省分别实现地区生产总值 25691.5 亿元、29619.7 亿元和 32074.7 亿元，经济实力持续增强，高速公路投资规模持续扩大，为公司经营发展提供了良好的外部环境。
2. **公司区域专营地位突出。**公司为江西省最重要的高速公路投资建设和运营管理主体，区域专营地位突出，运营的高速公路里程不断增加。
3. **外部支持持续有力。**公司在资产及资本金注入、政府补贴等方面得到了持续有力的外部支持。

关注

1. **存在较大的资本支出压力。**公司在建及拟建项目的未来投资资金需求较大，存在较大的资本支出压力。
2. **债务负担较重。**截至 2023 年 3 月末，公司全部债务为 2184.68 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.20%和 58.89%。若将永续债调整至债务核算，公司全部债务资本化比率提升至 64.75%，公司整体债务负担较重。

23 赣交 01			
23 赣交 K1	15 亿元	15 亿元	2026/03/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；可续期债券的到期兑付日为下一行权日或回售日

评级时间：2023 年 6 月 27 日

本期评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路企业信用评级方法	V4.0.202208
收费公路企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	284.83	285.79	318.39	393.79
资产总额（亿元）	3399.31	3392.14	4012.78	4144.71
所有者权益（亿元）	1319.66	1363.69	1485.59	1525.25
短期债务（亿元）	345.96	374.37	726.57	819.53
长期债务（亿元）	1296.58	1376.46	1349.48	1365.15
全部债务（亿元）	1642.55	1750.83	2076.05	2184.68
营业总收入（亿元）	287.37	404.81	452.26	107.35
利润总额（亿元）	16.81	34.30	39.33	17.24
EBITDA（亿元）	125.05	155.92	157.03	--
经营性净现金流（亿元）	125.67	51.21	47.48	-23.37
营业利润率（%）	26.21	31.49	28.82	35.01
净资产收益率（%）	0.89	1.82	2.00	--
资产负债率（%）	61.18	59.80	62.98	63.20
全部债务资本化比率（%）	55.45	56.22	58.29	58.89
流动比率（%）	89.09	92.48	70.86	75.38
经营现金流动负债比（%）	20.12	8.45	4.19	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.76	0.44	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.81	2.09	2.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.13	11.23	13.22	--

公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	2770.23	2712.45	3022.25	3107.88
所有者权益（亿元）	1134.56	1155.36	1172.88	1207.26
全部债务（亿元）	1292.48	1477.68	1416.44	1436.27
营业总收入（亿元）	75.93	98.81	99.60	31.16
利润总额（亿元）	0.57	1.39	6.50	6.48
资产负债率（%）	59.04	57.41	61.19	61.15
全部债务资本化比率（%）	53.25	56.12	54.70	54.33
流动比率（%）	82.54	87.05	34.74	42.80
经营现金流动负债比（%）	11.94	3.85	3.28	--

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. 本报告将公司其他流动负债有息部分纳入短期债务核算，将公司长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 本报告使用的 2020 年财务数据为 2021 年年初调整数；4. 公司 2023 年 1-3 月财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

评级历史：详见附件 5

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年（末）	2022 年（末）	2022 年（末）	2022 年（末）
控股路产里程（公里）	5573.00	981.80	2227.94	5645.01
单公里通行费收入（万元/年）	307.66	821.86	412.58	334.90
资产总额（亿元）	4012.78	1867.15	2179.15	6604.18
所有者权益（亿元）	1485.59	523.60	714.88	2253.53
营业总收入（亿元）	452.26	267.21	248.92	446.88
利润总额（亿元）	39.33	74.79	8.40	20.94

资产负债率 (%)	62.98	71.96	67.19	65.88
全部债务资本化 比率 (%)	58.29	58.71	64.23	63.74
全部债务 /EBITDA (倍)	13.22	5.85	12.47	22.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.15	7.01	1.96	1.25

注：公司 1 为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司，公司 2 为重庆高速公路集团有限公司，公司 3 为湖南省高速公路集团有限公司

资料来源：公开资料

分析师

刘 艳 登记编号 (R0150221010004)

杨廷芳 登记编号 (R0040219010001)

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

江西省交通投资集团有限责任公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江西省交通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跟踪评级。

二、企业基本情况

2022 年 3 月 25 日，江西省人民政府同意拟将江西省交通运输厅持有的公司 90.00% 国有股权无偿划转至江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国资”），江西国资系江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）100.00% 持股，公司实际控制人变更为江西省国资委，截至 2023 年 3 月末，上述事项尚未完成工商变更登记。截至 2023 年 3 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 90.00% 的股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内主要一级子公司 17 家；公司本部设规划建设部、财务管理部和运营管理部等职能部门。

截至 2022 年末，公司资产总额 4012.78 亿元，所有者权益 1485.59 亿元（少数股东权益 185.61 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 452.26 亿元，利润总额 39.33 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 4144.71 亿元，所有者权益 1525.25 亿元（少数股东权益 188.10 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 107.35 亿元，利润总额 17.24 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¹。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信跟踪评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。“22 赣交 03”“23 赣交 K1”和“23 赣交债 01”尚未到第一个付息日，其他债券已在付息日正常付息。

“21 赣交 Y4”的基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个约定的周期末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。“21 赣交 Y2”“21 赣交 Y3”“21 赣交 Y5”和“22 赣交 01”的基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个约定的周期末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
19 赣高速 MTN001	25.00	25.00	2019/06/18	5 年
19 赣高速 MTN002	25.00	25.00	2019/08/26	5 年
20 高速 01	20.00	20.00	2020/09/25	5 年
20 赣速 02	18.00	18.00	2020/09/29	5 年
20 赣速 03	15.00	15.00	2020/12/11	5 年
21 赣交 01	20.00	20.00	2021/01/26	5 年
21 赣交 02	15.00	15.00	2021/04/19	5 年
21 赣交 03	15.00	15.00	2021/06/25	5 年
21 赣交 V1	5.00	5.00	2021/06/25	3 年
21 赣交 Y2	20.00	20.00	2021/07/27	5+N 年
21 赣交 Y3	20.00	20.00	2021/08/11	5+N 年
21 赣交 Y4	6.00	6.00	2021/11/11	3+N 年
21 赣交 Y5	12.00	12.00	2021/11/11	5+N 年
22 赣交 01	4.00	4.00	2022/06/13	5+N 年

¹ 根据最新公司章程，董事长为公司法定代表人，由于公司董事长由王江军变更为谢兼法，故公司法定代表人应由王江军变

更为谢兼法，该事项尚未完成工商变更登记。

22 赣交 02	8.00	8.00	2022/06/13	5+5 年
22 赣交 03	18.00	18.00	2022/08/05	3 年
23 赣交 K1	15.00	15.00	2023/03/23	3 年
23 赣交债 01 / 23 赣交 01	15.00	15.00	2023/04/24	5 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业

（1）行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.12 万公里，较 2020 年底增加 0.83 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。根据

