

信用等级公告

联合[2016] 784 号

联合资信评估有限公司通过对江西省高速公路投资集团有限责任公司及其拟发行的 2016 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

江西省高速公路投资集团有限责任公司

主体长期信用等级为

AAA

江西省高速公路投资集团有限责任公司

2016 年度第三期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年四月十八日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

江西省高速公路投资集团有限责任公司

2016 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 30 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 4 月 18 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	1847.98	1958.12	2182.92	2371.33
所有者权益(亿元)	856.08	877.77	921.34	926.56
长期债务(亿元)	661.73	708.12	784.99	932.42
全部债务(亿元)	816.01	930.94	1012.14	1239.37
营业收入(亿元)	91.42	107.75	111.49	90.82
利润总额(亿元)	23.49	20.45	29.93	8.16
EBITDA(亿元)	70.63	86.68	102.49	--
经营性净现金流(亿元)	53.08	89.87	177.24	-33.39
营业利润率(%)	66.27	59.76	59.84	56.05
净资产收益率(%)	2.15	1.83	2.78	--
资产负债率(%)	53.67	55.17	57.79	60.93
全部债务资本化比率(%)	48.80	51.47	52.35	57.22
流动比率(%)	49.94	45.89	44.69	46.09
全部债务/EBITDA(倍)	11.55	10.74	9.88	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.35	2.89	3.42	--

注: 1、公司将近几年发行的短期融资券、超短期融资券、短期非公开定向债务融资工具计入“其他流动负债”科目, 本报告将其调至长期债务; 2、公司将长期(一年以上)非公开定向债务融资工具、信托计划等计入“其他非流动负债”科目, 本报告将其调至长期债务; 3、公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目, 本报告将其调至长期债务; 4、2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩 赵传第 喻宙宏

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

江西省高速公路投资集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为江西省交通厅下属高速公路投资建设和运营管理主体, 在资产规模、路产质量等方面具备显著优势, 区域垄断地位突出, 政府支持力度大; 近年来, 公司运营高速公路通车里程不断增加, 通行费收入稳步增长; 公司在发展高速公路主业的同时涉足工程施工、房地产开发等领域, 多元化经营一定程度上分散公司经营风险。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司期间费用较高、利润总额对政府补贴依赖大、受限资产占比高、未来筹资压力大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

在国民经济进入稳增长新常态的宏观背景下, 国家加大对交通基础设施建设投入力度, 高速公路行业融资环境改善; 随着公司在建高速公路的陆续完工、路网效应的不断增强及多元化经营带来新的利润增长点, 公司综合竞争力有望进一步提升。同时, 江西省经济增长势头良好、高速公路发展空间广阔, 政府对公司持续大力支持也有助于其整体偿债能力的提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 在国民经济下行压力加大的宏观背景下, 国家加大对高速公路等基础设施建设支持力度, 行业发展前景良好。
2. 江西省区域经济快速发展, 财政实力持续增强, 交通投资规模不断增长, 为公司提供了良好的外部发展环境。

3. 公司作为江西省高速公路投资、建设和经营主体，区域垄断性强，在资产及资本金注入、政府补贴、税收优惠等方面持续获得政府的大力支持。
4. 公司资产规模持续扩张，所辖路产质量好，随着在建高速公路的通车和路网效益的显现，通行费收入呈稳步增长态势。
5. 公司在坚持高速公路主业的同时，涉足房地产、建筑施工等领域，多元化经营对于分散经营风险、提高资源利用率等方面有积极意义。
6. 公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司期间费用持续增长，财务费用对利润侵蚀明显；利润总额对政府补贴依赖大。
2. 公司计划投资规模较大，未来面临一定筹资压力，债务负担可能进一步加重。
3. 公司部分路产运营时间长，维修成本高，养护支出呈上升趋势。
4. 公司受限资产占比高，资产流动性受到一定影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江西省高速公路投资集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江西省高速公路投资集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因江西省高速公路投资集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江西省高速公路投资集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江西省高速公路投资集团有限责任公司 2016 年度第三期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身是 1997 年 10 月成立的大型国有独资投资公司—江西省高速公路投资发展（控股）有限公司。2009 年 11 月 28 日，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，2009 年 12 月 16 日，公司完成工商变更手续，名称变更为现名，主要负责江西省内高速公路投资、建设、经营等工作。

2012 年 6 月，根据江西省人民政府赣府字[2012]49 号文以及江西省交通运输厅赣交财审字[2012]117 号文，江西省交通运输厅将其投资和管理的 14 条收费还贷高速公路的厅属资产和负债及 5 个高速公路管理处¹经专项审计、评估后，以 2011 年 12 月 31 日为基准日，整体移交至公司，移交总资产为 982.77 亿元，总负债为 448.44 亿元，公司资产、负债规模大幅扩张。截至 2015 年 9 月底，公司注册资本为 950505.12 万元，江西省交通运输厅持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：高速公路基础设施的投资、建设及经营，高速公路服务区经营及交通基础设施的建设，建设工程施工，机械设备租赁，建筑材料批发，物流服务、仓储服务，设计、制作、发布国内各类广告、房地产开发经营。

公司下设收费管理部、项目管理部、养护管理部、安全监督部等 14 个职能部门。截至 2015 年 9 月底，公司纳入合并报表范围内的二

级子公司共计 8 家，其中，全资子公司 6 家，控股子公司 2 家；公司控股子公司赣粤高速为上海证券交易所上市公司（股票代码：600269），公司对其直接持股比例为 51.98%。此外，公司还参股江西昌铜高速公路有限责任公司、江西九江长江公路大桥有限公司等 7 家子公司，因子公司间相互持股，其中 3 家²纳入公司合并报表。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2182.92 亿元，所有者权益 921.34 亿元；2014 年公司实现营业收入 111.49 亿元，利润总额 29.93 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 2371.33 亿元，所有者权益 926.56 亿元；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 90.82 亿元，利润总额 8.16 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市西湖区朝阳洲中路 367 号；法定代表人：王江军。

二、本期中期票据概况

因符合《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》中第一类企业的要求，公司于 2016 年 2 月向银行间交易商协会申请统一注册债务融资工具（品种包括超短期融资券、短期融资券、中期票据和永续票据），并已取得交易商协会核发的“中市协注[2016]DFI 7 号”《接受注册通知书》。

公司本次拟发行的债务融资工具为 2016 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 30 亿元，期限为 3 年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

¹移交的 14 条收费还贷高速公路包括：昌金高速、温沙高速、乐温高速、景婺黄高速、武吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、鹰瑞高速、石吉高速、厦昆线赣州城西段、隘瑞高速、永武高速、昌北机场高速和赣崇高速（移交时，除赣崇高速在建外，其他路段均已通车）；5 个管理处包括：赣州管理处、沪瑞高速公路昌金管理处、大广高速公路武吉管理处、京福高速公路温沙管理处、景婺黄高速公路管理处。

² 包括江西省赣粤高速公路工程有限公司、江西昌铜高速公路有限责任公司和井冈山市景泰酒店管理有限责任公司。

1. 宏观经济

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2. 政策环境

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节

的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

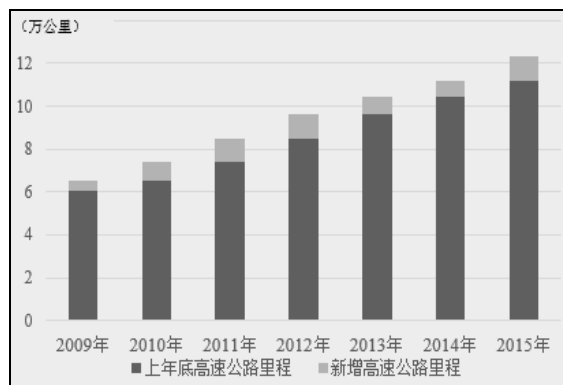
四、行业和区域环境

1. 高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程



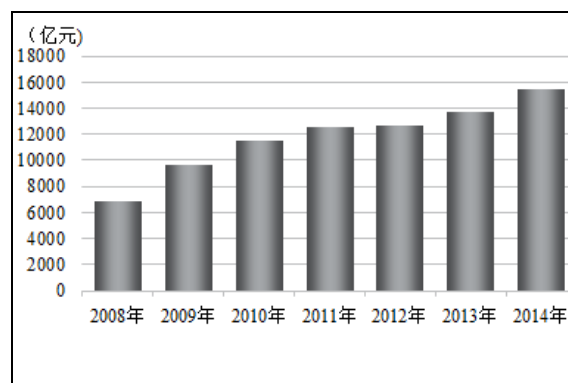
资料来源：交通运输部、联合资信整理

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公

路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，全国公路总里程达453.53万公里，比上年末增加7.14万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.72%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年全国交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。2015年全国新增高速公路通车里程1.22万公里；2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.49%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2 2008~2014年全国公路建设投资额



资料来源：Wind资讯

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人

流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，同比分别增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日免收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015年前三季度，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，前三季度全国公路完成客运量143.3亿人，同比由正转负，下降2.9个百分点至-0.7%；全国公路货运量为257.3亿吨，同比增长6.0%，增幅较去年同期缩小3.2个百分点。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路

专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的

原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

3. 高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030年）》，计划到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由12条首都放射线、47条南

北纵线、60条东西横线和81条联络线组成，总规模约26.5万公里；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，总规模11.8万公里；此外，规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 区域环境

江西省位于长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北临湖北、安徽，为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的

腹地，与上海、广州、厦门、南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离大多在600~700公里之内，交通便利，地理位置优越。

自2002年以来，江西省地区生产总值（GDP）每年增幅均超过全国平均水平，2012~2014年增幅分别为11.0%、10.1%和9.7%。2015年，据初步测算，江西省实现地区生产总值16723.8亿元，同比增长9.1%，高于全国6.9%的增速；其中，第一产业增加值1773.0亿元，增长3.9%；第二产业增加值8487.3亿元，增长9.4%；第三产业增加值6463.5亿元，增长10.0%。三次产业结构由上年的10.7:52.5:36.8调整为10.6:50.8:38.6，三次产业对GDP增长的贡献率分别为4.2%、60.7%和35.1%。与周边其他省份相比，江西省经济总量虽然保持较快增长，但与广东省、江苏省、浙江省等经济发达省份差距仍然较大，江西省经济发展空间仍然较大。

经济的持续快速发展带动江西省财政实力的进一步增强。2015年江西省财政总收入3021.54亿元，比上年增长12.7%，财政总收入占生产总值的比重为18.1%，比上年提高1.0个百分点。其中，一般公共预算收入2165.52亿元，同比增长15.1%；税收收入1516.94亿元，增长9.8%，占一般公共预算收入的比重为70.05%。所有县(市、区)财政总收入突破6亿元，其中，财政总收入超10亿元的县(市、区)85个，比上年增加8个；超20亿元的36个，增加7个；超30亿元的17个，增加2个；超50亿元的5个，增加2个；百亿县实现零突破，南昌县财政总收入达100.9亿元。

