

信用评级公告

联合〔2021〕9644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及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年可续期公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定江西省交通投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，江西省交通投资集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（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：14/11

二〇二一年十一月三日

江西省交通投资集团有限责任公司

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(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 18.00 亿元 (含)

本期债券期限: 品种一 3+N 年, 品种二 5+N 年

偿还方式: 在公司不行使递延支付利息权的情况下, 按年付息; 在每个重定价周期末, 公司可选择全额兑付本期债券

偿付顺序: 本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

募集资金用途: 拟用于偿还有息债务本息

评级观点

江西省交通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较大、利润出现下滑及存在较大的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强, 公司综合竞争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。

评级时间: 2021 年 11 月 3 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均已在联合资信官网公开披露

优势

1. **外部发展环境良好。**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, 为公司经营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较大。**受 2020 年疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响, 公司 2020 年车流量及通行费收入出现下滑, 利润总额较上年下降 43.09%。2021 年半年度, 公司通行费收入较上年同期明显增长, 联合资信将持续关注公司高速公路运营业务恢复情况。
2. **存在较大的资本支出压力。**公司在建、拟建项目未来投资需求较大, 存在较大的资本支出压力。

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	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
外部支持				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

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	222.40	166.41	284.87	378.34
资产总额（亿元）	3148.51	3304.87	3411.28	3492.22
所有者权益（亿元）	1227.66	1285.68	1321.84	1332.83
短期债务（亿元）	386.64	432.41	338.13	355.55
长期债务（亿元）	1140.40	1095.17	1295.65	1452.24
全部债务（亿元）	1527.04	1527.58	1633.79	1807.78
营业收入（亿元）	230.65	280.27	286.72	169.43
利润总额（亿元）	32.47	29.54	16.81	33.12
EBITDA（亿元）	135.29	134.12	155.05	--
经营性净现金流（亿元）	129.00	197.88	125.67	-28.84
营业利润率（%）	39.31	35.83	26.04	39.38
净资产收益率（%）	2.06	1.61	0.88	--
资产负债率（%）	61.01	61.10	61.25	61.83
全部债务资本化比率（%）	55.43	54.30	55.28	57.56
流动比率（%）	56.14	62.50	83.66	109.03
经营现金流动负债比（%）	18.91	26.98	19.77	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.38	0.84	1.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.92	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.29	11.39	10.54	--
本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	2467.00	2645.50	2771.52	2847.79
所有者权益（亿元）	1068.99	1110.17	1135.85	1135.94
全部债务（亿元）	1196.38	1225.18	1284.56	1417.58
营业收入（亿元）	85.99	88.89	75.93	49.52
利润总额（亿元）	4.98	2.38	0.57	15.84
资产负债率（%）	56.67	58.04	59.02	60.11
全部债务资本化比率（%）	52.81	52.46	53.07	55.51
流动比率（%）	38.50	58.27	82.96	115.87
经营现金流动负债比（%）	18.40	33.63	11.94	--

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有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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	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
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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由江西省交通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、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。

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：



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

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第三期)

信用评级报告

一、主体概况

江西省交通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。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。2021 年 1 月,经江西省人民政府批准,公司名称变更为现名,并完成工商变更登记。截至 2021 年 6 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 2021 年 6 月末,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 2021 年 6 月末,公司合并范围内主要一级子公司 17 家。

截至 2020 年末,公司资产总额 3411.28 亿元,所有者权益 1321.84 亿元(含少数股东权益 88.21 亿元)。2020 年,公司实现营业收入 286.72 亿元,利润总额 16.81 亿元。

截至 2021 年 6 月末,公司资产总额 3492.22 亿元,所有者权益 1332.83 亿元(含少数股东权

益 90.31 亿元)。2021 年 1—6 月,公司实现营业收入 169.43 亿元,利润总额 33.12 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 200 亿元(含)的公司债券,采取分期发行方式。

本期债券名称为“江西省交通投资集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第三期)”,发行规模为不超过 18.00 亿元(含)。本期债券分为两个品种,品种一的基础期限为 3 年,以每 3 个计息年度为一个周期,在每个周期末,公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年),或选择在该周期末到期全额兑付。品种二的基础期限为 5 年,以每 5 个计息年度为一个周期,在每个周期末,公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 5 年),或选择在该周期末到期全额兑付。两个品种之间可以双向回拨。本期债券票面金额为 100 元,按面值平价发行。

本期债券募集资金拟用于偿还公司有息债务本息。

本期债券为可续期公司债券,在条款设置上区别于普通公司债券,具有一定特殊性。

债券利率及确定方式

本期债券为固定利率债券,单利按年计息,不计复利。如有递延,则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围

内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

递延支付利息条款

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息及递延支付利息的限制

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）母公司向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，母公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

赎回选择权

公司在满足以下两种情况之一时，可以赎回本期债券。（1）公司因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规的改变或修正，相关法

律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

（2）公司因会计准则变更进行赎回。根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

基于以上条款，可得出如下结论：

（1）本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。从清偿顺序角度分析，本期债券与普通债务清偿顺序一致。

（2）本期债券为可续期公司债券，若公司选择延长本期债券期限，则在后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，若公司选择延长本期债券期限，票面利率调升幅度较大，公司选择延长本期债券期限的可能性较小。一旦公司选择行使相关权利，导致本期债券本金支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度加快0.31个百分点，低于2019年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。

具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%，均已经高于疫情前2019年上半年的水平（2019年上半年分别为3.10%和5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为4.89%，远未达到2019年上半年7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表1 2018—2021年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP增速(%)	6.75	6.00	2.30	12.70(5.31)
规模以上工业增加值增速(%)	6.20	5.70	2.80	15.90(6.95)
固定资产投资增速(%)	5.90	5.40	2.90	12.60(4.40)
社会消费品零售总额增速(%)	8.98	8.00	-3.90	23.00(4.39)
出口增速(%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速(%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI同比(%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI同比(%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率(%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速(%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速(%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于2019年水平，是掣肘GDP增速的主要因素。2021年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现21.19万亿元，同比增长23.00%，两年平均增长4.39%（2019年上半年为8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成25.59万亿元，同比增长12.60%，6月份环比增长0.35%；两年平均增长4.40%，比一季度加快1.50个百分点，低于疫情前2019年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021年上半年，中国货物贸易进出口总值2.79万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口1.52万亿美元，增长38.60%；进口1.27万亿美元，增长36.00%；

