

信用等级公告

联合[2017] 202 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 2017 年度第二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
2017 年度第二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

二零一七年八月二日



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

2017 年度第二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：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还有息债务

评级时间：2017 年 8 月 2 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	107.06	130.18	124.94	115.45
资产总额(亿元)	2182.92	2470.73	2650.23	2737.04
所有者权益(亿元)	921.34	940.05	1086.00	1086.59
短期债务(亿元)	227.15	359.68	187.55	224.77
长期债务(亿元)	784.98	954.56	1135.25	1143.35
全部债务(亿元)	1012.14	1314.24	1322.80	1368.12
营业收入(亿元)	111.49	139.36	140.74	39.74
利润总额(亿元)	29.93	9.11	19.94	9.56
EBITDA(亿元)	102.49	85.23	101.90	--
经营性净现金流(亿元)	177.24	0.19	97.06	22.17
营业利润率(%)	59.84	43.13	46.06	56.08
净资产收益率(%)	2.78	0.54	1.37	--
资产负债率(%)	57.79	61.95	59.02	60.30
全部债务资本化比率(%)	52.35	58.30	54.92	55.73
流动比率(%)	44.69	36.37	46.02	37.82
全部债务/EBITDA(倍)	9.88	15.42	12.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	1.26	1.65	--
经营现金流/全部债务(%)	40.81	0.04	25.21	--

注：1、其他流动负债中短期融资券和超短期融资券已计入短期债务；长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具已计入长期债务；2、2017 年一季度公司财务数据未经审计。

分析师

赵传第 王 存

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，公司的行业垄断地位有助于其获得政府的持续支持，以上因素均有助于公司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极低，安全性极高。

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。

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

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, 所辖路产质量良好, 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入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司期间费用对利润总额侵蚀较大, 利润总额主要来源于政府补贴。
2. 公司部分路产运营时间长, 维修成本高, 养护支出整体呈上升趋势。
3. 公司受限资产占比高, 资产流动性受到一定影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江西省高速公路投资集团有限责任公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身是 1997 年 10 月成立的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“赣粤高速公司”）、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 2017 年 3 月底，公司注册资本 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（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

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、科技信息部、财务管理部、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、内控审计部和工会（详见附件 1-2）。截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内的单位共计 21 家，包括全资子公司 15 家、控股子公司 4 家、参股子公司 2 家²；公司控股子公司江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速公司”）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%。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2650.23 亿元，所有者权益 1086.00 亿元（其中少数股东权益 77.56 亿元）；2016 年公司实现营业收入 140.74 亿元，利润总额 19.94 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2737.04 亿元，所有者权益 1086.59 亿元（其中少数股东权益 76.86 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，利润总额 9.56 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

公司于 2016 年 3 月 4 日取得中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注【2016】DFI 7 号”《接受注册通知书》，同意自通知书落款日（2016 年 3 月 4 日）起 2 年内，可分期发行超短期融资券、短期融资券、中期票据和永续

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 包括江西铜铜高速公路有限责任公司和井冈山山市景泰酒店管理有限公司，系因子公司间相互持股，故公司将该 2 家参股公司纳入合并单位。

票据，并于每期发行时确定当期主承销商、发行品种、发行规模、发行期限等要素。

公司拟发行 2017 年度第一期中期票据（3 年期）30 亿元，募集资金将用于偿还有息债务，截至本报告出具之日暂未发行。

本期公司计划发行 2017 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 30 亿元，期限为 5 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有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币

汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其

中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业和区域环境

公司是江西省高速公路投资建设与经营管理主体，高速公路行业发展现状、行业政策及江西省经济发展水平对公司经营和发展有着重大影响。

1. 高速公路行业概况

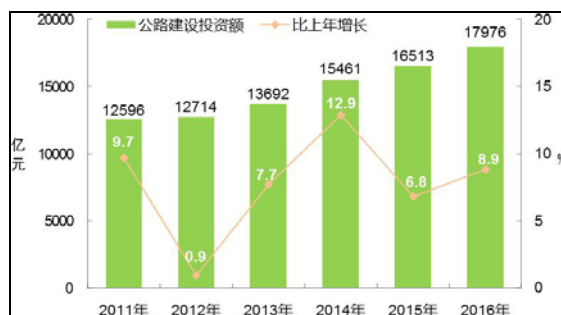
高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

高速公路建设

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。2016 年底中国高速公路通车里程达 13.10 万公里，比上年末增加 0.74 万公里。截至 2016 年底，全国公路总里程达 469.63 万公里，比上年末增加 11.90 万公里，公路密度 48.92 公里/百平方公里，提高 1.24 公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.79%。

根据交通运输部发布的 2016 年交通运输行业发展统计公报显示，2016 年全年完成公路建设投资 17975.81 亿元，比上年增长 8.9%。其中，高速公路建设完成投资 8235.32 亿元，同比增长 3.6%。普通国、省道建设完成投资 6081.28 亿元，增长 14.0%。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 1 2011~2016 年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

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。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2016年，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，2016年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量154.28亿人、旅客周转量10228.71亿人公里，比上年分别下降4.7%和4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量334.13亿吨、货物周转量61080.10亿吨公里，比上年分别增长6.1%和5.4%。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。

高速公路行业政策

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，但新的收费管理条例暂未正式出台。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。

高速公路发展前景

2016年3月18日，《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》发布，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。

2. 区域环境

公司是江西省高速公路投资建设与管理主体，主营业务主要分布于江西省，受江西省区域经济、财政实力和交通发展情况影响大。

根据《2016年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步测算，2016年江西省实现地区生产总值（GDP）18364.4亿元，比上年增长9.0%。其中，第一产业增加值1904.5亿元，增长4.1%；第二产业增加值9032.1亿元，增长8.5%；第三产业增加值7427.8亿元，增长11.0%。三次产业结构由上年的10.6：50.3：39.1调整为10.4：49.2：40.4，三次产业对GDP增长的贡献率分别为4.8%、47.4%和47.8%。人均生产总值40106元，增长8.4%。

经济的持续快速发展带动江西省财政实力的进一步增强。江西省2016年财政总收入3143.0亿元，比上年增长4.0%。其中，一般公共预算收入2151.4亿元，下降0.7%；税收收入2462.6亿元，增长3.8%，占财政总收入的比重为78.4%。江西省2016年一般公共预算支出4619.5亿元，比上年增长4.7%。用于教育、社保、医疗等民生方面的支出完成3595.3亿元，增长5.1%，占支出比重达77.8%，比上年提高0.3个百分点。

交通领域，2016年江西省铁路、公路和水运合计完成货物运输量138061.6万吨，比上年增长6.0%；货物周转量3897.6亿吨公里，增长3.8%。旅客运输量62874.0万人，增长0.7%；旅客周转量970.6亿人公里，增长1.8%。机场旅客吞吐量1050.1万人，增长6.6%。其中，昌北机场旅客吞吐量786.4万人，增长5.0%。截至2016年底，江西省公路通车里程161909公里，比上年末增加5284公里，其中，高速公路通车里程5894公里，增加836公里，铁

路营运里程3909.3公里，基本持平。截至2016年底，江西省民用汽车保有量407.4万辆，增长17.4%；民用轿车保有量225.2万辆，增长20.4%，其中，私人轿车212.6万辆，增长23.3%。

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，2016年1月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。

总体来看，江西省区域经济发展迅速，财政实力不断增强；交通建设以公路建设为主，投资规模不断增长，且根据高速公路网规划，江西省已基本实现高速公路建设目标，路网效益持续显现。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2017年3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，主要从事全省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、房地产开发等相关多元化业务。

截至 2017 年 3 月底，江西省高速公路通车总里程已达 5908 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 5112 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 86.52%。公司维持在江西省高速公路行业的垄断地位。

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 2017 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内的单位共计 21 家，包括全资子公司 15 家、控股子公司 4 家、参股子公司 2 家；其中控股子公司赣粤高速公司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%。

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，独立董事 2 名），监事会成员 4 名（其中监事会主席 1 名，职工监事 2 名），高级管理人员 8 名（包括总经理 1 名、纪委书记 1 名、副总经理 3 名、总工程师 1 名、总会计师 1 名和总经理助理 1 名）。公司高层管理人员全部具有本科及以上学历。

公司法定代表人、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 2016 年底，公司在职工 12451 人。从学历来看，硕士及以上学历人员占 2.80%，本科学历占 24.30%，大专及其他学历占 742.90%；从职称来看，高级职称 399 人，中级职称 895 人，初级职称 1248 人。

总体看，公司管理层综合素质较高，行业经验丰富；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。

公司 2017 年 2 月 21 日收到江西省交通运输厅《关于将省交通工程集团公司整体划入省

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。

高速公路投资集团有限责任公司有关事项的通知》（赣交运输字【2017】4号），江西省交通运输厅将省公路局下属企业江西省交通工程集团公司（以下简称“交工集团”）整体划入公司管理。交工集团注册成立于1997年8月20日，注册资本117543万元，系江西省唯一公路工程施工总承包特级企业，是省内公路建设的骨干企业，承建了建国以来江西省绝大多数省内国省公路重要路段。截至本报告出具之日，本次划转相关变更登记手续正在办理过程中，公司暂未对交工集团进行并表处理。

（2）资本金支持

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，2014~2016年分别为17.18亿元、14.46亿元、16.65亿元，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公司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公司现有支持政策不变，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。2014~2016年，公司分别收到江西省财政厅及上饶市财政局拨付的财政支持款5.06亿元、8.25亿元和0.56亿元，计入营业外收入。

