

信用评级公告

联合〔2023〕1507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发行的2023年第一期江西省交通投资集团有限责任公司公司债券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，2023年第一期江西省交通投资集团有限责任公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年三月二十九日

2023 年第一期江西省交通投资集团有限责任公司 公司债券信用评级报告

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：15.00 亿元

本期债券期限：5 年期

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于补充营运资金

评级时间：2023 年 3 月 29 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				+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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为江西省最重要的高速公路投资建设和运营管理主体，在路产里程和线路区位方面具有显著优势，区域专营优势突出，运营的高速公路里程不断增加，得到了持续有力的外部支持。同时，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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 公司区域专营优势突出。**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，区域专营优势突出，运营的高速公路里程不断增加。
- 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

- 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。
- 债务负担较重。**截至 2022 年 6 月末，公司全部债务为 1746.17 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.36%和 55.10%。若将永续债调整至债务核算，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.97%和 62.40%，公司财务杠杆水平较高，债务负担较重。

分析师：刘艳 倪昕

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	166.41	284.83	285.79	213.96
资产总额（亿元）	3304.87	3399.31	3392.14	3501.63
所有者权益（亿元）	1285.68	1319.66	1363.69	1422.97
短期债务（亿元）	432.41	345.96	374.37	470.08
长期债务（亿元）	1095.17	1296.58	1376.46	1276.09
全部债务（亿元）	1527.58	1642.55	1750.83	1746.17
营业总收入（亿元）	280.95	287.37	404.81	194.92
利润总额（亿元）	29.54	16.81	34.30	25.18
EBITDA（亿元）	134.12	125.05	155.92	--
经营性净现金流（亿元）	197.88	125.67	51.21	21.51
营业利润率（%）	35.99	26.21	31.49	31.00
净资产收益率（%）	1.61	0.89	1.82	--
资产负债率（%）	61.10	61.18	59.80	59.36
全部债务资本化比率（%）	54.30	55.45	56.22	55.10
流动比率（%）	62.50	89.09	92.48	78.62
经营现金流流动负债比（%）	26.98	20.12	8.45	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.82	0.76	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.81	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.39	13.13	11.23	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	2645.50	2770.23	2712.45	2817.80
所有者权益（亿元）	1110.17	1134.56	1155.36	1200.18
全部债务（亿元）	1225.18	1292.48	1477.68	1287.64
营业总收入（亿元）	88.89	75.93	98.81	48.97
利润总额（亿元）	2.38	0.57	1.39	6.07
资产负债率（%）	58.04	59.04	57.41	57.41
全部债务资本化比率（%）	52.46	53.25	56.12	51.76
流动比率（%）	58.27	82.54	87.05	67.10
经营现金流流动负债比（%）	33.63	11.94	3.85	--

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. 公司 2022 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	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
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、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。

联合资信评估股份有限公司

2023 年第一期江西省交通投资集团有限责任公司 公司债券信用评级报告

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 10.00% 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。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 27 日，上述事项尚未完成工商变更登记。截至 2022 年末，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。

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 2022 年末，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 2022 年 6 月末，公司合并范围内主要一级子公司 13 家。

截至 2021 年末，公司资产总额 3392.14 亿元，所有者权益 1363.69 亿元（含少数股东权益 99.67 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 404.81 亿元，利润总额 34.30 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司资产总额 3501.63 亿元，所有者权益 1422.97 亿元（含少数股东权益 103.94 亿元）。2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 194.92 亿元，利润总额 25.18 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

本期债券全称为“2023 年第一期江西省交通投资集团有限责任公司公司债券”，发行规模为 15.00 亿元。

本期债券期限为 5 年。本期债券票面金额为 100.00 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。

本期债券募集资金拟用于补充营运资金。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策

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。

和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速²（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40 (5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60 (6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90 (3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40 (5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40 (0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50 (4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70 (3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30 (1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10 (5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；

进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元；2022年末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.60%，增速比上年同期下降0.70个百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增1074亿元和9746亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元和少减1505亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入20.37万亿元，同比增长0.60%，扣除留抵退税因素后增长9.10%。2022年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约4.20万亿元。支出方面，2022年全国一般公共预算支出26.06万亿元，同比增长6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022年，全国一般公共预算收支缺口为5.69万亿元，较上年（3.90万亿元）显著扩大，是除2020年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022年，全国各月城镇调查失业率均值为5.58%，高于上年0.46个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022年，全国居民人均可支配收入3.69万元，实际同比增长2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022年12月，中央经济工作会议指出2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业分析

（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年末，中国高速公路通车里程达16.91万公里，较2020年末增加0.81万公里，国家高速公路里程11.70万公里，较2020年末增加0.40万公里。2021年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的3.20%，较2020年末提高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年末高速公路里程占全国比重达41.3%，较2020年末提高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。

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，2021年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的75.0%和61.3%，分别较2020年上升1.20个百分点和下降10.0个百分点，公路货运重要性进一步提升，铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等因素高度相关。2021年，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路货运指标呈现修复性增长；人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

表2 2016-2021年中国公路运输主要指标情况

指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2021年	
					绝对值	同比(%)	绝对值	同比(%)
营业性旅客运输总量(亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量(亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量(亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量(亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