《2023 年政府工作报告》，截至 2022 年底，中国高速公路通车里程达 17.7 万公里，较 2021 年底增加 1.58 万公里。

根据交通运输部发布的统计数据，从运输服务来看，2022 年公路旅客运输量和货物运输量分别为 354643 万人和 3711928 万吨，分别同比下降 30.3%和 5.5%，分别占当年国内营业性旅客运输总量和货物运输总量的 63.47%和 73.27%。整体看，受外部环境影响，2022 年公

路旅客运输量大幅下降，对货物运输量影响相对较小，公路运输依靠其相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，运输量在中国交通运输体系中仍占据主导地位。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2022 年受出行政策等因素影响，公路行业景气度受到较大冲击，营业性旅客出行运输总量和周转率均大幅下降。

表 2 2017—2022 年中国公路运输主要指标情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年		2022 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	145.68	136.50	130.10	68.94	50.87	-26.2	35.46	-30.3
旅客运输周转量 (亿人公里)	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	3627.54	-21.8	2407.54	-33.7
营业性货物运输总量 (亿吨)	368.69	395.69	343.50	342.64	391.39	14.2	371.19	-5.5
货物运输周转量 (亿吨公里)	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	69087.65	14.8	68958.04	-1.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023年1—4月，随着公众出行意愿的增强以及经济复苏，中国公路营业性客运量为13.62亿人，同比增长11.2%；同期，公路货运量120.38万吨，同比增长17.4%。整体看，公路客运量和货运量均有所增长，但客运量仍在低位运行。

(2) 行业特点

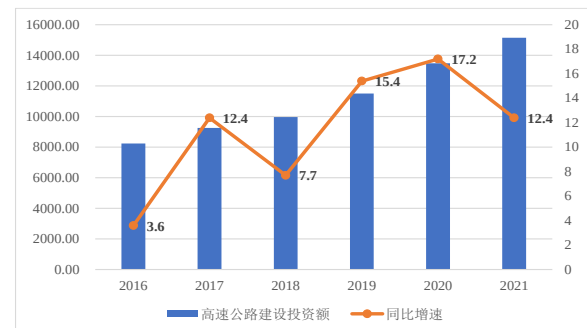
行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。

2021 年，中国高速公路建设完成投资 15151.0 亿元，增长 12.4%，增速较 2020 年（17.2%）回落 4.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。2022 年 1—11 月，公路建设完成投资 2616.84 亿元，同比增长 9.1%。

图 1 2016—2021 年中国高速公路建设投资情况

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，

进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。

2021 年，中国高速公路通行费总收入同比增长 36.48%，主要系 2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日全国收费公路免收 79 天车辆通行费，2020 年高速公路通行费收入基数较低所致；2021 年，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出

等）同比增长 4.56%，通行费收支缺口下降至 6047.29 亿元，同比下降 15.75%，收支缺口巨大。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2021 年占 82.33%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表 3 2016—2021 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
通行费收入 (亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74	6232.02	36.48
支出总额 (亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85	12279.31	4.56
其中：偿还债务利息支出 (亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92	3245.15	11.34
偿还债务本金支出 (亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88	6864.32	0.27
收支缺口 (亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56	6047.29	-15.75
通行费收入/偿还债务利息 (倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--	1.92	--
通行费收入/偿还债务本金 (倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--	0.91	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计公报整理

(3) 行业政策

近年来高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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）》，开始在政府收费公路领域试点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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》和《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；

明确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，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围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，保障养护管理资金需要。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率，但根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准将有所降低。同年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业通行费收入下降带来

的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的前提下，稳妥有序推进收费公路

存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

2023年2月，人民银行、交通运输部、银保监会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门应加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展；发挥结构性货币政策工具引导作用和债券市场融资支持作用，鼓励交通物流企业发行公司信用类债券融资；加大对基础设施和重大项目建设的市场化资金支持，助力强国建设。

（4）未来发展

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳步增长，投资规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；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，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据国家发展改革委和交通运输部印发的《国家公路网规划》，到2030年中国将建成总规

模约16.2万公里(含远景展望线约0.8万公里)的国家高速公路,普通国道约29.9万公里,其中国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及、6条地区环线、12条都市圈环线、30条城市绕城环线、31条并行线和163条联络线组成。具体来看,在十四五期间,根据交通运输部印发的《公路“十四五发展规划”》,中国要提升基础设施供给能力和质量,加强公路与其他运输方式的衔接,协调推进公路快速网、干线网和基础网建设,优化路网结构,扩大覆盖范围;有序推进具有重要作用的国家高速公路建设,优先打通主线和省际待贯通路段,实现“71118”国家高速公路主线基本贯通;推进城市群地区拥堵路段和城镇过境路段改造,实现东中部地区普通国道基本达到二级及以上标准,西部地区普通国道二级及以上公路比重达到70%,基本建成与国家综合立体交通网相衔接、有效满足客货运需求的国家公路网络。

2. 区域经济环境

江西省区域经济和财政实力持续增强,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方式,公司作为江西省内居专营地位的高速公路投资建设和运营管理主体,具有良好的外部环境。

根据《江西省国民经济和社会发展统计公报》及江西省统计局发布数据,2020—2022年江西省分别实现地区生产总值25691.5亿元、29619.7亿元和32074.7亿元。2022年,江西省地区生产总值较上年增长4.7%(按可比价格计算)。其中,第一产业增加值2451.5亿元,较上年增长3.9%;第二产业增加值14359.6亿元,较上年增长5.4%;第三产业增加值15263.7亿元,较上年增长4.2%;三次产业结构为7.6:44.8:47.6。

经济的发展带动江西省财政实力持续增强。2020—2022年,江西省一般公共预算收入分别为2507.5亿元、2812.3亿元和2948.3亿元,同比分别增长0.8%、12.2%和4.8%。2022年,江

西省税收收入占一般公共预算收入的比重为60.68%。2020—2022年,江西省一般公共预算支出分别为6666.1亿元、6778.5亿元和7288.3亿元,同比分别增长4.4%、1.6%和7.5%。同期,江西省财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%)分别为37.62%、41.49%和40.45%。

交通运输领域,根据《2022年1—12月全省交通运输固定资产投资完成情况》,全年江西省交通基础设施建设完成投资931.6亿元,同比增长9%。其中,高速公路建设完成投资451.7亿元,同比增长25%。截至2022年末,江西省高速公路通车总里程6731公里。根据江西省《2022年12月全省公路水路运输量情况》,2022年,江西省完成公路客运量9735.4万人次,旅客周转量61.3亿人公里,分别较上年下降35%和37.3%;完成货运量17.8亿吨、货物周转量4086.4亿吨公里,分别较上年下降1.5%和增长3.2%。

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格局。公司作为江西省内居专营地位的高速公路投资建设和运营管理主体,具有良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2023年3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90.00%的股权,为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是江西省最重要高速公路投资建设和运营管理的主体,区域专营优势突出。

截至 2022 年末，江西省高速公路通车总里程达 6731 公里。其中，公司运营管理的高速公路通车里程为 5573 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 82.80%，公司在江西省高速公路行业专营地位突出。公司所经营的高速公路大多处于江西省高速公路网上，部分路段处在国家公路网的中间位置。