交通领域，2015年江西省铁路、公路和水运合计完成旅客运输量6.97亿人、货物运输量16.12亿吨，同比分别增长3.0%和6.2%。公路运输仍然是客货运的主要运输方式，2015年江西省公路完成旅客运输量6.10亿人，完成货物运输量14.79亿吨，同比分别增长2.2%和7.3%；公路客、货运周转量分别为321.8亿人公里和3200.1亿吨公里，同比分别增长1.7%

和 4.1%。2015 年末,江西省民用汽车保有量 346.8 万辆,增长 17.0%;民用轿车保有量 187.1 万辆,增长 21.2%。2015 年 1~11 月,江西省交通基础设施建设完成投资 612.8 亿元,同比增长 85.6%;其中,高速公路建设完成投资 411.6 亿元,同比增长 137.4%。

江西省高速公路建设从 1989 年开始起步,经过近 30 年的发展,高速公路建设取得了巨大的成绩。2014 年江西省实现县县通高速,2015 年江西省高速公路通车里程突破 5000 公里、达到 5088 公里,原“7918”国家高速公路网江西境内段所有项目全部建成,全面实现了县县通高速、县城半小时上高速,基本形成“纵贯南北、横跨东西、覆盖全省、连接周边”的高速公路网。

2012 年,江西省政府批准了江西省 2020 年高速公路修编规划。根据新规划,到 2020 年江西高速公路通车里程将达 6050 公里(比 2006 年制定的规划增加了 1400 公里),形成“四纵六横八射”加 14 条联络线组成的网络。根据 2015 年 1 月发布的《江西省高速公路网规划(2013~2030)》,江西省 2030 年高速公路网总体布局为:形成以“4 纵 6 横 8 射”为主骨架,17 条联络线为补充的高速公路网络,总规模约 6279 公里,另有规划远期展望线约 213 公里。江西省未来计划新增高速公路里程超过 1000 公里,且主要集中在未来五年内。

总体来看,江西省区域经济总量与周边省份相比处于较低水平,但江西省地理位置优越,区域经济快速发展,财政实力不断增强。2015 年以来受中国宏观经济增速下滑影响,江西省区域经济增速相应放缓,但增速仍高于全国水平;江西省交通建设以公路建设为主,投资规模不断增长,高速公路建设空间仍然广泛,路网效益有望持续增强。公司作为江西省内居垄断地位的大型高速公路投资运营企业,具有良好的发展前景。

五、公司基础素质

1. 产权状况

截至 2015 年 9 月底,公司为江西省交通运输厅 100%持股的企业,江西省交通运输厅为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

公司是江西省政府授权的江西省高速公路投资建设与运营管理主体,主要从事高速公路等重大基础设施的投融资、建设、服务、经营业务,此外还涉及服务区经营、交通基础设施的建设、建设工程施工、机械设备租赁、建筑材料批发代购、现代物流、仓储、广告、房地产开发经营等业务。

截至 2015 年 9 月底,江西省高速公路通车总里程为 4516 公里,其中,公司管理高速公路通车里程为 3916 公里,占江西省高速公路已通车总里程的 86.71%,公司在江西省高速公路行业垄断地位突出。

公司管理的温沙高速、武吉高速、赣崇高速和隘瑞高速等是国家高速公路网组成路段,在国家交通主干线网中居于重要地位。截至 2015 年 9 月底,公司拥有 6 家二级全资子公司、2 家二级控股子公司和 7 家参股公司,其中控股子公司赣粤高速为上海证券交易所上市公司,公司对其直接持股比例为 51.98%。

总体来看,公司在资产规模、路产质量等方面具有显著优势,区域垄断地位突出,行业竞争实力强。

3. 人员素质

公司现有董事会成员 7 名(其中董事长 1 名),监事会成员 4 名(其中监事会主席 1 名),高级管理人员 10 名(包括董事长 1 名、总经理 1 名、5 名副总经理、1 名总工程师、1 名总会计师和 1 名总经理助理)。公司高层管理人员全部具有本科及以上学历。

公司董事长王江军先生,1962 年生,本科学历,高级政工师,曾任江西省交通运输厅直属机关党委主任科员、厅直属机关团委书记、

厅直属机关党委专职副书记、厅党委办公室主任、江西省交通稽查征费局党委书记、江西省公路运输管理局党委书记等职务，现任公司董事长、党委书记并兼任江西省高等级公路管理局党委书记³。

公司总经理任东红女士，1958年生，本科学历，教授级高级工程师，曾任江西省路桥公司工程经营科副科长、工程科科长、经营科科长、江西省路桥工程局副局长、江西省公路局县乡处处长、省公路局副局长、局长等职务，现任公司总经理、董事。

截至2014年底，公司在职工11350人。从学历来看，硕士及以上学历人员占2.45%，本科学历占22.62%，大专及其他学历占74.93%；从职称来看，高级职称358人，中级职称800人，初级职称1264人。

总体看，公司管理层综合素质较高，行业经验丰富；公司员工整体素质尚可，能够满足公司日常经营和管理需要。

4. 政府支持

公司受政府委托负责江西省高速公路的投融资、建设和经营管理工作，在资产注入、资本金支持、政府补助、税收优惠等方面获得政府的大力支持。

(1) 资产注入

自成立以来，江西省人民政府、江西省交通运输厅授权公司对省属高速公路管理单位进行整合，先后将江西公路开发公司产权、昌金高速等14条收费还贷高速公路资产（含负债）、江西省高等级公路管理局赣州管理处等5个管理处的资产（含负债），经专项审计和评估后整体移交公司管理和运作。公司资产规模大幅扩张，行业垄断地位进一步加强。

(2) 资本金支持

³ 公司董事长王江军同时担任江西省高等级公路管理局党委书记职务，存在国家行政机关及事业单位人员担任公司董事的情况。公司部分董事由政府公务员或事业单位官员兼任，未违反《公司法》及相关法律法规的禁止性规定；该等董事的委派及兼职均已征得江西省人民政府和国有资产监督管理机构同意，符合相关委派程序，符合《中华人民共和国公务员法》的相关规定，为合法有效。

根据江西省人民政府办公厅抄告单赣府厅抄字[2011]19号以及江西省交通运输厅赣交财审字[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，2012~2014年分别为11.52亿元、2.84亿元和17.18亿元，公司将其计入“资本公积”，对于公司在建项目资金来源形成一定补充。

(3) 政府补助

根据赣府字[2000]19号文和赣府字[2002]6号文，公司子公司赣粤高速每年可获得税前利润25%的财政补贴支持。根据赣府发[2013]10号文件，在2020年前，江西省财政对公司子公司赣粤高速现有支持政策不变，并从2013年起，每年将给予公司不低于10亿元的高速公路建设财政补贴。此外，高速公路市县资本金方面，根据赣府发[2013]10号文件，未来新建高速公路沿线的市、县（区）政府“按新建高速公路境内概算投资总额8%筹措建设资金（其中3.5%由省财政厅统一运作，4.5%由地方市、县/区政府运作）注入省高速集团”用于高速公路建设。

2012~2014年公司获得的政府补助分别为9.61亿元、19.77亿元和25.67亿元，包括公司及子公司赣粤高速收到财政支持款、收费还贷高速公路专项补贴资金、财政奖励款、国有资本经营收益返还、融资奖励款、项目补助款等，公司将其计入“营业外收入—政府补助”。

表1 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	2012年	2013年	2014年
车购税补助资金	115166.00	28400.00	171753.00
财政支持款	41000.00	38594.10	50640.91
高速公路 财政补贴资金	50000.00	150000.00	200000.00
其他	5069.48	9094.08	6088.54
合计	211235.48	226088.18	428482.45

资料来源：公司提供

注：车购税补助资金计入“资本公积”，其他补助计入“营业外收入—政府补助”。

（4）政策税收

根据国家有关规定及江西省人民政府文件（赣府字[2012]49号），公司对收费还贷高速公路资产不计提折旧，公司收费还贷高速公路车辆通行费收入免征营业税及附加，对应的应纳税所得额免征企业所得税，省级财政给予的每年财政补贴也免收所得税。

总体看，公司受到江西省政府、交通运输厅和各地地方政府支持力度大。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《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，形成了董事会、监事会、经理层和各职能部门的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人依法行使股东职权，履行委派和更换董事、审议批准公司年度财务预、决算方案以及利润分配或弥补亏损方案等职责。

公司设立董事会，董事会根据出资人江西省交通运输厅的授权范围，决定公司的重大事项。董事会由9名董事组成（目前2名董事未到位），其中独立董事3名，均为出资人委派。董事会每届任期3年，任期届满可经出资人继续委派后连任。公司设董事长1名，由出资人在董事会成员中指定，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。

公司依法设监事会，监事会由5名监事组成（目前尚有1名监事未到位），其中出资人委派3名，职工监事2名。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、总经理、副总经理、总工程师、总会计师等其他高级管理职务。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。设总经理1名、副总经理4至6名、总工程师、

总会计师各1名，由董事会任免。总经理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2015年9月底，公司尚有两名董事、一名监事未到位，存在董事、监事缺位的情况，但公司董事会、监事会运作良好，对公司正常运作无重大不利影响，目前江西省交通运输厅正在斟酌名单，并将尽快委派到位。

2. 管理水平

公司内设综合行政部、人力资源部、收费管理部、项目管理部、养护管理部、财务管理部、总工程师办公室、资产运营部、党委办公室、后勤中心、法律事务部、纪检监察室、安全监督部和内控审计部14个职能部门。公司部门设置能够满足目前管理需要。

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

财务管理方面，公司制定了《江西省高速公路投资集团有限责任公司总部财务支付管理办法（试行）》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司会计核算管理办法》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司所属路段管理中心常用核算分录指引》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司所属路段收费常用核算分录指引》等一系列规章制度，建立了健全的财务、审计管理制度和资金计划控制制度，设立了独立的财务、审计部门，通过健全内部各岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，有效保障了资金使用的安全性。

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

担保及对外投资管理方面，公司制订了对

外担保原则和管理办法, 加强对外担保业务的管理、控制担保风险。公司原则上不对外提供担保抵押, 确因工作需要的担保, 由财务审计部提出申请, 报请公司高管层研究, 经总经理办公会讨论后决策。对外担保由财务审计部办理, 财务审计部建立担保业务备查档案, 并落实责任人负责担保业务事项的监督工作。公司现有的对外投资主要是根据省政府安排, 为省内重大交通基础设施项目建设提供。同时, 公司制定了严格的投资项目授权管理的机制, 重大的对外投资计划须经总经理办公会讨论后决策。

对下属子公司的管理方面, 公司制定了《江西省高速公路投资集团有限责任公司子公司管理办法》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司国有产权代表管理暂行办法》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司子公司经营业绩考核管理办法》、《江西省高速公路投资集团有限责任公司子公司投资管理办法》等一系列规章制度, 明确了分级授权的子公司管理模式, 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”, 将在战略规划、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《江西省高速公路投资集团有限责任公司公路项目建设管理办法》, 在“安全第一, 预防为主, 综合治理”方针的指导下, 遵守“管生产必须管安全”、“谁主管谁负责”的原则, 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《江西省高速公路投资集团有限责任公司项目前期工作管理办法》和《江西省高速公路投资集团有限责任公司项目建设管理办法》, 明确公路项目建设