注：联合资信根据公开资料整理

2022年，受国内经济下行影响，交通运输需求受到不同程度的不利影响。2022年，中国公路营业性客运量35.46亿人，同比下降30.3%；公路货运量同比下降5.5%；公路客运量和货运量同比均有所下降，尤其客运量仍在低位运行。

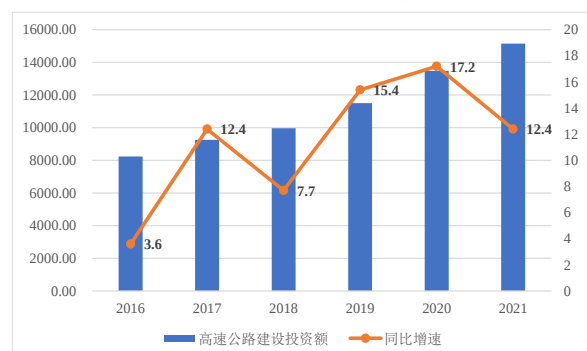
(2) 行业特点

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。

图1 2016-2021年中国高速公路建设投资情况

(单位：亿元、%)



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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。

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。2020年，中国高速公路通行费总收入同比下降17.74%，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14.85%，通行费收支缺口扩大至7177.47亿元，较上年增加2503.53亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020年占83.11%，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	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021年以来，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，国际形势更趋复杂严峻，国内需求端拖累，对经济运行的冲击较大。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情况下，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。

（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，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的。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。2020年11月，中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称“十四五规划”)提出：统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。

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《2021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753.8亿元，较上年下降21.2%。其中，高速公路建设完成投资361.8亿元，较上年下降4.1%。截至2021年末，江西省公路总里程211101.17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，具有良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

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27日，上述事项尚未完成工商变更登记。截至2022年末，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. 企业规模和竞争力

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 2021 年末，江西省高速公路通车总里程达 6309 公里。其中，公司运营管理的高速公路通车里程为 5354 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 84.86%，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，区域专营优势突出。

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，总经理暂缺位。

截至 2022 年末，公司共有高级管理人员 10 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部书记，江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司⁴党委委员、副总经理、董事，公司党委副书记、副董事长、总经理；2022 年 10 月起任公司董事长。

截至 2022 年 3 月末，公司在职员工 12360 人。按照文化素质划分，大专以下学历员工占 29.15%，大专学历员工占 28.07%，本科及以上学历占 42.78%。按照年龄划分，30 岁以下的员工占 19.37%，30~50 岁的员工占 69.07%，50 岁以上的员工占 11.56%。

4. 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 2 月 2 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

截至 2023 年 3 月 27 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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

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、监事和总经理缺位，但未影响公司董事会和监事会运作。

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 2022 年末，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。截至 2022 年末，公司监事会成员 3 人，尚有 2 名监事未到位。

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。截至 2022 年末，公司总经理及 1 名副总经理未到位。

³ 现名为江西省国有资本运营控股集团有限公司。

⁴ 现名为江西省国有资本运营控股集团有限公司。

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、融资管理制度、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。

担保管理方面，公司制订了《对外担保管理办法》，建立对外担保审批流程，规范担保合同的订立与管理。

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波动下滑。

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。2019—2021 年，公司营业收入逐年增长，主营业务收入占比维持在 98.00% 以上。

各业务板块方面，2019—2021 年，公司车辆通行费收入波动增长，2020 年受免收高速通行费政策影响，公司车辆通行费收入有所下降；公司公路工程收入逐年增长，主要系施工产值逐年增加所致；公司成品油销售收入逐年增长，主要系成品油销售量逐年增加所致；公司房地产销售收入持续降低，年均复合下降 24.14%，主要系房产项目交付减少所致；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	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	150.58	53.73	56.41	130.91	45.66	42.72	172.08	42.60	56.74	85.00	43.74	54.03

公路工程	66.20	23.62	9.54	88.20	30.76	11.95	127.28	31.51	13.71	43.16	22.21	13.70
成品油销售	24.20	8.63	11.80	27.98	9.76	15.23	44.40	10.99	14.71	31.18	16.04	15.81
房地产销售	20.15	7.19	22.83	12.81	4.47	21.00	11.60	2.87	36.55	1.67	0.86	29.53
高速服务区	5.53	1.97	31.63	4.31	1.50	16.24	5.64	1.40	8.87	2.22	1.14	3.35
材料销售	9.16	3.27	5.22	19.33	6.74	6.41	34.96	8.65	3.18	24.71	12.72	5.76
其他业务	4.44	1.58	10.80	3.18	1.11	13.21	7.95	1.97	22.77	6.40	3.29	27.55
合计	280.27	100.00	36.18	286.72	100.00	26.43	403.90	100.00	32.01	194.34	100.00	31.14

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，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，2019 年和 2021 年公司车辆通行服务毛利率均保持较高水平。2019—2021 年，公司公路工程毛利率有所增长，主要系子公司交工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。成品油销售毛利率波动上升，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上升，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波动下滑。