根据江西省交通运输厅《关于规范使用公

路专项补贴资金的通知》，公司2014~2016年分别收到收费还贷高速公路专项补贴资金20亿元、5亿元和9亿元，用于偿还收费还贷高速公路借款及利息。

2014~2016年公司获得的“营业外收入—政府补助”合计分别为25.67亿元、13.35亿元、9.62亿元，除上述财政支持款和高速公路专项补贴资金外，还包括少量运营经费补偿、政策措施奖励资金、开办运营补助等。

表1 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	记账科目	2014年	2015年	2016年
车购税补助资金	资本公积	171753.00	144647.00	166500.00
财政支持款	营业外收入	50640.91	82531.80	5600.00
高速公路专项补贴资金	营业外收入	200000.00	50000.00	90000.00
资本性财政资金	资本公积	--	16600.00	--
其他	营业外收入	6088.53	934.92	589.39
合计	--	428482.44	294713.72	262689.39

资料来源：公司审计报告

（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（营改增后，根据相关政策，公司下属收费还贷高速公路免征增值税及附加），对应的应纳税所得额免征企业所得税。

总体看，公司在江西省高速公路领域垄断地位突出，受到江西省政府、交通运输厅和各地方政府持续力度的支持。

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、纪委书记1名、副总经理3名、总工程师1名、总会计师1名和总经理助理1名。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2017年3月底，公司尚有2名董事、1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。截至本报告出具之日，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、科技信息部、财务管理部、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、内控审计部和工会，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。

截至 2017 年 3 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公司空缺董事和监事名单，并将尽快委派到位。联合资信将密切关注公司缺位董、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，公司还涉及服务区经营以及交通基础设施的建设、建设工程施工、机械设备租赁、建筑材料批发代购、现代物流、仓储、广告、房地产开发经营等业务。高速公路建设与经营是公司的核心主导产业，通行费收入是公司收入和利润最主要来源。

2014~2016 年，公司营业收入持续增长，分别为 111.49 亿元、139.36 亿元和 140.74 亿元，年均复合增长 12.35%。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 70%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增强、江西省地方经济快速发展带来汽车保有量的增加，2014~2016 年公司通行费收入持续增长，年均复合增长率为 6.77%，2016 年公司实现车辆通行费收入 111.82 亿元，同比增长 7.84%。

2014~2016 年，公司公路工程收入波动增长，近三年分别为 4.19 亿元、7.20 亿元和 4.56 亿元，年均复合下降 4.32%，受控股子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤高速工程公司”）对外承接项目数量及施工进度等因素的影响，收入规模有所波动。

公司其他收入来源包括材料销售、成品油销售、房地产销售、高速服务区、监理、物业收入等，2014~2016 年，分别实现其他收入（除车辆通行费收入和公路工程收入外的其他主营业务收入+其他业务收入）9.21 亿元、28.46 亿元和 24.36 亿元，年均复合增长 62.63%，在营业收入中占比波动增长，分别为 8.26%、20.42%和 17.31%。除了传统的高速服务区、监理等业务，近年来公司利用高速公路资源优势，开展成品油销售和材料销售业务，其中，2014 年新增的成品油销售业务近三年分别实

现收入 2.37 亿元、7.80 亿元和 7.60 亿元，收入规模快速增长；2015 年新增材料销售收入，近两年分别实现收入 16.46 亿元、12.07 亿元，在营业收入中占比分别为 11.81%、8.58%，仅次于车辆通行费收入。

毛利率方面，2014~2016 年，公司综合毛利率波动下降，分别为 62.18%、45.18%和 47.04%，2015 年快速下降主要系公司新增的材料销售业务毛利率水平较低(2015 年为 1.57%)及车辆通行费业务毛利率下降所致。2014~2016 年，公司车辆通行费业务毛利率分别为 68.36%、58.00%和 56.36%，呈下降趋势，主要系：①公司近年来通车的经营性高速公路较多、车流量上涨，折旧费用增加；②公司部分新通车高速公路运营时间较短，车流量尚在

培养期。但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仍保持较高水平。公司其他业务毛利率有所波动，其中，公路工程业务毛利率近三年分别为 9.80%、8.28%和 15.75%，2016 年增幅明显，主要是因为赣粤高速工程公司 2016 年中标工程逐步完工、在建项目减少，毛利率相对较低的施工类工程确认收入减少，而毛利率相对较高的技术类工程收入在该板块收入中占比增大，从而提升了公路工程业务的毛利率水平；成品油销售业务毛利率近三年分别为 4.81%、7.18%和 8.26%，主要系规模效益及公司加强内部成本控制等因素带动毛利率增长；材料销售业务近两年毛利率分别为 1.57%、1.88%，略有增长。

表2 2014~2016年及2017年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 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
车辆通行服务收入	98.09	87.98	68.36	103.69	74.41	58.00	111.82	79.45	56.36	33.89	85.28	64.05
公路工程收入	4.19	3.76	9.80	7.20	5.17	8.28	4.56	3.24	15.75	0.21	0.54	1.81
成品油销售	2.37	2.13	4.81	7.80	5.60	7.18	7.60	5.40	8.26	2.36	5.93	7.01
房地产销售收入	3.43	3.07	7.62	0.05	0.03	-2.11	0.44	0.31	-6.20	0.71	1.80	0.95
高速服务区收入	1.42	1.27	11.87	1.53	1.10	22.66	2.33	1.66	32.78	2.57	6.45	18.68
材料销售收入	--	--	--	16.46	11.81	1.57	12.07	8.58	1.88			
监理、服务、物业等其他收入	1.02	0.91	68.61	1.57	1.12	34.98	0.82	0.58	36.85			
其他业务小计	0.98	0.88	62.86	1.06	0.76	48.71	1.10	0.78	52.20			
合计	111.49	100.00	62.18	139.36	100.00	45.18	140.74	100.00	47.04	39.74	100.00	56.27

资料来源：公司提供

注：公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；公司主营业务收入—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，其他业务收入—高速服务区收入为公路开发公司和赣粤高速的服务区收入。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，为 2016 年全年的 28.24%；其中，车辆通行费收入 33.89 亿元（为 2016 年全年的 30.31%），公路工程收入 0.21 亿元（为 2016 年全年的 4.61%），成品油销售收入 2.36 亿元（为 2016 年全年的 31.05%），房地产销售收入 0.71 亿元（为 2016 年全年的 161.36%），其余业务板块收入 16.32 亿元（为 2016 年全年的 15.75%）。2017 年 1~3 月，公司综合毛利率为 56.27%，较 2016 年全年水平增长 9.23 个百分

点，主要由于养护成本于年底计量，致使一季度收入占比最大的车辆通行服务收入的毛利率有所上升。

总体看，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工作。近年来，受在建高速公路的陆续建成通车影响，公司路产规模持续扩张，垄断地位突出。

2013 年，井睦高速公路建成通车，公司新增高速公路收费里程 44 公里。2014 年，萍洪高速、万宜高速、九江绕城高速和都九高速星子至九江段共 4 条高速公路建成通车，公司新增收费里程 131 公里。2015 年，金抚高速建成通车，公司新增高速公路收费里程 74 公里。2016 年，昌栗高速、昌宁高速、昌樟高速改扩建项目、昌九高速改扩建通远试验段等项目建成通车，公司新增高速公路收费里程 492 公里。2017 年 1~3 月，东昌高速、定宁高速（含宁都至安远、宁都至定南高速公路定南联络线、安远至定南 3 条路段）、铜万高速、修平高速、昌宁连接线、广船高速、上万高速、都九高速都昌至星子段建成通车，新增通车里程 708 公里。

截至 2017 年 3 月底，公司已建成高速公路 48 条，管理高速公路通车里程 5112 公里，占江西省高速公路通车总里程 5908 公里的 86.52%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。

截至 2017 年 3 月底，公司已建成通车的 48 条高速公路中，15 条为政府还贷性高速公路，23 条为经营性高速公路，10 条性质待定高速公路。运营主体方面，公司本部管理 15 条还贷性高速公路、9 条经营性高速公路、7

条性质待定高速公路，全资子公司公路开发公司管理 6 条经营性高速公路、3 条性质待定高速公路，控股子公司赣粤高速公司管理 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；赣粤高速公司经营的昌九高速、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。2016 年新通车的昌宁高速公路是江西省“四纵六横八射线”高速公路网主骨架的重要路段，昌栗高速是赣西地区第三条高速大通道。2017 年新通车的东昌高速是江西省“四纵六横八射线”公路网主骨架的重要路段，属于其中的“一横”，地理位置优越，路网优势明显。此外，公司部分路段为高速网加密部分，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 2017 年 3 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	公路性质	收费起止时间
公司直属	1	泰井高速	经营性	2005.01-2030.01
	2	乐温高速	还贷性	2005.11-2025.10
	3	温沙高速	还贷性	2004.08-2034.07
	4	鹰瑞高速（北）	还贷性	2010.09-2030.09
	5	昌金高速	还贷性	2004.06-2034.05
	6	景婺黄高速	还贷性	2006.11-2026.10
	7	武吉高速	还贷性	2008.01-2028.01
	8	石吉高速	还贷性	2010.09-2030.09