贸易顺差2515.20亿美元。

上半年CPI温和上涨，PPI持续上涨但6月涨幅略有回落。2021年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5月PPI同比涨幅逐月走高至9.00%；6月涨幅小幅回落至8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格6月小幅回落。PPI同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至6月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在11.00%。上半年新增社融17.74万亿元，虽同比少增3.09万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出

上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业分析

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定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，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。

(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》，公路按其所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《2019—2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年末提高 0.12 个百分点。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、云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。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；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，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。

表 2 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量 (亿人公里)	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量 (亿吨)	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量 (亿吨公里)	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，

货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重

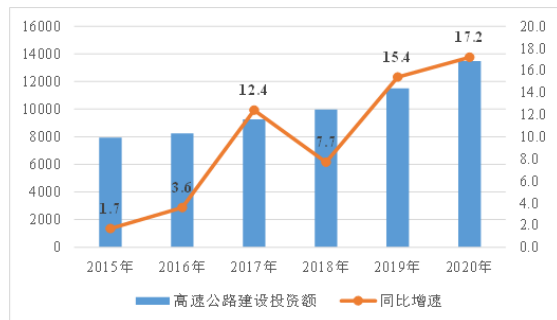
影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

(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。2020年，中国高速公路建设完成投资13479亿元，增长17.2%，增速较2019年（15.4%）提升1.8个百分点，投资规模及增速维持高位。

图1 2015—2020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%，其他债务占比为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。2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019年占78.12%。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 2015—2019年中国高速公路通行费收入、支出及变动情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40
支出总额(亿元)	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07
偿还债务本金支出(亿元)	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45
收支缺口(亿元)	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 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）》，开始由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。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》（国办发〔2018〕91号），以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《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》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，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有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020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受疫情影响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。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解

公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

(4) 未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

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。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程2.5万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域环境

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《江西省国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020年江西省分别实现地区生产总值21984.8亿元、24757.5亿元和25691.5亿元。2020年江西省地区生产总值较上年增长3.8%。其中，第一产业增加值2241.6亿元，较上年增长2.2%；第二产业增加值11084.8亿元，较上年增长4.0%；第三产业增加值12365.1亿元，较上年增长4.0%；三次产业结构为8.7:43.2:48.1。

经济的发展带动江西省财政实力持续增强。2018—2020，江西省财政总收入分别为3795.0亿元、4001.5亿元和4048.3亿元。2020年财政总收入较上年增长1.2%，增速回落4.2个百分点。其中，一般公共预算收入2507.5亿元，较上年增长0.8%；税收收入占一般公共预算收入的比重为67.88%。全年一般公共预算支出6666.1亿元，较上年增长4.4%。江西省财政自给率为37.62%。

2021年1—6月，江西省实现地区生产总值13977.2亿元，较上年同期增长12.9%；一般公共预算收入1708.2亿元，较上年同期增长18.8%。

交通运输领域，根据《2020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957.1亿元，较上年增长46%。其中，高速公路建设完成投资377.4亿元，较上年增长170%。截至2020年末，江西省公路总里程210641.50公里，其中高速公路里程6234.11公里，较上年增加90公里。2020年，江西省完成公路客运量3.36亿人次，旅客周转量180.89亿人公里，分别较上年下降26.8%和25.9%；完成货运量14.2亿吨，货运周转量3247.1亿吨公里。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. 股权状况

截至 2021 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。

截至 2021 年 6 月末，公司运营管理的高速公路里程为 5354 公里，为 2020 年末江西省高速公路通车总里程的 85.88%²。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丰富的企业管理经验。公司董事缺位，但未影响董事会运作。公司人员配置能够满足经营与管理需要。

截至 2021 年 9 月末，公司共有高级管理人员 11 人。

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³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 2021 年 6 月末，公司在职员工 12795 人。按照文化素质划分，大专以下学历员工占 30.45%，大专学历员工占 30.41%，本科及以上学历占 39.14%。按照年龄划分，30 岁以下的员工占 22.10%，31~50 岁的员工占 67.86%，51 岁以上的员工占 10.04%。

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。

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

² 未获取截至 2021 年 6 月末江西省高速公路通车总里程

³ 现名为江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司

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。2018—2020 年，公司分别获得 18.00 亿元、4.93 亿元和 9.00 亿元车购税补助资金，公司将其计入资本公积。

2017—2018 年及 2020 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、0.73 亿元和 1.20 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。2018—2020 年，公司分别收到收费还贷高速公路运营补贴 1.00 亿元、1.00 亿元和 5.00 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），2018—2020 年，公司分别收到江西省财政厅给予的财政支持款 9.41 亿元、3.97 亿元和 2.09 亿元，公司将其计入营业外收入。

截至 2020 年末，公司递延收益中政府补助 16.74 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（自主查询版，中征码：3601010000982892），截至 2021 年 8 月 25 日，公司本部未结清的关注类贷款 1 笔，根据中国农业银行股份有限公司抚州分行抚河支行提供的说明，由于抚河支行营业部操作失误，导致系统扣息失败，该笔贷款因此转入关注类；已结清信贷信息中存在 1 笔关注类贷款，依据中国农业银行股份有限公司吉安分行提供的说明文件，该笔贷款因银行操作失误导致扣息出错，致使该笔贷款转入关注类。

截至 2021 年 11 月 1 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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。董事会设董事长 1 名，董事长为公司法定代表人。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 2021 年 9 月末，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

公司内部管理体系健全。

公司根据职能定位、业务特点等设置了规划建设部、财务管理部和运营管理部等职能部门，并制定了健全的管理制度，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，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