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. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版，中征码：3601010000982892），截至 2023 年 6 月 5 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司本部存在逾期或违约记录。

截至 2023 年 6 月 15 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变动，董事和监事缺位，总经理暂未任命。

2022 年 10 月，公司收到江西省人民政府任免文件，免去王江军公司董事长职务；任命谢兼法为公司董事长，免去其公司总经理职务。

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，江西省机械设备进出口公司副经理、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²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³党委委员、副总经理、董事，公司党委副书记、副董事长、总经理；自 2022 年 10 月起任公司董事长。

截至 2022 年末，公司董事会成员 6 人，尚有 3 名董事未到位；监事会成员 3 人，尚有 2 名监事未到位；总经理暂未任命。

八、经营分析

2020—2022 年，受车辆通行费、公路工程和房地产销售收入波动增长以及成品油销售和材料销售收入持续增长影响，公司营业收入持续增长。公司综合毛利率波动上升。

高速公路建设与运营是公司的核心业务，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。2020—2022 年，公司营业收入逐年增长。

各业务板块方面，2020—2022 年，公司车辆通行费收入波动增长，2020 年车辆通行费收入较低主要系受免收高速通行费政策影响所致；公司公路工程收入波动增长，主要系施工产值变动所致；公司成品油销售收入逐年增长，主要系销量增加所致；公司房地产销售收入波动增长，2022 年房地产销售收入同比增幅较大，主要系并入部分项目收入所致；公司材料销售收入逐年大幅增长，主要系贸易业务量增长所致；公司高速服务区收入和其他业务收入规模不大，对收入影响有限。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	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	130.91	45.66	42.72	172.08	42.60	56.74	168.55	37.84	54.45
公路工程	88.20	30.76	11.95	127.28	31.51	13.71	113.90	25.57	14.04

² 现名为江西国资。

³ 现名为江西国资。

成品油销售	27.98	9.76	15.23	44.40	10.99	14.71	61.35	13.77	14.62
房地产销售	12.81	4.47	21.00	11.60	2.87	36.55	30.13	6.76	10.19
高速服务区	4.31	1.50	16.24	5.64	1.40	8.87	6.09	1.37	11.33
材料销售	19.33	6.74	6.41	34.96	8.65	3.18	54.51	12.24	4.09
其他业务	3.18	1.11	13.21	7.95	1.97	22.77	10.90	2.45	26.33
合计	286.72	100.00	26.43	403.90	100.00	32.01	445.44	100.00	28.19

注：1. 公司其他收入主要包括租金收入及江西公路开发有限责任公司（以下简称“公路开发公司”）和江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“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，除 2020 年免收高速通行费政策及车流量减少导致车辆通行服务毛利率下降外，2021 年以来公司车辆通行服务毛利率均保持较高水平。2020—2022 年，公司公路工程毛利率有所增长，主要系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”）提升市场开拓和经营能力，优质施工项目增多，收入增长，同时有效管控成本所致。公司成品油销售和材料销售毛利率变动不大。公司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。公司综合毛利率波动上升。

2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 102.92 亿元，综合毛利率为 32.56%。

2. 高速公路投资建设和运营管理

公司高速公路收费里程有所增长，通行费收入波动增长。随着公司在建高速公路项目逐步建成通车，公司未来收费里程将保持增长，同时公司也面临着较大的资金支出压力。

（1）高速公路运营情况

2020—2022 年，公司建成宜丰联络线、萍莲高速和南龙高速，分别增加收费里程 25 公里、76 公里和 143 公里。截至 2022 年末，公司已建成高速公路 53 条，经营管理高速公路里程 5573 公里，在江西省高速公路行业中具有专营优势。其中，18 条高速公路为政府还贷性/还债性高速公路，35 条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部负责管理 18 条政府还贷性/还债性高速公路、18 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。

2020—2022 年，由于收费里程增长、新通车路产车流量的自然增长以及路网效应释放，公司通行费收入和车流量波动增长，其中 2020 年通行费收入和车流量较低主要系受到免收车辆通行费政策影响所致。2020—2022 年，公司通行费收入分别为 130.93 亿元、172.08 亿元和 168.55 亿元，同期日均车流量分别为 54.64 万辆/日、84.97 万辆/日和 83.29 万辆/日。

表 5 公司通车路产情况以及通行费收入情况

管理主体	编号	项目名称	收费期限	里程 (公里)	持股比例 (%)	公路性质	通行费收入（亿元）		
							2020 年	2021 年	2022 年
公司本部	1	泰井高速	2005.01—2030.01	63	100.00	经营性	0.25	0.34	0.30
	2	乐温高速	2005.11—2025.10	70	100.00	还贷性	3.30	5.04	4.41
	3	温沙高速	2004.08—2034.07	172	100.00	还贷性	3.90	5.71	5.48
	4	鹰瑞高速（北）	2010.09—2030.09	220	100.00	还贷性	14.13	12.67	13.26
	5	鹰瑞高速（南）		89		还贷性		4.67	4.44
	6	昌金高速	2004.06—2034.05	168	100.00	还贷性	6.93	8.41	7.92
	7	景婺黄高速	2006.11—2026.10	150	100.00	还贷性	2.91	4.12	4.32
	8	武吉高速	2008.01—2028.01	286	100.00	还贷性	5.58	6.90	6.24
	9	石吉高速	2010.09—2030.09	191	100.00	还贷性	2.77	3.45	3.82
	10	泰赣高速	2004.01—2034.01	128	100.00	还贷性	8.54	10.95	9.73