所属单位	序号	路段名称	公路性质	收费起止时间
	9	泰赣高速	还贷性	2004.01-2034.01
	10	瑞赣高速	还贷性	2009.04-2029.04
	11	鹰瑞高速（南）	还贷性	2010.09-2030.09
	12	永武高速	还贷性	2011.09-2031.09
	13	隘瑞高速	还贷性	2011.10-2031.10
	14	昌北机场高速	还贷性	1999.01-2030.03
	15	赣崇高速	还贷性	2012.12.31-待定
	16	抚吉高速	经营性	2012.12.31-待定
	17	吉莲高速	还贷性	2012.12.31-待定
	18	德上高速	经营性	2012.12.31-待定
	19	井睦高速	经营性	2013.10.28-待定
	20	萍洪高速	经营性	2014.12-2044.12
	21	万宜高速	经营性	2014.12-2044.12
	22	金抚高速	经营性	2015.09-2045.09
	23	昌宁高速	经营性	2016.01-2045.12
	24	昌栗高速	经营性	2016.01-2045.12
	25	昌宁高速南昌连接线	待定	2017.01-待定
	26	宁安高速	待定	2017.01-待定
	27	安定高速	待定	2017.01-待定
	28	定南联络线	待定	2017.01-待定
	29	东昌高速	待定	2017.01-待定
	30	铜万高速	待定	2017.01-待定
	31	修平高速	待定	2017.01-待定
公路开发公司	32	梨温高速	经营性	2002.12-2032.12
	33	景鹰高速	经营性	2007.11-2037.11
	34	德昌高速	经营性	2011.09-2041.09
	35	祈浮高速良禾口至桃墅店	经营性	2012.08-2042.08
	36	九江绕城高速	经营性	2014.12-2044.12
	37	都九高速星子至九江段	经营性	2014.12-2044.12
	38	都九高速都昌至星子段	待定	2017.01-待定
	39	上万高速	待定	2017.01-待定
	40	广船高速	待定	2017.01-待定
赣粤高速公司	41	昌九高速	经营性	1998.04-2030.03
	42	昌樟高速	经营性	1998.01-2044.03
	43	温厚高速	经营性	1999.01-2028.12
	44	九景高速	经营性	2000.11-2030.11
	45	彭湖高速	经营性	2010.09-2040.09
	46	昌泰高速	经营性	2003.06-2033.06
	47	昌奉高速	经营性	2011.12-2041.12
	48	奉铜高速	经营性	2012.10-2042.10

资料来源：公司提供

注：1、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；2、昌樟高速于2015年完成改扩建，江西省发展改革委、江西省交通运输厅重新核定其收费年限，同意延长昌樟高速公路收费期限14年零9个月（延长至2044年3月）。

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

2014~2016 年，公司通行费收入逐年增长，年均复合增长率为 6.77%；2016 年，公司实现通行费收入 111.82 亿元，同比增长 7.84%。受路网效益增强和新通车高速公路车流量逐渐培养，近年来，公司下属绝大多数高速公路通行费收入保持稳步增长。

公司本部直管高速公路车辆通行费收入合计占比为 51.30%；子公司赣粤高速公司下属高速公路车辆通行费收入合计占比为 27.55%；子公司公路开发公司下属高速公路通行费收入合计占比为 21.15%。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2016 年通行费收入为基础）包括：梨温高速（占 14.68%）、鹰瑞高速（鹰瑞南、北高速合计占 9.55%）、昌九高速（占 6.96%）、泰赣高速（占 6.78%）、昌樟高速（占 6.68%）等。

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，2015 年受路面大修工程影响，通行费收入同比有所下降，但仍是公司通行费收入最高的路段；2016 年，因技改限高解除、大修结束被分流车流量恢复正常，导致同比通行费收入增长较多。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（鹰瑞南、北高速合计）增长态势良好。赣粤高速公司所属昌九高速公路是江西省第一条高速公路，为福银高速的一部分，随着 2014 年九江二桥和长浏高速的相继通车，路网效应带动下，2014 年和 2015 年昌九高速公路通行费收入稳步增长；2016 年，因一级公路昌九大道建成通车，分流导致昌九高速通行费收入同比略有下降。此外，德上高速、德昌高速、隘瑞高速、景鹰高速等路段通行费收入出现下降，原因是 2015 年国检期间以上路段承担其他大修路段的分流责任，2016 年大修路段车流量回归正常，导致该述路段同比通行费收入有所下降。

表 4 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元、%）

路段		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
所属单位	名称	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅
公司直属	泰井高速	0.41	70.83	0.35	-14.13	0.35	1.71	0.08	21.53
	乐温高速	2.31	26.23	2.92	26.13	3.14	7.70	0.94	29.80
	温沙高速	3.99	12.71	4.05	1.59	3.98	-1.79	1.16	29.16
	鹰瑞（北）高速	6.72	-1.90	7.46	11.01	7.47	0.19	2.25	30.18
	鹰瑞（南）高速	3.17	14.03	3.11	-1.89	3.21	3.23	0.98	30.45
	昌金高速	7.43	-2.37	7.25	-2.44	7.20	-0.69	2.17	30.11
	景婺黄(常)高速	2.83	5.60	3.07	8.36	2.96	-3.34	0.99	33.53
	武吉高速	5.85	-0.85	5.73	-2.09	6.17	7.66	1.78	28.90
	石吉高速	3.33	32.14	3.06	-8.13	3.14	2.60	1.08	34.27
	泰赣高速	6.02	2.56	6.58	9.24	7.58	15.14	2.18	28.84
	瑞赣高速	3.52	8.31	3.58	1.78	3.42	-4.41	0.95	27.85
	隘瑞高速	0.49	13.73	0.50	1.08	0.41	-17.93	0.13	30.55

路段		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
所属单位	名称	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅	通行费收入	同比增幅
	永武高速	0.84	9.09	0.90	7.46	0.89	-0.29	0.27	29.81
	昌北机场高速	0.12	9.09	0.15	19.18	0.17	14.51	0.04	22.15
	德上高速	0.46	36.36	1.38	197.97	0.52	-62.49	0.11	21.68
	抚吉高速	0.73	78.05	1.07	46.53	1.38	28.88	0.41	29.74
	赣崇高速	0.62	40.91	0.64	3.43	0.71	10.62	0.20	28.74
	吉莲高速	0.43	26.47	0.89	106.62	1.19	33.28	0.44	37.38
	井陉高速	0.22	633.33	0.17	-23.23	0.16	-4.10	0.04	26.41
	萍洪高速	--	--	0.30	--	0.44	46.44	0.10	23.17
	万宜高速	--	--	0.03	--	0.25	848.16	0.08	34.27
	金抚高速	--	--	0.02	--	0.18	861.24	0.08	46.67
	昌宁高速	--	--	--	--	0.56	--	0.31	55.60
	昌栗高速	--	--	--	--	1.89	--	0.68	36.00
	东昌高速	--	--	--	--	--	--	1.09	--
	宁定高速	--	--	--	--	--	--	0.76	--
	铜万高速	--	--	--	--	--	--	0.04	--
	修平高速	--	--	--	--	--	--	0.04	--
	昌宁连接线	--	--	--	--	--	--	0.00	--
公路开发公司	梨温高速	15.84	3.73	13.20	-16.70	16.41	24.40	4.06	24.73
	景鹰高速	3.99	-18.74	4.43	11.13	4.01	-9.49	1.18	29.30
	德昌高速	2.32	16.58	4.14	78.48	2.99	-27.67	1.09	36.54
	祁浮高速	0.02	900.00	0.03	30.66	0.04	30.11	0.03	67.47
	都昌至九江高速	--	--	0.04	--	0.05	6.39	0.02	37.22
	九江绕城高速	--	--	0.10	--	0.14	44.52	0.05	34.76
	广船高速	--	--	--	--	--	--	0.01	--
	上万高速	--	--	--	--	--	--	0.09	--
赣粤高速公司	昌九高速	7.39	10.30	7.93	7.35	7.78	-1.93	1.99	25.61
	昌樟高速	6.04	-1.79	6.21	2.90	7.47	20.18	1.64	21.92
	温厚高速	1.77	2.31	1.70	-4.15	1.85	8.91	0.30	16.20
	九景高速	5.08	6.05	5.41	6.50	6.03	11.37	1.70	28.13
	彭湖高速	0.29	-33.30	0.30	1.35	5.70	5.48	1.76	30.86
	昌泰高速	4.67	1.30	5.41	15.98	0.39	30.07	0.18	45.65
	昌奉高速	0.51	75.86	0.70	36.87	0.72	3.19	0.18	25.40
	奉铜高速	0.68	74.36	0.90	31.70	0.86	-4.52	0.23	27.19
合计	--	98.09	5.24	103.69	5.71	111.82	7.84	33.89	30.31

资料来源：公司提供

车流量方面，2014~2016 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 10.36%。2016 年，公司运营主要高速公

路日均车流量为 41.77 万辆，同比增长 9.34%；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；泰赣、昌泰、德昌、吉

莲高速等路段大客车、货车车流量增长，同时公司积极开展收费营销、引车上路等活动，致使部分路段车流量增长。近一年的新通车路段中，除东昌高速因路网及地理位置优势车流量破万以外，其余路段由于通车时间较短，车流量仍有待培育。

2017 年 1~3 月，公司实现通行费收入 33.89 亿元，为 2016 年全年的 30.31%；同期，随着东昌、宁定高速公路建成通车，公司日均车流量 50.45 万辆，较 2016 年全年水平增长 20.77%。