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，但受毛利率较低的公路工程收入占比持续提升以及 2020 年收入占比较高的车辆通行费毛利率下降的影响，公司综合毛利率水平持续下滑。

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。2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 11.49%，主营业务收入占比维持在 98.00%以上。

各业务板块方面，2019 年，受益于收费里程增长以及车流量的自然增长，公司车辆通行费收入有所增长，2020 年由于疫情防控期间免收高速通行费，公司车辆通行费收入较上年下降 13.06%。2018—2020 年，公司公路工程收入逐年增长，年均复合增长 44.59%，主要系施工产值逐年增加所致。同期，公司成品油销售收入逐年增长，年均复合增长 32.95%，主要系成品油销售量逐年增加所致。2018—2020 年，公司房地产销售收入波动增长，年均复合增长

21.98%，主要受房地产结转项目影响。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 4 公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 月		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
车辆通行费	146.50	63.52	55.49	150.58	53.73	56.41	130.91	45.66	42.72	85.88	50.69	66.52
公路工程	42.19	18.29	11.81	66.20	23.62	9.54	88.20	30.76	11.95	43.35	25.59	7.39
成品油销售	15.83	6.87	9.27	24.20	8.63	11.80	27.98	9.76	15.23	19.76	11.66	18.67
房地产销售	8.61	3.73	16.93	20.15	7.19	22.83	12.81	4.47	20.98	1.87	1.11	21.13
高速服务区	3.21	1.39	28.96	5.53	1.97	31.63	4.31	1.50	16.39	1.98	1.17	5.1
材料销售	10.62	4.61	5.31	9.16	3.27	5.22	19.33	6.74	6.45	13.56	8.00	4.86
其他业务	3.69	1.60	22.06	4.44	1.59	10.80	3.18	1.11	13.21	3.03	1.79	69.64
合计	230.65	100.00	39.67	280.27	100.00	36.18	286.72	100.00	26.43	169.43	100.00	39.71

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，2018—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；2020 年受疫情防控期间免收高速通行费及车流量下降影响，上述两项业务毛利率大幅下降。2018—2020 年，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以及 2020 年收入占比较高的车辆通行费毛利率下降，公司综合毛利率水平逐年下滑。

2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 169.43 亿元，为上年的 59.09%；综合毛利率为 39.71%。

2. 高速公路投资建设和运营管理

公司高速公路收费里程保持增长，但受 2020 年疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司 2020 年车流量及通行费收入出现下滑。2021 年上半年，公司通行费收入较上年同期明显增长。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

2019 年，公司建成广吉高速、抚州东外环，新增收费里程 213 公里。2020 年，公司建成宜丰联络线，增加收费里程 25 公里。2021 年上半年，公司无新通车路产。截至 2021 年 6 月末，公司已建成高速公路 51 条，经营管理高速公路里程 5354 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，35 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、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。

2019 年，由于收费里程不断增长、新通车路产车流量的自然增长以及路网效应释放，公司通行费收入和车流量有所增长。2020 年，受疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司通行费收入和车流量出现了下滑。2018—2020 年，公司通行费收入分别为 146.50 亿元、150.58 亿元和 130.91 亿元，同期日均车流量分别为 57.03 万辆/日、62.65 万辆/日和 54.64 万辆/日。

表5 截至2021年6月末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)			
							2018年	2019年	2020年	2021年 1-6月
公司本部	1	泰井高速	2005.01—2030.01	63	100.00	经营性	0.35	0.37	0.25	0.17
	2	乐温高速	2005.11—2025.10	70	100.00	还贷性	3.59	3.71	3.30	2.50
	3	温沙高速	2004.08—2034.07	172	100.00	还贷性	4.67	4.67	3.90	2.88
	4	鹰瑞高速(北)	2010.09—2030.09	220	100.00	还贷性	16.07	14.91	14.13	8.39
	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	8.33	8.28	6.93	4.44
	7	景婺黄高速	2006.11—2026.10	150	100.00	还贷性	3.19	3.46	2.91	2.14
	8	武吉高速	2008.01—2028.01	286	100.00	还贷性	6.27	5.64	5.58	3.56
	9	石吉高速	2010.09—2030.09	191	100.00	还贷性	3.65	2.62	2.77	1.76
	10	泰赣高速	2004.01—2034.01	128	100.00	还贷性	9.43	9.43	8.54	5.26
	11	瑞赣高速	2009.04—2029.04	129	100.00	还贷性	5.52	5.62	3.84	2.17
	12	永武高速	2011.09—2031.09	104	100.00	还贷性	1.03	1.01	0.88	0.55
	13	隘瑞高速	2011.10—2031.10	29	100.00	还贷性	0.53	0.56	0.48	0.30
	14	昌北机场高速	1999.01—2030.03	3	100.00	还贷性	0.18	0.18	0.15	0.10
	15	德上高速	2012.12.31—	62	51.00	经营性	0.55	0.57	0.45	0.28
	16	抚吉高速	2012.12.31—	179	100.00	经营性	1.63	1.68	1.27	0.89
	17	吉莲高速	2012.12.31—	106	100.00	还贷性	1.83	1.69	1.19	0.83
	18	赣崇高速	2012.12.31—	88	60.00	还贷性	1.05	1.13	0.82	0.53
	19	井睦高速	2013.10.28—	43	100.00	经营性	0.17	0.18	0.15	0.10
	20	萍洪高速	2014.12—2044.12	34	100.00	经营性	0.47	0.43	0.29	0.20
	21	万宜高速	2014.12—2044.12	37	100.00	经营性	0.36	0.40	0.34	0.19
	22	金抚高速	2015.09—2045.09	40	100.00	经营性	0.44	0.55	0.53	0.37
	23	昌宁高速	2016.01—2045.12	249	100.00	经营性	1.71	2.36	1.73	1.43
	24	昌栗高速	2016.01—2045.12	221	100.00	经营性	3.00	3.29	3.21	2.14
	25	昌宁高速南昌连接线	2017.01—2047.01	12	100.00	经营性	0.16	0.16	0.17	0.12
	26	宁安高速	2017.01—2047.01	215	100.00	经营性	4.78	5.51	4.50	2.83
	27	安定高速	2017.01—2047.01		100.00	经营性	1.48	0.90	0.76	0.48
	28	定南联络线	2017.01—2047.01	39	100.00	经营性	--	0.79	0.67	0.40
	29	东昌高速	2017.01—2047.01	152	100.00	经营性	4.80	4.92	4.17	2.78
	30	铜万高速	2017.01—2047.01	69	100.00	经营性	0.13	0.15	0.09	0.12
	31	修平高速	2017.01—2047.01	80	100.00	经营性	0.25	0.35	0.19	0.08
	32	广吉高速	2019.01—2039.01	190	100.00	还贷性	--	1.45	0.65	0.66
	33	抚州东外环	2019.12—2049.12	23	100.00	经营性	--	--	0.05	0.05
	34	宜丰联络线	2020.12—2050.11	25	100.00	经营性	--	--	*	0.08
赣粤高速	1	昌九高速	1998.04—2030.03	137	51.98	经营性	7.79	7.62	8.03	5.43

