

信用等级公告

联合[2017] 201 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 年度第一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 年度第一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

二零一七年二月七日



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 年度第一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

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2017 年 2 月 7 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	85.01	107.06	130.18	155.07
资产总额(亿元)	1958.12	2182.92	2470.73	2632.77
所有者权益(亿元)	877.77	921.34	940.05	1088.64
短期债务(亿元)	146.81	144.15	180.68	148.41
长期债务(亿元)	655.54	764.59	936.14	1139.11
全部债务(亿元)	802.36	908.74	1116.82	1287.52
调整后全部债务(亿元)	930.94	1012.14	1314.24	1423.27
营业收入(亿元)	107.75	111.49	139.36	101.28
利润总额(亿元)	20.45	29.93	9.11	23.84
EBITDA(亿元)	86.68	102.49	85.23	--
经营性净现金流(亿元)	89.87	177.24	0.19	82.28
营业利润率(%)	59.76	59.84	43.13	49.11
净资产收益率(%)	1.83	2.78	0.54	--
资产负债率(%)	55.17	57.79	61.95	58.65
全部债务资本化比率(%)	47.76	49.66	54.30	54.18
调整后全部债务资本化比率(%)	51.47	52.35	58.30	59.22
流动比率(%)	45.89	44.69	36.37	60.58
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	8.87	13.10	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.74	9.88	15.42	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中有息部分+其他非流动负债中有息部分+长期应付款中有息部分+计入所有者权益的永续债；2、公司 2016 年前三季度财务数据未经审计。

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”）作为江西省交通运输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、材料销售等领域，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且政府补贴存在一定波动性、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。

分析师

赵传第 黄琪融

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

2. 江西省区域经济快速发展, 财政实力持续增强, 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. 期间费用对公司利润总额影响明显; 利润总额对政府补贴依赖大, 且近年来政府补贴有所波动。
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, 养护支出呈上升趋势; 2015年公司接受五年一次的高速公路国检, 营业成本快速上升。
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 2017 年度第一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。

江西省高速公路投资集团有限责任公司

2017 年度第一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”）、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 2016 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（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）。

公司下设收费管理部、项目管理部、养护管理部、安全监督部等职能部门（见附件 1-2）。截至 2016 年 9 月底，公司拥有全资子公司 15 家，控股子公司 4 家，此外，公司本部还直接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 8 家子公司，因子公司间相互持股，其中 2 家²纳入公司合并报表。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.SH），公司对其直接持股比例为 51.98%。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2470.73 亿元，所有者权益 940.05 亿元；2015 年公司实现营业收入 139.36 亿元，利润总额 9.11 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 2632.77 亿元，所有者权益 1088.64 亿元；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 101.28 亿元，利润总额 23.84 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。

公司本期计划发行 2017 年度第一期中期

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公司。

票据（以下简称“本期中期票据”），额度为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有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP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，中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（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中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，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出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。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增

长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；

网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

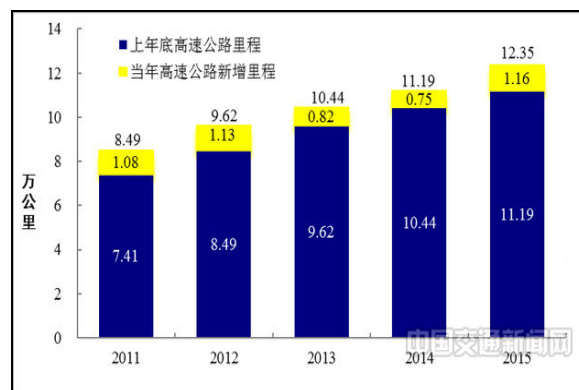
1. 高速公路发展概况

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



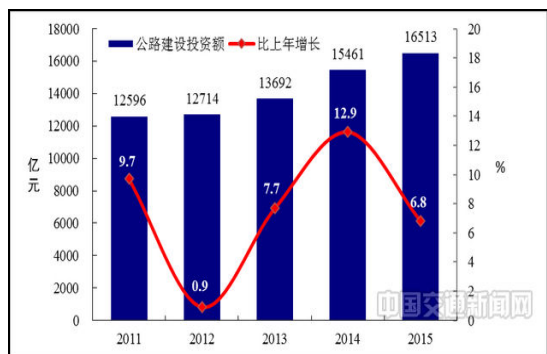
资料来源：交通运输部

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12.35万公里，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457.73万公里，比上年末增加11.34万公里，公路密度47.68公里/百平方公里，提高1.18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2.70%。

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2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。普通国、省道建设完成投资5336.07亿元，增长15.7%。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 2011~2015年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

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。

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，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，2015年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。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清偿后，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

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

公司是江西省高速公路投资建设与运营管理主体，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。

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，2013~2015年增幅分别为10.1%、9.7%和9.01%。根据《2015年江西省国民经济和社会发展统计公报》，据初步测算，2015年江西省

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（近年来，江西省地区生产总值每年增幅均超过全国平均水平）；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%。2016年1~9月，江西省实现地区生产总值12587.3亿元，同比增长9.1%（高于全国6.7%的增长水平）。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。2016年1~9月，江西省财政总收入2468.7亿元，同比增长9.5%，其中，一般公共预算收入1715.9亿元，同比增长5.9%。

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%。

2016 年 1~9 月，江西省全省公路运输完成客运量 4.15 亿人、旅客周转量 222 亿人公里，同比分别下降 0.3%和 0.7%；完成货运量 8.7 亿吨、货物周转量 2227 亿吨公里，同比分别增长 6.2%和 3.9%。2016 年 1~11 月，江西省交通基础设施建设完成投资 547.7 亿元，同比下降 10.6%；其中，高速公路建设完成投资 325.8 亿元，同比下降 20.8%。

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。公路运输是江西省客货运的主要运输方式，2016 年以来江西省公路客运量同比有

所下降、货运量同比上升；江西省交通建设以公路建设为主，根据高速公路网规划，未来江西省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、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016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 年底，江西省高速公路通车总里程为 4617 公里，2015 年全年新增高速公路通车里程 74 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 3933 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 85.19%。2016 年 1~9 月，随着昌宁高速、昌栗高速正式通车（昌宁高速、昌栗高速于 2015 年 12 月通过交工验收），截至 2016 年 9 月底，江西省高速公路通车总里程突破 5000 公里，达 5088 公里；其中，公司管理高速公路通车里程为 4448 公里，占江西省高速公路已通车总里程的 87.42%。公司在江西省高速公路行业的垄断地位突出。