表 5 公司主要运行高速公路日均车流量（单位：辆/日、%）

所属单位	编号	路段名称	日均车流量				
			2014 年	2015 年	2016 年	复合增长率	2017 年 1-3 月
公司直属	1	泰井高速	2665	2593	2628	-0.7	2340
	2	乐温高速	17304	21512	23663	16.94	28510
	3	温沙高速	12080	12771	13242	4.7	15647
	4	鹰瑞（北）高速	16991	19890	20469	9.76	25230
	5	鹰瑞（南）高速	17354	16494	19651	6.41	23173
	6	昌金高速	21202	21765	21609	0.96	27129
	7	景婺黄高速	8304	9403	9033	4.3	9775
	8	武吉高速	9677	10071	10682	5.06	13266
	9	石吉高速	7014	6888	7486	3.31	10946
	10	泰赣高速	21911	24721	28191	13.43	33412
	11	瑞赣高速	12193	13406	11908	-1.18	17999
	12	隘瑞高速	9123	9638	7839	-7.3	10353
	13	永武高速	4409	4931	4753	3.83	5759
	14	昌北机场高速	已合并至昌樟				
	15	德上高速	3289	4201	3972	9.89	3529
	16	抚吉高速	1900	2696	3680	39.17	4677
	17	赣崇高速	3055	3358	3733	10.54	4635
	18	吉莲高速	1579	3350	4696	72.45	7632
	19	井睦高速	1960	1841	1814	-3.8	2024
	20	萍洪高速	--	3819	5437	--	5695
	21	万宜高速	--	301	3632	--	5309
	22	金抚高速	--	115	2653	--	5006
	23	昌宁高速	--	--	984	--	2282
	24	昌栗高速	--	--	4892	--	7417
	25	东昌高速	--	--	--	--	16323
	26	宁定高速	--	--	--	--	7210
	27	铜万高速	--	--	--	--	1266
	28	修平高速	--	--	--	--	1192
	29	昌宁连接线	--	--	--	--	--
公路开发公司	1	梨温高速	31722	30579	34765	4.69	35855

所属单位	编号	路段名称	日均车流量				
			2014 年	2015 年	2016 年	复合增长率	2017 年 1-3 月
	2	景鹰高速	10482	11237	11197	3.35	13770
	3	德昌高速	5336	7061	6927	13.94	9333
	4	祁浮高速	809	1079	1462	34.43	3997
	5	都昌至九江高速（星子至九江段+都昌至星子段）	--	899	1028	--	506
	6	九江绕城	--	632	1098	--	1627
	7	广船高速	--	--	--	--	629
	8	上万高速	--	--	--	--	2927
	合计		342968	380659	417719	10.36	504493
赣粤高速公司	1	昌九高速	27412	30866	30725	5.87	30919
	2	昌樟高速	51546	52257	57366	5.49	40246
	3	温厚高速	已合并至昌樟				
	4	昌泰高速	16200	19289	21101	14.13	24501
	5	九景高速	15622	17625	18600	9.12	21498
	6	彭湖高速	2239	2394	3306	21.51	6466
	7	昌奉高速	5966	8352	8813	21.54	9158
	8	奉铜高速	3624	4625	4684	13.69	5327

资料来源：公司提供

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。

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。

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。

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。

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。2014~2016 年，公司高速公路养护支出分别为 5.53 亿元、11.19 亿元和 9.76 亿元，平均每公里的养护成本分别为 13.2 万元、28.45 万元、22.00 万元，呈波动上升趋势；2015 年，公司迎五年一次的高速公路国检，致使高速公路业务成本大幅增长。2017 年 1~3 月，公司养护支出为 1.45 亿元。

公司 2017~2019 年高速公路大修计划如下表所示；此外，还有中小修、日常养护等支出。2015 年国检养护的完成，使得公司未来短期内养护支出预计保持相对稳定规模，但随着高速公路运营时间的增长、路面磨损程度的增加，公司单位养护成本有可能增长。

表 8 公司 2017~2019 年度公路大修计划表

（单位：亿元）

项目单位	项目名称	2017 年	2018 年	2019 年
抚州管理中心	温沙路路面专项工程	2.00	2.00	2.00
宜春管理中心	昌金路路面专项工程	1.00	0.30	--
合计	--	3.00	2.30	2.00

资料来源：公司提供

在建高速公路情况

截至 2017 年 3 月底，公司共有 2 个在建高速公路项目，概算总投资 191.48 亿元，公司已累计投入 25.46 亿元，未来尚需投入资金 166.02 亿元，2017 年需投资 75.63 亿元，在建规模一般，短期筹资压力一般。

表 9 截至 2017 年 3 月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目	公路性质	建设里程	总投资	已累计完成投资额	未来三年具体投资计划		
						2017 年	2018 年	2019 年
1	昌九改扩建	经营性	88.00	65.24	11.50	23.74	15.00	5.58
2	广昌至吉安	收费还贷	188.82	126.24	13.96	51.89	31.93	5.15
合计		--	276.82	191.48	25.46	75.63	46.93	10.73

资料来源：公司提供

表 10 截至 2017 年 3 月底公司拟建高速公路项目情况（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		
					2017 年	2018 年	2019 年
1	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	8.04	10.65	5.62
2	抚州市东外环	22.61	20.12	已取得初步设计批复	6.34	9.51	1.01
合计		47.57	45.87	--	14.38	20.16	6.63

资料来源：公司提供

拟建高速公路情况

截至 2017 年 3 月底，公司有 2 个拟建高速公路项目，包括铜鼓至万载高速宜丰联络线和抚州市东外环，规划总建设里程 47.57 公里，概算总投资 45.87 亿元，资本金比例为 25%，资金来源包括政府出资 8%，其余为公司自筹。

总体看，公司作为江西省高速公路投资建设和运营管理主体，近年来随着下属路段的建成通车、路网效益的增长，公司通行费收入稳步增长。随着全省高速公路规划目标的完成，未来江西省高速公路建设以路网加密、改扩建项目、道路养护为主，公司在建及拟建项目投资规模有所减少，未来筹资压力一般。

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、材料销售、服务区经营管理等相关多元化业务，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全资子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤高速工程公司”）以及赣粤高速公司的全资子公司江西方兴科技有限公司（以下简称“方兴公司”）。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，业务属于施工类工程，

毛利率相对较低。方兴公司业务规模较赣粤高速工程公司而言相对较小，主要从事交通配套设施施工、电子产品、通信设备等，业务属于技术类工程，毛利率相对较高。

2014~2016 年，赣粤高速工程公司签订合同个数分别为分别为 6 个、7 个和 4 个，合同金额分别为 17.70 亿元、14.31 亿元和 10.76 亿元，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，2014~2016 年，公司对外承接工程产生工程收入 4.19 亿元、7.20 亿元和 4.56 亿元；2015 年收入增长主要系当年为国检年度，高速公路工程量较大，公司当年大力拓展外部市场及积极参与省内公路工程项目建设所致，而 2016 年赣粤高速工程公司中标工程逐步完工，在建项目减少，使得同比有所下降。截至 2017 年 3 月底，赣粤高速工程公司在建对外合同项目共 1 个，合同金额 9.40 亿元，主要为路基路面工程。2017 年 2 月，江西省交通运输厅将省公路局下属企业交工集团整体划入公司管理，截至本报告出具之日，本次划转相关变更登记手续正在办理过程中，公司暂未对交工集团进行并表处理，但鉴于交工集团的历史业绩和区域内地位，预计公司未来工程收入将有明显增长。

材料销售业务

公司 2015 年新增材料销售业务，主要由全资子公司江西省高速公路投资集团材料有限公司（以下简称“材料公司”）负责，从事包括沥青、钢材、水泥等的批发零售业务。2015 年、2016 年公司分别实现材料销售收入 16.46 亿元、12.07 亿元，带动营业收入持续增长，成为公司收入占比第二的业务板块，但毛利率水平较低，

分别为1.57%、1.88%。

成品油销售业务

公司成品油销售业务经营主体是孙公司江西省高速实业开发有限公司，2014~2016年分别实现成品油销售收入2.37亿元、7.80亿元和7.60亿元；毛利率分别为4.81%、7.18%和8.26%，虽呈逐年增长趋势，但仍处于较低水平。2016年9月，公司新增纳入合并范围子公司江西高速石化有限责任公司（以下简称“石化公司”），中石化销售公司各持股50%，但公司在石化公司董事会席位占比60%，具有实际控制力，未来将对公司所管高速公路沿线加油站实施统一管理，预计2017年油品销售收入将有明显增长。

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圆房地产开发有限责任公司（以下简称“嘉圆公司”）与江西恒泰路桥工程有限公司（以下简称“恒泰公司”）。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。2014~2016年，公司分别实现房地产销售收入3.43亿元、0.05亿元和0.44亿元，受完工及结转项目较少影响呈下降趋势，且收入规模很小。

截至2017年3月底，公司在建房地产开发项目有3个，均已完成概念性规划及详规设计、建筑方案设计工作，进入全面开发建设阶段，概算总投资额28.10亿元，已投金额11.23亿元（占概算39.96%）。公司房地产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。除此以外，公司无新开发其他项目。

此外，截至2017年3月底，公司孙公司江西恒锦地产开发有限公司拥有3块土地储备，共计13.59万平方米，尚未进行开发建设。

表 11 截至 2017 年 3 月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、%、万平方米）

项目名称	概算总投资	已投资	已投占比	取得方式	用地面积	土地用途	未来三年投资计划		
							2017 年	2018 年	2019 年
奉新项目（二期）	0.26	0.19	73.08	竞拍	1.43	居住、公共设施	0.06	0.01	--
湾里项目	4.50	1.91	42.44	竞拍	7.33	居住、公共设施	0.59	1.00	1.00
九龙湖项目	23.34	9.22	39.50	置换、出让	19.95	居住、商业	7.56	5.32	2.78
合计	28.10	11.23	39.96	--	28.71	--	8.21	6.33	3.78

资料来源：公司提供

其他业务

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。2014~2016年，公司分别实现高速服务区收入1.42亿元、1.53亿元和2.33亿元，逐年有所增长，但收入规模相对较小。

此外，公司通过参股井冈山市景泰酒店管理有限责任公司、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，公司营业收入主要来源于通行