	11	瑞赣高速	2009.04—2029.04	129	100.00	还贷性	3.84	4.41	4.07
	12	永武高速	2011.09—2031.09	104	100.00	还贷性	0.88	1.06	1.08
	13	隘瑞高速	2011.10—2031.10	29	100.00	还贷性	0.48	0.59	0.59
	14	昌北机场高速	1999.01—2030.03	3	100.00	还贷性	0.15	0.19	0.16
	15	德上高速	2012.12.31—	62	51.00	经营性	0.45	0.55	0.53
	16	抚吉高速	2012.12.31—	179	100.00	经营性	1.27	1.73	1.39
	17	吉莲高速	2012.12.31—	106	100.00	还贷性	1.19	1.67	2.23
	18	赣崇高速	2012.12.31—	88	60.00	还贷性	0.82	1.09	1.11
	19	井睦高速	2013.10.28—	43	100.00	经营性	0.15	0.19	0.18
	20	萍洪高速	2014.12—2044.12	34	100.00	经营性	0.29	0.42	0.42
	21	万宜高速	2014.12—2044.12	37	100.00	经营性	0.34	0.38	0.33
	22	金抚高速	2015.09—2045.09	40	100.00	经营性	0.53	0.73	0.69
	23	昌宁高速	2016.01—2045.12	249	100.00	经营性	1.73	2.77	3.18
	24	昌栗高速	2016.01—2045.12	221	100.00	经营性	3.21	4.21	3.88
	25	昌宁连接线	2017.01—2047.01	12	100.00	经营性	0.17	0.24	0.20
	26	宁安高速	2017.01—2047.01	215	100.00	经营性	4.50	5.89	5.51
	27	安定高速	2017.01—2047.01		100.00	经营性	0.76	0.95	0.92
	28	定南联络线	2017.01—2047.01	39	100.00	经营性	0.67	0.82	0.74
	29	东昌高速	2017.01—2047.01	152	100.00	经营性	4.17	5.39	5.77
	30	铜万高速	2017.01—2047.01	69	100.00	经营性	0.09	0.23	0.22
	31	修平高速	2017.01—2047.01	80	100.00	经营性	0.19	0.15	0.20
	32	广吉高速	2019.01—2039.01	190	100.00	还贷性	0.67	1.27	1.75
	33	抚州东外环	2019.12—2049.12	23	100.00	经营性	0.05	0.10	0.08
	34	宜丰联络线	2020.12—2050.11	25	100.00	经营性	*	0.15	0.14
	35	萍莲高速	2021.10—2041.10	76	100.00	还债性	--	--	0.50
	36	南龙高速	2022.09—2042.09	143	100.00	还债性	--	--	0.81
赣粤高速	1	昌九高速	1998.04—2030.03	137	51.98	经营性	8.03	11.13	10.67
	2	昌樟高速	1999.07—2044.03	105	51.98	经营性	5.49	7.44	6.54
	3	温厚高速	1999.01—2028.12	36	51.98	经营性	0.79	1.12	0.99
	4	九景高速	2000.11—2030.11	148	51.98	经营性	4.20	5.64	5.50
	5	彭湖高速	2010.09—2040.09	64	51.98	经营性	1.13	1.58	1.27
	6	昌泰高速	2003.06—2033.06	148	39.85	经营性	6.19	8.07	7.44
	7	昌奉高速	2011.12—2041.12	39	73.33	经营性	1.44	2.06	0.40
	8	奉铜高速	2012.10—2042.10	131	73.33	经营性			1.35
公路开发公司	1	梨温高速	2002.12—2032.12	245	100.00	经营性	15.68	19.47	20.73
	2	景鹰高速	2007.11—2037.11	203	100.00	经营性	5.70	7.31	7.31
	3	德昌高速	2011.09—2041.09	205	100.00	经营性	4.73	7.28	6.09
	4	祁浮高速	2012.08—2042.08	16	100.00	经营性	0.08	0.13	0.14
	5	九江绕城高速	2014.12—2044.12	47	100.00	经营性	0.46	0.48	0.38
	6	都九高速星子至九江段	2014.12—2044.12	16	100.00	经营性	1.19	1.76	1.87
	7	都九高速都昌至星子段	2017.01—2047.01	50	100.00	经营性			
	8	上万高速	2017.01—2047.01	76	100.00	经营性	0.8	0.16	1.06
	9	船广高速	2017.01—2047.01	22	100.00	经营性	0.09	1.01	0.20
合计		--	--	5573	--	--	130.93	172.08	168.55

注：1. 各路产通行费加总与合计数不等系四舍五入所致；2. 德上高速、抚吉高速、赣崇高速、吉莲高速、井睦高速收费期限未明确；3. 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；4. 宜丰联络线 2020 年实现通行费收入为 5.23 万元
 资料来源：公司提供

（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拨付至公司。

表 6 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；六轴以上运输货车，在六轴货车收费标准基础上，按照每增加一轴，增加 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。2021 年 1 月，江西省交通运输厅、江西省发改委联合发布了《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》，对江西省高速公路货车通行费收费标准进行了调整，除 1 类货车外，其他类别车型收费标准均有所下调。调整后的收费标准于 2021 年 1 月 1 日起执行。

收费期限方面，公司已经主管部门核准批复的路段收费期限绝大部分均至 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。2020—2022 年，公司养护费用支出合计分别为 23.55 亿元、14.57 亿元和 16.01 亿元，2022 年公司养护成本为 27.71 万元/公里，较上年变动不大。

（4）在建高速公路

截至 2023 年 3 月末，公司共有 7 个在建高速公路项目，总里程约为 803.52 公里，概算总投资约 1114.36 亿元，尚需投资 721.62 亿元，公司未来面临较大的资金支出压力。

表 7 截至 2023 年 3 月末公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	建设里程	概算总投资	已完成投资
大广高速吉安至南康段改扩建	144.71	166.91	116.63
遂川至大余新建工程	127.04	244.45	104.76
沪昆高速公路梨园至东乡段扩建工程	201.16	273.15	82.08
樟树至吉安高速公路改扩建工程	104.85	121.17	36.08
沪昆高速公路昌傅至金石鱼段扩建工程	179.44	222.31	47.10
昌樟改扩建二期工程	9.92	22.17	5.72
萍乡绕城高速公路	36.41	64.20	0.37
合计	803.52	1114.36	392.74

资料来源：公司提供

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的补充。

（1）公路工程

公司公路工程业务的经营主体主要为交通工程集团。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。2020—2022 年及 2023 年 1—3 月，交通工程集团分别签订合同数 90 个、93 个、82 个和 14 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 215.45 亿元、99.30 亿元、330.90 亿元和 25.84 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司已完工 PPP 项目主要包括江西省 S548 线树木园至过埠镇公路工程 PPP 项目、安福 S438 等道路改建工程 PPP 项目和信丰县公路升级改造 PPP 项目，上述 3 个项目合同金额合计 23.90 亿元，均纳入财政部 PPP 项目库。公司为社会资本方与政府出资代表合作成立项目公司，由项目公司负责项目建设、运营、投融资等事务。公司 PPP 项目回报机制主要为政府付费。

（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，经营主体主要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主要向中国石化销售股份有限公司江西石油分公司采购成品油，并按国家统一零售价对外销售。截至 2023 年 3 月末，实业公司经营 24 家加油站，石化公司经营 132 家加油站。

（3）房地产销售

公司房地产收入主要来源于江西省交投置业发展有限责任公司与江西嘉圆房地产开发有限责任公司。

截至 2023 年 3 月末，公司竣工在售房地产项目 10 个，可销售建筑面积约 221.72 万平方米，剩余可出售面积约 12.73 万平方米。公司在建房地产开发项目共 8 个。公司在建项目占地面积共 52.67 万平方米，计划总投资为 65.56 亿元，已投资 47.50 亿元。

（4）材料销售情况

公司材料销售收入主要来源于江西省交投供应链有限公司（以下简称“供应链公司”），销售产品包括沥青、钢材、水泥等。2020—2022 年，供应链公司实现营业收入分别为 17.49 亿元、57.13 亿元和 75.88 亿元。由于供应链公司