2022 年 1—6 月，公司实现营业收入 194.34 亿元，为上年的 48.12%；综合毛利率为 31.14%。

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

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。截至 2021 年末，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 条政府还贷性高速公路、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—2021 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出现下滑主要系受到免收车辆通行费政策影响所致。2019—2021 年，公司通行费收入分别为 150.58 亿元、130.91 亿元和 172.08 亿元，同期日均车流量分别为 62.65 万辆/日、54.64 万辆/日和 84.97 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）			
							2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
公司本部	1	泰井高速	2005.01—2030.01	63	100.00	经营性	0.37	0.25	0.34	0.13
	2	乐温高速	2005.11—2025.10	70	100.00	还贷性	3.71	3.30	5.04	2.19
	3	温沙高速	2004.08—2034.07	172	100.00	还贷性	4.67	3.90	5.71	2.73
	4	鹰瑞高速（北）	2010.09—2030.09	220	100.00	还贷性	14.91	14.13	12.67	6.46
	5	鹰瑞高速（南）		89		还贷性			4.67	2.21

	6	昌金高速	2004.06—2034.05	168	100.00	还贷性	8.28	6.93	8.41	3.98
	7	景婺黄高速	2006.11—2026.10	150	100.00	还贷性	3.46	2.91	4.12	2.34
	8	武吉高速	2008.01—2028.01	286	100.00	还贷性	5.64	5.58	6.90	3.26
	9	石吉高速	2010.09—2030.09	191	100.00	还贷性	2.62	2.77	3.45	2.07
	10	泰赣高速	2004.01—2034.01	128	100.00	还贷性	9.43	8.54	10.95	4.78
	11	瑞赣高速	2009.04—2029.04	129	100.00	还贷性	5.62	3.84	4.41	2.14
	12	永武高速	2011.09—2031.09	104	100.00	还贷性	1.01	0.88	1.06	0.56
	13	隘瑞高速	2011.10—2031.10	29	100.00	还贷性	0.56	0.48	0.59	0.29
	14	昌北机场高速	1999.01—2030.03	3	100.00	还贷性	0.18	0.15	0.19	0.07
	15	德上高速	2012.12.31—	62	51.00	经营性	0.57	0.45	0.55	0.28
	16	抚吉高速	2012.12.31—	179	100.00	经营性	1.68	1.27	1.73	0.74
	17	吉莲高速	2012.12.31—	106	100.00	还贷性	1.69	1.19	1.67	1.23
	18	赣崇高速	2012.12.31—	88	60.00	还贷性	1.13	0.82	1.09	0.52
	19	井睦高速	2013.10.28—	43	100.00	经营性	0.18	0.15	0.19	0.09
	20	萍洪高速	2014.12—2044.12	34	100.00	经营性	0.43	0.29	0.42	0.22
	21	万宜高速	2014.12—2044.12	37	100.00	经营性	0.40	0.34	0.38	0.16
	22	金抚高速	2015.09—2045.09	40	100.00	经营性	0.55	0.53	0.73	0.37
	23	昌宁高速	2016.01—2045.12	249	100.00	经营性	2.36	1.73	2.77	1.60
	24	昌栗高速	2016.01—2045.12	221	100.00	经营性	3.29	3.21	4.21	1.90
	25	昌宁连接线	2017.01—2047.01	12	100.00	经营性	0.16	0.17	0.24	0.09
	26	宁安高速	2017.01—2047.01	215	100.00	经营性	5.51	4.50	5.89	2.70
	27	安定高速	2017.01—2047.01		100.00	经营性	0.90	0.76	0.95	0.46
	28	定南联络线	2017.01—2047.01	39	100.00	经营性	0.79	0.67	0.82	0.36
	29	东昌高速	2017.01—2047.01	152	100.00	经营性	4.92	4.17	5.39	2.90
	30	铜万高速	2017.01—2047.01	69	100.00	经营性	0.15	0.09	0.23	0.12
	31	修平高速	2017.01—2047.01	80	100.00	经营性	0.35	0.19	0.15	0.08
	32	广吉高速	2019.01—2039.01	190	100.00	还贷性	1.45	0.67	1.27	0.92
	33	抚州东外环	2019.12—2049.12	23	100.00	经营性	--	0.05	0.10	0.04
	34	宜丰联络线	2020.12—2050.11	25	100.00	经营性	--	*	0.15	0.08
	35	萍莲高速	--	--	--	--	--	--	--	0.53
赣粤高速	1	昌九高速	1998.04—2030.03	137	51.98	经营性	7.62	8.03	11.13	5.38
	2	昌樟高速	1999.07—2044.03	105	51.98	经营性	5.98	5.49	7.44	3.28
	3	温厚高速	1999.01—2028.12	36	51.98	经营性	1.03	0.79	1.12	0.53
	4	九景高速	2000.11—2030.11	148	51.98	经营性	6.30	4.20	5.64	2.89
	5	彭湖高速	2010.09—2040.09	64	51.98	经营性	1.46	1.13	1.58	0.66
	6	昌泰高速	2003.06—2033.06	148	39.85	经营性	6.83	6.19	8.07	3.73
	7	昌奉高速	2011.12—2041.12	39	73.33	经营性	1.89	1.44	2.06	0.47
	8	奉铜高速	2012.10—2042.10	131	73.33	经营性				0.48
公路开发公司	1	梨温高速	2002.12—2032.12	245	100.00	经营性	18.78	15.68	19.47	10.21
	2	景鹰高速	2007.11—2037.11	203	100.00	经营性	6.37	5.70	7.31	3.70
	3	德昌高速	2011.09—2041.09	205	100.00	经营性	5.36	4.73	7.28	3.18
	4	祁浮高速	2012.08—2042.08	16	100.00	经营性	0.11	0.08	0.13	0.09
	5	九江绕城高速	2014.12—2044.12	47	100.00	经营性	0.34	0.46	0.48	0.19
	6	都九高速星子至九江段	2014.12—2044.12	16	100.00	经营性	0.61	1.19	1.76	0.98
	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	0.86	0.8	0.16	0.51