费收入，垄断地位突出，下辖高速公路路产规模大，近三年收入保持稳步增长；面对高速公路收费年限、收费标准等因素受政策影响大的情况，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建设任务。一方面，公司将以建设和融资为保障，推进高速公路建设项目，向高速公路通车里程突破六千公里冲刺；公司将通过多举措融资，利用中期票据、公司债等中长期债券优

化债务结构，完成项目银团贷款，探索应用绿色债券、永续债券、股权融资等新模式；积极争取政策资金支持，力争完成财务公司组建工作，优化资金管控，介入金融市场筹集低成本资金。另一方面，公司将以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象，抓好信息化建设，推动管理升级，完成“十三五”养护规划，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。

多元化方面，公司将以产业和效益为支撑，全力推进提质增效，促进转型升级。金融投资板块，完成投资江西银行后续工作，进一步提升公司资产规模和利润水平；加强与省内金融、投资公司合作，做好对保险、基金等产业的投资工作，力争通过参股等方式深度融入资本市场。能源物流板块，通过运营油品公司，按照集团物流发展规划，逐步推进物流项目建设。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

会计估值变更方面：2015年9月，公司自筹资金建设的昌樟高速公路改扩建项目建成通车；根据赣发改收费【2015】1441号文《关于同意重新核定南昌至樟树高速公路收费年限和药湖大桥收费标准有关事项的批复》，昌樟高速公路获批延长收费期限14年零9个月（至2044年3月）。公司依据2016年1月1日中交第二公路勘察设计研究院有限公司出具的《江西南昌至樟树高速公路交通量预测与分析报告》确定的预测车流量，重新计算了昌樟（含昌傅段）高速公路单位车流量折旧额并自2015年10月1日开始按新确定的单位车流量折旧额计提昌樟高速公路资产的折旧。本次会计估计变更使公司

2015年10~12月累计折旧减少0.71亿元、营业成本减少0.71亿元，净利润增加0.53亿元。

合并范围方面：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，收购（及增资）江西嘉特信工程技术有限公司和江西高速实业开发有限公司并取得实际控制权，故纳入合并范围，同期，对江西省高速集团德上高速公路有限责任公司等3家子公司予以注销；2015年，公司合并范围新增材料公司、江西省天驰高速科技发展有限公司和江西交通工程监理公司（现更名为“江西交通咨询公司”），公司本部以其持有的国盛证券有限责任公司股权与赣粤高速所持赣粤高速工程公司、江西省嘉和工程咨询监理有限公司（以下简称“嘉和工程咨询公司”）股权进行置换，公路工程公司和嘉和工程咨询公司成为二级全资子公司。2016年，公司合并范围新增江西省高速集团定南高速公路有限责任公司、江西省高速集团修平高速公路有限责任公司、江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司、江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司、江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司、江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司、江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司7家全资子公司和1家控股子公司江西高速石化有限责任公司（公司持股50%，占60%董事会席位，因此纳入合并范围），截至2016年底，公司纳入合并报表范围内的单位共计21家。2017年1~3月，公司合并范围较2016年底未发生变化。公司近三年及一期合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额2650.23亿元，所有者权益1086.00亿元（含少数股东权益77.56亿元）；2016年，公司实现营业收入140.74亿元，利润总额19.94亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额2737.04亿元，所有者权益1086.59亿元（含少数股东权益76.86亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入39.74亿元，利润总额9.56亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，随着高速公路建设项目的持续投入，公司资产规模不断扩大，年均复合增长率为 10.19%。截至 2016 年底，公司资产总额 2650.23 亿元，同比增长 7.27%，主要来自非流动资产的增长。公司资产构成以非流动资产为主，近三年变化不大，截至 2016 年底，流动资产占 6.69%，非流动资产占 93.31%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产年均复合下降 4.46%。截至 2016 年底，公司流动资产为 177.19 亿元，较上年下降 9.13%，主要是货币资金、其他流动资产的大量减少所致；流动资产结构以货币资金（占比 70.51%）、存货（占比 10.55%）、其他应收款（占比 9.82%）、和应收账款（占比 6.40%）为主。公司 2015 年底流动资产结构较 2014 年有所调整，应收账款比重快速上升、其他流动资产比重快速下降。

2014~2016 年，公司货币资金呈现波动增长，年均复合增长 8.03%。截至 2016 年底，公司货币资金 124.94 亿元，同比下降 4.02%，主要是项目逐渐完成，货币资金存量有所减少；公司货币资金以银行存款为主，占比 99.93%，且公司无因抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的款项。

2014~2016 年公司应收账款分别为 3.55 亿元、12.67 亿元和 11.35 亿元，年均复合增长 78.70%；截至 2016 年底，应收账款同比下降 10.46%，主要系子公司工程施工和材料销售收款减少所致；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占年末应收账款账面余额的 63.09%）中，1 年以内占 76.81%，账龄较短；按欠款方归集的期末应收账款余额前五名合计占比为 61.50%，集中度较高；截至 2016 年底，公司对应收账款共计提 0.62 亿元坏账准备，计提比例为 5.20%。

2014~2016 年，公司其他应收款波动下降，分别为 20.75 亿元、21.88 亿元和 17.40 亿元，年均复合下降 8.42%。截至 2016 年底，公司其

他应收款同比下降 20.45%，主要由往来款和暂借款构成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中（占其他应收款账面余额的 91.90%），1 年以内占 7.32%，1~2 年占 61.14%，2~3 年占 1.47%，3 年以上占 30.08%，综合账龄较长；公司共计提 5.80 亿元坏账准备，计提比例为 24.99%；截至 2016 年底，按欠款方归集的其他应收款期末余额前五名合计占比为 75.53%，集中度较高，包括应收江西省交通运输厅、江西省公路管理局、江西省高等级公路管理局等政府单位和关联方的往来款。综合考虑欠款方性质，公司其他应收款回收风险较小，且坏账准备计提较为充分，但综合账龄较长，对公司资金形成一定占用。

表 12 截至 2016 年底公司其他应收款期末余额前五名
(单位: 亿元、%)

债务人	金额	账龄	款项性质	占比
江西省交通运输厅	11.78	1~2 年, 2~3 年, 3 年以上	往来款	50.78
江西省公路管理局	1.75	5 年以上	往来款	7.53
江西省高等级公路管理局	1.43	1 年以内, 1~2 年, 3 年以上	往来款	6.19
瑶湖大桥项目建设办公室	1.30	2~3 年, 3 年以上	往来款	5.60
江西省寻全高速公路有限责任公司	1.26	3 年以上	暂借款	5.43
合计	17.52	--	--	75.53

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货呈现逐年增长趋势，年均复合增长 29.35%。截至 2016 年底，公司存货 18.69 亿元，同比增长 20.31%，主要系孙公司房地产项目投入增加所致；从存货构成看：开发成本占 71.63%，主要为九龙湖项目、湾里和谐佳园、铜鼓嘉园项目的建设投入；开发产品占 15.35%，主要为奉新嘉园项目、铜鼓嘉园项目、恒泰花苑项目投入；工程施工占 5.88%，为赣粤高速工程公司已完工尚未结算款；原材料占 5.01%；剩余 2.12%为少量的库存商品、低值易耗品。

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。2014~2016 年，公司其他流动资

产分别为 46.38 亿元、6.63 亿元和 0.37 亿元，年均复合下降 91.04%，下降主要系公司短期理财产品和管理计划到期收回所致。

非流动资产

随着在建高速公路陆续完工并通车运营，公司非流动资产持续增长，2014~2016 年分别为 1988.82 亿元、2275.73 亿元和 2473.04 亿元，年均增长 11.51%。截至 2016 年底的非流动资产同比增长 8.67%；非流动资产构成仍以固定资产（占比 82.10%）和在建工程（占比 12.15%）为主，结构变化不大。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 52.57%，截至 2016 年底为 27.99 亿元，同比增长 53.98%，主要为所持上市公司股价上升所致。截至 2016 年底，公司以公允价值计量的可供出售金融资产账面余额 25.64 亿元，主要为公司持有的湖南湘邮科技股份有限公司（公司持有 686.4 万股，按 2016 年 12 月 30 日收盘价 31.58 元/股计算其公允价值）、信达地产股份有限公司（公司股持有 10024.2666 万股，按 2016 年 12 月 30 日收盘价 6.10 元/股计算其公允价值），以及子公司赣粤高速持有的广东国盛金控集团股份有限公司⁴（公司持有 5166.8874 万股，按 2016 年 12 月 30 日收盘价 33.60 元/股计算其公允价值）股票；截至 2016 年底，按成本计量的可供出售金融资产账面价值 2.54 亿元，主要是公司持有国开思远（北京）投资基金有限公司、江西赣润公路开发有限公司、江西赣益公路开发有限公司、江西大厦股份有限公司等权益工具投资。

2014~2016 年，公司长期股权投资分别为 36.17 亿元、72.71 亿元和 79.52 亿元，年均复合增幅为 48.28%。2015 年底公司长期股权投资

同比增长 101.05%，主要系公司新增对江西银行股份有限公司（以下简称“江西银行”，成本为 40.79 亿元，持股比例为 20.04%）⁵和江西联合股权交易中心有限公司的投资及寻全高速收到财政部拨付的 2.89 亿元车购税补助资金所致；2016 年同比增长 9.37%，主要系新增对恒邦财产保险股份有限公司的投资（4.37 亿元），以及追加对中电投江西核电有限公司的投资（0.08 亿元）。截至 2016 年底，公司长期股权投资主要为对交通、金融等企业的投资，投资金额较大的有江西银行股份有限公司（43.16 亿元，占 54.27%）、江西省寻全高速公路有限责任公司（18.92 亿元，占 23.79%）、江西九江长江公路大桥有限公司（6.21 亿元，占 7.81%）、江西省瑞寻高速公路有限责任公司（3.62 亿元，占比 4.55）、中电投江西核电有限公司（2.37 亿元，占 2.98%）等。