有销售商品给集团内成员，公司合并口径存在内部抵消的情况。

4. 股权收购

2022 年 9 月 6 日，公司与南昌金融控股有限公司、江西省财政投资集团有限公司、江西江投资本有限公司及江西省建材集团有限公司组成联合体，收购张家港财智投资中心（有限合伙）、深圳前海财智远大投资中心（有限合伙）、西藏迅杰新科科技有限公司、北京凤凰财鑫股权投资中心（有限合伙）、北京凤凰财智创新投资中心（有限合伙）持有的国盛金融控股集团股份有限公司（以下简称“国盛金控”）975741274 股流通股，占国盛金控总股本的 50.43%。公司直接持有国盛金控 25.53% 的股份，通过控股子公司赣粤高速持有国盛金控 4.06% 股份，合计持有国盛金控 29.59% 的股份，成为国盛金控控股股东。

5. 未来发展

公司未来将努力打造成为全国一流的综合交通基础设施国有资本投资运营平台，业务主要围绕四大板块，分别是交通基础设施投资与运营板块、工程建设板块、路域资源开发板块和金融投资业务板块。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020—2022 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。2021 年 1 月 1 日起，公司执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则。

合并范围方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司 17 家。2020 年，公司合并范围内增加 1 家子公司，减少 3 家子公司。2021 年，公司合并范围内增加 2 家子公司，系新设子公司 3 家及无偿受让江西省交通设计研

究院有限责任公司（以下简称“交通设计研究院”）股权，原 2 家子公司变更为子公司的下级公司；因注销减少 5 家子公司。2022 年，公司合并范围内增加 2 家子公司，分别系收购和投资设立，因注销减少 2 家子公司。2023 年 1—3 月，公司合并范围内增加 1 家子公司，系投资设立⁴。公司合并范围内增加、减少的子公司规模不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产总额波动增长，资产构成以高速公路项目形成的固定资产为主，资金较为充裕，公司资产质量高。

2020—2022 年末，公司资产规模波动增长，资产结构以非流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	556.44	16.37	560.49	16.52	802.35	19.99	908.37	21.92
货币资金	269.08	7.92	275.07	8.11	266.10	6.63	322.20	7.77
合同资产	69.59	2.05	90.61	2.67	97.47	2.43	96.58	2.33
非流动资产	2842.87	83.63	2831.65	83.48	3210.43	80.01	3236.33	78.08
长期股权投资	253.63	7.46	258.04	7.61	285.69	7.12	291.88	7.04
固定资产	2503.41	73.64	2421.29	71.38	2635.73	65.68	2628.44	63.42
其他非流动资产	31.87	0.94	51.34	1.51	98.48	2.45	113.85	2.75
资产总额	3399.31	100.00	3392.14	100.00	4012.78	100.00	4144.71	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司流动资产规模持续增长。

2020—2022 年末，公司货币资金波动下降。截至 2022 年末，公司货币资金主要由银行存款（占 98.53%）构成，使用受限的资金 4.30 亿元，受限资金规模小。

2020—2022 年末，公司合同资产持续增长，年均复合增长 18.35%，主要系应收工程款增长所致。截至 2022 年末，公司合同资产主要由应收工程款（余额 95.25 亿元）构成。

2020—2022 年末，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长 6.27%。

2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长。截至 2022 年末，公司长期股权投资主要为对广发银行股份有限公司和江西银行股份有限公司等企业的投资，账面价值分别为 155.10 亿元和 58.65 亿元。

2020—2022 年末，公司固定资产小幅波动增长。截至 2022 年末，公司固定资产主要由公路资产（占 94.86%）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 268.45 亿元。

2020—2022 年末，公司其他非流动资产大幅增长，年均复合增长 75.80%，主要系项目工程款增加所致。

截至 2022 年末，公司受限资产共计 48.75 亿元，资产受限比例为 1.21%。公司通过质押部分高速公路收费权获得质押借款，涉及质押高速收费权的合同金额为 1267.03 亿元。

表 9 截至 2022 年末公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.30	银行存款冻结及各类保证金等
交易性金融资产	25.44	正回购借款担保、转融通借款担保、期货结算备付金担保、债券借贷等

⁴ 由于公司子公司数量较多，合并范围子公司变动系根据公司提供的 2020—2022 年公司合并范围主要子公司变动情况整理。

其他债权投资	8.93	正回购借款担保、转融通借款担保、期货结算备付金担保
存出保证金	1.45	转融通业务担保品
应收账款	8.63	PPP 项目公司收款权质押、应收款项保理质押
合计	48.75	-

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额与结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

公司所有者权益逐年增长，所有者权益稳定性尚可。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长。截至 2022 年末，公司所有者权益 1485.59 亿元，其中，实收资本和资本公积分别占 6.40% 和 56.36%，稳定性尚可。

2020—2022 年末，公司实收资本未发生变化，均为 95.05 亿元。

2020—2022 年末，公司其他权益工具持续下降，全部为永续债务。

2020—2022 年末，公司资本公积逐年增长，主要系持续收到财政部拨付的车购税补助资金以及收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金所致。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较上年末变化不大。其中，资本公积较上年末增长 24.00 亿元，主要系财政部拨付的车购税补助资金所致。

公司债务规模逐年增长，整体债务负担较重。

2020—2022 年末，公司负债规模波动增长。截至 2022 年末，公司负债规模较上年末显著增长，负债结构较为均衡。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	624.57	30.03	606.06	29.88	1132.32	44.81	1205.12	46.01
短期借款	182.36	8.77	132.31	6.52	219.51	8.69	243.45	9.29
应付账款	217.94	10.48	153.74	7.58	180.75	7.15	159.75	6.10
一年内到期的非流动负债	124.38	5.98	106.41	5.25	284.27	11.25	284.90	10.88
其他流动负债	30.40	1.46	116.32	5.73	130.83	5.18	183.09	6.99
非流动负债	1455.08	69.97	1422.38	70.12	1394.88	55.19	1414.33	53.99
长期借款	875.42	42.09	860.98	42.45	841.35	33.29	867.41	33.11
应付债券	339.93	16.35	390.22	19.24	297.65	11.78	292.61	11.17
长期应付款	204.32	9.82	131.76	6.50	211.48	8.37	206.14	7.87
负债总额	2079.65	100.00	2028.45	100.00	2527.19	100.00	2619.45	100.00

注：长期应付款含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 34.65%。

2020—2022 年末，公司短期借款波动增长，主要系融资规模扩大所致。截至 2022 年末，公司短期借款主要由信用借款（占 92.70%）构成。

2020—2022 年末，公司应付账款波动下降，年均复合下降 8.93%，主要系偿付部分应付账款项所致。截至 2022 年末，公司应付账款主要

为应付工程款，账龄以 1 年（含）以内（占 60.46%）为主。

2020—2022 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 51.18%。截至 2022 年末，公司一年内到期的非流动负债显著增长，主要系重分类调整所致；公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券

127.87 亿元、一年内到期的长期借款 84.34 亿元和一年内到期的长期应付款 59.03 亿元。

公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券。2020—2022 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 107.46%。2021 年，公司其他流动负债大幅增长，主要系新增发行 5 期超短融债券所致。本报告已将其其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算。