路产质量方面，公司所经营的高速公路资产质量良好，大多处于江西省高速公路网上，部分优势路段处在国家公路网的中间位置，地理位置优越。

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 2015 年底，公司在职工 11892 人。从学历来看，硕士及以上学历人员占 2.69%，本科学历占 24.42%，大专及其他学历占 72.89%；从年龄来看，30 岁及以下占 36.42%，30~50 岁占 58.60%，50 岁及以上占 4.98%；从职称来看，高级职称 372 人，中级职称 829 人，初级职称 1337 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。

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。

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总公司及赣粤高速产权、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。

2015 年，根据赣财教[2013]100 号及赣交财务字[2013]25 号文件，政府将江西省高等级公路管理局质量监督站以 2012 年 12 月 31 日为评估基准日作价 3712.99 万元整体注入公司，已于 2015 年 6 月 30 日完成资产负债等移交的相关手续；根据《江西省交通运输厅关于同意江西交通工程监理公司划入省高速集团公司方案的批复》（赣交组人字[2009]68 号），江西交通工程监理公司（现更名为“江西交通咨询公司”）整体划入公司，已于 2015 年 10 月 16 日完成变更登记。

（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，2013~2015 年，公司分别获得财政部拨付的在建项目车购税补助资金 2.84 亿元、17.18 亿元和 14.46 亿元，2016 年 1~9 月，公司获得车购税补助资金 16.67 亿元，计入“资本公积”科目，拨付的车购税补助资金对于公司在建项目资金来源形成一定补充。

截至 2016 年底，公司在建高速公路项目

累计获得国开专项基金 83.69 亿元，以 1.2%或 4.2%（除 2016 年第三批的 16.93 亿元为 4.2%利率，其他均为 1.2%利率）的优惠利率支付利息，对补充高速公路建设资本金和节约成本等方面有积极意义。

（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。

2013~2015 年公司获得的“营业外收入—政府补助”分别为 19.77 亿元、25.67 亿元和 13.35 亿元，除上述财政支持款和高速公路专项补贴资金外，还包括运营经费补偿、政策措施奖励资金、开办运营补助等。2015 年公司所获部分政府补贴未完全到位，政府补助有所波动。2016 年 1~9 月，公司获得政府补助合计 25.69 亿元，为 2015 年全年的 92.37%。

表 1 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

时间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
车购税补助资金	28400.00	171753.00	144647.00	166680.26
财政支持款	38594.10	50640.91	82531.80	--
高速公路财政补贴资金	150000.00	200000.00	50000.00	90000.00
其他	9094.08	6088.54	943.92	220.18
合计	226088.18	428482.45	278122.72	256900.44

资料来源：公司提供

注：1、车购税补助资金计入“资本公积”科目；3、除上述两项外的其他补助计入“营业外收入—政府补助”科目。

（4）税收政策

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，省级财政给予的每年财政补贴也免收所得税。

总体看，公司获得江西省政府、交通运输厅和各地方政府支持力度大。2015 年，受收费还贷高速公路专项补贴资金减少影响，公司所获政府补贴同比有所减少，但公司在江西省高速公路领域垄断地位突出，未来有望持续获得江西省政府在政策及资金等方面的支持。

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、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 2016 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。

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、内控审计部和工会共 15 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，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；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，近年来多元化业务快速发展，成为公司营业收入的重要补充，对于分散公司经营风险、提高综合竞争力有积极意义。

2013~2015 年，公司营业收入持续增长，分别为 107.75 亿元、111.49 亿元和 139.36 亿元，年均复合增长 13.72%。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，2013~2015 年公司通行费收入持续增长，年均复合增长率为 5.47%，2015 年公司实现车辆通行费收入 103.69 亿元，同比增长 5.70%。

2013~2015 年，公司公路工程收入波动下降，近三年分别为 9.39 亿元、4.19 亿元和 7.20 亿元，年均复合下降 12.42%，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因素的影响，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、材料销售、高速服务区、监理、物业收入等，近三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收入合计）5.15 亿元、9.21 亿元和 28.46 亿元，年均复合增长 135.11%，在营业收入中占比持续上升，2015 年达 20.43%。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两年分别实现收入 2.37 亿元、7.80 亿元，收入规模快速增长；2015 年新增材料销售收入 16.46 亿元，成为公司 2015 年营业收入增长的主要原因，在营业收入中占比为 11.81%，仅次于车辆通行费收入。

毛利率方面，2013~2015 年，公司综合毛利率波动下降，分别为 62.04%、62.18%和 45.18%，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。2013~2015 年，公司车辆通行费业务毛利率分别为 70.05%、68.36%和 58.00%，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，折旧费用增加；②公司部分新通车高速公路运营时间较短、车流量尚需培育，通行费

收入不足以覆盖运营成本；③2015 年公司高速公路接受五年一次的国检，养护支出大幅上升，通行费收入毛利率快速下降。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。近三年，公司其他业务毛利率有所波动，其中，公

路工程业务毛利率由 2014 年的 9.80% 下降 1.52 个百分点至 2015 年的 8.28%，主要系公司积极拓展工程业务市场导致成本增加所致；成品油销售业务毛利率同比增长 2.37 个百分点至 2015 年的 7.18%，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。

表2 2013~2015年及2016年1~9月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
车辆通行服务收入	93.21	86.51	70.05	98.09	87.98	68.36	103.69	74.41	58.00	82.34	81.30	58.61
公路工程收入	9.39	8.72	7.74	4.19	3.76	9.80	7.20	5.17	8.28	3.79	3.75	16.89
成品油销售	--	--	--	2.37	2.13	4.81	7.80	5.60	7.18	5.44	5.38	8.78
材料销售收入	--	--	--	--	--	--	16.46	11.81	1.57	5.95	5.87	1.44
房地产销售收入	1.88	1.75	-15.20	3.43	3.07	7.62	0.05	0.03	-2.11	3.76	3.70	34.96
高速服务区收入	1.35	1.25	22.47	1.42	1.27	11.87	1.53	1.10	22.66			
监理、服务、物业等收入	0.95	0.88	41.57	1.02	0.91	68.61	1.57	1.12	34.98			
其他业务收入	0.96	0.89	44.01	0.98	0.88	62.86	1.06	0.76	48.71			
合计	107.75	100.00	62.04	111.49	100.00	62.18	139.36	100.00	45.18	101.28	100.00	50.13