应严格执行项目法人制、招标投标制、工程监理制、合同管理制和工程质量责任制。对公路项目建设按“依法依规、统一领导、集中高效、分级负责”的原则实行专业化管理, 达到“标准化、规范化、集约化、人本化”的管理要求, 对项目前期工作、招标采购、工程支付、设计变更审查、缺陷责任期和决算等进行集中管理。

总体看, 公司法人治理结构较为完备, 组织机构设置合理、管理制度较为健全。联合资信同时注意到, 公司系江西省政府下属国有独资公司, 是经省政府批准具有投资性质的国有资产经营和投资主体, 其董事、高级管理人员由江西省政府按照相关文件精神任命, 在投资和经营管理上受政策影响较大; 同时, 联合资信将密切关注公司空缺董事、监事到位情况。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是江西省交通运输厅下属国有独资公司, 主要负责江西省高速公路的投资建设和运营管理工作; 此外, 公司还涉及建设工程施工、房地产开发经营、建筑材料批发代购、广告、物流等业务。高速公路建设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的来源。

2012~2014 年, 公司营业收入持续增长, 分别为 91.42 亿元、107.75 亿元和 111.49 亿元, 年均复合增长 10.44%。从构成看, 高速公路车辆通行费收入是公司营业收入的主要来源, 近三年在营业收入中比重均在 85%以上; 随着公司运营高速公路通车里程的不断增长及路网效应的形成、江西省地方经济快速发展带来汽车保有量的增加, 2012~2014 年公司通行费收入持续增长, 年均复合增长率为 8.61%, 2014 年公司实现车辆通行费收入 98.09 亿元, 同比增长 5.24%。

2012~2014 年, 公司公路工程收入波动下

降,近三年分别为 5.36 亿元、9.39 亿元和 4.19 亿元,年均复合下降 11.58%,受控股子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司对外承接项目数量及施工进度等影响,收入规模有所波动。公司其他收入来源包括房地产销售、成品油销售、高速服务区、监理、物业收入等,2014 年公司新增成品油销售收入 2.37 亿元,主要来自公司孙公司江西高速实业开发有限公司的成品油销售收入;2012~2014 年,公司分别实现其他收入 2.89 亿元、5.15 亿元和 9.21 亿元,占营业收入占比持续上升。

从毛利率来看,由于公司收费还贷型高速

公路资产不计提折旧,公司车辆通行费业务毛利率保持较高水平,近三年分别为 72.82%、70.04%和 68.36%,下降主要是近年正式通车经营性高速公路开始计提折旧所致;2012~2014 年,公路工程业务毛利率波动下降,分别为 17.38%、7.74%和 9.80%,2013 年工程业务毛利大幅下降,主要系原材料和人工成本上升所致;公司其他业务毛利率波动较大,主要是受业务构成波动的影响,2014 年其他业务毛利率为 24.09%。综合来看,随着车辆通行费业务占比和毛利率的变动,公司综合毛利率近三年有所下降,2014 年为 62.50%。

表2 2012~2014年及2015年1~9月公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费收入	83.16	90.97	72.82	93.21	86.50	70.04	98.09	87.98	68.36	77.68	85.54	65.04
公路工程收入	5.36	5.87	17.38	9.39	8.72	7.74	4.19	3.76	9.80	1.16	1.27	10.42
其他收入	2.89	3.16	38.41	5.15	4.78	16.26	9.21	8.26	24.09	11.98	13.19	18.08
合计	91.42	100.00	68.48	107.75	100.00	62.04	111.49	100.00	62.50	90.82	100.00	58.15

资料来源:公司提供

注:公司其他收入主要包括房地产销售收入,成品油销售收入,高速服务区收入,监理、物业收入等。

2015 年 1~9 月,公司实现营业收入 90.82 亿元,同比增长 9.87%,其中车辆通行费收入 77.68 亿元,同比增长 6.62%。2015 年 1~9 月,公司综合毛利率为 58.15%,较 2014 年同期下降 5.60 个百分点,主要系车辆通行费板块毛利率下降所致。

总体来看,公司营业收入以高速公路通行费收入为主,主营业务突出。

2. 高速公路投资和经营

路产规模及质量

公司是经江西省政府批准、在江西省高等级公路管理局的基础上,整合省交通运输厅所属原三家高速公路管理单位组建成立的国有独资有限责任公司,主要从事江西省内部分高速公路的投融资、建设开发和经营管理等工作。近年来,受资产划入和在建高速公路的陆续建成通车,公司路产规模持续扩张,垄断地

位突出。

2012 年,公司新增 19 条高速公路,合计新增收费里程 2348 公里;其中,乐温高速、温沙高速、鹰瑞高速(含北段和南段)、昌金高速、景婺黄高速、武吉高速、石吉高速、泰赣高速、瑞赣高速、永武高速、隘瑞高速、昌北机场高速、赣崇高速、厦昆线赣州城西段高速等 14 条路段系江西省交通运输厅移交资产;抚吉高速、吉莲高速、德上高速、良禾口至桃墅店高速公路和奉铜高速系 2012 年新通车路段。2013 年井睦高速通车,公司新增收费里程 44 公里。2014 年,萍洪高速、万宜高速等 4 条高速公路建成通车,公司新增收费里程 131 公里。截至 2015 年 9 月底,公司已建成 35 条高速公路项目,管理通车高速公路里程达 3916 公里,占江西省高速公路通车总里程 4516 公里的 86.71%,在江西省高速公路行业中具有主导地位。

目前，公司已建成通车的 35 条高速公路中，15 条为政府还贷性高速公路，20 条为经营性高速公路。运营主体方面，公司本部管理全部 15 条还贷性高速公路和 6 条经营性高速公路，全资子公司公路开发公司管理 6 条经营性高速公路，控股子公司赣粤高速管理 8 条经营性高速公路。

公司承接的收费还贷高速公路路产质量较好，大部分为早前竣工通车的成熟路段，通行量较为饱和且通行费收入较为稳定。温沙高速、武吉高速是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一，昌金高速、景婺黄（常）高速、瑞赣高速、鹰瑞高速、隘瑞高速、赣崇高

速、吉莲高速等均为国家高速公路网组成路段；泰赣高速为江西省及华东地区通往广东、香港、澳门的重要通道；石吉高速为江西省连接福建省的出省通道。

公司下属经营性高速公路中，公路开发公司管辖梨温高速是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一，是公司通行费收入最高的路段之一；赣粤高速经营的昌九高速、昌樟高速和昌泰高速属于江西省“三纵四横”中的“中纵”，车流量大，对公司收入贡献较大。此外，抚吉高速、德上高速等国高网地方加密路段，因通车时间较短，目前正处于车流量培育期，未来通行费收入有望增加。

表 3 截至 2015 年 9 月底公司所辖高速公路情况（单位：公里）

所属单位	序号	路段名称	收费里程	公路性质	收费起止时间
公司直属	1	泰井高速	77	经营性	2005.01-2030.01
	2	乐温高速	69	还贷性	2005.11-2025.10
	3	温沙高速	177	还贷性	2004.08-2034.7
	4	鹰瑞高速（北）	220	还贷性	2010.09-2030.9
	5	昌金高速	168	还贷性	2004.06-2034.5
	6	景婺黄高速	150	还贷性	2006.11-2026.10
	7	武吉高速	286	还贷性	2008.01-2028.1
	8	石吉高速	191	还贷性	2010.09-2030.9
	9	泰赣高速	139	还贷性	2004.01-2034.1
	10	瑞赣高速	117	还贷性	2009.04-2029.4
	11	鹰瑞高速（南）	89	还贷性	2010.09-2030.9
	12	永武高速	105	还贷性	2011.09-2031.9
	13	隘瑞高速	31	还贷性	2011.10-2031.10
	14	昌北机场高速	4	还贷性	1999.01-2030.3
	15	赣崇高速	88	还贷性	2012.12.31-待定
	16	抚吉高速	179	经营性	2012.12.31-待定
	17	吉莲高速	106	还贷性	2012.12.31-待定
	18	德上高速	61	经营性	2012.12.31-待定
	19	井睦高速	44	经营性	2013.10.28-待定
	20	萍洪高速	34	经营性	2014.12-2044.12
	21	万宜高速	35	经营性	2014.12-2044.12
开发公司	22	梨温高速	245	经营性	2002.12-2032.12
	23	景鹰高速	203	经营性	2007.11-2037.11
	24	德昌高速	204	经营性	2011.09-2041.9
	25	祈浮高速良禾口至桃墅店	16	经营性	2012.08-2042.8
	26	九江绕城高速	47	经营性	2014.12-2044.12
	27	都九高速星子至九江段	15	经营性	2014.12-2044.12

赣粤高速	28	昌九高速	138	经营性	1998.4-2030.3
	29	昌樟高速	104	经营性	1998.1-2027.12
	30	温厚高速	35	经营性	1999.1-2028.12
	31	九景高速	135	经营性	2000.11-2030.11
	32	彭湖高速	65	经营性	2010.9-2040.9
	33	昌泰高速	148	经营性	2003.6-2033.6
	34	昌奉高速	39	经营性	2011.12-2041.12
	35	奉铜高速	152	经营性	2012.10-2042.10
合计			3916	/	/

资料来源：公司提供

注：厦昆线赣州城西段高速由于通车里程很短，本报告车流量、通行费收入及通车里程等的统计含在泰赣高速中。

整体看，近年来公司管理高速公路收费里程不断增长，公司在江西省高速公路行业主导地位突出；公司下辖路产质量较好，且随着新建高速公路车流量的逐渐培养（高速公路车流量培育期为三年左右）、路网效应的加强，公司未来发展潜力大。

高速公路经营情况

2012~2014 年，公司通行费收入持续增长，年均复合增长率为 8.61%；2014 年，公司实现通行费收入 98.09 亿元，同比增长 5.25%。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2014 年通行费收入为基础）包括：梨温高速（占 16.15%）、鹰瑞高速（南北合计占 10.08%）、昌金高速（占 7.57%）、昌九高速（占 7.54%）。梨温高速公路作为沪昆高速

公路江西省境内东部路段，既是横贯江西的东西向大通道，也是连接上海经济区、江南各省和珠江三角洲以及闽东南地区的东南沿海经济区的交通大动脉，近年来通行费收入保持稳定增长。昌金高速公路是沪昆高速公路在江西境内西段，近年通行费收入受新通车高速分流影响有小幅波动。赣粤高速所属昌九高速公路是江西省第一条高速公路，目前为福银高速的一部分，2013 年受鹰瑞高速通车分流影响通行费收入有所减少，但随着九江二桥和长浏高速的相继通车，路网效应带动下昌九高速公路 2014 年通行费收入有所反弹。鹰瑞高速公路是国家“7918”路网规划中济南至广州高速公路在江西境内的重要组成部分，近三年通行费收入增长态势良好。