	9	船广高速	2017.01—2047.01	22	100.00	经营性	0.07	0.09	1.01	0.11
合计	--	--	--	5354	--	--	150.58	130.93	172.08	85.00

注：1. 各路产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，2019 年未实现通行费收入；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
资料来源：公司提供

2022 年 1—6 月，公司通行费收入为 85.00 亿元，为上年全年的 49.40%。

（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，在省内陆网实行联网收费、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 0.450 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。2019—2021 年及 2022 年 1—6 月，公司养护费用支出合计分别为 16.83 亿元、23.55 亿元、14.57 亿元和 4.1 亿元，2021 年公司养护成本为 27.15 万元/公里，较上年有所下降，主要系由于 2020 年迎国检后路面情况相对良好，2021 年养护支出相对减少。

（4）在建高速公路

截至 2022 年 6 月末，公司共有 8 个在建高速公路项目，总里程约为 982.57 公里，概算总投资约 1395.56 亿元，累计完成投资 758.51 亿元。

表 7 截至 2022 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
大广高速南康至龙南扩容工程	142.67	199.58	195.65
赣皖界至婺源段新建工程	40.75	68.25	58.95
宜春至遂川高速	194.57	280.81	251.76
寻乌至龙川高速	26.82	35.68	34.77
大广高速吉安至南康段改扩建	144.71	166.91	97.37

遂川至大余新建工程	127.04	244.45	63.34
沪昆高速公路梨园至东乡段扩建工程	201.16	273.15	43.72
樟树至吉安高速公路改扩建工程	104.85	126.73	12.95
合计	982.57	1395.56	758.51

资料来源：公司提供

截至 2022 年 6 月末，公司拟建项目为 2 条路产，建设里程为 184.92 公里，计划总投资 277.59 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司在建和拟建高速公路项目尚需投资 914.64 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江西省交通工程集团有限公司(以下简称“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。2019—2021 年及 2022 年 1—6 月，交通工程集团分别签订合同数 74 个、90 个、93 个和 32 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 114.33 亿元、215.45 亿元、99.30 亿元和 124.47 亿元。截至 2022 年 6 月末，交通工程集团主要 PPP 项目 3 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。公司主要 PPP 项目计划总投资 23.30 亿元。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 2022 年 6 月末，实业公司经营 24 家加油站，石化公司经营 96 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江西省交投置业发展有限公司。

截至 2022 年 6 月末，公司竣工在售房地产项目 12 个，可销售建筑面积约 257.00 万平方米，剩余可出售面积约 18.00 万平方米。公司在建房地产开发项目共 9 个，位于南昌市、九江市、宜春市、赣州市和瑞金市等江西省内地区。公司在建项目占地面积共 80.65 万平方米，计划总投资为 84.56 亿元，已投资 54.44 亿元。

4. 股权收购

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，拟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%。本次股份转让完成后，公司将直接持有国盛金控 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。国盛金控 2021 年经审计的总资产、净资产、营业收入和净利润占公司 2021 年经审计的总资产、净资产、营业收入和净利润比例均未超过 10.00%。

5. 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，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2019—2021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2022年半年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。本报告2020年财务数据为2021年期初调整数。

合并范围方面，截至2022年6月末，公司合并范围内一级子公司13家。2019年，公司合并范围内增加2家子公司，系无偿受让江西运输开发有限公司（以下简称“运输开发公司”）

和江西运通印务有限公司（以下简称“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，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“交投设计研究院”）股权，原2家子公司变更为一级子公司的下级公司，因注销减少5家子公司；2022年1—6月，公司合并范围无变化。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以及优质股权投资为主，资金较为充裕，公司资产质量高。

2019—2021年末，公司资产规模波动增长，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（单位：亿元）

项目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年6月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动资产	458.35	13.87	556.44	16.37	560.49	16.52	542.38	15.49
货币资金	151.47	4.58	269.08	7.92	275.07	8.11	197.54	5.64
合同资产	--	--	69.59	2.05	90.61	2.67	82.57	2.36
非流动资产	2846.51	86.13	2842.87	83.63	2831.65	83.48	2959.25	84.51
可供出售金融资产	143.68	4.35	--	--	--	--	--	--
长期股权投资	95.95	2.90	253.63	7.46	258.04	7.61	282.80	8.08
固定资产	2506.94	75.86	2503.41	73.64	2421.29	71.38	2477.87	70.76
资产总额	3304.87	100.00	3399.31	100.00	3392.14	100.00	3501.63	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，主要系货币资金和合同资产增长所致。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长。截至2021年末，公司货币资金主要由银行存款（占98.87%）构成，使用受限的资金3.18亿元，资金受限比例低。