资料来源：公司提供

注：1、公司其他业务收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；2、公司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；3、2016 年前三季度，公司将房地产销售收入、高速服务区收入、其他业务收入等合并统计；4、因四舍五入，部分合计数与分项之和有差异。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 101.28 亿元，同比增长 11.52%，为 2015 年全年的 72.68%；其中，车辆通行费收入 82.34 亿元（同比增长 6.00%，为 2015 年全年的 79.41%），公路工程收入 3.79 亿元（为 2015 年全年的 52.64%），成品油销售收入 5.44 亿元（为 2015 年全年的 69.74%），材料销售收入 5.95 亿元（为 2015 年全年的 36.15%）。2016 年前三季度，公司高速公路主业保持良好的发展趋势；由于材料销售收入中的沥青收入主要于年末确认，公司前三季度材料销售收入为 2015 年全年的 36.15%。2016 年 1~9 月，公司综合毛利率为 50.13%，较 2015 年全年水平增长 4.95 个百分点，主要系公路工程施工板块毛利率（为 16.89%）上升所致；此外，2016 年前三季度，公司车辆通行费业务毛利率 58.61%，成品油销售业务毛利率 8.78%，材料销售业务毛利率

1.44%，与 2015 年全年水平基本持平。

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，井陉高速公路建成通车，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。2015~2016 年前三季度，公司新增收费里程 566 公里（其中 2015 年新增 74 公里，2016 年前三季度新增 492 公里），主要系金抚高速（2015 年 9 月通车）、昌栗高速（2016 年 1 月）、昌宁高速（2016 年 1 月）、昌樟高速改扩建项目、昌九高速改扩建通远试验段等项目顺利建成通车。

截至 2016 年 9 月底，公司已建成高速公路 38 条，管理高速公路通车里程达 4448 公里，占江西省高速公路通车总里程 5088 公里的 87.42%，在江西省高速公路行业中居于主导地位。

目前，公司已建成通车的 38 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。运营主体方面，公司本部管理全部 15 条还贷性高速公路和 9 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。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。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 2016 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	2004.08-2034.07
	4	鹰瑞高速（北）	220	还贷性	2010.09-2030.09
	5	昌金高速	168	还贷性	2004.06-2034.05
	6	景婺黄高速	150	还贷性	2006.11-2026.10
	7	武吉高速	286	还贷性	2008.01-2028.01
	8	石吉高速	191	还贷性	2010.09-2030.09
	9	泰赣高速	139	还贷性	2004.01-2034.01
	10	瑞赣高速	117	还贷性	2009.04-2029.04
	11	鹰瑞高速（南）	89	还贷性	2010.09-2030.09
	12	永武高速	105	还贷性	2011.09-2031.09
	13	隘瑞高速	31	还贷性	2011.10-2031.10
	14	昌北机场高速	4	还贷性	1999.01-2030.03
	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	井陘高速	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
	22	金抚高速	40	经营性	2015.09-2045.09
	23	昌宁高速	271	经营性	2016.01-2045.12
	24	昌栗高速	221	经营性	2016.01-2045.12
公路开发公司	25	梨温高速	245	经营性	2002.12-2032.12
	26	景鹰高速	203	经营性	2007.11-2037.11
	27	德昌高速	204	经营性	2011.09-2041.09
	28	祈浮高速良禾口至桃墅店	16	经营性	2012.08-2042.08
	29	九江绕城高速	47	经营性	2014.12-2044.12
	30	都九高速星子至九江段	15	经营性	2014.12-2044.12
赣粤高速	31	昌九高速	138	经营性	1998.04-2030.03
	32	昌樟高速	104	经营性	1998.01-2044.03
	33	温厚高速	35	经营性	1999.01-2028.12
	34	九景高速	135	经营性	2000.11-2030.11
	35	彭湖高速	65	经营性	2010.09-2040.09
	36	昌泰高速	148	经营性	2003.06-2033.06
	37	昌奉高速	39	经营性	2011.12-2041.12
	38	奉铜高速	152	经营性	2012.10-2042.10
合计			4448	/	/

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

2013~2015 年，公司通行费收入逐年增长，年均复合增长率为 5.47%；2015 年，公司实现通行费收入 103.69 亿元，同比增长 5.70%。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。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段（以 2015 年通行费收入为基础）包括：梨温高速（占 12.73%）、鹰瑞高速（南北合计占 10.18%）、昌金高速（占 6.99%）、昌九

高速（占 7.65%）、泰赣高速（占 6.35%）、昌樟高速（占 5.99%）、武吉高速（占 5.53%）等。子公司公路开发公司下属高速公路车辆通行费收入合计占比为 21.16%，赣粤高速下属高速公路通行费收入合计占比为 27.54%。

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，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。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，随着 2014 年九江二桥和

长浏高速的相继通车，路网效应带动下昌九高速公路通行费收入稳步增长。此外，昌金高速、武吉高速等受新通车高速分流影响，通行费收

入有小幅下降；德上高速、祁浮高速、吉莲高速等由于通车时间较短，通行费收入快速增长，车流量仍有待培育。

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 1~9 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
公司直属	泰井高速	0.41	70.83	0.34	-14.13	0.28	2.23
	乐温高速	2.31	26.23	2.92	26.13	2.33	6.91
	温沙高速	3.99	12.71	4.05	1.59	2.97	-4.28
	鹰瑞（北）高速	6.72	-1.90	7.46	11.01	5.20	-1.86
	昌金高速	7.43	-2.37	7.25	-2.44	5.33	-1.37
	景婺黄（常）高速	2.83	5.60	3.07	8.36	2.32	-5.34
	武吉高速	5.85	-0.85	5.73	-2.09	4.77	11.09
	石吉高速	3.33	32.14	3.06	-8.13	2.38	1.54
	泰赣高速	6.02	2.56	6.58	9.24	5.53	15.71
	瑞赣高速	3.52	8.31	3.58	1.78	2.47	-8.50
	鹰瑞（南）高速	3.17	14.03	3.10	-1.89	2.24	0.24
	永武高速	0.84	9.09	0.90	7.46	0.68	-1.18
	隘瑞高速	0.49	13.73	0.50	1.08	0.31	-20.08
	昌北机场高速	0.12	9.09	0.15	19.18	0.13	18.71
	赣崇高速	0.62	40.91	0.64	3.43	0.52	7.40
	抚吉高速	0.73	78.05	1.07	46.53	0.97	20.50
	吉莲高速	0.43	26.47	0.89	106.62	0.88	29.67
	德上高速	0.46	36.36	1.39	197.97	0.42	-66.52
	井睦高速	0.22	633.33	0.17	-23.23	0.12	-7.16
	萍洪高速	--	--	0.30	--	0.34	94.44
	万宜高速	--	--	0.03	--	0.17	1055.52
	金抚高速	--	--	0.02	--	0.13	--
	昌宁高速	--	--	--	--	0.37	--
	昌栗高速	--	--	--	--	1.21	--
公路开发公司	梨温高速	15.84	3.73	13.20	-16.70	12.06	26.91
	景鹰高速	3.99	-18.74	4.43	11.13	2.99	-13.87
	德昌高速	2.32	16.58	4.14	78.48	2.25	-35.66
	祁浮高速良禾口至桃墅店段	0.02	900.00	0.03	30.66	0.03	31.15
	星子至九江高速	--	--	0.04	--	0.03	6.20
	九江绕城高速	--	--	0.10	--	0.09	27.97
赣粤高速	昌九高速	7.39	10.30	7.93	7.35	5.98	0.85
	昌樟高速	6.04	-1.79	6.21	2.90	5.38	16.54
	温厚高速	1.77	2.31	1.70	-4.15	1.38	11.01
	九景高速	5.08	6.05	5.41	6.50	4.32	3.56
	彭湖高速	0.29	-33.30	0.30	1.35	0.28	22.36
	昌泰高速	4.67	1.30	5.41	15.98	4.36	10.41
	昌奉高速	0.51	75.86	0.70	36.87	0.56	3.99
	奉铜高速	0.68	74.36	0.90	31.70	0.66	-4.59