表 4 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

所属单位	路段名称	2012 年	2013 年	2014 年	复合增长率	2015 年 1~9 月
公司直属	泰井高速	0.22	0.24	0.41	35.12	0.28
	乐温高速	1.59	1.83	2.31	20.44	2.18
	温沙高速	3.28	3.54	3.99	10.27	3.10
	鹰瑞（北）高速	5.71	6.86	6.72	8.49	5.30
	鹰瑞（南）高速	2.30	2.78	3.17	17.39	2.23
	昌金高速	7.25	7.61	7.43	1.19	5.40
	景婺黄高速	2.41	2.68	2.83	8.44	2.45
	武吉高速	3.54	5.88	5.85	28.49	4.21
	石吉高速	1.70	2.52	3.33	40.08	2.35
	泰赣高速	5.94	5.87	6.02	0.68	4.78
	瑞赣高速	2.38	3.25	3.52	21.44	2.69
	隘瑞高速	0.35	0.44	0.50	18.78	0.39
	永武高速	0.61	0.77	0.84	17.12	0.69

	昌北机场	0.09	0.11	0.12	14.84	0.11
	德上高速	0.00	0.33	0.46	2307.33	1.25
	抚吉高速	0.00	0.41	0.73	4644.16	0.80
	赣崇高速	0.00	0.44	0.62	2986.79	0.48
	吉莲高速	0.00	0.34	0.43	3542.02	0.68
	井睦高速	--	0.03	0.22	/	0.13
	萍洪高速	--	--	--	/	0.17
	万宜高速	--	--	0.00	/	0.01
赣粤高速	昌九高速	7.56	6.70	7.39	-1.12	5.93
	昌樟高速	6.71	6.15	6.04	-5.13	4.61
	温厚高速	1.51	1.73	1.77	8.40	1.24
	昌泰高速	5.53	4.61	4.67	-8.13	3.95
	九景高速	4.45	4.80	5.08	6.75	4.17
	彭湖高速	0.27	0.45	0.30	3.80	0.23
	昌奉高速	0.11	0.29	0.51	114.33	0.53
	奉铜高速	0.04	0.39	0.68	319.03	0.69
公路开发公司	梨温高速	14.70	15.27	15.84	3.78	9.53
	景鹰高速	3.51	4.91	3.99	6.69	3.47
	德昌高速	1.38	1.99	2.32	29.81	3.50
	祁浮高速	0.00	0.00	0.03	855.90	0.03
	星子至九江高速	--	--	0.00	/	0.03
	九江绕城高速	--	--	0.00	/	0.07
合计		83.16	93.21	98.09	8.61	77.68

资料来源：公司提供

赣崇高速、抚吉高速、德上高速、昌奉高速、奉铜高速等由于通车时间较短，2014 年通行费收入快速增长，车流量仍有待培育。2014 年，公路开发公司经营景鹰高速收入快速下

降，主要由于九江二桥通车，原分流至景鹰高速车辆恢复走昌九高速，景鹰高速赣皖桃墅站货车流量下降较多所致。

表 5 公司主要运行高速公路日均车流量（单位：辆/日、%）

路段名称	设计车流量	2012 年	2013 年	2014 年	复合增长率	2015 年 1~9 月
泰井高速	25184	1817	1753	2665	21.11	2771
乐温高速	48000	12700	13758	17304	16.73	21179
温沙高速	30300	10563	11080	12080	6.94	12719
鹰瑞（北）高速	41000	16363	19213	16991	1.90	19086
鹰瑞（南）高速	39500	14253	16622	17354	10.34	17402
昌金高速	40000	21732	22159	21202	-1.23	21712
景婺黄高速	37000	7311	7917	8304	6.57	10041
武吉高速	33929	5611	9564	9677	31.33	10096
石吉高速	34998	3821	5449	7014	35.49	7138
泰赣高速	46000	20712	19791	21911	2.85	24502
瑞赣高速	35684	9721	12128	12193	12.00	13721
隘瑞高速	39375	7140	8668	9123	13.04	9858

永武高速	41471	3507	4232	4409	12.12	5101
昌北机场高速	合并至昌九高速					
德上高速	36788	-	2320	3289	/	4431
抚吉高速	37885	-	1207	1900	/	2738
赣崇高速	33909	-	2205	3055	/	3380
吉莲高速	32059	-	1246	1579	/	3408
井睦高速	30000	-	1715	1960	/	1964
萍洪高速	30563	-	-	-	/	3139
万宜高速	30825	-	-	-	/	220
昌九高速	45093	32413	25647	27412	-8.04	30917
昌樟高速	46210	51874	49415	51546	-0.32	52442
温厚高速	已合并至昌樟					
昌泰高速	40616	18463	14714	16200	-6.33	19242
九景高速	35390	14756	15374	15622	2.89	18264
彭湖高速	30674	2294	3385	2239	-1.21	2451
昌奉高速	32232	1587	3552	5966	93.89	8490
奉铜高速	31039	-	2352	3624	/	4687
梨温高速	39000	29571	29485	31722	3.57	30679
景鹰高速	42000	9180	12654	10482	6.86	11439
德昌高速	33082	3922	4631	5336	16.64	7504
祁浮高速	30097	-	90	809	/	1101
星子至九江	49405	-	-	-	/	866
九江绕城	28287	-	-	-	/	611
合计	1207595	299311	322326	342968	7.04	383299

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司运营主要高速公路日均车流量持续增长，年均复合增长率 7.04%。2014 年，公司运营主要高速公路日均车流量为 34.30 万辆，同比增长 6.40%；其中，昌樟高速、梨温高速日均车流量已超过或接近饱和运营状态；鹰瑞高速（北）、昌金高速和景鹰高速（含祁浮）受到新通车高速分流的影响，日均车流量有不同程度的下降；抚吉高速、德上高速、奉铜高速等新建高速已进入车流量培育的快速成长期。

2015 年 1~9 月，公司实现通行费收入 77.68 亿元，为 2014 年全年的 79.19%；同期，公司日均车流量 38.33 万辆，较 2014 年全年水平有所增长。

整体来看，随着在建高速公路陆续竣工通车及路网效应的逐步显现，公司高速公路日均

车流量稳步上升，带动通行费收入持续增长；但部分高速公路通车时间较短，通行费收入规模较小，车流量培育仍需时间。

收费标准和收费结算模式

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

2013 年 3 月 27 日，江西省发展和改革委员会、江西省交通运输厅和江西省财政厅联合下发《关于调整全省高速公路车辆通行费收费标准的通知》（赣发改收费字[2013]583 号），决定从 2013 年 4 月 1 日零时起，统一调整江西省高速公路车辆通行费收费标准，相关调整如下。

表 6 江西省高速公路载客类车辆收费标准
(单位: 元/车公里)

车型	座位数	调整前 收费标准	调整后 收费标准
一类车	≤7 座	0.40	0.45
二类车	8 至 19 座	0.80	0.80
三类车	20 至 39 座	1.15	1.15
四类车	≥40 座	1.50	1.50

资料来源: 江西省交通运输厅、联合资信整理

注: 调整前收费标准为 2004 年 10 月赣交财审字[2004]123 号文公布的标准。

表 7 江西省高速公路载货类(正常装载)车辆收费标准
(单位: 吨、元/吨公里)

车货总重	调整前 收费标准	调整后 收费标准
≤10 吨	0.08	0.09
10 吨至 40 吨(含)	10 吨(含)以下部分, 按基本费率 0.08 元/吨公里计收; 10 吨以上部分, 按 0.06 元/吨公里线性递减至 0.03 元/吨公里计收	10 吨(含)以下部分, 按基本费率 0.09 元/吨公里计收; 10 吨以上部分, 按 0.09 元/吨公里线性递减至 0.045 元/吨公里计收
40 吨以上	40 吨以上的车辆按 40 吨计收	超过 40 吨部分按 0.045 元/吨公里

资料来源: 江西省交通运输厅、联合资信整理

注: 1、调整前标准为 2006 年 3 月赣交财审字[2006]39 号文公布的收费标准; 2、上表为正常装载的合法运输车辆通行费收费标准, 超过公路承载能力的车辆按费率调节系数相应收费, 2013 年调整后, 超限运输车辆按原费率执行; 3、总重 5 吨以下按 5 吨计, 计费不足 5 元按 5 元计。

此次收费标准的上调, 尤其是货车收费标准的上调, 有利于公司通行费收入的增长; 此外, 提高超载类货车运输费用, 对于控制超载现象、减轻超载对路面的损坏、节约公司维修成本等有积极意义。

收费结算方面, 公司所运营管理的高速公路通行费均由公司依据政府收费批准文件收取后, 直接汇总至省交通厅下属的高速公路联网收费中心(该中心负责江西全省高速公路通行费结算工作), 由联网收费中心对经营性公路和政府还贷性公路的通行费每周进行拆分, 经营性公路的通行费收入由联网收费中心直接划付给公司; 政府还贷性高速公路实行“收支两条线”, 即政府还贷性公路的通行费直接划付至财政专户; 省财政厅不定期将专项预算资金下发至省交通运输厅, 再由省交通运输厅

转拨给公司用于其运营管理的政府还贷性公路的还本付息和支付日常运营管理费用。公司以江西省高速公路联网收费结算管理中心提供的联网收费清算分割表的结果确认收入。

高速公路养护

公司制定了《江西省高速公路投资集团有限责任公司工程养护预算管理办法》等管理制度, 由公司本部统一制定养护战略规划和养护成本预算控制目标, 各单位按管辖路段分别编制工程养护预算并统一报送集团审批, 公司本部负责汇总并编制下年度工程养护预算, 并报江西省交通厅批准后实施。公司本部设养护管理部, 下属子公司设立了专门的养护部门及施工队伍, 日常维修保养工作由公司本部养护管理部和子公司养护部门; 针对施工技术要求较高且规模较大的灾害性预防工程、专项大修及改建工程的实施, 由公司本部的养护管理部进行牵头, 通过招标的方式选定维修单位进行维修。2015 年, 公司制定了包括昌傅至泰和高速公路路面专项工程、沪昆高速梨温段路面专项工程等 6 项大修计划, 概算投资规模为 27.50 亿元。

表 8 公司 2015 年度公路大修计划表(单位: 万元)

所属单位	项目名称	2015 年
公司直属	大广高速泰赣段路面专项工程	21000
	沪昆高速昌金段路面专项工程	20400
	福银高速温沙段路面专项工程	16000
赣粤高速	昌傅至泰和高速公路路面专项工程	81630
	沪昆高速温厚段路面专项工程	23000
公路开发公司	沪昆高速梨温段路面专项工程	113000
合计	--	275030

资料来源: 公司提供

2012~2014 年, 公司高速公路养护支出分别为 5.49 亿元、5.52 亿元和 5.52 亿元。2014 年公司平均每公里的养护成本为 13.2 万元/公里。2015 年, 公司对泰赣高速、昌金高速、温沙高速、昌泰高速、温厚高速和梨温高速开展路面专项工程, 预计总投资为 27.50 亿元。