	2	昌樟高速	1999.07—2044.03	105	51.98	经营性	6.05	5.51	5.49	3.65
	3	温厚高速	1999.01—2028.12	36	51.98	经营性	1.00	1.03	0.79	0.57
	4	九景高速	2000.11—2030.11	148	51.98	经营性	6.40	6.30	4.20	2.94
	5	彭湖高速	2010.09—2040.09	64	51.98	经营性	1.24	1.46	1.13	0.84
	6	昌泰高速	2003.06—2033.06	148	39.85	经营性	6.95	6.83	6.19	3.90
	7	昌奉高速	2011.12—2041.12	39	73.33	经营性	1.76	1.89	1.44	0.53
	8	奉铜高速	2012.10—2042.10	131	73.33	经营性				0.51
公路开发公司	1	梨温高速	2002.12—2032.12	245	100.00	经营性	18.40	18.78	15.68	9.86
	2	景鹰高速	2007.11—2037.11	203	100.00	经营性	5.46	6.37	5.70	3.60
	3	德昌高速	2011.09—2041.09	205	100.00	经营性	4.54	5.36	4.73	3.51
	4	祁浮高速	2012.08—2042.08	16	100.00	经营性	0.10	0.11	0.08	0.07
	5	九江绕城高速	2014.12—2044.12	47	100.00	经营性	0.30	0.34	0.46	0.25
	6	都九高速星子至九江段	2014.12—2044.12	16	100.00	经营性	0.15	0.61	1.19	0.87
	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	0.73	0.86	0.80	0.51
	9	船广高速	2017.01—2047.01	22	100.00	经营性	0.03	0.07	0.09	0.08
合计		--	--	5354	--	--	146.50	150.58	130.91	85.91

注：1. 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；宜丰联络线于 2020 年 12 月末通车，当年实现通行费收入为 5.23 万元；6. 2021 年 1—6 月车辆通行费收入合计数与表 4 的车辆通行费收入不等系统计口径差异所致
资料来源：公司提供

2021 年 1—6 月，公司通行费收入较上年同期的 41.25 亿元增长明显，为上年全年的 65.60%。

（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 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 0.45 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 0.18 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。2018—2020 年，公司养护费

用支出合计分别为 12.01 亿元、16.83 亿元和 23.55 亿元，2020 年公司养护成本为 39.36 万元/公里，较上年有所增长，主要系增加了安全防护、提质增效等养护工作所致。

（4）在建高速公路

截至 2021 年 6 月末，公司共有 6 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 844.50 亿元，截至 2021 年 6 月末已累计投入 495.04 亿元。

表 7 截至 2021 年 6 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
萍乡至莲花高速	75.29	93.27	90.74
大广高速南康至龙南扩容工程	142.67	199.58	152.43
赣皖界至婺源段新建工程	40.75	68.25	39.00
宜春至遂川高速	194.87	280.81	147.78
寻乌至龙川高速	26.86	35.68	22.49
大广高速吉安至南康段改扩建	144.71	166.91	42.60
合计	625.14	844.50	495.04

资料来源：公司提供

截至 2021 年 6 月末，公司拟建项目为 5 条路产，建设里程为 617.67 公里，计划总投资 934.59 亿元。其中，还贷性公路 2 条，建设里程为 301.95 公里，计划总投资 507.60 亿元，资金均来源于收费公路专项债。

截至 2021 年 6 月末，公司在建和拟建高速公路项目尚需投资 1284.05 亿元，公司未来面临较大的资金支出压力。

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的补充。

（1）公路工程

公司公路工程业务的经营主体为交通工程集团及其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”，系 2019 年 11 月并入交通工程集团并完成工商登记变更）。

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。2018—2020 年及 2021 年 1—6 月，交通工程集团分别签订合同数 52 个、74 个、90 个和 30 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 113.09 亿元、114.33 亿元、215.45 亿元和 62.92 亿元。截至 2021 年 6 月末，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。公司主要 PPP 项目总投资 63.85 亿元，已完成投资 8.35 亿元，尚需较大规模的投资。公司 PPP 项目回报机制主要为政府付费，其中 6 个项目已进入运营期，累计回款 6.66 亿元。

2018 年，赣粤高速工程公司签订合同数为 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，新签合同金额为 20.52 亿元。赣粤高速工程公司 2019 年及以后新签合同及在建项目等情况并入交通工程集团统计。

(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 2021 年 6 月末，实业公司经营 11 家加油站，石化公司经营 80 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责任公司、江西嘉浔置业有限公司、江西昌泰高速公路有限责任公司、江西省高速置业发展有限责任公司。

截至 2021 年 6 月末，公司在建房地产开发项目共 10 个，位于高安市、南昌市、九江市、宜春市和瑞金市等江西省内地区。公司在建项目占地面积共 96.39 万平方米，计划总投资为 91.30 亿元，已投资 51.74 亿元，未来面临较大的资金支出压力。