合计	--	98.09	5.24	103.69	5.71	82.34	6.00
----	----	-------	------	--------	------	-------	------

资料来源：公司提供

注：1、厦昆线赣城西段高速公路通行费收入含在泰赣高速公路通行费收入中核算；2、萍洪高速、万宜高速等于 2014 年 12 月通车，故无 2014 年通行费收入数据；3、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；昌宁高速、昌栗高速于 2015 年 12 月通过竣工验收，并于 2016 年 1 月正式通车，故不在上表统计范围内；昌九高速改扩建通远试验段于 2015 年 8 月 8 日建成通车。

车流量方面，2013~2015 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 8.67%。2015 年，公司运营主要高速公路日均车流量为 38.07 万辆，同比增长 10.99%；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；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。萍洪高速、万宜高速等由于通车时间较短，车流量仍有待培育。

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	2013 年	2014 年	2015 年	复合增长率	2016 年 1~9 月
泰井高速	25184	1753	2665	2593	21.62	2777
乐温高速	48000	13758	17304	21512	25.04	23191
温沙高速	30300	11080	12080	12771	7.36	13127
鹰瑞（北）高速	41000	19213	16991	19890	1.75	19338
鹰瑞（南）高速	39500	16622	17354	16494	-0.39	18149
昌金高速	40000	22159	21202	21765	-0.89	21173
景婺黄高速	37000	7917	8304	9403	8.98	9546
武吉高速	33929	9564	9677	10071	2.62	10768
石吉高速	34998	5449	7014	6888	12.43	7429
泰赣高速	46000	19791	21911	24721	11.76	27784
瑞赣高速	35684	12128	12193	13406	5.14	11675
隘瑞高速	39375	8668	9123	9638	5.45	7668
永武高速	41471	4232	4409	4931	7.94	4864
昌北机场高速	合并至昌九高速					
德上高速	36788	2320	3289	4201	34.57	4239
抚吉高速	37885	1207	1900	2696	49.45	3558
赣崇高速	33909	2205	3055	3358	23.41	3652
吉莲高速	32059	1246	1579	3350	63.97	4596
井睦高速	30000	1715	1960	1841	3.61	1877
萍洪高速	30563	--	--	3819	/	5373
万宜高速	30825	--	--	301	/	3363
金抚高速	26572	--	--	115	/	2624
昌宁高速	38025	--	--	--	/	912
昌栗高速	37202	--	--	--	/	4087
昌九高速	45093	25647	27412	30866	9.70	31508
昌樟高速	46210	49415	51546	52257	2.84	56014
温厚高速	合并至昌樟高速					
昌泰高速	40616	14714	16200	19289	14.50	20743

九景高速	35390	15374	15622	17625	7.07	18966
彭湖高速	30674	3385	2239	2394	-15.90	3181
昌奉高速	32232	3552	5966	8352	53.34	8957
奉铜高速	31039	2352	3624	4625	40.23	4793
梨温高速	39000	29485	31722	30579	1.84	34137
景鹰高速	42000	12654	10482	11237	-5.77	10905
德昌高速	33082	4631	5336	7061	23.48	6960
祁浮高速	30097	90	809	1079	246.25	1513
星子至九江	49405	--	--	899	/	1067
九江绕城	28287	--	--	632	/	929
合计	1309394	322326	342968	380659	8.67	411443

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司实现通行费收入 82.34 亿元，同比增长 6.00%，为 2015 年全年的 79.41%；同期，随着昌宁、昌栗高速公路建成通车，公司日均车流量 41.14 万辆，较 2015 年全年水平进一步增长。

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收；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，公司所有路段收费期限均至 2025 年以后；部分路段收费期限待定，仍需主管部门核准批复后确定。

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。2013~2015 年，公司高速公路养护支出分别为 5.52 亿元、5.53 亿元和 11.19 亿元，平均每公里的养护成本由 2014 年的 13.2 万元上升至 2015 年的 28.45 万元；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。2016 年 1~9 月，公司养护支出为 5.07 亿元。

公司 2016~2018 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 2016~2018 年度公路大修计划表

（单位：亿元）

项目单位	项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
抚州管理中心	温沙段路面专项工程	0.35	1.00	2.00
合计	--	0.35	1.00	2.00

资料来源：公司提供

在建高速公路情况

截至 2016 年 9 月底，公司共有 11 个在建高速公路项目，概算总投资 581.03 亿元，公司已累计投入 227.02 亿元，未来尚需投入资金 354.01 亿元。公司在建项目投资规模较大，未来存在一定筹资压力。

表 9 截至 2016 年 9 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	累计完成投资额	未来三年具体投资计划		
						2016 年	2017 年	2018 年
1	昌九改扩建	经营性	88.00	65.24	11.50	23.48	21.32	19.65
2	船顶隘至广昌	收费还贷	20.81	21.90	12.06	7.90	0.66	0.78
3	昌宁连接线	收费还贷	12.20	14.41	6.41	7.00	1.20	0.50
4	宁都至安远	收费还贷	163.38	109.77	44.38	36.60	21.43	9.30
5	安远至定南	收费还贷	51.96	40.30	19.86	19.75	2.97	1.84
6	宁都至定南高速公路定南联络线	收费还贷	38.21	26.19	10.76	13.44	2.85	1.07
7	上饶至万年	收费还贷	76.07	46.88	19.91	18.97	5.60	3.00
8	都昌至九江高速公路都昌至星子段	收费还贷	50.07	44.55	17.44	14.53	11.08	3.50
9	修水至平江	收费还贷	79.90	50.80	20.56	15.42	1.23	0.88