总体看, 随着高速公路使用时间增长, 路

面磨损程度增加，公司养护成本呈上升趋势。

在建高速公路情况

截至 2015 年 9 月底，公司共有 15 个在建高速公路项目，规划建设里程合计 1321.62 公里，概算总投资 902.68 亿元。截至 2015 年 9

月底，公司已累计投入 418.74 亿元，未来尚需投入资金 483.94 亿元。公司 15 个在建项目全部计划于 2016 年底之前完工，公司短期筹资压力大。

表 9 截至 2015 年 9 月底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	累计完成投资额	建设周期
昌樟高速公路改扩建工程	86.54	72.40	50.46	2012.11-2015
昌九高速改扩建通远试验段	10.43	8.16	6.85	2012.10-2015
金溪至抚州高速公路	39.58	19.93	12.66	2013.8-2015
南昌至上栗高速公路	223.09	114.22	94.05	2013.12-2015
南昌至宁都高速公路	248.44	173.93	149.84	2013.12-2015
船顶隘至广昌高速公路	20.81	21.90	5.50	2014.8-2016
南昌至宁都高速公路南昌连接线	12.2	14.41	4.00	2014.12-2016
宁都至安远高速公路	163.38	109.77	19.10	2014.12-2016
安远至定南高速公路	51.96	40.30	9.06	2014.12-2016
宁都至定南高速公路定南联络线	38.21	26.19	4.79	2014.12-2016
上饶至万年高速公路	76.07	46.88	7.04	2014.12-2016
都昌至九江高速公路都昌至星子段	50.07	42.8	5.41	2014.12-2016
修水至平江高速公路	79.9	50.8	9.64	2014.12-2016
东乡至昌傅高速公路	151.81	99.73	32.49	2014.12-2016
铜鼓至万载高速公路	69.13	61.26	7.85	2014.12-2016
合计	1321.62	902.68	418.74	--

资料来源：公司提供

注：1、2015年11月，昌樟高速公路改扩建工程完工、金抚高速公路建成通车；2、2015年12月底，昌宁高速、昌栗高速通过竣工验收，并于2016年1月正式通车；3、2015年8月8日，昌九高速改扩建通远试验段建成通车。

拟建高速公路情况

此外，截至 2015 年 9 月底，公司有 3 个拟建高速公路项目，包括南昌至九江高速公路改

扩建工程、广昌至吉安高速公路和铜鼓至万载高速宜丰联络线，规划总建设里程 299.79 公里，概算总投资 228.66 亿元。

表 10 截至 2015 年 9 月底公司拟建项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	建设里程	概算总投资	项目进度	未来投资计划		
					2016 年	2017 年	2018 年
1	南昌至九江高速公路改扩建工程	87.88	68.35	审批阶段	8.78	17.56	8.78
2	广昌至吉安	186.95	134.56	审批阶段	43.40	43.40	12.40
3	铜鼓至万载高速宜丰联络线	24.96	25.75	已取得初步设计批复	9.06	10.18	6.44
合计		299.79	228.66	--	61.24	71.14	27.62

资料来源：公司提供

注：1、南昌至九江高速公路改扩建工程建设里程 87.882 公里，不含正在进行改扩建建设的通远试验段；南昌至九江高速公路改扩建工程已于 2015 年 11 月获国家发改委审批通过。

总体看，随着昌宁高速、昌栗高速的建成通车，公司 2015 年计划建设任务顺利完成⁴。

⁴ 昌宁、昌栗高速公路通车后，江西省高速公路通车里程突破 5000

公司其他在建项目大多计划于 2016 年建设完工，且拟建项目进展顺利，公司未来投资规模仍然较大，筹资压力仍然较重。根据江西省高速公路的发展规划，未来江西省高速公路建设以路网加密、改扩建项目为主，大规模的、同时进行的投资建设预计有所减少，但公司道路养护投入等将相应上升，公司未来资本支出压力大。

3. 多元化业务

公司在大力发展高速公路主业的同时，依托高速公路优势资源，开展房地产销售、成品油销售、服务区经营管理等多元化业务，对于盘活优势资源、推动企业转型升级、提升综合竞争力等影响深远。

公路工程业务

公司公路工程业务的经营主体为子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司⁵（以下简称“赣粤高速工程公司”）。赣粤高速工程公司拥有国家公路工程施工总承包一级，公路路面工程、路基工程、桥梁工程专业承包一级等专业资质，是集公路、桥梁、隧道、交通安全设施施工等为一体的现代化专业施工企业，先后参与了福银高速公路昌九段、杭瑞高速公路九景段等多个重点工程项目建设。

2012~2014 年，赣粤高速工程公司共签订 21 个、金额合计 45.76 亿元的施工合同，主要为路面维护保养工程、路基工程及桥梁工程项目。集团内部合并抵消后，近三年公司对外承接工程产生工程收入 5.36 亿元、9.39 亿元和 4.19 亿元。截至 2015 年 9 月末，赣粤高速工程公司尚余 1 个在建未完工集团外合同项目，合同金额 2.4 亿元，主要为路基路面工程。

公里，达到 5088 公里，基本形成“纵贯南北、横跨东西、覆盖全省、连接周边”的高速公路网。

⁵ 截至 2015 年 9 月底，公司本部直接持有赣粤高速工程公司 31.44% 的股权，控股子公司赣粤高速持有其 65.32% 股权，参股子公司江西昌泰高速公路有限责任公司（以下简称“昌泰高速公司”）持有其 3.24% 的股权；2015 年 12 月 10 日，江西省交通运输厅批准将赣粤高速和昌泰高速公司分别持有的赣粤高速工程公司股权以协议方式转换给江西省高速公路投资集团有限责任公司，相关工商变更手续已于 2015 年 12 月 31 日前完成，赣粤高速工程公司成为公司下属全资子公司。

房地产销售业务

公司房地产销售业务的经营主体是孙公司江西嘉园房地产开发有限责任公司与江西恒泰路桥工程有限公司。针对高速公路管理所站多线长、远离城市、环境偏僻、工作艰苦的特点，公司在所辖高速公路沿线城镇开发房地产项目，并主要向员工定向出售。2014 年公司房地产板块实现销售收入 3.43 亿元，同比增长 154.01%，主要系孙公司江西恒泰路桥工程公司开发的恒泰花苑项目确认收入所致。截至 2015 年 9 月底，公司房地产业务存量开发产品有三个项目，分别是西海项目、铜鼓项目和奉新项目，均为高速公路沿线地方政府采取限制挂牌条件以低价供地的方式给予公司建设高速公路及配套设施的投资补偿项目；目前，上述项目均在建设中。

表 11 截至 2015 年 9 月底公司在建房地产项目
(单位：平方米、亿元)

项目名称	用地面积	概算总投资	已投资
庐山西海综合服务中心项目	95505.00	1.50	1.25
铜鼓小城镇综合开发项目	66666.67	12.00	2.87
奉新项目一期、二期	66666.67	1.15	1.10
合计	228838.34	14.65	5.22

资料来源：公司提供

注：1、庐山西海和奉新项目一期已处于项目尾工阶段，后续会有少量投入，奉新项目二期处于正常投入阶段；2、铜鼓小城镇综合开发项目前期房地产开发已完成，后续周边酒店娱乐设施配套尚未启动。

此外，截至 2015 年 9 月底，公司孙公司江西恒锦地产开发有限公司拥有土地储备 13.59 万平方米，尚未进行开发建设。

高速服务区经营业务

高速服务区收入主要是公司高速公路服务区经营权、加油站、设备租赁等产生的收入，主要由子公司江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司负责。2014 年公司服务区收入合计 1.42 亿元，同比增长 5.19%。

其他业务

2014 年新增的成品油销售业务经营主体是子公司江西省高速实业开发有限公司，2014 年

公司实现成品油销售收入2.37亿元。

此外，公司通过参股井冈山市景泰酒店管理有限责任公司、国盛证券、江西银行等，逐步形成经营多元化、产业集团化、产科研相结合的运营格局，成为一个涉足高速公路、金融、地产开发、酒店经营、能源开发等多个领域的集团企业。

总的来看，公司下辖高速公路路产规模大、垄断地位突出，但营业收入主要来源于通行费收入，高速公路收费年限、收费标准等因素受政策影响大，公司开展多元化经营对分散经营风险、提高资源利用率等方面有积极作用。

4. 未来发展

公司作为江西省高速公路的投融资、建设和运营主体，未来将继续承担江西省高速公路网络建设任务，全力以赴抓好项目前期工作、加快在建项目建设步伐，全面建成“三纵四横”高速公路主骨架网，打通 28 个出省通道，实现全省所有县城半小时上高速。

运营管理方面，公司将继续挖掘收费潜力，强化收费日常管理，强化收费秩序整顿，严格规范减免操作程序，加大打击偷逃费力度。

经营开发方面，公司将积极寻求新的利润增长点，促进转型升级。将继续盘活内部优质资产，包括对广告公司进行股权改造，对房地产资源进行优化配置，对工程、油品等业务进行重新整合，实现专业化、规模化经营。将努力做大做强附属产业，做好核电、温泉等项目的投资与开发，做好酒店、旅游、矿产等项目的研究与拓展，做好大宗原材料的集中采购与储备，完善产业链条，提升产业效益。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年度财务报表经中磊会计师事务所有限责任公司江西分所⁶审计，

⁶根据中国证监会《证监会通报万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介

2013~2014年度财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年三季度财务报表未经审计。

2012年公司合并范围新增江西路吉公路工程有限公司等3家子公司⁷；2013年公司合并范围新增赣崇高速；2014年公司新设全资子公司江西省高速资产经营有限责任公司，对江西嘉特信工程技术有限公司和江西高速事业开发有限公司增资并取得实际控制权，故纳入公司合并范围，同期，公司注销江西省高速集团德上高速公路有限责任公司等三家子公司。截至2014年底，公司合并范围包括4家二级全资子公司，2家二级控股子公司。2015年1~9月，公司合并范围增加江西省高速公路投资集团材料有限公司和江西省天驰高速科技发展有限公司2家全资子公司。近三年及一期公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额2182.92亿元，所有者权益（含少数股东权益68.86亿元）921.34亿元；2014年公司实现营业收入111.49亿元，利润总额29.93亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额2371.33亿元，所有者权益（含少数股东权益68.91亿元）926.56亿元。2015年1~9月公司实现营业收入90.82亿元，利润总额8.16亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，随着项目建设投入的逐年

机构违法违规案》文件，中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处以2倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

2013年3月，公司得知相关情况，及时约谈了中磊会计师事务所江西分所负责人，其表明，江西分所历来对审计程序及审计风险严格把控，会一如既往的遵循。鉴于公司2012年度年报审计当时已在进行中，相关处罚尚未明确，公司接受该所继续对年报进行审计，并要求其加强审计风险控制，保证审计工作质量，待相关事务所案情处置明朗后，再确定更换事务所事宜。