2019—2021年末，公司新增合同资产90.61亿元，主要系会计政策变更使得部分应收账款调入合同资产所致。截至2021年末，公司合同

资产主要由已确认收入的公路工程（余额74.69亿元）和应收工程款（余额11.37亿元）构成。

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续小幅下降，年均复合下降0.26%。

2019—2021年末，公司可供出售金融资产下降143.68亿元，主要系2020年公司获得广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”）董事席位，对其投资由可供出售金融资产转为长期股权投资所致。受会计政策变更影响，部分可供出售金融资产转入其他非流动资产。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，系对广发银行的投资转入该科目核算及权益法下确认的投资收益增加所致。截至 2021 年末，公司长期股权投资主要为对广发银行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。

2019—2021 年末，公司固定资产持续下降，年均复合下降 1.72%。截至 2021 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 337.83 亿元；固定资产成新率 87.76%，成新率高。

截至 2022 年 6 月末，公司受限资产共计 5.18 亿元，资产受限规模较小。其中，受限货币资金为 1.99 亿元，系银行存款冻结及各类保证金；现金及存放中央银行款项 3.19 亿元，系按规定存放中央银行法定准备金。公司通过质押部分高速公路收费权及 PPP 项目合同收款权获得质押借款，涉及质押高速收费权的合同金额为 1265.03 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司资产总额较年初增长 3.23%，资产规模与结构较年初变化不大。其中，其他应收款较年初增长 206.54%至 70.06 亿元，主要系未收现的通行费收入增加所致；其他非流动资产较年初增长 75.93%至 90.32 亿元，主要系专项债项目工程款增长所致。

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。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长。截至 2021 年末，公司所有者权益 1363.69 亿元，其中，实收资本和资本公积分别占 6.97%和 58.90%。

2019—2021 年末，公司实收资本未发生变化，均为 95.05 亿元。

2019—2021 年末，公司其他权益工具波动下降，年均复合下降 0.83%。截至 2021 年末，其他权益工具较年初下降 13.07%至 224.48 亿元，全部为永续债。

2019—2021 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 2022 年 6 月末，公司所有者权益 1422.97 亿元，较年初增长 4.35%。其中，资本公积较年初增长 4.24%，主要系收到财政部拨付的车购税补助资金所致；未分配利润较年初增长 11.50%至 119.59 亿元，主要系公司路产运营恢复情况较好所致。

公司债务规模逐年增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

2019—2021 年末，公司负债规模波动增长，以非流动负债为主。

表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 6 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	733.39	36.32	624.57	30.03	606.06	29.88	689.87	33.19
短期借款	118.69	5.88	182.36	8.77	132.31	6.52	138.37	6.66
应付账款	217.80	10.79	217.94	10.48	153.74	7.58	139.15	6.69
一年内到期的非流动负债	133.05	6.59	124.38	5.98	106.41	5.25	202.35	9.73
其他流动负债	174.53	8.64	30.40	1.46	116.32	5.73	103.70	4.99
非流动负债	1285.80	63.68	1455.08	69.97	1422.38	70.12	1388.79	66.81
长期借款	825.41	40.88	875.42	42.09	860.98	42.45	848.91	40.84
应付债券	269.45	13.34	339.93	16.35	390.22	19.24	309.51	14.89
长期应付款	157.91	7.82	204.32	9.82	131.76	6.50	186.73	8.98
负债总额	2019.18	100.00	2079.65	100.00	2028.45	100.00	2078.66	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2019—2021 年末,公司流动负债持续下降,年均复合下降 9.09%,主要系应付账款、一年内到期非流动负债和其他流动负债下降所致。

2019—2021 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 2021 年末,公司短期借款主要由信用借款(占 94.77%)构成。

2019—2021 年末,公司应付账款波动下降,年均复合下降 15.98%,主要偿付部分应付账款项所致。截至 2021 年末,公司应付账款主要为应付工程款,账龄以 1 年以上(占 65.83%)为主。

2019—2021 年末,公司一年内到期的非流动负债持续下降,年均复合下降 10.57%,主要系部分债务到期偿付所致。截至 2021 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 58.07 亿元和一年内到期的应付债券 36.85 亿元。

公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券。2019—2021 年末,公司其他流动负债波

动下降,年均复合下降 18.36%,主要系部分超短期融资券到期兑付所致。本报告已将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算。

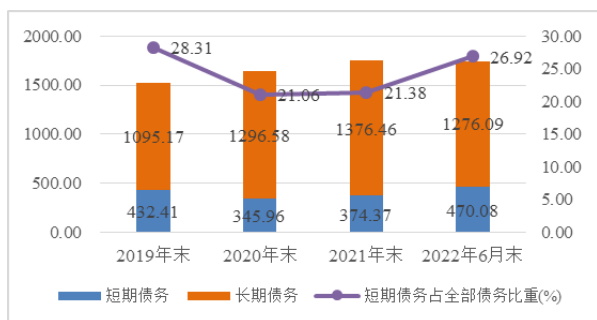
2019—2021 年末,公司非流动负债波动增长,主要系长期借款和应付债券增长所致。

2019—2021 年末,公司长期借款波动增长。截至 2021 年末,公司长期借款主要由质押借款(占 79.61%)和信用借款(占 18.97%)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。