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，增加高速公路收费里程。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 2018—2020 年审计报告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 2021 年半年度财务报表未经审计。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，截至 2021 年 6 月末，公司合并范围内主要一级子公司 17 家。2018 年，公司合并范围内增加 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，公司合并范围内增加 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，公司合并范围内增加 1 家子公司，减少 3 家子公司。2021 年半年度公司合并范围内增加 1 家子公司，系新设成立。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

公司资产总额持续增长，其中高速公路项目建设形成的固定资产以及优质股权投资规模大，公司资产质量高。

2018—2020 年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 4.09%。公司资产结构以非流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	383.01	12.16	458.35	13.87	531.83	15.59	653.53	18.71
货币资金	222.10	7.05	151.47	4.58	269.08	7.89	365.77	10.47
其他流动资产	11.50	0.37	142.52	4.31	82.01	2.40	67.85	1.94
非流动资产	2765.50	87.84	2846.51	86.13	2879.45	84.41	2838.70	81.29
可供出售金融资产	23.67	0.75	143.68	4.35	2.55	0.07	0.00	0.00

长期股权投资	86.92	2.76	95.95	2.90	253.63	7.44	266.99	7.65
固定资产	2357.69	74.88	2506.94	75.86	2503.41	73.39	2448.74	70.12
资产总额	3148.51	100.00	3304.87	100.00	3411.28	100.00	3492.22	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 17.84%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致。

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.07%。截至 2020 年末，公司货币资金主要由银行存款（占 98.97%）构成，使用受限的资金 2.74 亿元，资金受限比例低。

2018—2020 年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 167.00%，主要系购买的理财产品和结构性存款规模增加所致。截至 2020 年末，公司其他流动资产主要由理财产品（余额 50.84 亿元）和结构性存款（余额 11.70 亿元）构成。

2018—2020 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 2.04%。

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降 67.17%，主要系 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%），因当年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，2020 年公司获得广发银行董事席位，对其投资转为计入长期股权投资所致。截至 2020 年末，公司可供出售金融资产均按成本计量。

2018—2020 年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 70.82%，一方面系对广发银行的投资转入该科目核算，另一方面系权益法下确认的投资收益增加。

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 3.04%。截至 2020 年末，公司固定资产主要由公路资产（占 93.56%）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 292.20 亿元；固定资产成新率 90.27%，成新率高。

截至 2020 年末，公司受限资产共计 5.27 亿元，资产受限规模较小。此外，公司质押借款余额为 732.33 亿元，质押物为高速公路收费权及 PPP 项目合同收款权。

截至 2021 年 6 月末，公司资产总额和资产结构较上年末变化不大。其中，货币资金较上年末增长 35.93%，主要系融资规模扩大所致；存货较上年末下降 40.49%，主要系公司执行新收入准则，将已经履行履约义务但尚未与客户结算的金额在合同资产科目列示，公司存货相应减少所致。

3. 资本结构

公司所有者权益逐年增长，以资本公积和其他权益工具为主，所有者权益稳定性尚可。

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 3.76%。截至 2020 年末，公司所有者权益 1321.84 亿元，主要由实收资本（为 95.05 亿元，占 7.19%）、其他权益工具（为 258.23 亿元，占 19.54%）、资本公积（为 741.83 亿元，占 56.12%）、未分配利润（为 106.45 亿元，占 8.05%）和少数股东权益（为 88.21 亿元，占 6.67%）构成。

2018—2020 年末，公司实收资本未发生变化，均为 95.05 亿元。

2018—2020 年末，公司其他权益工具逐年增长，年均复合增长 11.34%，主要系持续发行永续债券所致。

2018—2020 年末，公司资本公积逐年增长，年均复合增长 1.18%，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 2021 年 6 月末，公司所有者权益规模较上年末略有增长，所有者权益构成较上年末变化不大，稳定性尚可。

公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

2018—2020 年末，公司负债总额逐年增长，
 年均复合增长 4.30%。公司负债结构以非流动

负债为主。

表 9 公司负债主要构成情况

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	682.23	35.52	733.39	36.32	635.71	30.42	599.43	27.76
短期借款	119.94	6.24	118.69	5.88	181.95	8.71	166.56	7.71
应付账款	191.62	9.98	217.80	10.79	217.27	10.40	150.25	6.96
一年内到期的非流动负债	97.06	5.05	133.05	6.59	116.97	5.60	59.75	2.77
其他流动负债	164.11	8.54	174.53	8.64	25.81	1.24	108.80	5.04
非流动负债	1238.62	64.48	1285.80	63.68	1453.73	69.58	1559.96	72.24
长期借款	808.63	42.10	825.41	40.88	875.42	41.90	891.69	41.29
应付债券	331.31	17.25	269.45	13.34	339.93	16.27	434.97	20.14
长期应付款	66.11	3.44	157.91	7.82	204.00	9.76	196.50	9.10
负债总额	1920.85	100.00	2019.18	100.00	2089.45	100.00	2159.39	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动负债波动下降，
 年均复合下降 3.47%。

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，
 年均复合增长 23.17%，主要系融资规模扩大所致。
 截至 2020 年末，公司短期借款主要由信用
 借款（占 92.88%）构成。

2018—2020 年末，公司应付账款波动增长，
 年均复合增长 6.48%。截至 2020 年末，公司应
 付账款主要为应付工程款，账龄以 1 年以上（占
 68.15%）为主。

2018—2020 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 9.77%。截至
 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债主要
 为一年内到期的长期借款 57.46 亿元和一年内到
 期的应付债券 57.48 亿元。

公司其他流动负债主要为发行的超短期融
 资券。2018—2020 年末，公司其他流动负债波
 动下降，年均复合下降 60.34%，由于超短期融
 资券到期兑付，2020 年末公司其他流动负债较
 上年末大幅下降 85.21%。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。