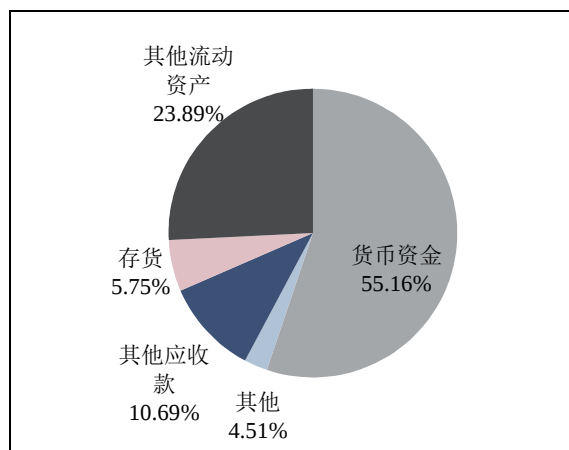
⁷根据赣府字[2012]49号文及赣交财审字[2012]117号文件，江西省人民政府于2012年6月将宜春路鼎实业有限公司（以下简称“路鼎实业”）等4家公司整体划给公司，路鼎实业于2012年12月注销，故本年合并范围仅新增3家子公司。

增加，公司资产规模不断扩大，年均复合增长率为 8.69%。截至 2014 年底，公司资产总额 2182.92 亿元，同比增长 11.48%，主要来源于固定资产和在建工程的增长。公司资产构成以非流动资产为主，近三年变化不大，截至 2014 年底，流动资产占 8.89%，非流动资产占 91.11%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 14.64%。截至 2014 年底流动资产为 194.10 亿元，同比增长 23.29%，主要系其他流动资产和货币资金增加所致。流动资产结构以货币资金（占比 55.16%）、其他应收款（占比 10.69%）、存货（占比 5.75%）和其他流动资产（占比 23.89%）为主。

图3 2014年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司货币资金波动中有所上升，年均复合增长 11.48%。截至 2014 年底，公司货币资金 107.06 亿元，同比增长 25.95%，以银行存款为主，占比 97.55%，且公司无因抵押、质押或冻结等使用权受限的货币资金。

2012~2014 年公司应收账款分别为 2.13 亿元、3.57 亿元和 3.55 亿元，年均复合增长 29.26%；受高速公路行业特征影响，应收账款在公司资产构成中占比较小且占比波动不大。

2012~2014 年，公司预付款项快速下降，年复合下降 48.88%。截至 2014 年底，公司预付款项 5.11 亿元，同比下降 52.95%，公司预付

款项以 1 年以内为主，占 88.13%。预付款项主要是公司向施工单位支付的材料、工程预付款等。按预付对象归集的期末余额前五名的预付款占预付款项年末余额的比例为 73.01%。

公司其他应收款主要为暂借及往来款和履约及投标保证金等。2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，分别为 31.70 亿元、32.44 亿元和 20.75 亿元，年均复合下降 19.09%。截至 2014 年底公司其他应收款同比下降 36.05%，主要来自暂借及往来款的减少；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款占其他应收款总额的比例为 71.99%，欠款对象较为集中；对于账龄较长且预计无法回收的其他应收款（占其他应收款账面余额的 1.45%），公司全额计提坏账准备；对于按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（占其他应收款账面余额的 98.55%），公司共计提 4.70 亿元的坏账准备，计提比例为 18.48%，计提较为充分。

表 12 2014 年底公司其他应收款前五名（单位：亿元）

债务人	金额	账龄	款项性质
江西省交通运输厅	12.56	1 年以内, 1~2 年, 2~3 年, 3 年以上	往来款
江西省寻全高速公路有限责任公司	2.35	1~2 年, 2~3 年	暂借款
江西省公路管理局	1.75	3 年以上	往来款
瑶湖大桥项目建设办公室	1.30	1 年以内, 1~2 年, 2~3 年, 3 年以上	往来款
宜春市公路管理局	0.64	3 年以上	往来款
合计	18.59	--	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货波动上升，年均复合增长 18.28%。截至 2014 年底，公司存货 11.17 亿元，同比下降 1.69%，主要是房地产开发成本和开发产品。

为了提高闲置资金的收益，公司购买了短期理财产品和资金管理计划，将其计入其他流动资产科目。2013~2014 年，公司其他流动资产分别为 14.00 亿元和 46.38 亿元。

非流动资产

随着公司在建和完工高速公路项目不断增加，非流动资产持续增长，近三年年均增长

8.15%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 1988.82 亿元，同比增长 10.45%，构成以固定资产（占比 86.44%）和在建工程（占比 9.02%）为主。

2012~2014 年，公司固定资产分别为 1623.02 亿元、1672.95 亿元和 1719.07 亿元，年均复合增长 2.92%，主要来自在建工程转入。公司固定资产主要以公路资产、房屋建筑物、机器设备等构成。2013 年公司固定资产的增加主要系抚吉、井睦高速公路通车、昌铜高速公路增加暂估转入固定资产以及赣崇高速纳入合并范围带来的固定资产的增长；2014 年公司固定资产增长主要系万宜高速、九江绕城高速和都九高速等通车由在建工程转入所致。2014 年公司共计提折旧 106.88 亿元。根据国家有关规定及江西省人民政府文件（赣府字[2012]49 号），公司下属收费还贷高速公路资产不计提折旧；经营性高速公路的折旧采用车流量法计算。截至 2014 年底，公司有账面价值为 0.75 亿元固定资产使用受限。

2012~2014 年，公司在建工程分别为 32.74 亿元、82.71 亿元和 179.32 亿元，年均复合增长 134.02%。公司在建工程主要为公司高速公路建设投入，2014 年在建工程同比增长 116.81%，主要系昌宁高速公路、昌栗高速公路、昌樟高速公路改扩建工程、萍洪高速公路等项目增加投资所致。截至 2014 年底，公司账面价值 0.21 亿元的在建工程用于贷款抵押担保。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 59.80%，截至 2014 年底为 12.02 亿元，同比增长 211.68%，主要系公司持有的湘邮科技、信达地产股票公允价值变动带来的增长。

公司长期股权投资主要为对江西省寻全高速公路有限责任公司（以下简称“寻全高速”）、国盛证券有限责任公司、江西九江长江公路大桥有限公司等联营企业的投资。2012~2014 年，公司长期股权投资分别为 18.95 亿元、20.30 亿元和 36.17 亿元，年均复合增幅为 38.17%；2014

年长期股权投资较上年增长 78.16%，主要系公司将寻全高速收到财政部拨付的 15.58 亿元车购税补助资金列入长期股权投资所致。

2014 年公司新增其他非流动资产 21.84 亿元，包括公司收到的中核集团江西核电公司投资款 0.21 亿元和项目办预付工程款 21.64 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 2371.33 亿元，较 2014 年底增长 8.63%；非流动资产比重为 90.78%，资产构成仍以非流动资产为主，但非流动资产比重呈现一定下降趋势。截至 2015 年 9 月底，公司流动资产合计 218.63 亿元，同比增长 12.64%，主要来自其他应收款和货币资金的增长。截至 2015 年 9 月底，公司其他应收款较 2014 年底增长 68.22%至 34.90 亿元，主要系往来款的增加。截至 2015 年 9 月底，公司非流动资产合计 2152.69 亿元，较 2014 年底增长 8.24%，其中固定资产 1785.12 亿元，较 2014 年底增加 66.05 亿元；在建工程 255.15 亿元，较 2014 年底增加 75.83 亿元。截至 2015 年 9 月底，公司受限资产大部分为高速公路收费权质押，账面价值为 1786.85 亿元，占资产总额的 75.35%，受限资产规模较大，资产流动性较差。

总体来看，近年来，在固定资产和在建工程增长的带动下，公司资产规模持续增长；资产构成以非流动资产为主，且固定资产和在建工程占比高，符合高速公路行业特征；公司货币资金总体规模较大，但用于质押的高速公路收费权在资产总额中占比较高，资产流动性受到一定影响。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模年复合增长 12.78%。截至 2014 年底，公司负债总额 1261.58 亿元，同比增长 16.78%，主要系应付债券、其他应付款和长期借款的增长所致，公司负债的增长主要来源于有息债务，债务规模不断增长。负债结构方面，近三年非流动负债占比分别为

70.18%、68.24%和 65.58%，公司负责以非流动负债为主，但非流动负债占比有所下降。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 21.18%。截至 2014 年底，公司流动负债 434.28 亿元，同比增长 26.58%，主要来自其他应付款、应付票据和其他流动负债的增长。流动负债主要由短期借款（占比 17.94%）、应付账款（占比 16.91%）、其他应付款（占比 25.47%）、一年内到期的非流动负债（占比 12.98%）和其他流动负债（占比 19.11%）为主。

2012~2014 年，公司短期借款不断增长，年均复合增长 7.13%。截至 2014 年底，公司短期借款余额 77.91 亿元，同比增长 14.15%，以信用借款为主（占比 99.99%）。

2012~2014 年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合下降 7.63%。截至 2014 年底应付账款为 73.42 亿元，同比增长 10.39%，主要是应付工程款，其中 1 年以内的应付账款占 58.52%。

2012~2014 年，公司其他应付款分别为 47.33 亿元、39.94 亿元和 110.63 亿元，年均复合增长 52.88%。公司其他应付款主要是履约质保金及保证金、暂估及工程款和往来及暂借款等。2014 年公司其他应付款大幅增长主要来自履约质保金及保证金的增加。

2012~2014 年，公司其他流动负债分别为 69.00 亿元、76.00 亿元和 83.00 亿元，年均复合增长 9.68%。公司其他流动负债全部为公司本部及子公司发行的短期融资券、超短期融资券和非公开定向债务融资工具，本报告将其计入短期债务及相关指标核算。

表 13 2014 年底公司其他流动负债情况（单位：亿元）

项目	期末余额	到期日
14 赣高速 CP001	30.00	2015.04.22
14 赣高速 CP002	20.00	2015.11.05
14 赣高速 SCP006	8.00	2015.05.30
14 赣高速 SCP007	15.00	2015.08.30
14 赣高速 SCP008	10.00	2015.06.09

合计	83.00	--
----	-------	----

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司非流动负债年均复合增长 9.01%。截至 2014 年底，公司非流动负债 827.30 亿元，同比增长 12.21%，主要来自应付债券、长期借款和长期应付款的增加。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，2014 年底占比分别为 72.59%和 19.83%。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，近三年分别为 146.78 亿元、579.12 亿元和 600.52 亿元，年均复合增长 102.27%；2014 年底公司长期借款中质押借款和信用借款分别占 95.85%和 4.14%。公司以昌铜高速公路、梨温高速公路等高速公路收费权为银行借款提供质押担保。

2012~2014 年，公司应付债券快速增长，分别为 38.03 亿元、76.42 亿元和 164.07 亿元，年均复合增长 107.70%。截至 2014 年底，公司应付债券 164.07 亿元，主要为公司本部及子公司赣粤高速存续的公司债、企业债及中期票据应偿付本息。