2019—2021 年末,公司应付债券持续增长,主要系新发行债券所致。

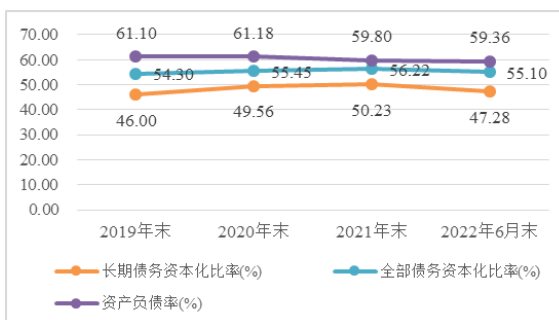
2019—2021 年末,公司长期应付款(含专项应付款)波动下降,年均复合下降 8.66%,主要系江西省政府收费公路专项债券到期偿付所致。截至 2021 年末,公司长期应付款主要为应付融资租赁款。本报告将长期应付款有息部分纳入长期债务核算。

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报表整理

图 3 公司财务杠杆水平



资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

2019—2021 年末,公司全部债务逐年增长。截至 2021 年末,公司全部债务 1750.83 亿元,较年初增长 6.59%。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 2022 年 6 月末,公司负债总额较年初增长 2.48%,负债总额和结构较年初变化不大。

截至 2022 年 6 月末,公司全部债务 1746.17 亿元,较年初变化不大,仍以长期债务为主。长期债务主要由 848.91 亿元长期借款、309.51 亿

元应付债券及 116.64 亿元有息长期应付款构成。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较年初均略有下降。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 2022 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 65.97%、62.40%和

55.86%，债务负担较调整前明显加重，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大；2020 年高速公路免收车辆通行费政策对公司盈利产生一定负面影响，但 2021 年以来有所恢复，整体盈利水平尚可。

2019—2021 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，公司利润总额波动增长。

表 10 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
营业总收入	280.95	287.37	404.81	194.92
营业收入	280.27	286.72	403.90	194.34
营业成本	178.85	210.94	274.63	133.82
费用总额	80.77	83.06	93.89	45.86
其中：管理费用	10.52	11.43	14.39	6.81
财务费用	67.27	65.51	71.75	35.40
其他收益	1.21	5.43	0.73	0.62
投资收益	5.07	16.72	16.75	11.48
利润总额	29.54	16.81	34.30	25.18
营业利润率（%）	35.99	26.21	31.49	31.00
总资本收益率（%）	3.15	2.71	3.18	--
净资产收益率（%）	1.61	0.89	1.82	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长。2021 年，公司期间费用主要由管理

费用（占 15.33%）和财务费用（占 76.42%）构成。2019—2021 年，公司期间费用占营业总收入的比重波动下降，2021 年为 23.19%，期间费用对公司利润侵蚀较大。

2019—2021 年，公司投资收益持续增长，其中 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，2021 年公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和债权投资持有期间的利息收益；其他收益波动下降，主要为高速公路运营补贴。2019—2021 年，公司收到江西省财政厅给予的财政支持款分别为 3.97 亿元、6.13 亿元和 2.10 亿元，以及收费还贷高速公路运营补贴分别为 1.00 亿元、5.00 亿元和 0.02 亿元，分别计入营业外收入和其他收益。投资收益和政府补助对公司利润贡献大。

从盈利指标看，2019—2021 年，公司营业利润率波动下降，系受到高速公路免收车辆通行费政策影响；总资本收益率和净资产收益率波动增长。公司整体盈利水平尚可。

2022 年 1—6 月，公司营业总收入较上年同期增长 14.85%，主要系高速公路车辆通行费收入增长所致。

从同行业公司来看，2021 年以来，可比公司利润总额均大幅增长。同期，同行业公司经营业绩明显回升。

表 11 可比公司营业总收入及利润总额情况（单位：亿元）

公司简称	营业总收入				利润总额			
	2021 年	2021 年同比增长率（%）	2022 年 1—6 月	2022 年 1—6 月同比增长率（%）	2021 年	2021 年同比增长率（%）	2022 年 1—6 月	2022 年 1—6 月同比增长率（%）
公司	404.81	40.87	194.92	14.85	34.30	104.01	25.18	-23.98
湖北交通投资集团有限公司	522.24	57.07	307.57	63.89	61.40	158.03	30.19	17.11
重庆高速公路集团有限公司	278.80	20.44	136.57	7.51	6.07	96.62	3.27	15.96

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

公司收入实现质量高，2019—2021 年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，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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	430.87	371.71	457.24	222.79
经营活动现金流出小计	232.99	246.04	406.03	201.28
经营活动现金流量净额	197.88	125.67	51.21	21.51
投资活动现金流入小计	17.70	56.45	25.38	13.03
投资活动现金流出小计	228.13	131.80	153.24	114.20
投资活动现金流量净额	-210.43	-75.34	-127.87	-101.17
筹资活动现金流入小计	772.91	932.30	1090.80	286.74
筹资活动现金流出小计	830.71	865.62	1008.24	293.96
筹资活动现金流量净额	-57.80	66.69	82.56	-7.21
现金收入比（%）	96.57	98.80	104.25	97.11

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量波动增长。2021 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 422.00 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 32.54 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，2019—2021 年，公司经营活动现金流出量逐年增长。2019—2021 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，2019—2021 年，公司投资活动现金流入规模逐年增长。2021 年，公司投资活动现金流入量较上年下降 55.04%，主要系 2020 年赎回部分大额存单及结构性存款造成当年基数较大所致。2019—2021 年，公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 18.04%。2021 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）110.47 亿元，投资支付的现金 34.21 亿元（主要系子公司对外投资增加）。2019—2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量持续增长。2021 年，公司筹资活动现金流入量较上年增长 17.00%，主要系融资规模扩大所致。2019—2021 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长。2021 年，公司筹资活动现金流出量较上年增长 16.48%，主要系公司