2018—2020 年末，公司非流动负债逐年增
 长，年均复合增长 8.34%，主要系长期应付款和
 应付债券增长所致。

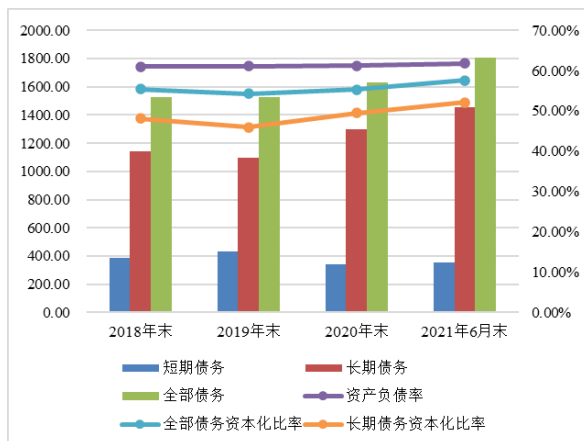
2018—2020 年末，公司长期借款逐年增长，
 年均复合增长 4.05%。截至 2020 年末，公司长
 期借款主要由质押借款（占 83.65%）和信用借
 款（占 15.30%）构成，质押物为公司及子公司
 的高速公路收费权及 PPP 项目合同收款权。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，
 年均复合增长 1.29%。

2018—2020 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 75.67%，
 2019 年末增长主要系公司新增 102.85 亿元江西
 省政府收费公路专项债券，2020 年末增长主要
 系新增较多融资租赁款所致。本报告将长期应付
 款有息部分纳入长期债务核算。

2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，
 年均复合增长 3.44%。截至 2020 年末，公司全
 部债务 1633.79 亿元，较上年末增长 6.95%。其
 中，短期债务 338.13 亿元（占 20.70%），较上
 年末下降 21.80%，主要系较多短期融资券到期
 兑付所致；长期债务 1295.65 亿元（占 79.30%），
 较上年末增长 18.31%。同期，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较
 为稳定。截至 2020 年末上述指标分别为 61.25%、
 55.28%和 49.50%。

图2 公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供

截至2021年6月末，公司负债总额较上年末增长3.35%，负债总额和结构较上年末变化不大。其中，应付债券较上年末增长27.96%。

截至2021年6月末，公司全部债务1807.78亿元，较上年末增长10.65%，仍以长期债务为主。同期，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有所增加，分别较上年末增加0.58个百分点、2.28个百分点和2.64个百分点至61.83%、57.56%和52.14%。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2021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67.88%、64.29%和59.73%，债务负担较调整前加重明显，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，其他收益和投资收益对公司利润贡献大，受疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司盈利能力有所下降，但整体盈利水平尚可。

2018—2020年，公司营业总收入（含利息收入）和营业收入均逐年增长。同期，公司营业成本同趋势变动，但增幅大于营业收入增幅。同期，公司利润总额逐年下降。

表10 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
营业总收入	230.68	280.95	287.37	169.72
营业收入	230.65	280.27	286.72	169.43
营业成本	139.14	178.85	210.94	102.16
费用总额	75.58	80.77	83.06	43.74
其中：管理费用	9.16	10.52	11.43	5.29
财务费用	64.56	67.27	65.51	35.20
其他收益	1.16	1.21	5.43	0.86
投资收益	5.99	5.07	16.72	10.45
利润总额	32.47	29.54	16.81	33.12
营业利润率（%）	39.31	35.83	26.04	39.38
总资本收益率（%）	3.24	3.15	3.73	--
净资产收益率（%）	2.06	1.61	0.88	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长4.83%。2020年，公司期间费用主要由管理费用（占13.77%）和财务费用（占78.87%）构成。2018—2020年，公司期间费用占营业收入的比重波动下降，2020年为28.97%，期间费用对公司利润侵蚀较大。

2018—2020年，公司投资收益波动增长，2020年公司投资收益较上年大幅增长229.57%，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，其中持有广发银行股权实现的投资收益为9.59亿元；其他收益逐年增长，主要为高速公路运营补贴。其他收益和投资收益对公司利润贡献大。

从盈利指标看，2018—2020年，公司营业利润率和净资产收益率逐年下降，系受疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响；总资本收益率波动增长。公司整体盈利水平尚可。

2021年1—6月，公司营业总收入和营业收入分别较上年同期增长102.96%和103.22%，主要系上年同期疫情防控期间高速公路免收车辆通行费所致。

从同行业公司来看，2020年，受新冠肺炎疫情影响，可比公司利润总额均大幅下滑。2021年1—6月，同行业公司经营业绩明显回升。

表 11 可比公司营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

公司简称	营业收入				利润总额			
	2020 年	2020 年 同比增长率	2021 年 1-6 月	2021 年 1-6 月 同比增长率	2020 年	2020 年 同比增长率	2021 年 1-6 月	2021 年 1-6 月 同比增长率
公司	286.72	2.30	169.43	103.22	16.81	-43.09	33.12	139.98
广东省高速公路有限公司	96.65	-20.93	61.71	126.54	7.14	154.73	7.04	125.04
湖北省交通投资集团有限公司	331.35	-0.54	181.04	59.92	23.80	-53.09	21.61	236.19
福建省高速公路集团有限公司	190.48	5.12	119.02	70.60	-7.52	-141.60	14.82	157.85

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

公司收入实现质量高，2018—2020 年经营活动现金呈持续净流入，2021 年 1—6 月由于支付往来款规模大，经营活动现金转为净流出。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，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
经营活动现金流入小计	298.50	430.87	371.71	190.17
经营活动现金流出小计	126.50	232.99	246.04	219.00
经营活动现金流量净额	172.00	197.88	125.67	-28.84
投资活动现金流入小计	11.35	17.70	56.45	55.95
投资活动现金流出小计	230.92	228.13	131.80	57.59
投资活动现金流量净额	-219.57	-210.43	-75.34	-1.64
筹资活动现金流入小计	858.30	772.91	932.30	691.68
筹资活动现金流出小计	714.13	830.71	865.62	564.49
筹资活动现金流量净额	144.17	-57.80	66.69	127.19
现金收入比	100.30	96.80	99.03	99.87

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 20.62%。2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 283.93 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 85.74 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，2018—2020 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 39.46%。2018—2020 年，公司经营活动现金流持续净流入。同期，公司现金收入