公路资产是公司固定资产最主要部分。2014~2016 年，公司固定资产分别为 1719.07 亿元、1816.28 亿元和 2030.24 亿元，年均复合增长 8.67%，主要来自在建工程转入。2015 年公司固定资产增长主要系昌樟高速公路改扩建工程、萍洪高速（通车时间在 2014 年 12 月，转固时间为 2015 年）和金抚高速等由在建工程转入所致；2016 年增长主要系昌宁高速公路项目、昌栗高速公路项目和梨温高速公路大修项目由在建工程转入固定资产所致。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 2016 年底，公司累计计提折旧和摊销 153.36 亿元，固定资产账面价值为 2030.24 亿元，同比增长 11.78%。从构成上看，截至 2016 年底，公司固定资产账面价值中公路占 95.55%，房屋建筑物占 2.65%，机器设备占 1.36%，运输及其他设备占 1.47%，固定资产仍以公路资产为主。截至 2016 年底，公司账面无

⁴ 2015 年 10 月 15 日，公司子公司赣粤高速与广东华声电器股份有限公司（以下简称“华声股份”）签订了《发行股份及支付现金购买资产协议》，华声股份拟以向赣粤高速定向发行股份及支付现金为对价，受让赣粤高速持有国盛证券有限责任公司（以下简称“国盛证券”）20.0114%的股权。华声股份于 2016 年 4 月 5 日收到中国证监会出具的《关于核准广东华声电器股份有限公司向中江国际信托股份有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2016】657 号），核准向赣粤高速发行 51668874 股股份。赣粤高速持有华声股份（后变更为国盛金控）51668874 股股份，占其总股本的 5.52%。

⁵ 江西银行系通过承接原南昌银行、景德镇市商业银行的全部资产、负债、业务和人员后于 2015 年 12 月 15 日组建成立，因成立时间较短，公司 2015 年权益法下确认投资收益-0.42 亿元。

使用受限的固定资产。

2014~2016 年，公司在建工程分别为 179.32 亿元、307.66 亿元和 300.35 亿元，年均复合增长 29.42%。公司在建工程主要为高速公路建设项目投入，2015 年在建工程同比增长 71.57%，主要系昌栗高速、昌宁高速、宁都至安远高速公路、铜鼓至万载高速公路等项目增加投资所致；2016 年同比下降 2.38%，主要系梨温高速大修项目，以及昌宁高速、昌栗高速、宁安高速、东昌高速等新建工程建成，从在建工程转固定资产所致。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2737.04 亿元，较 2016 年底增长 3.28%；非流动资产占比 93.58%，资产构成仍以非流动资产为主，占比较上年底略有增长。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产合计 175.68 亿元，较上年底下降 0.85%，主要是由于子公司工程施工和材料销售应收款减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产合计 2561.36 亿元，较上年底增长 3.57%，其中固定资产 2392.38 亿元，较 2016 年底增长 17.84%；在建工程 28.35 亿元，较 2016 年底下降 90.56%，主要是由于由于公司东昌高速公路项目、铜万高速公路项目、宁安高速公路项目、安定高速公路项目、定南联络线项目、修平高速公路项目、上万高速公路项目、广船高速公路项目和都九二期高速公路项目建成通车，在建工程转固定资产所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有权受限制资产（高速公路收费权）对应抵、质押合同金额总计为 1404.6 亿元，占资产总额的 53.00%，受限资产规模较大，影响资产流动性。

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. 资本及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 921.34 亿元、940.05 亿元和 1086.00 亿元，年均复合增长 8.57%。截至 2016 年底，公司所有者权益 1086.00 亿元，同比增长 15.53%，主要来自其他权益工具、资本公积、未分配利润的增长；所有者权益结构方面，实收资本占 8.75%，其他权益工具占 10.01%，资本公积占 63.64%，未分配利润占 9.26%，少数股东权益占 7.14%。

2014~2016 年，公司实收资本均为 95.05 亿元；同期，资本公积分别为 657.56 亿元、674.50 亿元和 691.15 亿元，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，近三年分别为 17.18 亿元、14.46 亿元和 16.65 亿元；2016 年新增其他权益工具 108.67 亿元，系公司发行永续债（“16 赣高速 PPN001”、“16 赣高速 PPN002”），公司将其计入其他权益工具核算。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 1086.59 亿元，较 2016 年底增长 0.05%，主要来自未分配利润的增长，所有者权益结构较上年底变化不大，其中，实收资本占 8.75%，其他权益工具占 10.00%，资本公积占 63.61%，未分配利润 9.52%，少数股东权益占 7.14%。

总体看，公司所有者权益逐年增长，实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性好。

负债

2014~2016 年，公司负债规模年均复合增长 11.35%。截至 2016 年底，公司负债总额 1564.23 亿元，同比增长 2.19%，主要系长期借款、应付债券等有息债务的增长所致，公司债务规模不断增长。负债结构方面，近三年非流动负债占比分别为 65.58%、64.97%和 75.39%，公司负债以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债呈现波动下降，年均复合下降 5.84%。截至 2016 年底，公司流动负债 385.01 亿元，同比下降 28.20%，主

要是短期借款的减少所致；从流动负债构成看，以短期借款（占比 27.91%）、应付账款（占比 29.60%）、其他应付款（占比 14.92%）、一年内到期的非流动负债（占比 18.47%）为主，短期借款和其他流动负债明显减少，应付账款和一年内到期的非流动负债明显增长。

2014~2016 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 17.45%。截至 2016 年底，公司短期借款余额 107.47 亿元，同比下降 18.30%，全部为信用借款，主要是由于公司在利率下行周期，发行中长期债券，偿还短期借款所致。

2014~2016 年，公司应付账款逐年快速增长，年均复合增长 24.60%。截至 2016 年底，公司应付账款 113.97 亿元，同比增长 27.77%，主要是应付工程款，其中 1 年以内的应付账款占 71.04%，当年增长较多系因为道路工程量的增长所致。

2014~2016 年，公司其他应付款分别为 110.63 亿元、62.44 亿元和 57.46 亿元，年均复合下降 27.93%，呈现逐年下降。公司其他应付款主要是履约质保金及保证金、往来及暂借款、暂估及工程款等。截至 2016 年底，公司其他应付款余额中履约质保金及保证金占比 67.65%，其他主要是往来及暂借款、暂估及工程款、代扣代缴税金等。

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。2014~2016 年，公司其他流动负债呈现波动下降，年均复合下降 70.72%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 7.11 亿元，以超短期融资券（占 98.39%）为主，同比下降 96.03%，主要是公司发行的超短期融资券和短期融资券到期偿还所致。本次跟踪评级过程中，联合资信已将其他流动负债中有息部分调整至全部债务核算。

2014~2016 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 19.39%。截至 2016 年底，公司非流动负债 1179.21 亿元，同比增长 18.58%，主要来自长期借款和应付债券的增加。公司非

流动负债以长期借款和应付债券为主，2016 年底占比分别为 68.07%和 26.80%。

2014~2016 年，公司长期借款逐年增长，近三年分别为 600.52 亿元、690.43 亿元和 802.66 亿元，年均复合增长 15.61%；截至 2016 年底，公司长期借款为 802.66 亿元，同比增长 16.25%，主要是由于公司在建项目银团贷款增加和国开专项基金借款增加所致，以质押借款（占比 86.90%）为主，质押物为高速公路收费权。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，分别为 164.07 亿元、245.71 亿元和 316.00 亿元，年均复合增长 38.78%。截至 2016 年底，公司应付债券 316.00 亿元，同比增长 28.61%，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 13 截至 2016 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	17.85	2023.04.19
14 赣粤 01 债	4.97	2021.08.11
14 赣粤 02 债	22.82	2024.08.11
15 赣粤 02 债	6.92	2022.10.23
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
13 赣粤 MTN1	9.96	2017.12.03
13 赣粤 MTN2	6.98	2020.01.29
13 赣粤 MTN3	14.87	2023.03.04
14 赣高速 MTN1（七年期）	7.49	2021.02.19
14 赣高速 MTN2（七年期）	14.97	2021.05.08
14 赣高速 MTN2（十年期）	14.97	2024.05.08
14 赣高速 MTN3（七年期）	4.99	2021.05.16
15 赣高速 MTN1（五年期）	19.90	2020.05.28
15 赣高速 MTN2（五年期）	14.90	2020.06.16
15 赣高速 MTN3（三年期）	19.95	2018.09.14
15 赣高速 MTN4（三年期）	19.95	2018.09.16
16 赣高速 MTN1（七年期）	19.97	2023.06.07
16 赣高速 MTN2（七年期）	19.77	2023.06.15
16 赣高速 MTN3（三年期）	29.86	2019.06.16
16 高速 01	29.91	2022.09.26
合计	316.00	--

资料来源：根据公司审计报告整理

公司长期应付款主要由高速公路项目预估资产（预估的高速公路后续投入）和融资租赁款等组成；2014~2016 年，公司长期应付款逐年下降，分别为 26.95 亿元、22.39 亿元和 20.90 亿元，年均复合下降 11.93%。截至 2015 年底长期应付款同比下降主要系德昌项目预估资产（预估的高速公路后续投入，2015 年底余额为 15.22 亿元）减少和偿还部分融资租赁款所致；截至 2016 年底同比下降 6.66%，主要系九绕高速、德昌项目、都九一期、祁浮高速、梨温中大修等项目的预估资产（预估的高速公路后续投入）以及融资租赁款的偿还所致；此外，公司长期应付款中的融资租赁款近三年分别为 5.51 亿元、3.51 亿元和 2.12 亿元。