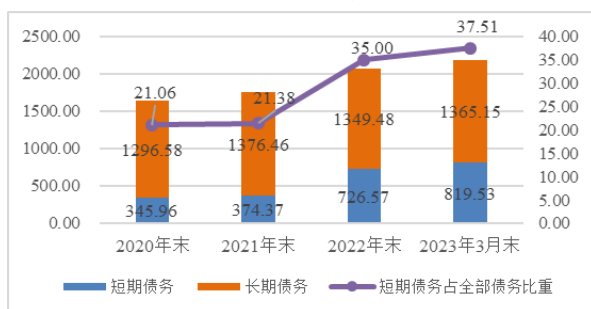
2020—2022 年末，公司非流动负债持续下降。

2020—2022 年末，公司长期借款持续下降。截至 2022 年末，公司长期借款主要由质押借款（占 75.41%）和信用借款（占 23.03%）构成。

2020—2022 年末，公司应付债券波动下降。截至 2022 年年末，公司应付债券较上年末降幅较大，主要系一年内到期的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。

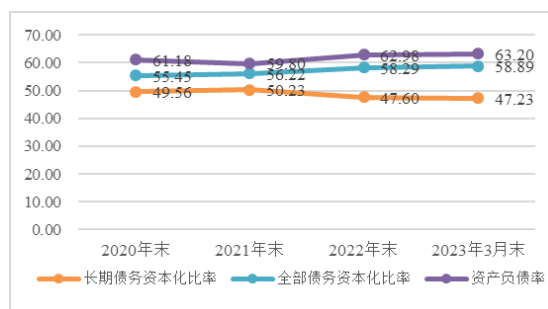
2020—2022 年末，公司长期应付款（含专项应付款）波动增长。截至 2021 年末，公司长期应付款较 2020 年末降幅较大，主要系专项债资金已全部投入使用所致；截至 2022 年末，公司长期应付款较上年末增长主要系合并范围调整所致。本报告将长期应付款有息部分纳入长期债务核算。

图 2 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 3 公司财务杠杆水平（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司全部债务逐年增长。截至 2022 年末，公司全部债务 2076.05 亿元，较上年末增长 18.58%。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变动不大。

截至 2023 年 3 月末，公司负债总额和结构较上年末变化不大。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务 2184.68 亿元，较年初小幅增长，仍以长期债务为主，全部债务主要由银行借款和债券融资构成。同期末，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均较上年末变动不大。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债务指标测算。调整后，截至 2023 年 3 月末，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比

率分别为 64.85% 和 54.88%，债务负担较调整前加重，公司整体债务负担较重。

4. 盈利能力

公司营业总收入逐年增长，期间费用对营业利润侵蚀较大，投资收益和政府补助对公司利润贡献有所下降，公司整体盈利水平尚可。

2020—2022 年，公司营业总收入（含利息收入）、营业收入和利润总额均逐年增长。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	287.37	404.81	452.26	107.35
营业收入	286.72	403.90	445.44	102.92
营业成本	210.94	274.63	319.84	69.40
期间费用	83.06	93.89	98.83	26.03
其中：管理费用	11.43	14.39	21.89	7.00

财务费用	65.51	71.75	68.00	18.01
其他收益	5.43	0.73	1.39	0.44
投资收益	16.72	16.75	15.79	6.23
营业外收入	6.32	2.54	1.68	0.23
利润总额	16.81	34.30	39.33	17.24
营业利润率(%)	26.21	31.49	28.82	35.01
总资本收益率(%)	2.71	3.18	2.85	--
净资产收益率(%)	0.89	1.82	2.00	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从期间费用看，2020—2022 年，公司期间费用持续增长。2022 年，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2020—2022 年，公司期间费用占营业总收入的比重均在 20%以上，期间费用对公司利润侵蚀较大。

2020—2022 年，公司投资收益变动不大，主要为权益法核算的长期股权投资收益、持有股票、基金的分红和转让收益。2020—2022 年，公司收到政府补助分别为 6.13 亿元、2.10 亿元和 0.32 亿元，以及高速公路运营补贴分别为 5.00 亿元、0.02 亿元和 0.00 元，分别计入营业外收入和其他收益。投资收益和政府补助（补贴）对公司利润贡献有所下降。

从盈利指标看，2020—2022 年，公司营业利润率和总资本收益率均波动上升，净资产收益率持续上升。公司整体盈利水平尚可。

2023 年 1—3 月，公司营业总收入 107.35 亿元，较上年同期增长 6.90%；公司利润总额 17.24 亿元，较上年同期变动不大。

5. 现金流

公司收入实现质量高，2020—2022 年经营活动现金流持续净流入，公司保持了较大规模的高速公路项目投资，随着在建高速公路的逐步建设及有息债务到期偿还，公司存在较大的融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	371.71	457.24	463.64	165.29
经营活动现金流出小计	246.04	406.03	416.15	188.66
经营活动现金流量净额	125.67	51.21	47.48	-23.37

投资活动现金流入小计	56.45	25.38	201.02	4.43
投资活动现金流出小计	131.80	153.24	226.17	28.07
投资活动现金流量净额	-75.34	-127.87	-25.14	-23.64
筹资活动现金流入小计	932.30	1090.80	841.94	259.03
筹资活动现金流出小计	865.62	1008.24	852.39	161.61
筹资活动现金流量净额	66.69	82.56	-10.45	97.42
现金收入比(%)	98.80	104.25	90.92	81.45

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入量持续增长。2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 411.19 亿元，主要为各业务板块收入回款；收到其他与经营活动有关的现金 25.25 亿元，包括收回的往来款及收到的各项财政补贴。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，2020—2022 年，公司经营活动现金流出量逐年增长。2020—2022 年，公司经营活动现金流持续净流入。同期，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入规模波动增长。2022 年，公司投资活动现金流入规模较大，主要系并入国盛金控所致。2020—2022 年，公司投资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 31.00%。2022 年，公司投资活动现金流出中购建固定资产、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）109.03 亿元，投资支付的现金 116.02 亿元。2020—2022 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入量波动下降。2022 年，公司筹资活动现金流入量较上年下降 22.81%，主要系融资规模下降所致。2020—2022 年，公司筹资活动现金流出量波动下降。2022 年，公司筹资活动现金流出量较上年下降 15.46%，主要系公司偿还债务规模下降所致。2022 年，公司筹资活动现金转为净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金为净流出，筹资活动现金为净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现较强，间接融资渠道通畅。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	89.09	92.48	70.86	75.38
	速动比率 (%)	79.89	83.04	64.20	68.85
	现金短期债务比 (倍)	0.82	0.76	0.44	0.48
长期 偿债 能力 指标	EBITDA (亿元)	125.05	155.92	157.03	--
	全部债务/EBITDA (倍)	13.13	11.23	13.22	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.81	2.09	2.15	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标看，2020—2022 年末，公司流动比率和速动比率均波动下降，现金短期债务比持续下降。截至 2022 年末，剔除受限货币资金后，公司现金短期债务比为 0.43 倍。截至 2023 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所上升，整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA 波动上升。公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2022 年末，联合资信未发现公司本部存在重大未决诉讼事项。