表 14 2014 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	余额	到期日
13 赣粤 01 债	17.81	2023.04.19
14 赣粤 01 债	4.95	2021.08.11
14 赣粤 02 债	22.78	2024.08.11
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
13 赣粤 MTN1	9.93	2017.12.03
13 赣粤 MTN2	6.97	2020.01.29
13 赣粤 MTN3	14.84	2023.03.04
14 赣高速 MTN1（三年期）	7.48	2017.02.19
14 赣高速 MTN1（七年期）	7.48	2021.02.19
14 赣高速 MTN2（七年期）	14.96	2021.05.08
14 赣高速 MTN2（十年期）	14.96	2024.05.08
14 赣高速 MTN3（三年期）	9.98	2017.05.16
14 赣高速 MTN3（七年期）	4.99	2021.05.16
合计	164.07	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年, 公司长期应付款波动较大, 分别为 416.45 亿元、16.38 亿元和 26.95 亿元, 年均复合变化率为-74.56%。2012 年, 根据赣府字[2012]49 号文, 江西省交通运输厅将其建设管理的 14 条收费还贷高速公路资产和负债整体移交给公司, 截至 2012 年底, 因相关长期借款(余额为 392.05 亿元)暂未完成转移手续, 公司将其暂时计入长期应付款; 2013 年转移手续完成, 故将其从长期应付款转出; 2014 年长期应付款主要由预估的高速公路后续投入和融资租赁款构成, 2014 年增加的长期应付款 10.57 亿元主要来自九江绕城高速和都九高速预估资产的增长。此外, 本报告将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务及相关科目核算, 近三年分别 9.87 亿元、7.58 亿元和 5.51 亿元。

2012~2014 年, 公司其他非流动负债分别为 75.02 亿元、45.07 亿元和 15.08 亿元, 年均复合下降 55.16%。2012 年公司其他非流动负债包括赣粤高速两期非公开定向债务融资工具(“11 赣粤 PPN001”和“12 赣粤 PPN001”)本金合计 25 亿元、昆仑信托应收账款债权转让及回购单一资金信托(以下简称“昆仑信托计划”)50 亿元和递延政府补助。2013 年其他非流动负债的减少主要系公司偿还“11 赣粤 PPN001”并将昆仑信托计划中 20 亿元转至一年内到期的非流动负债科目⁸。2014 年公司其他非流动负债同比减少 29.99 亿元, 主要系公司当年将昆仑信托计划全额回购完毕所致。截至 2014 年底公司其他非流动负债主要是“14 赣粤 PPN001”余额 14.89 亿元(已将其调入长期债务、全部债务及相关指标的计算中)。

有息债务方面, 2012~2014 年, 公司全部债务规模持续上升。经调整公司发行的短期融资券、超短期融资券、非公开定向债务融资工

具、信托计划等及进行的融资租赁, 公司近三年全部债务分别为 816.01 亿元、930.94 亿元和 1012.14 亿元, 年复合增长率为 11.37%。截至 2014 年底, 公司全部债务 1012.14 亿元, 同比增长 8.72%, 主要系新增长期借款和应付债券所致。其中, 短期债务占 22.44%, 长期债务占 77.56%。

2012~2014 年, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈逐年上升趋势, 近三年均值分别为 56.18%、51.38%和 45.12%, 2014 年底分别为 57.79%、52.35%和 46.00%, 同比分别增长 2.62、0.88 和 1.35 个百分点。

截至 2015 年 9 月底, 公司负债总额为 1444.76 亿元, 较 2014 年底增长 14.52%, 其中流动负债占 32.83%, 非流动负债占 67.17%, 公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2015 年 9 月底, 公司流动负债合计 474.34 亿元, 较上年底增长 9.22%, 主要由于其他流动负债及短期借款的增加所致, 截至 2015 年 9 月底分别为 171.00 亿元和 105.65 亿元; 其他流动负债增加 88 亿元主要系公司 2015 年发行的短期融资券和超短期融资券。截至 2015 年 9 月底, 公司非流动负债合计 970.42 亿元, 较 2014 年底增长 17.30%, 主要由于长期借款和应付债券增长所致。

截至 2015 年 9 月底, 公司有息债务为 1239.37 亿元, 较 2014 年增长 22.45%; 其中短期债务占 27.77%, 长期债务占 75.23%。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有所上升, 分别为 60.93%、57.22%和 50.16%, 增长 3.14 个、4.87 个和 4.16 个百分点。

总体来看, 近年来, 公司主要通过银行借款和债务融资工具等来满足大规模的高速公路投资建设需求, 债务规模持续扩张, 债务负担不断加重, 但目前仍较为合理; 公司负债结构中长期有息债务规模占比大, 符合高速公路行业建设周期长的特点。

⁸ 2011 年 12 月 23 日, 公司与昆仑信托有限责任公司(以下简称“昆仑信托公司”)签署了《应收账款债权转让及回购合同》。公司将对江西省交通运输厅和江西省高速集团德上高速公路有限责任公司、江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司享有的标的债权转让给昆仑信托公司, 转让价款 50 亿元。昆仑信托公司设立“昆仑信托应收账款债权转让及回购单一资金信托”, 条款中规定公司应在 2014 年 12 月 23 日前回购完毕昆仑信托公司享有的上述标的债权, 其中 30 亿元附可延长回购期至 2017 年 12 月 23 日。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益分别为 856.08 亿元、877.77 亿元和 921.34 亿元，年均复合增长 3.74%。截至 2014 年底，公司所有者权益 921.34 亿元（其中归属于母公司的所有者权益合计 852.48 亿元），同比增长 4.96%，主要来自未分配利润和资本公积的增长。所有者权益结构方面，实收资本占 10.32%，资本公积占 71.37%，未分配利润占 9.96%，少数股东权益占 7.47%，公司所有者权益的稳定性好。

2012~2014 年，公司实收资本均为 95.05 亿元。2012~2014 年公司资本公积分别为 637.01 亿元、640.57 亿元和 657.56 亿元。近年来公司资本公积的增加主要来自公司收到财政部拨付的车购税补助资金列入资本公积所致，2013~2014 年分别为 2.84 亿元和 17.18 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 68.91 亿元）926.56 亿元，较 2014 年底增长 0.57%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 10.26%、71.37%、10.14%和 7.44%，较上年末变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性好，债务负担适宜。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着公司高速公路通车里程和车流量的增加，公司营业收入稳定增长，分别为 91.42 亿元、107.75 亿元和 111.49 亿元，年均复合增长 10.44%。近三年公司营业成本不断增加，分别为 28.81 亿元、40.90 亿元和 42.17 亿元，年均复合增长 20.98%，增速高于营业收入增速。公司近三年营业利润率波动下降，2014 年为 59.84%，同比上升 0.08 个百分点。

从公司的期间费用来看，近三年公司期间费用不断增长，2014 年达 60.88 亿元，主要来自财务费用的增长。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2014 年分别为 56.45 亿元和 4.32 亿元；公司为支持大规模的项目建设相应增加

银行借款和债务融资工具的规模，财务费用快速增长且财务费用占营业收入比重逐年上升，受此影响，公司期间费用率由 2012 年的 46.35% 上升至 54.60%，财务费用对公司利润总额侵蚀大。

2012~2014 年，公司获得投资收益分别为 -1.30 亿元、-1.33 亿元和 -0.14 亿元。公司合营和联营企业大多为高速公路等交通基础设施的建设施工单位，因处于前期项目阶段盈利能力较差，公司按权益法核算的长期股权投资收益持续亏损；2014 年投资收益亏损减少主要是由于公司购买短期保本银行理财产品取得 1.25 亿元的投资收益。

2012~2014 年，公司资产减值损失分别为 1.82 亿元、3.94 亿元和 -0.26 亿元。2013 年底赣粤高速持有信达地产股份有限公司（股票代码 600657.SH，以下简称“信达地产”）无限售条件流通股 10024.27 万股，因公允价值变动公司共计提 2.78 亿元的减值准备；2014 年受信达地产公允价值回升转回，公司资产减值损失减少至 -0.26 亿元。2012~2014 年，公司营业利润分别为 15.09 亿元、2.31 亿元和 5.95 亿元。

公司营业外收入主要是政府补贴款，2012~2014 年公司获得的政府补贴款不断增长，分别为 9.61 亿元、19.77 亿元和 25.67 亿元，政府补贴对公司利润总额贡献大。2012~2014 年，公司利润总额分别为 23.49 亿元、20.45 亿元和 29.93 亿元。

从盈利指标上看，近三年公司总资本收益率逐年上升，近三年分别为 3.36%、3.76%和 4.21%；净资产收益率波动上升，近三年分别为 2.15%、1.83%和 2.78%。

2015 年前三季度，公司实现营业收入 90.82 亿元，同比上升 9.87%；营业成本 38.01 亿元，同比上升 26.86%；营业利润率为 56.05%，同比下降 3.79 个百分点。同期，公司期间费用合计 44.31 亿元，较上年同期下降 2.22%，期间费用率为 48.79%，同比下降 6.03 个百分点。2015 年 1~9 月，公司获得营业外收入 4.58 亿元，同比减

少4.21亿元；同期公司利润总额为8.16亿元，同比减少3.56亿元。

总体来看，随着通车里程的增加和车流量的不断培养，公司营业收入保持稳定增长；但项目建设投入的不断增加使得财务费用对公司利润总额侵蚀严重；公司获得的政府补助持续性强且逐年递增，公司利润水平对政府补贴依赖大。

5. 现金流及保障

2012~2014 年公司经营活动现金流入量快速增长，近三年分别为 101.86 亿元、134.25 亿元和 225.13 亿元，年均复合增长 48.67%：一方面，营业收入的持续增长带动公司销售商品、提供劳务收到的现金规模稳定增长，年均复合增长率为 13.09%，2014 年为 114.07 亿元，现金收入比由 2012 年的 97.56%逐年增加至 102.31%；另一方面，受往来款及政府补贴款规模的增长，公司收到其他与经营活动有关现金快速上升，年均复合增长 196.06%，2014 年为 111.05 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流出量波动下降，2014 年为 47.89 亿元，其中购买商品、接受劳务支付现金 17.46 亿元，支付给职工以及为职工支付的现金流出 12.92 亿元。近三年，公司经营活动现金流量净额为 53.08 亿元、89.87 亿元和 177.24 亿元。受行业特性影响，公司折旧等非付现成本占比较高，公司经营活动具有较强的获现能力。

2012~2014 年，在收回投资收到的现金增长带动下，公司投资活动现金流入规模大幅增长，2014 年为 58.03 亿元，同比增长 714.58%。近三年，公司投资活动现金流出规模较大且逐年增长，2014 年公司投资活动现金流出 229.20 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 137.78 亿元，主要为公司进行项目工程建设所支付的现金；公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要是因短期投资（如购买银行理财产品、买卖股票等）、长期股权投资等引起的现金流入流出，2014 年分别为

56.11 亿元和 91.42 亿元；由于公司在建项目较多，投资活动表现为净流出，近三年分别为 -115.85 亿元、-128.24 亿元和 -171.17 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -62.77 亿元、-38.37 亿元和 6.06 亿元；公司对外投资支出逐年增长，但营业收入和政府补贴的增加、关联方往来款流入的加大一定程度上缓解了公司的对外融资压力。