比均超过 95%，收入实现质量高。

从投资活动看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入规模逐年增长，年均复合增长 123.06%。2020 年，公司投资活动现金流入量较上年增长 218.88%，主要系购买的理财产品及结构性存款增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流出量逐年下降，年均复合下降 24.45%。2020 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）49.62 亿元，投资支付的现金 78.82 亿元（主要为购买理财产品及结构性存款的支出）。2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 1.71%。2020 年，公司筹资活动现金流入量较上年增长 20.62%，主要系融资规模扩大所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 10.10%。2020 年，公司筹资活动现金流出量较上年增长 4.20%，主要系公司偿还债务规模扩大所致。2020 年，公司筹资活动现金流量净额由负转正。

2021 年 1—6 月，由于公司支付的往来款规模扩大，公司经营活动现金转为净流出；投资活动现金仍持续净流出，筹资活动现金呈净流入。

6. 偿债能力

从偿债指标看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力较强，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 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 6 月(末)
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	56.14	62.50	83.66	109.03
	速动比率 (%)	41.86	49.89	67.56	98.86
	现金短期债 务比(倍)	0.58	0.38	0.84	1.06
长期 偿债 能力 指标	EBITDA (亿 元)	135.29	134.12	155.05	--
	全部债务 /EBITDA (倍)	11.29	11.39	10.54	--
	EBITDA 利息 倍数(倍)	1.98	1.92	1.56	--

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，2018—2020 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增长。公司货币资金受限规模小，若剔除受限货币资金，截至 2020 年末，公司现金短期债务比下降至 0.83 倍。截至 2021 年 6 月末，上述指标均较上年末有所提升，短期偿债能力指标表现强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长，全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数逐年下降。公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2021 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 4465.92 亿元，已使用授信额度为 1632.05 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2021 年 10 月 20 日，公司无对外担保，无涉案金额超过 1000 万元的重大未决诉讼。

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，债务负担较重，短期偿债压力一般。

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强。

截至 2020 年末，母公司资产总额占合并口径资产总额的比重为 81.25%，负债总额占合并口径资产总额的比重为 78.28%，资产和负债主要集中在母公司。2020 年，母公司营业收入占

合并口径营业收入的比重为 26.48%，业务主要由子公司开展。

从债务方面来看，2018—2020 年末，母公司全部债务逐年增长，年均复合增长 3.62%，以长期债务为主。若将永续债调整至长期债务进行偿债指标测算，调整后，截至 2020 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 68.33%、64.11%和 59.08%，母公司债务负担较重。截至 2020 年末，母公司现金短期债务比为 0.61 倍，短期偿债压力一般。

2018—2020 年末，母公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 3.08%。其中，其他权益工具占比偏高，所有者权益稳定性尚可。

2018—2020 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 6.03%。2020 年，母公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.17%和 0.05%。母公司整体盈利能力较弱。

截至 2021 年 6 月末，母公司资产总额 2847.79 亿元，所有者权益为 1135.94 亿元。2021 年 1—6 月，母公司营业收入 49.52 亿元，利润总额 15.84 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 2021 年 6 月末，公司所有者权益为 1332.83 亿元，本期拟发行可续期公司债券不超过 18.00 亿元，本期债券发行后，在其他条件不变的情况下，公司所有者权益将增至 1350.83 亿元。

根据债券条款，公司将本期债券计入权益，以 2021 年 6 月末财务数据为基础测算，假设本期募集资金净额为 18.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 61.52%、57.23%和 51.81%，分别较发行前减少 0.32 个百分点、0.33 个百分点和 0.33 个百分点。

若将本期债券计入债务，以 2021 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 18.00 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 61.83%、57.56%和 52.14%上升至 62.03%、57.80%和 52.45%,公司负债水平略有上升,债务负担略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

若本期债券发行金额为 18.00 亿元,2018—2020 年,公司 EBITDA 分别为 135.29 亿元、134.12 亿元和 155.05 亿元,分别为本期债券发行额度的 7.52 倍、7.45 倍和 8.61 倍。同期,公司经营活动产生的现金流入分别为 255.50 亿元、430.87 亿元和 371.71 亿元,分别为本期债券发行额度的 14.19 倍、23.94 倍和 20.65 倍;经营活动现金流量净额分别为 129.00 亿元、197.88 亿元和 125.67 亿元,分别为本期债券发行额度的 7.17 倍、10.99 倍和 6.98 倍。整体看,公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动现金流量净额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。

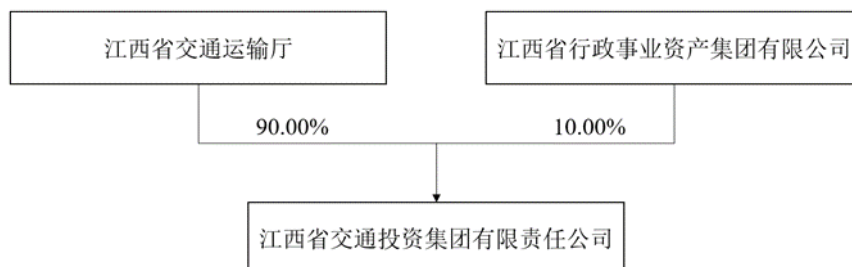
十、结论

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较大、利润出现下滑及存在较大的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强,公司综合竞争实力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