偿还债务规模扩大所致。2021 年，公司筹资活动现金仍为净流入。

2022 年 1—6 月，公司经营活动现金仍为净流入；投资活动现金仍为净流出；筹资活动现金由净流入转为净流出。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	62.50	89.09	92.48	78.62
	速动比率（%）	49.89	79.89	83.04	69.88
	现金短期债务比（倍）	0.38	0.82	0.76	0.46
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	134.12	125.05	155.92	--
	全部债务/EBITDA（倍）	11.39	13.13	11.23	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.92	1.81	2.09	--

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，2019—2021 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上升。截至 2022 年 6 月末，公司流动比率和速动比率较上年末均有所下降，剔除受限货币资金后，公司现金短期债务比较上年末下降至 0.44 倍。整体看，短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动增长，全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数波动上升。公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2022 年 3 月 2 日，公司本部存在 2 笔超过 500 万元的未决诉讼，涉及金额共计 4000 余万元，目前处于一审阶段。

截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 4473.78 亿元，已使用授信额度为 1335.30 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度强。公司资产和负债主要集中在

在公司本部，公司本部债务负担较重，短期偿债压力尚可。

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度强。

截至 2021 年末，公司本部资产总额占合并口径资产总额的比重为 79.96%，负债总额占合并口径负债总额的比重为 76.76%，所有者权益占合并口径所有者权益的比重为 84.72%，公司本部资产、负债和权益占比较高。2021 年，公司本部营业总收入占合并口径营业总收入的比重为 24.41%，业务主要由子公司开展。

截至 2021 年末，公司本部全部债务 1477.68 亿元（占合并口径全部债务的 84.40%），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 57.41%、56.12% 和 50.24%，公司本部债务负担较重。截至 2021 年末，公司本部现金短期债务比为 0.60 倍，短期偿债压力尚可。

截至 2022 年 6 月末，公司本部资产总额 2817.80 亿元，所有者权益为 1200.18 亿元。2022 年 1—6 月，公司本部营业总收入 48.97 亿元，利润总额 6.07 亿元。

九、外部支持

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。

1. 资产注入

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），公司无偿受让运通印务和运输开发公司 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。

2021 年，根据赣财府厅字〔2015〕18 号文，江西省交通设计研究院有限责任公司整体划入公司，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，接受长期资产（固定资产和无形资产）0.67 亿元，均计入资本公积⁵。

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。2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，公司分别获得 4.93 亿元、9.00 亿元、59.50 亿元和 26.00 亿元车购税补助资金，公司将其计入资本公积。

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。2020—2021 年，公司分别收到江西省财政厅拨付的资本性财政资金 1.20 亿元和 1.22 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。2019—2021 年，公司分别收到收费还贷高速公路运营补贴 1.00 亿元、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），2019—2021 年，公司分别收到江西省财政厅给予的财政支持款 3.97 亿元、6.13 亿元和 2.10 亿元，公司将其计入营业外收入。

⁵ 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。

截至 2021 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。

2022 年，公司合计收到车购税补贴 33.95 亿元，计入资本公积。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务影响较小。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行规模为 15.00 亿元，本期债券分别占 2022 年 6 月末公司长期债务和全部债务的 1.18%和 0.86%，对公司债务影响较小。截至 2022 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 59.36%、55.10%和 47.28%，本期债券发行后上述指标将分别上升至 59.54%、55.31%和 47.57%，债务负担略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后，截至 2022 年 6 月末，公司发行后长期债务为 1291.09 亿元。2021 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对发行后长期债务的保障情况如下表。

表 14 本期债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务*（亿元）	1291.09
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.35
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.04
发行后长期债务/EBITDA（倍）	8.28

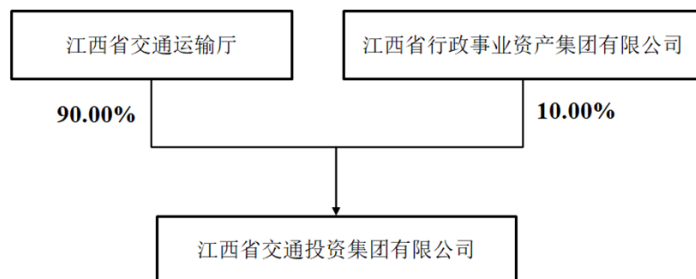
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