截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 4948.56 亿元，已使用授信额度为 1540.94 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2022 年末，公司无对外担保。

7. 公司本部财务分析

公司业务主要由子公司开展，公司对子公司整体控制力强。公司资产和负债主要集中在公司本部，公司本部债务负担较重，短期偿债指标表现较弱。

公司本部通过股东会、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强。

截至 2022 年末，公司本部资产总额占合并口径资产总额的比重为 75.32%，负债总额占合并口径负债总额的比重为 73.18%，所有者权益占合并口径所有者权益的比重为 78.95%，公司本部资产、负债和权益占比较高。2022 年，公司本部营业总收入占合并口径营业总收入的比重为 22.02%，公司的业务主要由子公司开展。

截至 2022 年末，公司本部全部债务占合并口径全部债务的 68.23%，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.19%、54.70%和 44.90%，公司本部债务负担较重。截至 2022 年末，公司本部现金短期债务比为 0.21 倍，短期偿债指标表现较弱。

截至 2023 年 3 月末，公司本部资产总额 3107.88 亿元，所有者权益为 1207.26 亿元。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入 31.16 亿元，利润总额 6.48 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

2020—2022 年，江西省经济和财政实力持续提升。截至 2022 年末，江西省政府债务余额为 10859.5 亿元，政府债务率约为 218.89%⁵。江西省政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

公司是江西省最重要的高速公路投资运营主体，在路产规模、区位优势及高速公路运营管理等具有显著优势，区域专营地位突出。江西省交通运输厅为公司实际控制人。

(1) 资产注入

2021 年，根据赣财府厅字〔2015〕18 号文，交通设计研究院整体划入公司，已完成相关手续，增加资本公积 6.60 亿元；公司接受江西省交通科学研究院有限公司股权 1.20 亿元，接受长期

⁵ 政府债务率=政府债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金预算收入+转移性收入)，此指标未获取转移性收入数据。

资产（固定资产和无形资产）0.67 亿元，均计入资本公积⁶。

2022 年，根据《关于省交通运输厅所属经营性国有资产移交省国资委管理的协议》，接受江西高管实业发展有限公司净资产 55.11 万元，计入资本公积。

（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形成一定的补充。2020—2022 年和 2023 年一季度，公司分别获得 9.00 亿元、59.50 亿元、33.96 亿元和 24.00 亿元车购税补助资金，公司将其计入资本公积。

2020—2022 年，公司分别收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金和国有收益返还 1.20 亿元、1.22 亿元和 0.67 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。2020—2021 年，公司分别收到收费还贷高速公路运营补贴 5.00 亿元和 0.02 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），2020—2022 年，公司分别收到江西省财政厅给予的财政支持款 6.13 亿元、2.10 亿元和 0.32 亿元，公司将其计入营业外收入。

截至 2022 年末，公司递延收益中政府补助 21.98 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。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专营性特征有利于其获得大力的政府支持，且公司在资产和资本金注入以及政府补助等方面获得了大力的政府支持，政府支持可能性非常大。

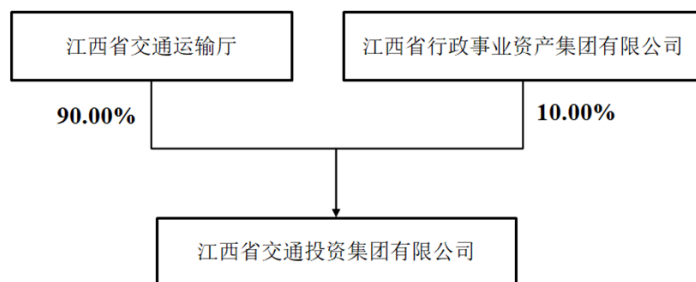
十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 赣高速 MTN001”“19 赣高速 MTN002”“20 高速 01”“20 赣速 02”“20 赣速 03”“21 赣交 01”“21 赣交 02”“21 赣交 03”“21 赣交 V1”“21 赣交 Y2”“21 赣交 Y3”“21 赣交 Y5”“21 赣交 Y4”“22 赣交 01”“22 赣交 02”“22 赣交 03”“23 赣交债 01/23 赣交 01”和“23 赣交 K1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

⁶ 根据赣交财务字〔2021〕9 号文，公司持有的赣粤高速 4.99%股权无偿划转至江西省港航建设投资集团有限公司，账面价值为 7.92

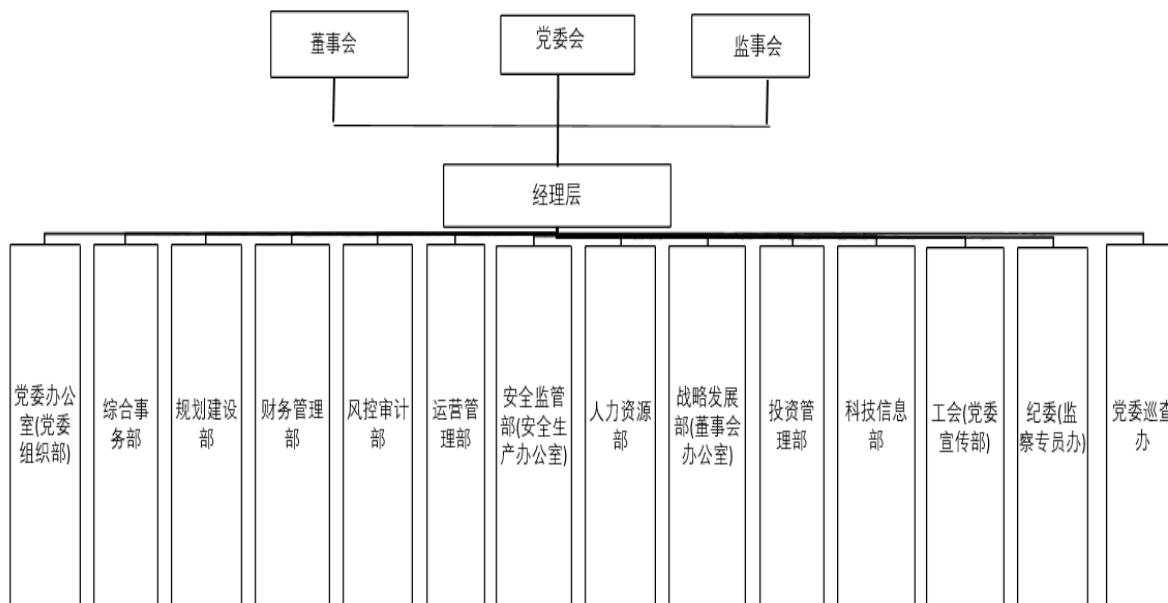
亿元。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



注：根据公司 2022 年 3 月 25 日发布的《江西省交通投资集团有限责任公司关于控股股东及实际控制人拟发生变更的公告》，经江西省人民政府同意，拟将江西省交通运输厅持有的公司 90% 国有股权无偿划转至江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国资”），江西国资系江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）下属江西省级国有资本运营平台。截至 2023 年 3 月末，上述事项尚未完成工商变更登记。变更后，公司控股股东将变更为江西国资，实际控制人将变更为江西省国资委
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月末公司合并范围内主要一级子公司情况