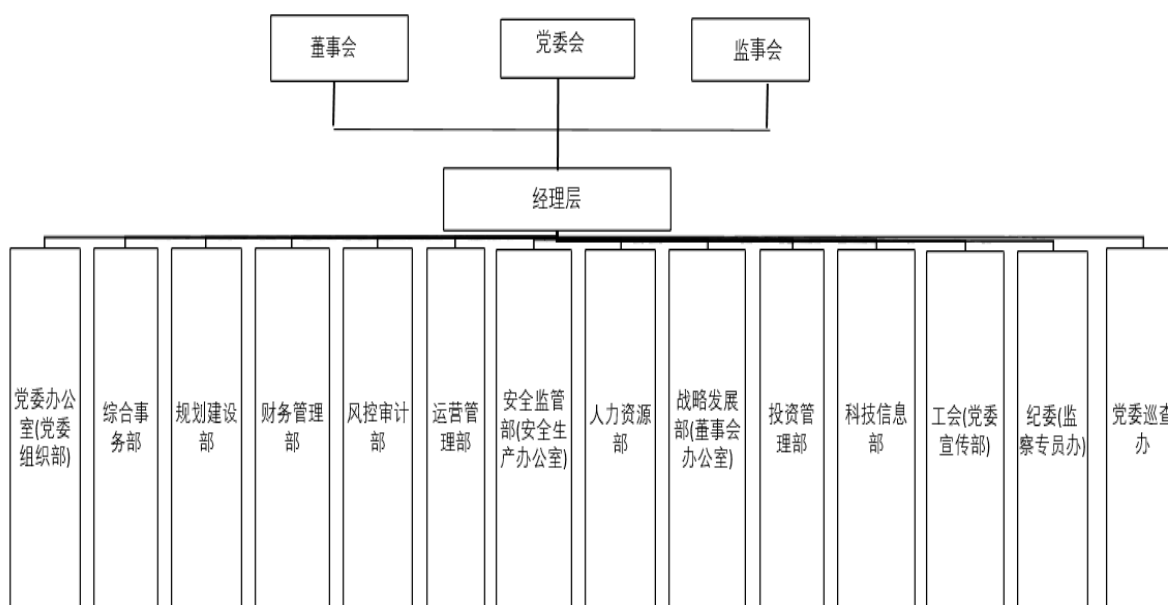
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险极低,本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 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 2021 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 2021 年 6 月末公司合并范围内主要一级子公司情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	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	233540.70	52.51	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	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	江西省赣崇高速公路有限责任公司	6000.00	60.00	60.00	投资设立
5	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
6	江西交通咨询有限公司	4000.00	100.00	100.00	政府划拨
7	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
8	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
9	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
10	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
11	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
12	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
13	江西高速石化有限责任公司	10204.08	51.00	51.00	投资设立
14	江西省交通工程集团有限公司	200000.00	100.00	100.00	政府划拨
15	江西省公路管理局物资储运总站	5257.00	100.00	100.00	政府划拨
16	江西高速集团财务有限公司	510000.00	98.43	99.81	投资设立
17	江西省交通科学研究院有限公司	10000.00	100.00	100.00	投资设立

注：1. 2021 年 4 月，江西省交通运输厅将公司持有的赣粤高速 4.99% 的股权无偿划转给江西省港行建设投资集团有限公司，划转后公司对赣粤高速的持股比例下降为 47.52%，该事项尚未完成工商变更登记；2. 2021 年 8 月 23 日，江西省交通工程集团有限公司注册资本变更为 255000 万元，公司持股比例不变；3. 江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司已于 2021 年 10 月 12 日注销

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	222.40	166.41	284.87	378.34
资产总额（亿元）	3148.51	3304.87	3411.28	3492.22
所有者权益（亿元）	1227.66	1285.68	1321.84	1332.83
短期债务（亿元）	386.64	432.41	338.13	355.55
长期债务（亿元）	1140.40	1095.17	1295.65	1452.24
全部债务（亿元）	1527.04	1527.58	1633.79	1807.78
营业收入（亿元）	230.65	280.27	286.72	169.43
利润总额（亿元）	32.47	29.54	16.81	33.12
EBITDA（亿元）	135.29	134.12	155.05	--
经营性净现金流（亿元）	129.00	197.88	125.67	-28.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.21	10.19	8.78	--
存货周转次数（次）	1.99	1.88	2.17	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	100.30	96.80	99.03	99.87
营业利润率（%）	39.31	35.83	26.04	39.38
总资本收益率（%）	3.24	3.15	3.73	--
净资产收益率（%）	2.06	1.61	0.88	--
长期债务资本化比率（%）	48.16	46.00	49.50	52.14
全部债务资本化比率（%）	55.43	54.30	55.28	57.56
资产负债率（%）	61.01	61.10	61.25	61.83
流动比率（%）	56.14	62.50	83.66	109.03
速动比率（%）	41.86	49.89	67.56	98.86
经营现金流动负债比（%）	18.91	26.98	19.77	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.38	0.84	1.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.92	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.29	11.39	10.54	--

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有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	94.49	83.38	173.96	289.23
资产总额（亿元）	2467.00	2645.50	2771.52	2847.79
所有者权益（亿元）	1068.99	1110.17	1135.85	1135.94
短期债务（亿元）	312.54	349.52	283.06	305.40
长期债务（亿元）	883.84	875.66	1001.50	1112.18
全部债务（亿元）	1196.38	1225.18	1284.56	1417.58
营业收入（亿元）	85.99	88.89	75.93	49.52
利润总额（亿元）	4.98	2.38	0.57	15.84
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	127.54	168.85	50.96	-50.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	47.33	45.26	34.73	--
存货周转次数（次）	37.53	123.68	165.25	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	100.77	100.60	94.28	65.28
营业利润率（%）	59.54	58.36	43.32	66.68
总资本收益率（%）	2.30	2.28	2.17	--
净资产收益率（%）	0.47	0.21	0.05	--
长期债务资本化比率（%）	45.26	44.10	46.86	49.47
全部债务资本化比率（%）	52.81	52.46	53.07	55.51
资产负债率（%）	56.67	58.04	59.02	60.11
流动比率（%）	38.50	58.27	82.96	115.87
速动比率（%）	38.43	58.22	82.90	115.79
经营现金流动负债比（%）	27.77	33.63	11.94	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.24	0.61	0.95
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. 本报告将母公司其他流动负债有息部分纳入短期债务核算；3. 母公司 2021 年半年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
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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 江西省交通投资集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公 开发行可续期公司债券（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，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年江西省交通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，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江西省交通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。江西省交通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交通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，江西省交通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交通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，如发现江西省交通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交通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。

如江西省交通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交通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。

联合资信对本次（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交通投资集团有限责任公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。