10	东乡至昌傅	收费还贷	151.81	99.73	37.99	55.19	13.66	3.82
11	铜鼓至万载	收费还贷	69.13	61.26	26.15	21.29	6.50	2.85
合计		--	801.54	581.03	227.02	233.57	88.50	47.19

资料来源：公司提供

注：2015年完工的为昌九高速改扩建通远试验段，现昌九高速改扩建工程已全线启动。

拟建高速公路情况

截至2016年9月底，公司有3个拟建高速公路项目，包括广昌至吉安高速公路、铜鼓至

万载高速宜丰联络线和抚州市东外环项目，规划总建设里程234.63公里，概算总投资175.73亿元，资金来源为自筹。

表10 截至2016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	广昌至吉安	190.00	131.62	已取得初步设计批复	43.40	43.40	12.40
2	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
3	抚州市东外环	22.72	18.36	已取得工可批复	3.67	7.34	7.35
合计		237.68	175.73	--	56.13	60.92	26.19

资料来源：公司提供

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。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，同时受道路养护投入支出上升，公司未来投资规模仍然较大，筹资压力仍然较重。

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（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。

2013~2015年，赣粤高速工程公司共签订20个、金额合计40.39亿元的施工合同，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9.39亿元、4.19亿元和7.20亿元；2015年收入增长主要系公司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。截至2016年9月底，赣粤高速工程公司在建对外合同项目共2个，合同金额总计达8.00亿元，主要为路基路面工程。

材料销售业务

2015年，公司新增材料销售业务，主要由新设立的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年公司实现材料销售收入16.46亿元，带动营业收入持续增长，但材料销售业务毛利率水平较低，仅为1.57%。2016年1~9月，公司实现材料销售收入5.95亿元，为2015年全年的36.15%，主要系材料销售业务的主要组成部分—沥青销售主要于年底确认收入所致。

成品油销售业务

公司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，目前收入来源

是昌樟高速、昌九高速及九景高速路上梅林、雷公坳、共青、木家垄、北港湖、罗家滩共6对加油站的成品油销售。2015年公司实现成品油销售收入7.80亿元，同比增长229.11%；2016年1~9月，公司实现成品油销售收入5.44亿元，为2015年全年的69.74%；但成品油销售业务毛利率水平较高速公路主业相对较低，2015年为7.18%，同比增长2.37个百分点，2016年前三季度为8.78%。

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，致使2014年房地产销售业务确认收入3.43亿元；2015年，受完工及结转项目较少影响，公司房地产销售收入仅为0.05亿元。截至2016年9月底，公司在建房地产开发项目有3个，分别是奉新项目（二期）、湾里项目和九龙湖项目，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；建设进度方面，奉新项目（二期）已完工80%，湾里项目完工45%，九龙湖项目完工4.59%。

表 11 截至 2016 年 9 月底公司在建房地产项目
(单位：亿元)

项目名称	概算总投资	已投资	未来三年投资计划		
			2016 年	2017 年	2018 年
奉新项目(二期)	0.26	0.12	0.05	0.10	0.04
湾里项目	4.50	1.81	0.30	2.00	0.40
九龙湖项目	11.54	0.53	1.38	7.29	2.87
合计	16.30	2.46	1.73	9.39	3.32

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。2015年公司服务区收入合计1.53亿元，同比增长7.75%。

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 6000 公里冲刺；公司将通过多措并举融资，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，组建并运营合资油品公司，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2013~2015年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年前三季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面：2014年，公司将不具有控制、共同控制、重大影响且没有公开活跃市场报价的权益投资由长期股权投资调至可供出售金融资产核算，并采用成本法计量；将资本公积中以后可重分类进损益的其他综合收益调出至其他综合收益单独列报，将其他非流动负债中的政府补助调至递延收益列报。

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：2013年，公司合并范围新增赣崇高速一家子公司；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）江西嘉特信信息技术有限公司

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，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；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1~9月，公司合并范围新增6家全资子公司、1家控股子公司，全资子公司包括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、江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司，控股子公司为江西高速石化有限责任公司（公司持股50%，中国石化销售有限公司持股50%，因具有控制权而纳入公司合并范围），全部为新设立子公司。近三年及一期公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额2470.73亿元，所有者权益（含少数股东权益70.26亿元）940.05亿元；2015年，公司实现营业收入139.36亿元，利润总额9.11亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额2632.77亿元，所有者权益（含少数股东权益75.88亿元）1088.64亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入101.28亿元，利润总额23.84亿元。

2. 资产质量

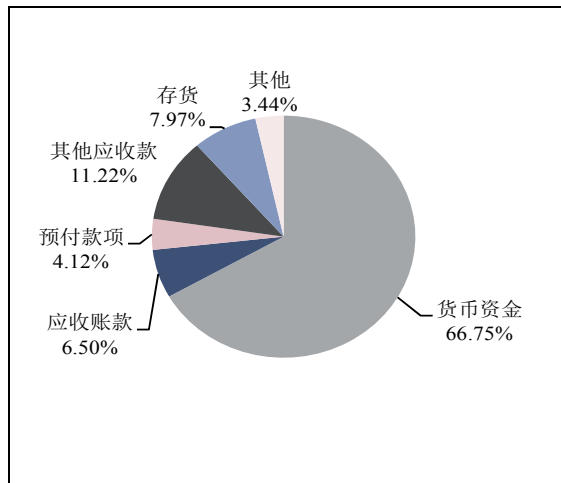
2013~2015年，随着高速公路建设项目的持续投入，公司资产规模不断扩大，年均复合增长率为12.33%。截至2015年底，公司资产

总额 2470.73 亿元，同比增长 13.18%，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 2015 年底，流动资产占 7.89%，非流动资产占 92.11%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产年均复合增长 11.29%。截至 2015 年底，公司流动资产为 195.00 亿元，较上年底变化不大；流动资产结构中货币资金（占比 66.75%）、其他应收款（占比 11.22%）、存货（占比 7.97%）和应收账款（占比 6.50%）占比大。2015 年底，公司流动资产结构有所调整，应收账款比重快速上升、其他流动资产比重快速下降。

图3 2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 23.74%。截至 2015 年底，公司货币资金 130.17 亿元，同比增长 21.58%，主要系公司增加金融机构借款、发行债券和理财产品到期赎回等因素所致；公司货币资金以银行存款为主，占比 99.90%，且公司无因抵押、质押或冻结等使用权受限的货币资金。