十一、结论

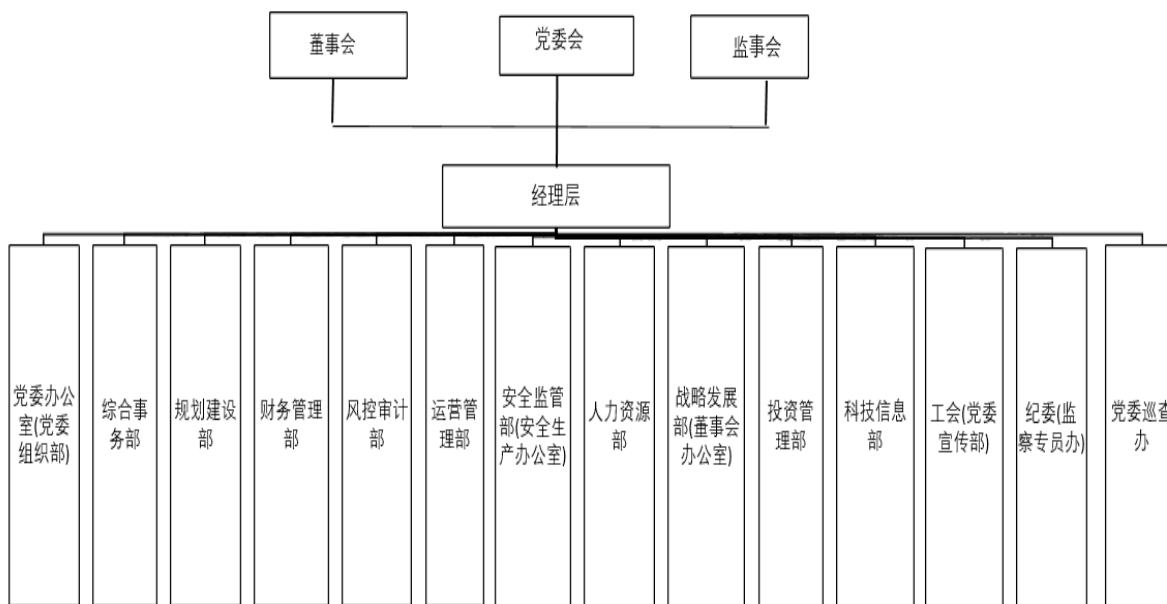
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年末公司股权结构图



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，江西省国有资本运营控股集团有限公司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 27 日，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省国有资本运营控股集团有限公司，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 2022 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 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	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	25000.00	40.00	84.35	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	江西交投咨询集团有限公司	20000.00	100.00	100.00	投资设立
7	江西省交投私募基金管理有限公司	3000.00	100.00	100.00	投资设立
8	江西省交通科学研究院有限公司	10000.00	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	1000.00	100.00	100.00	投资设立
10	江西高速石化有限责任公司	10204.08	51.00	51.00	投资设立
11	江西省交通工程集团有限公司	258180.05	100.00	100.00	政府划拨
12	江西省交通投资集团财务有限公司	510000.00	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	3000.00	100.00	100.00	政府划拨

注：1. 公司能够对江西赣粤高速公路股份有限公司实施控制，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

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	166.41	284.83	285.79	213.96
资产总额（亿元）	3304.87	3399.31	3392.14	3501.63
所有者权益（亿元）	1285.68	1319.66	1363.69	1422.97
短期债务（亿元）	432.41	345.96	374.37	470.08
长期债务（亿元）	1095.17	1296.58	1376.46	1276.09
全部债务（亿元）	1527.58	1642.55	1750.83	1746.17
营业总收入（亿元）	280.95	287.37	404.81	194.92
利润总额（亿元）	29.54	16.81	34.30	25.18
EBITDA（亿元）	134.12	125.05	155.92	--
经营性净现金流（亿元）	197.88	125.67	51.21	21.51
财务指标				
现金收入比（%）	96.57	98.80	104.25	97.11
营业利润率（%）	35.99	26.21	31.49	31.00
总资本收益率（%）	3.15	2.71	3.18	--
净资产收益率（%）	1.61	0.89	1.82	--
长期债务资本化比率（%）	46.00	49.56	50.23	47.28
全部债务资本化比率（%）	54.30	55.45	56.22	55.10
资产负债率（%）	61.10	61.18	59.80	59.36
流动比率（%）	62.50	89.09	92.48	78.62
速动比率（%）	49.89	79.89	83.04	69.88
经营现金流动负债比（%）	26.98	20.12	8.45	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.82	0.76	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.81	2.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.39	13.13	11.23	--

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，将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2022 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

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）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	83.38	173.96	186.74	94.35
资产总额（亿元）	2645.50	2770.23	2712.45	2817.80
所有者权益（亿元）	1110.17	1134.56	1155.36	1200.18
短期债务（亿元）	349.52	290.98	311.22	311.20
长期债务（亿元）	875.66	1001.50	1166.45	976.45
全部债务（亿元）	1225.18	1292.48	1477.68	1287.64
营业总收入（亿元）	88.89	75.93	98.81	48.97
利润总额（亿元）	2.38	0.57	1.39	6.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	168.85	50.96	14.35	3.57
财务指标				
现金收入比（%）	100.60	94.28	94.09	27.70
营业利润率（%）	58.36	43.32	57.91	51.79
总资本收益率（%）	2.28	2.17	/	/
净资产收益率（%）	0.21	0.05	0.12	--
长期债务资本化比率（%）	44.10	46.89	50.24	44.86
全部债务资本化比率（%）	52.46	53.25	56.12	51.76
资产负债率（%）	58.04	59.04	57.41	57.41
流动比率（%）	58.27	82.54	87.05	67.10
速动比率（%）	58.22	82.48	86.96	67.03
经营现金流动负债比（%）	33.63	11.94	3.85	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.60	0.60	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. 公司本部 2022 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “/”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

联合资信评估股份有限公司关于 2023 年第一期江西省交通投资集团有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。