序号	企业名称	直接持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	江西赣粤高速公路股份有限公司	47.52	47.84	投资设立
2	江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	40.00	84.35	投资设立
3	江西公路开发有限责任公司	100.00	100.00	政府划拨
4	江西省赣崇高速公路有限责任公司	60.00	60.00	投资设立
5	江西省高速资产经营有限责任公司	100.00	100.00	投资设立
6	江西交投咨询集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
7	江西省交投私募基金管理有限公司	100.00	100.00	投资设立
8	江西省交通科学研究院有限公司	100.00	100.00	投资设立
9	江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	100.00	100.00	投资设立
10	江西高速石化有限责任公司	51.00	51.00	投资设立
11	江西省交通工程集团有限公司	100.00	100.00	政府划拨
12	江西省交通投资集团财务有限公司	98.43	100.00	投资设立
13	江西省交通设计研究院有限责任公司	100.00	100.00	政府划拨
14	江西省交投供应链有限公司	100.00	100.00	投资设立
15	江西省交投项目投资有限责任公司	100.00	100.00	投资设立
16	国盛金融控股集团股份有限公司	25.53	29.59	收购
17	江西省交投数智科技有限公司	100.00	100.00	投资设立

注：1. 公司为江西赣粤高速公路股份有限公司控股股东，其他股东股权非常分散，故将其纳入合并范围；2. 公司对江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司表决权比例为 84.35%，故将其纳入合并范围；3. 公司为国盛金融控股集团股份有限公司控股股东，其他股东股权非常分散，故将其纳入合并范围。

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	284.83	285.79	318.39	393.79
资产总额（亿元）	3399.31	3392.14	4012.78	4144.71
所有者权益（亿元）	1319.66	1363.69	1485.59	1525.25
短期债务（亿元）	345.96	374.37	726.57	819.53
长期债务（亿元）	1296.58	1376.46	1349.48	1365.15
全部债务（亿元）	1642.55	1750.83	2076.05	2184.68
营业总收入（亿元）	287.37	404.81	452.26	107.35
利润总额（亿元）	16.81	34.30	39.33	17.24
EBITDA（亿元）	125.05	155.92	157.03	--
经营性净现金流（亿元）	125.67	51.21	47.48	-23.37
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.45	8.30	6.07	--
存货周转次数（次）	2.81	4.79	4.82	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	98.80	104.25	90.92	81.45
营业利润率（%）	26.21	31.49	28.82	35.01
总资本收益率（%）	2.71	3.18	2.85	--
净资产收益率（%）	0.89	1.82	2.00	--
长期债务资本化比率（%）	49.56	50.23	47.60	47.23
全部债务资本化比率（%）	55.45	56.22	58.29	58.89
资产负债率（%）	61.18	59.80	62.98	63.20
流动比率（%）	89.09	92.48	70.86	75.38
速动比率（%）	79.89	83.04	64.20	68.85
经营现金流动负债比（%）	20.12	8.45	4.19	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.76	0.44	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	1.81	2.09	2.15	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.13	11.23	13.22	--

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. 本报告将公司其他流动负债有息部分纳入短期债务核算，将公司长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 本报告使用的 2020 年财务数据为 2021 年年初调整数；4. 公司 2023 年 1-3 月财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	173.96	186.74	97.62	140.46
资产总额（亿元）	2770.23	2712.45	3022.25	3107.88
所有者权益（亿元）	1134.56	1155.36	1172.88	1207.26
短期债务（亿元）	290.98	311.22	460.57	470.87
长期债务（亿元）	1001.50	1166.45	955.86	965.39
全部债务（亿元）	1292.48	1477.68	1416.44	1436.27
营业总收入（亿元）	75.93	98.81	99.60	31.16
利润总额（亿元）	0.57	1.39	6.50	6.48
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	50.96	14.35	21.74	-7.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	34.90	42.41	29.24	--
存货周转次数（次）	165.25	137.02	130.56	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	94.28	94.09	85.60	27.57
营业利润率（%）	43.32	57.91	55.72	51.49
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	0.05	0.12	0.55	--
长期债务资本化比率（%）	46.89	50.24	44.90	44.43
全部债务资本化比率（%）	53.25	56.12	54.70	54.33
资产负债率（%）	59.04	57.41	61.19	61.15
流动比率（%）	82.54	87.05	34.74	42.80
速动比率（%）	82.48	86.96	34.69	42.76
经营现金流动负债比（%）	11.94	3.85	3.28	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.60	0.21	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

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. 本报告将公司本部其他流动负债有息部分纳入短期债务核算，将公司本部长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 公司本部 2023 年 1-3 月财务报表未经审计；4. “/”表示相关数据未获取，该指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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/营业总收入×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-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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种：

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 5 评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 赣交债 01	AAA	AAA	稳定	2023/3/29	刘艳、倪昕	收费公路企业信用评级方法 V4.0.202208 收费公路企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 赣交 K1	AAA	AAA	稳定	2023/03/15	刘艳、倪昕	收费公路企业信用评级方法 V4.0.202208 收费公路企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
22 赣交 03	AAA	AAA	稳定	2022/07/27	高朝群、刘艳	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	阅读全文
21 赣交 Y4、 21 赣交 Y5、 21 赣交 Y3、 21 赣交 Y2、 21 赣交 V1、 21 赣交 03、 21 赣交 02、 21 赣交 01、 20 赣速 03、 20 赣速 02、 20 高速 01、 19 赣高速 MTN002、 19 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/06/27	高朝群、刘艳	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	阅读全文
22 赣交 02	AAA	AAA	稳定	2022/06/01	高朝群、刘艳	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	阅读全文
22 赣交 01	AAA	AAA	稳定	2022/06/01	高朝群、刘艳	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	阅读全文
21 赣交 Y4	AAA	AAA	稳定	2021/11/03	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 Y5	AAA	AAA	稳定	2021/11/03	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 Y3	AAA	AAA	稳定	2021/08/02	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 Y2	AAA	AAA	稳定	2021/07/19	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 V1	AAA	AAA	稳定	2021/06/21	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 03	AAA	AAA	稳定	2021/06/21	袁琳、崔莹	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	阅读全文
21 赣交 02	AAA	AAA	稳定	2021/04/08	袁琳、黄静轩	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	阅读全文
21 赣交 01	AAA	AAA	稳定	2021/01/15	袁琳、崔莹	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	阅读全文

20 赣速 03	AAA	AAA	稳定	2020/11/18	袁琳、崔莹	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	阅读全文
20 赣速 02	AAA	AAA	稳定	2020/09/03	袁琳、王金磊	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	阅读全文
20 高速 01	AAA	AAA	稳定	2020/09/01	袁琳、王金磊	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	阅读全文
19 赣高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/08/14	黄琪融、任黛云	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	阅读全文
19 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/08/06	赵传第、任黛云	高速公路行业信用评级方法（2017 年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文