2013~2015 年公司应收账款分别为 3.57 亿元、3.55 亿元和 12.67 亿元，年均复合增长 88.41%；2015 年底公司应收账款大幅增长主要系公司新增材料销售业务导致应收账款增多所致。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 87.47%）中，1

年以内占 81.63%，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 36.54%，集中度较低；2015 年底公司对应收账款共计提 0.90 亿元的坏账准备，计提比例为 6.60%。

预付款项主要是公司向施工单位支付的材料、工程预付款及预付土地款等。2013~2015 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 13.93%。截至 2015 年底，公司预付款项 8.04 亿元，同比下降 57.45%；账龄在 1 年以内占 58.98%，1~2 年占 34.33%，综合账龄较短；按预付对象归集的期末余额前五名合计占预付款项年末余额的 63.26%，集中度较高。

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。2013~2015 年，公司其他应收款波动下降，分别为 32.44 亿元、20.75 亿元和 21.88 亿元，年均复合下降 17.89%。截至 2015 年底，公司其他应收款同比增长 5.44% 至 21.88 亿元，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 98.56%），1 年以内占 59.39%，1~3 年占 13.81%，3 年以上占 26.80%，部分款项账龄较长；公司共计提 4.44 亿元坏账准备，计提比例为 16.86%，较为充分；截至 2015 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 74.13%，包括应收江西省交通运输厅、江西省公路管理局等政府单位和关联方的往来款，集中度较高、回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。

表 12 2015 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	13.68	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	往来款	52.01
江西省公路管理局	1.75	5 年以上	往来款	6.64
江西省高等级公路管理局	1.49	1 年以内，3 年以上	往来款	5.67
瑶湖大桥项目建设办公室	1.30	1~2 年，2~3 年，3 年以上	往来款	4.94
江西省寻全高速公路有限责任公司	1.28	2~3 年，3 年以上	暂借款	4.87
合计	19.51	--	--	74.13

资料来源：公司审计报告

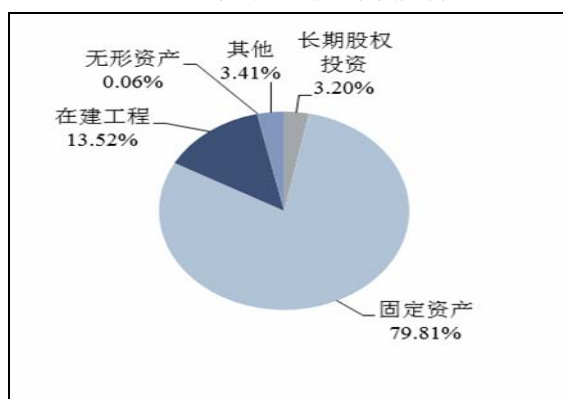
2013~2015 年，公司存货波动上升，年均复合增长 16.93%。截至 2015 年底，公司存货同比增长 39.07%至 15.53 亿元，主要系库存商品和已完工未结算的资产（建造合同形成）增长所致。2015 年底，公司存货中开发产品 7.25 亿元，全部为公司在建房地产项目；已完工未结算资产 3.39 亿元。

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。2013~2015 年，公司其他流动资产分别为 14.00 亿元、46.38 亿元和 6.63 亿元，2015 年底规模下降主要系公司短期理财产品和资金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，近三年年均增长 12.42%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 2275.73 亿元，同比增长 14.43%，主要系在建工程、固定资产和长期股权投资增加所致；非流动资产构成以固定资产（占比 79.81%）和在建工程（占比 13.52%）为主。

图4 2015年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 117.07%，截至 2015 年底为 18.18 亿元，同比增长 51.18%，主要系公司将其对国盛证券有限责任公司（以下简称“国盛证券”）的投资（成本为 5.98 亿元，持股比例为 20.11%）由长期股权投资调整至可供出售金融

资产核算所致。截至 2015 年底，公司以公允价值计量的可供出售金融资产账面余额 9.66 亿元，主要为公司持有的湖南湘邮科技股份有限公司、信达地产股份有限公司股票；按成本计量的可供出售金融资产账面价值 8.52 亿元，主要是公司持有国盛证券、国开思远（北京）投资基金有限公司等权益工具投资。

2013~2015 年，公司长期股权投资分别为 20.30 亿元、36.17 亿元和 72.71 亿元，年均复合增幅为 89.26%。2014 年底长期股权投资较上年末增长 78.16%，主要系公司将江西省寻全高速公路有限责任公司（以下简称“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。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”）⁴（成本为 40.79 亿元，持股比例为 20.04%）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。截至 2015 年底，公司长期股权投资主要为对交通、金融类企业的投资，投资金额较大的有江西银行、寻全高速、中电投江西核电有限公司、江西九江长江公路大桥有限公司等。

2013~2015 年，公司固定资产分别为 1672.95 亿元、1719.07 亿元和 1816.28 亿元，年均复合增长 4.20%，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。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。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。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值为 1943.40 亿元，同比增长 6.43%；根据国家有关规定及江西省人民政府文件（赣府字[2012]49 号），

⁴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。

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，2015 年底公司累计计提折旧和摊销 127.12 亿元，固定资产账面价值为 1816.28 亿元，其中公路资产占 96.18%。

2013~2015 年，公司在建工程分别为 82.71 亿元、179.32 亿元和 307.66 亿元，年均复合增长 92.87%。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。

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 年底，公司其他非流动资产 40.57 亿元，同比增长 85.72%，主要来自项目办预付工程款增长所致（年末余额 39.96 亿元）。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 2632.77 亿元，较 2015 年底增长 6.56%，主要系固定资产和货币资金等增长所致；非流动资产比重为 91.99%，公司资产构成仍以非流动资产为主，比重较上年末略有下降。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产合计 210.77 亿元，较上年末增长 8.09%，主要系公司通过银行借款及发行债券等方式融资导致货币资金增长所致。截至 2016 年 9 月底，公司其他流动资产较上年末减少 6.36 亿元至 0.28 亿元，主要系理财产品到期赎回所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产合计 2421.99 亿元，较 2015 年底增长 6.43%，其中固定资产 2007.65 亿元，较 2015 年底增加 191.37 亿元；在建工程 269.40 亿元，较 2015 年底减少 38.27 亿元；2016 年 1 月，昌宁、昌栗高速公路建成通车，公司将其由在建工程转至固定资产科目。截至 2016 年 9 月底，公司可供出售金融资产 24.77 亿元，较上年末增加 6.59 亿元，主要系赣粤高速所持股票股价上涨所致。截至 2016 年 9 月底，公司长期股权投资较上年末增加 7.22 亿元至 79.93