2014~2016 年，公司其他非流动负债呈波动增长，分别为 15.08 亿元、16.51 亿元和 16.45 亿元，年均复合增长 4.44%。截至 2016 年底，公司其他非流动负债主要是“14 赣粤 PPN001”余额 14.94 亿元（已将其调入有息债务核算）和预收服务区租金（余额为 1.51 亿元）。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务规模持续上升。将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、融资租赁等计入有息债务后，近三年，公司全部债务分别为 1012.14 亿元、1314.24 亿元和 1322.80 亿元，年复合增长率为 14.32%。公司有息债务以长期债务为主，近三年长期债务比重波动增长。截至 2016 年底，公司全部债务中短期债务占 14.18%，长期债务占 85.82%。2014~2016 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整体均呈上升趋势，近三年均值分别为 59.65%、55.42%和 49.87%，2016 年底分别为 59.02%、54.92%和 51.11%，同比分别变动-2.93 个、-3.38 个和 0.73 个百分点。若将 2016 年永续债调整至长期债务，且相应调减所有者权益，则截至 2016 年底，公司资产负债率为 63.12%，全部债务资本化比率为 59.43%，长期债务资本化比率为 56.00%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为

1650.45 亿元，较 2016 年底增长 5.51%，其中流动负债占 28.14%，非流动负债占 71.86%，公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债合计 464.45 亿元，较上年底增长 20.63%，主要由于短期借款和应付账款增长所致；截至 2017 年 3 月底，公司非流动负债合计 1186.00 亿元，较 2016 年底增长 0.58%，主要由于长期借款增长所致。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 1368.12 亿元，较 2016 年底下降 3.43%，其中：短期债务占 16.43%，长期债务占 83.57%。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率 60.30%，较 2016 年底增长 1.28 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.73%、51.27%，较 2016 年底分别上升 0.82 个和 0.16 个百分点。截至 2017 年 3 月底，若将永续债调整至长期债务，且相应调减所有者权益，则公司资产负债率为 64.27%，全部债务资本化比率为 58.32%，长期债务资本化比率为 53.90%。

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融资渠道来满足大规模的高速公路投资建设需求，债务规模逐年增长，债务负担整体有所加重；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。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受高速公路车辆通行费收入持续增长和多元化业务（成品油销售、材料销售等）发展影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 12.35%；2016 年，公司实现营业收入 140.74 亿元，同比增长 0.99%。同期，公司营业成本波动上升，年均复合增长率为 32.94%，快于营业收入增幅；2015 年，营业成本为 76.40 亿元，同比增长 81.16%，营业成本大幅上升主要系新增材料销售业务毛利率低、下属高速公路于 2015 年接受五年一次的国检导致养护支出快速增长及新通车高速公路运营时间较短不足以覆盖运营成本所致；2016 年营业成本为 74.53

亿元，同比略有下降，是因国检大修结束所致。受上述因素影响，近三年公司营业利润率波动下降，分别为59.84%、43.13%和46.06%。

期间费用方面，近三年公司期间费用基本稳定，分别为60.88亿元、60.54亿元和60.49亿元；从构成看，以财务费用和管理费用为主，2016年分别为54.68亿元和5.43亿元，同比变化率分别为-0.55%和5.08%。2016年，公司债务规模不断攀升，但由于2016年利率处于下行区间，且公司通过获得低利率国开基金支持，平均融资成本较2015年有所降低，使得公司财务费用略有下降。近三年，公司期间费用率分别为54.60%、43.44%和42.98%，呈现逐年下降。

公司投资收益主要由处置可供出售金融资产、权益法核算的长期股权投资收益、持有可供出售金融资产期间取得的收益（分红）、购买短期银行理财产品而获取的投资收益构成。2014年和2015年，公司投资收益分别为-0.14亿元、-0.73亿元，持续为负，主要系权益法核算的长期股权投资收益亏损所致（2014年和2015年分别为-1.49亿元、-1.10亿元），2015年主要亏损投资企业包括江西省瑞寻高速公路有限责任公司（-1.17亿元）、江西银行（-0.42亿元）和江西大万公路开发有限公司（-0.20亿元）等；2016年投资收益11.28亿元，大幅增长主要系公司处置可供出售金融资产取得的投资收益（出售国盛证券股权，7.89亿元）、权益法核算的投资收益（3.02亿元，投资江西银行所得收益为主），另有少部分系收到信达地产股份有限公司和国开思远（北京）投资基金有限公司分红款（0.16亿元）、短期银行理财产品取得的投资收益（0.21亿元）。

2014~2016年，公司营业利润分别为5.95亿元、-1.04亿元和14.33亿元。受营业成本增长及投资亏损影响，2015年，公司营业利润由正转负，为-1.04亿元，同比减少6.99亿元；2016年得益于投资收益的大幅增长，营业利润呈现明显增长。

公司营业外收入主要是政府补贴款，

2014~2016年公司获得的政府补贴款逐年下降，分别为25.67亿元、13.35亿元和9.62亿元。同期，公司利润总额分别为29.93亿元、9.11亿元和19.94亿元，政府补贴占利润总额的比重分别为85.77%、146.54%和48.25%，政府补贴对公司利润总额贡献大。

从盈利指标上看，近三年公司总资本收益率波动下降，三年均值为3.00%，2016年为2.74%；净资产收益率波动下降，三年均值为1.40%，2016年为1.37%。

2017年1~3月，公司实现营业收入39.74亿元，同比增长15.99%，占2016年全年的28.24%；营业利润率为56.08%，较2016年全年水平提高10.02个百分点。2017年1~3月，公司利润总额为9.56亿元，为2016年全年的47.94%，除主业盈利能力提升外，利润总额增长主要来自营业外收入（占利润总额29.71%）和投资收益（占利润总额9.62%）。2017年一季度，公司获得投资收益0.92亿元，主要系江西银行投资收益；同期，公司营业外收入2.85亿元，主要系财政支持款。

总体来看，随着高速公路通车里程的增加和车流量的不断培养，以及多元化业务的发展，公司营业收入保持稳定增长；营业利润率受高速公路大修和部分多元化业务毛利率水平较低等因素影响有所波动；期间费用（尤其是财务费用）对公司利润侵蚀严重，公司利润总额对政府补贴依赖大，但近年来政府补贴有所下降；2017年一季度，受益于新增路线通车，营业收入同比增长，同时受投资收益增长影响，营业利润率较上年末有所提升。

5. 现金流及保障

2014~2016年，随着营业收入持续增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断增加，年均复合增长16.86%，2016年为155.77亿元；现金收入比分别为102.31%、93.24%和110.68%，收入实现质量受多元化业务的影响呈波动增长。同期，公司经营活动现金流入量有

所波动，近三年分别为 225.13 亿元、150.83 亿元和 173.76 亿元，主要系收到其他与经营活动有关现金（主要是收到的保证金、政府补贴、往来款等）下降所致，近三年公司收到其他与经营活动有关现金分别为 111.05 亿元、20.90 亿元和 17.98 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流出波动增长，2016 年为 76.70 亿元，同比下降 49.08%；其中，购买商品、接受劳务支付现金同比下降 2.27%至 44.81 亿元（主要系高速公路养护支出减少所致），支付其他与经营活动有关现金同比下降 93.85%至 4.97 亿元（主要系往来款同比支出减少所致）。受较大规模的履约保证金收支等非经常性因素影响，公司近三年经营活动现金流量净额波动较大，分别为 177.24 亿元、0.19 亿元和 9.71 亿元。

2014~2016 年，公司投资活动现金流入量逐年下降，年均复合下降 43.81%，2016 年为 18.32 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 8.70%，2016 年为 191.05 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 186.46 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，2016 年分别为 14.37 亿元和 4.59 亿元，同比分别下降 72.24%、12.74%；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 -171.17 亿元、-213.39 亿元和 -172.73 亿元。

2014~2016 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.06 亿元、-213.20 亿元和 -75.68 亿元；公司投资活动现金流出量虽有所下降，但规模仍较大，经营活动现金流受政府补贴波动、保证金流入流出等影响存在一定波动性，公司仍需对外融资来满足日常经营、投资及资金周转需求。

2014~2016 年，公司筹资活动现金流入及流出规模大。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，

2016 年分别为 126.48 亿元和 458.94 亿元；同期，公司筹资活动现金流入 702.77 亿元，同比下降 15.70%。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，2016 年公司筹资活动现金流出 632.33 亿元，其中偿还债务支付现金 562.11 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 64.12 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动现金流表现为净流入 13.50 亿元、238.80 亿元和 70.44 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 55.41 亿元，现金收入比为 112.85%，较上年全年水平略有上升；经营活动现金流出 33.25 亿元；经营活动现金流净额为 22.17 亿元。2017 年 1~3 月，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 60.00 亿元，高速公路投资建设仍保持较大规模现金流出，投资活动现金流出规模 60.05 亿元，投资活动现金流量净额 -60.00 亿元。2017 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入为 92.49 亿元，全部为取得借款收到现金，筹资活动现金流净额为 28.38 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有所波动，经营活动现金流量净额受保证金流入、流出影响有所波动，公司仍需通过银行借款、发行债券等多种方式进行融资平衡投资资金，同时随着债务规模的上升，公司为偿还债务本息现金流出规模不断上升；未来，随着江西省公路建设目标的实现，公司新建及改扩建工程量将有所减少，预计资金压力将明显减轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 44.69%、36.37%和 46.02%，速动比率分别为 42.12%、33.47%和 41.17%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率有所改善，分别为 37.82%和 32.81%，较 2016 年底分别下降 8.20 个和 8.36 个百分点，主要系短期借款大幅增长所致。受经营活动现