公司筹资活动现金流入及流出规模大，且呈逐年上升的趋势。公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金和发行债券收到的现金为主，2014 年分别为 385.66 亿元和 103.00 亿元，同期公司筹资活动现金流入 491.80 亿元。随着债务规模的上升，公司偿还债务本息支付的现金规模快速增长，2014 年公司筹资活动现金流出 478.31 亿元，其中偿还债务支付现金 415.24 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 59.00 亿元。近三年公司筹资活动现金流表现为净流入 72.00 亿元、37.39 亿元和 13.50 亿元。

2015 年 1~9 月，受营业收入增多影响，公司经营活动现金流入量为 102.30 亿元，同比上升 15.45%；现金收入比为 98.28%，较上年同期下降 6.22 个百分点。公司经营活动现金流出 135.68 亿元，同比上升 249.36%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅增长至 87.04 亿元所致；2015 年前三季度，公司经营活动现金流净额为 -33.39 亿元。2015 年 1~9 月，在收回投资收到的现金和投资支付的现金规模下降的影响下，公司投资活动现金流入规模下降 55.71%至 35.86 亿元，投资活动现金流出规模 161.42 亿元，投资活动现金流量净额 -125.56 亿元；同期，公司购建固定资产、无形资产等支付现金规模增长 70.12%至 152.24 亿元，高速公路投资建设仍保持较大规模现金流出。2015 年 1~9 月，公司筹资活动现金流入同比增长 41.32%至 503.60 亿元，其中取得借款收到现金 428.60 亿元、发行债券收到现金 75.00 亿元，筹资活动现金流净额为 182.05 亿元。

总体来看，公司为支持高速公路开发建设

保持较大规模投资活动现金流出；公司经营活动获现能力不断增强，2014年筹资活动前现金流入规模能够覆盖现金流出，但主要是因往来款流入和收回投资收到的现金增多所致，持续性待观察；公司通过银行借款、发行债券等多种方式进行融资平衡投资资金，同时为偿还债务本息现金仍保持较大规模的现金流出。未来几年公司在建项目众多，预计公司对债务融资的依赖程度依然较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，随着公司经营业务规模的扩张，公司流动性贷款需求逐渐增加，以及近年来短期债务融资工具的发行，公司流动比率和速动比率处于较弱水平且呈逐年下降趋势，近三年流动比率分别为49.94%、45.89%和44.69%，速动比率分别为47.24%、42.58%和42.12%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为17.95%、26.19%和40.81%，呈上升趋势。2015年9月底，公司流动比率和速动比率有所改善，分别为46.09%和42.36%，较2014年底分别上升1.40和0.24个百分点。总体看，公司债务规模不断增长，短期偿债能力较弱，但考虑到公司持有大量现金类资产及较好的经营获现能力，短期支付压力有所减轻。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司EBITDA呈逐年上升态势，分别为70.63亿元、86.68亿元和102.49亿元，年均复合增长20.47%；同时，随着债务规模的大幅上升，公司全部债务/EBITDA分别为11.55倍、10.74倍和9.88倍，EBITDA利息倍数分别为1.74倍、1.58倍和1.64倍。综合来看，随着通行费收入的增长，公司长期偿债能力有所增强；虽然EBITDA对公司全部债务保障比率较低，但考虑到公司债务期限分布以及政府对公司支持力度的不断加大，公司实际偿债能力较强。

截至2015年9月底，公司对外担保余额29.24亿元，担保比率为3.16%；其中对江西省

铁路投资集团公司提供担保29亿元，对股东江西省交通运输厅提供担保0.24亿元。江西省铁路投资集团公司为江西省发改委下属国有独资公司，主要负责江西省内铁路建设，目前经营正常。公司对外担保比率低，或有负债风险小。

截至2015年9月底，公司共获得各商业银行授信额度2491.60亿元，其中已使用额度1166.76亿元，尚未使用额度为1324.84亿元，公司间接融资渠道畅通；公司控股上市公司赣粤高速（SH.600269），直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码：G1036010300013900Y），截至2016年3月4日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清关注类贷款1笔，根据中国农业银行股份有限公司抚州分行出具的说明，该笔贷款系中国农业银行股份有限公司抚州分行重复登记贷款利息导致系统扣息失败所致，现该笔贷款已结清。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及江西省政府对于公司的各项支持等综合判断，公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度30亿元，占2015年9月底公司长期债务的3.22%，占全部债务的2.42%。本期中期票据的发行对公司整体债务结构影响较小。

截至2015年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.93%、57.22%和50.16%。以2015年9月底报表财务数据为基础，同时将公司发行的“15赣粤02”（本金7亿元）、“16赣高速PPN001”（本金60亿元）、2015年10月至今发行的超短期融资

券（本金合计84亿元）和公司计划于2016年发行的第一期、第二期中期票据本金合计40亿元考虑在内，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至64.26%和61.17%，公司债务负担将有所加重，但考虑到本期中期票据全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 101.86 亿元、134.25 亿元和 225.13 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.40 倍、4.47 倍和 7.50 倍，保障能力较好。近三年，公司经营性净现金流分别为 53.08 亿元、89.87 亿元和 177.24 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.77 倍、3.00 倍和 5.91 倍；公司 EBITDA 分别为 70.63 亿元、86.68 亿元和 102.49 亿元，分别为本期中期票据的 2.35 倍、2.89 倍和 3.42 倍。从指标上看，本期中期票据发行对现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力好，同时考虑政府对公司的持续支持，未来通车流量增长带动收入增长等因素，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

十、结论

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

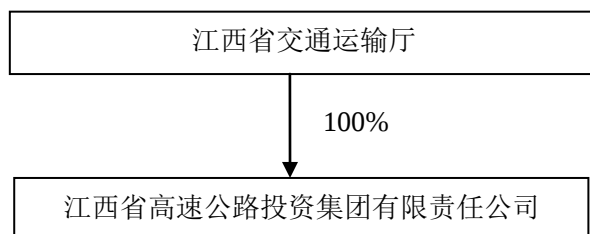
作为江西省高速公路投资建设和管理运营主体，公司在江西省高速公路行业中居于垄断地位，获得江西省政府在资产注入、资本金补助、财政补贴等方面的持续支持。近年来，江西省区域经济快速发展，高速公路投资规模不断扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司管理水平较高，管理风险较低。随着运营高速公路收费里程持续增长，公司资产规

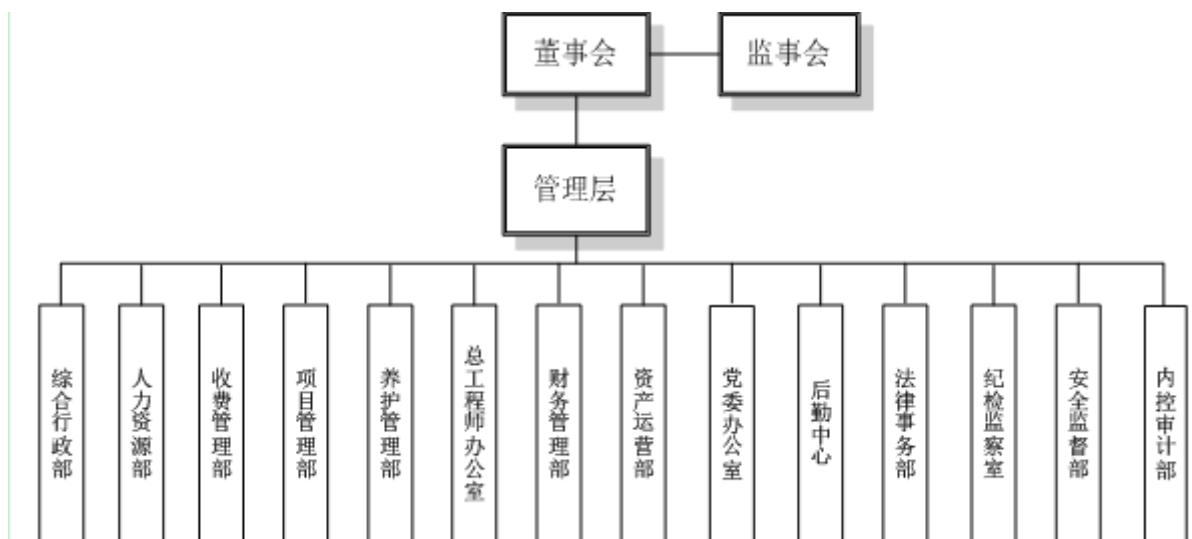
模和营业收入保持稳定增长，但受限资产占比高。公司有息债务规模上升较快，债务负担适宜；财务费用对公司利润总额侵蚀大，盈利能力对政府补贴依赖大。

本期中期票据发行对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流及EBITDA对本期中票保障能力好，同时考虑到江西省经济的快速发展、政府对公司的持续支持以及通车流量的增长，公司未来的盈利水平和抗风险能力有望提升，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	86.15	85.01	107.06	127.79
资产总额(亿元)	1847.98	1958.12	2182.92	2371.33
所有者权益(亿元)	856.08	877.77	921.34	926.56
短期债务(亿元)	154.28	222.81	227.15	306.95
长期债务(亿元)	661.73	708.12	784.99	932.42
全部债务(亿元)	816.01	930.94	1012.14	1239.37
营业收入(亿元)	91.42	107.75	111.49	90.82
利润总额(亿元)	23.49	20.45	29.93	8.16
EBITDA(亿元)	70.63	86.68	102.49	--
经营性净现金流(亿元)	53.08	89.87	177.24	-33.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.29	37.82	31.30	--
存货周转次数(次)	4.26	4.23	3.74	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	97.56	99.46	102.31	98.28
营业利润率(%)	66.27	59.76	59.84	56.05
总资本收益率(%)	3.36	3.76	4.21	--
净资产收益率(%)	2.15	1.83	2.78	--
长期债务资本化比率(%)	43.60	44.65	46.00	50.16
全部债务资本化比率(%)	48.80	51.47	52.35	57.22
资产负债率(%)	53.67	55.17	57.79	60.93
流动比率(%)	49.94	45.89	44.69	46.09
速动比率(%)	47.24	42.58	42.12	42.36
经营现金流动负债比(%)	17.95	26.19	40.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.74	1.58	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.55	10.74	9.88	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.40	4.47	7.50	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.77	3.00	5.91	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	2.35	2.89	3.42	--

注：1、公司将近几年发行的短期融资券、超短期融资券、短期非公开定向债务融资工具计入“其他流动负债”科目，本报告将其调至短期债务；2、公司将长期（一年以上）非公开定向债务融资工具、信托计划等计入“其他非流动负债”科目，本报告将其调至长期债务；3、公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，本报告将其调至长期债务；4、2015 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (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-营业税金及附加) /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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 江西省高速公路投资集团有限责任公司 2016 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江西省高速公路投资集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江西省高速公路投资集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，江西省高速公路投资集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江西省高速公路投资有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现江西省高速公路投资集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如江西省高速公路投资集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江西省高速公路投资集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