亿元，主要系公司增加对恒邦财产保险股份有限公司等企业投资所致。

截至 2016 年 9 月底，公司以其持有的高速公路收费权、应收账款及银行承兑汇票等提供抵质押获得贷款 1277.20 亿元。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. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模年均复合增长 19.03%。截至 2015 年底，公司负债总额 1530.68 亿元，同比增长 21.33%，主要系其他流动负债、长期借款、应付债券、短期借款增长所致，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 68.24%、65.58%和 64.97%，公司负债以非流动负债为主，但近三年非流动负债占比呈下降趋势。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.01%。截至 2015 年底，公司流动负债 536.21 亿元，同比增长 23.47%；流动负债主要由短期借款（占比 24.53%）、应付账款（占比 16.64%）、其他应付款（占比 11.65%）、一年内到期的非流动负债（占比 8.03%）和其他流动负债（占比 33.38%）为主，短期借款和其他流动负债占比快速上升。

2013~2015 年，公司短期借款不断增长，年均复合增长 38.83%。截至 2015 年底，公司短期借款余额 131.54 亿元，同比增长 68.84%，以信用借款为主（占比 93.07%）。

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 15.81%。截至 2015 年底，公司

应付账款为 89.21 亿元，同比增长 21.50%，主要是应付工程款，其中 1 年以内的应付账款占 52.44%。

2013~2015 年，公司其他应付款分别为 39.94 亿元、110.63 亿元和 62.44 亿元，年均复合增长 25.04%。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。2014 年底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（2014 年底余额为 92.37 亿元）。受履约质保金及保证金归还影响，2015 年底，公司其他应付款同比下降 43.56%；2015 年底其他应付款中履约质保金及保证金 33.71 亿元（占比 53.99%），其他主要是往来及暂借款、暂估及工程款等。

2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 76.00 亿元、83.00 亿元和 179.00 亿元，年均复合增长 53.47%。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。

2013~2015 年，公司非流动负债年均复合增长 16.14%。截至 2015 年底，公司非流动负债 994.47 亿元，同比增长 20.21%，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，2015 年底占比分别为 69.43%和 24.71%。

2013~2015 年，公司长期借款逐年增长，近三年分别为 579.12 亿元、600.52 亿元和 690.43 亿元，年均复合增长 9.19%；2015 年底公司长期借款中质押借款和信用借款分别占 95.57%和 4.42%。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。

2013~2015 年，公司应付债券快速增长，分别为 76.42 亿元、164.07 亿元和 245.71 亿元，年均复合增长 79.31%。截至 2015 年底，公司应付债券 245.71 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 13 2015 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	17.83	2023.04.19
14 赣粤 01 债	4.96	2021.08.11
14 赣粤 02 债	22.80	2024.08.11
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
13 赣粤 MTN1	9.94	2017.12.03
13 赣粤 MTN2	6.97	2020.01.29
13 赣粤 MTN3	14.86	2023.03.04
14 赣高速 MTN1（三年期）	7.49	2017.02.19
14 赣高速 MTN1（七年期）	7.48	2021.02.19
14 赣高速 MTN2（七年期）	14.97	2021.05.08
14 赣高速 MTN2（十年期）	14.96	2024.05.08
14 赣高速 MTN3（三年期）	9.99	2017.05.16
14 赣高速 MTN3（七年期）	4.99	2021.05.16
15 赣高速 MTN1（五年期）	19.88	2020.05.28
15 赣高速 MTN2（五年期）	14.87	2020.06.16
15 赣高速 MTN3（三年期）	19.93	2018.09.14
15 赣高速 MTN4（三年期）	19.92	2018.09.16
15 赣粤 02 债（5+2 年期）	6.91	2022.10.23
12 赣高速债	11.96	2017.12.03
合计	245.71	--

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；2013~2015 年，公司长期应付款波动增长，分别为 16.38 亿元、26.95 亿元和 22.39 亿元，年均复合增长 16.92%。2014 年底公司长期应付款同比增加 10.57 亿元，主要系新增九江绕城高速和都九高速预估资产所致；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；此外，公司长期应付款中的融资租赁款近三年分别为 7.58 亿元、5.51 亿元和 3.51 亿元。

2013~2015 年，公司其他非流动负债分别为 45.07 亿元、15.08 亿元和 16.51 亿元，年均复合下降 39.48%。2013 年底其他非流动负债主要包括非公开定向债务融资工具（“12 赣粤 PPN001”）本金 15 亿元、昆仑信托应收账款

债权转让及回购单一资金信托⁵(以下简称“昆仑信托计划”)30亿元(剩余20亿元转至一年内到期的非流动负债科目)和递延收益(政府补助)。2014年底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2015年底公司其他非流动负债主要是“14赣粤PPN001”余额14.91亿元和预收服务区租金(余额为1.59亿元)。

有息债务方面,2013~2015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930.94亿元、1012.14亿元和1314.24亿元,年复合增长率为18.82%。公司有息债务以长期债务为主,近三年长期债务比重波动中有所下降。截至2015年底,公司全部债务中短期债务占27.37%,长期债务占72.63%。2013~2015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59.35%、55.15%和47.92%,2015年底分别为61.95%、58.30%和50.38%,同比分别增长4.16、5.95和4.38个百分点。

截至2016年9月底,公司负债总额为1544.13亿元,较2015年底增长0.88%;从构成看,流动负债占22.53%,非流动负债占77.47%,非流动负债比重较2015年底快速上升。截至2016年9月底,公司流动负债合计347.93亿元,较上年底下降35.11%,主要由于公司偿还部分短期借款及其他流动负债(短融和超短融)、一年内到期的非流动负债相继到期偿还所致;截至2016年9月底,公司应付

账款较上年末增长21.42%至108.31亿元,主要系随着在建项目持续投入,公司应付工程款相应增加所致。截至2016年9月底,公司非流动负债合计1196.20亿元,较2015年底增长20.28%,主要由于长期借款和应付债券增长所致。

截至2016年9月底,公司有息债务为1423.27亿元(已将其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中有息债务及2016年发行的两期永续债账面余额合计108.67亿元计入有息债务核算,下同),较2015年底增长8.30%;其中短期债务占11.13%,长期债务占88.87%,长期债务比重大幅上升。从债务指标看,截至2016年9月底,公司资产负债率为58.65%,较上年底下降3.30个百分点;将永续债调整至债务核算后,调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较2015年底分别上升0.92个和5.96个百分点至59.22%和56.35%。整体看,2016年前三季度,公司债务规模进一步扩大,新增债务以长期借款、应付债券等长期债务为主,同时随着公司部分短期债务到期及兑付,长期债务占公司所有债务比重进一步提升。