金流量净额波动影响，公司近三年经营现金流负债比有所波动，分别为 40.81%、0.04%和 25.21%。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，2014~2016年公司 EBITDA 呈波动下降态势，分别为 102.49 亿元、85.23 亿元和 101.90 亿元，年均复合下降 0.29%；同时，随着债务规模的大幅上升，公司全部债务/EBITDA 分别为 9.88 倍、15.42 倍和 12.98 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.64 倍、1.26 倍和 1.65 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 2016 年底，公司对外担保余额 29.00 亿元，全部为对江西省铁路投资集团公司提供的担保，担保比率为 2.67%。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。公司担保比率低，或有负债风险小。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 3209.79 亿元，其中已使用额度 1366.56 亿元，尚未使用额度为 1843.23 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，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 2017 年 5 月 3 日，公司有 1 笔未结清的关注类信贷信息记录，有 1 笔已结清关注类贷款。

根据中国农业银行股份有限公司抚州分行及中国农业银行股份有限公司吉安分行出具的说明，上述 2 笔贷款均系重复登记贷款利息导致系统扣息失败。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 2017 年 3 月底公司长期债务的 2.62%，占全部债务的 2.19%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

截至 2017 年 3 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 60.30%、55.73% 和 51.27%。以 2017 年 3 月底财务报表数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 60.73%、56.27% 和 51.92%，公司债务负担将有所加重，但考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，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

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 225.13 亿元、150.83 亿元和 173.76 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 7.50 倍、5.03 倍和 5.79 倍，保障能力较好。2014~2016 年，公司经营性净现金流分别为 177.24 亿元、0.19 亿元和 97.06 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 5.91 倍、0.01 倍和 3.24 倍；公司 EBITDA 分别为 102.49 亿元、85.23 亿元和 101.90 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.42 倍、2.84 倍和 3.40 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入量和 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，未来通车里程增加及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极低。

十、结论

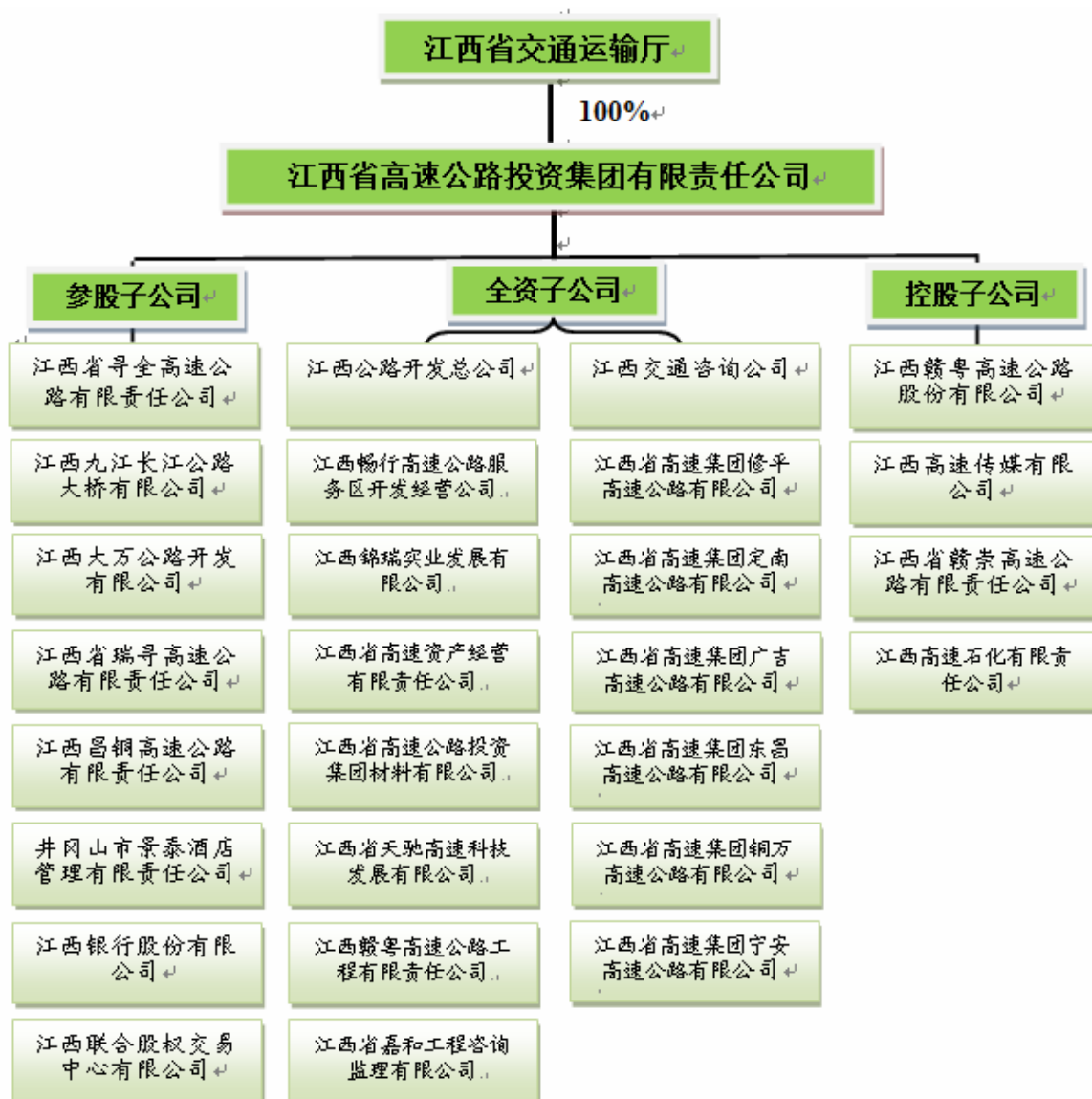
高速公路行业具有良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济进入稳增长新常态的宏观背景下，政府加大对高速公路行业支持力度，行业未来发展空间广阔。

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。

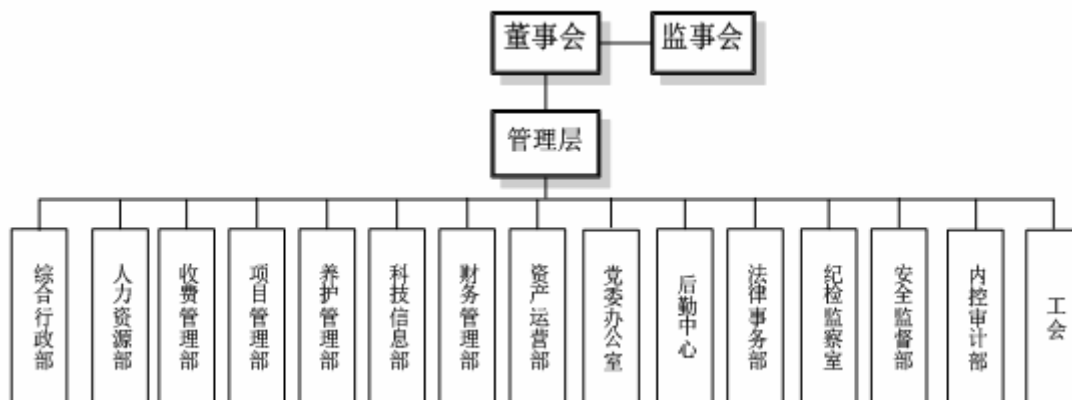
公司管理水平较高，管理风险较低。随着运营高速公路收费里程持续增长，公司资产规模和营业收入保持稳定增长，但受限资产占比高。公司有息债务规模逐年上升，债务负担适宜；财务费用对公司利润总额侵蚀大，盈利能力对政府补贴依赖大。

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入量及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极低。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	107.06	130.18	124.94	115.45
资产总额(亿元)	2182.92	2470.73	2650.23	2737.04
所有者权益(亿元)	921.34	940.05	1086.00	1086.59
短期债务(亿元)	227.15	359.68	187.55	224.77
长期债务(亿元)	784.98	954.56	1135.25	1143.35
全部债务(亿元)	1012.14	1314.24	1322.80	1368.12
营业收入(亿元)	111.49	139.36	140.74	39.74
利润总额(亿元)	29.93	9.11	19.94	9.56
EBITDA(亿元)	102.49	85.23	101.90	--
经营性净现金流(亿元)	177.24	0.19	97.06	22.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.30	17.17	11.71	--
存货周转次数(次)	3.74	5.72	4.36	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	102.31	93.24	110.68	112.85
营业利润率(%)	59.84	43.13	46.06	56.08
总资本收益率(%)	4.21	2.62	2.74	--
净资产收益率(%)	2.78	0.54	1.37	--
长期债务资本化比率(%)	46.00	50.38	51.11	51.27
全部债务资本化比率(%)	52.35	58.30	54.92	55.73
资产负债率(%)	57.79	61.95	59.02	60.30
流动比率(%)	44.69	36.37	46.02	37.82
速动比率(%)	42.12	33.47	41.17	32.81
经营现金流动负债比(%)	40.81	0.04	25.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	1.26	1.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.88	15.42	12.98	--

注：1、其他流动负债中短期融资券和超短期融资券已计入短期债务；长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中非公开定向债务融资工具已计入长期债务；2、公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式（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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江西省高速公路投资集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江西省高速公路投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江西省高速公路投资集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江西省高速公路投资集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江西省高速公路投资集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江西省高速公路投资集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。