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,债务规模持续扩张,债务负担不断加重;公司负债结构中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。

所有者权益

2013~2015年,公司所有者权益分别为877.77亿元、921.34亿元和940.05亿元,年均复合增长3.49%。截至2015年底,公司所有者权益940.05亿元,同比增长2.03%,主要来自资本公积的增长。所有者权益结构方面,实收资本占10.11%,资本公积占71.75%,未分配利润占9.69%,少数股东权益占7.47%。公司所有者权益以资本公积和实收资本为主,稳定性好。

⁵ 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。

2013~2015 年，公司实收资本均为 95.05 亿元。2013~2015 年公司资本公积分别为 640.57 亿元、657.56 亿元和 674.50 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，2013~2015 年分别为 2.84 亿元、17.18 亿元和 14.46 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益 1088.64 亿元，较 2015 年底增长 15.81%，主要来自其他权益工具、资本公积和未分配利润的增长。2016 年，公司发行永续债（“16 赣高速 PPN001”、“16 赣高速 PPN002”）本金合计 109 亿元，公司将其计入“其他权益工具”科目核算。受永续债发行影响，截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益结构有所调整，以资本公积（占 63.49%）、其他权益工具（占 9.98%）、未分配利润（占 9.77%）和实收资本（占 8.73%）为主。

总体看，公司所有者权益稳定性好；近年来债务规模持续上升，长期债务占比高，与高速公路建设周期长的特点相匹配，整体债务负担负担适宜。

4. 盈利能力

2013~2015 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）快速发展影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增幅为 13.72%；2015 年，公司实现营业收入 139.36 亿元，同比增长 24.99%。同期，公司营业成本不断上升，年均复合增长率为 36.67%，快于营业收入增幅；2015 年，公司营业成本为 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。受上述因素影响，近三年公司营业利润率波动下降，分别为 59.76%、59.84% 和 43.13%。

期间费用方面，近三年公司期间费用波动增长，分别为 56.81 亿元、60.88 亿元和 60.54 亿

元；从构成看，以财务费用和管理费用为主，2015 年分别为 54.98 亿元和 5.16 亿元，同比变化率分别为 -2.60% 和 0.85%。2015 年，公司债务规模不断攀升，但因部分利息支出资本化，公司财务费用略有下降。近三年，公司期间费用率分别为 52.73%、54.60% 和 43.44%，受 2015 年营业收入快速增长和财务费用下降影响，公司期间费用率同比快速下降，但期间费用率仍维持在较高水平，期间费用对利润总额侵蚀仍然大。

公司投资收益主要由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）、因购买短期银行理财产品和委托贷款而获取的投资收益构成。2013~2015 年，公司投资收益分别为 -1.33 亿元、-0.14 亿元和 -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（2013~2015 年分别为 -1.49 亿元、-1.10 亿元和 -1.52 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。

2013~2015 年，公司营业利润分别为 2.31 亿元和、5.95 亿元和 -1.04 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。

公司营业外收入主要是政府补贴款，2013~2015 年公司获得的政府补贴款有所波动，分别为 19.77 亿元、25.67 亿元和 13.35 元。同期，公司利润总额分别为 20.45 亿元、29.93 亿元和 9.11 亿元，政府补贴占利润总额的比重分别为 96.67%、85.77% 和 146.54%，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 3.32%，2015 年为 2.62%；净资产收益率波动下降，三年均值为 1.47%，2015 年为 0.54%。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 101.28 亿元，同比增长 11.52%，占 2015 年全年的

72.68%；营业利润率为49.11%，较2015年全年水平提升5.97个百分点。2016年1~9月，公司利润总额为23.84亿元，同比增长192.06%，为2015年全年的2.62倍，除主业盈利能力提升外，利润总额增长主要来自投资收益和营业外收入。2016年1~9月，公司获得投资收益11.56亿元，主要系江西银行重组后利润水平提升、公司权益法核算的投资收益增多及公司转让国盛证券股权实现投资收益所致；同期，公司营业外收入9.76亿元，同比增加5.18亿元，为2015年全年的68.62%。

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，以及多元化业务的稳步推进，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波动；此外，公司2016年前三季度投资收益增加带动利润总额同比快速增长，但持续性有待观察。

5. 现金流及保障

2013~2015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，年均复合增幅为10.11%，2015年为129.93亿元；现金收入比分别为99.46%、102.31%和93.24%，受成品油销售、材料销售等业务增多影响，公司收入实现质量呈波动下降趋势。同期，公司经营活动现金流入量有所波动，近三年分别为134.25亿元、225.13亿元和150.83亿元，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）波动所致，近三年公司收到其他与经营活动有关现金分别为27.07亿元、111.05亿元和20.90亿元。2013~2015年，公司经营活动现金流出快速增长，2015年为150.64亿元，同比增长214.55%；其中，购买商品、接受劳务支付现金同比增长162.63%至45.85亿元（主要系高

速公路养护支出增多和材料销售业务支出增多所致），支付其他与经营活动有关现金同比增长748.82%至80.74亿元（主要系支付的保证金、往来款等增多所致）。2014年，公司新建项目集中开工，项目施工单位缴纳履约保证金（总金额约为78亿元）致使收到其他与经营活动有关现金大幅增长；2015年，公司将项目施工单位在2014年缴纳的履约保证金退回（总金额约为80亿元），致使支付其他与经营活动有关的现金大幅增长。受较大规模的履约保证金同时收取、同时退回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89.87亿元、177.24亿元和0.19亿元。

2013~2015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波动增长，2015年为53.18亿元，年均复合增长173.22%。近三年，公司投资活动现金流出规模较大且逐年增长，2015年公司投资活动现金流出266.56亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金213.69亿元，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，2015年分别为51.79亿元和52.73亿元；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-128.24亿元、-171.17亿元和-213.39亿元。

2013~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-38.37亿元、6.06亿元和-213.20亿元；公司投资活动现金流出规模逐年增长，但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。

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，2015年分别为746.72亿元和82.00亿元，

同期公司筹资活动现金流入 833.63 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,2015 年公司筹资活动现金流出 594.83 亿元,其中偿还债务支付现金 521.59 亿元,分配股利、利润或偿付利息支付现金 68.24 亿元。近三年公司筹资活动现金流表现为净流入 37.39 亿元、13.50 亿元和 238.80 亿元。

2016 年 1~9 月,公司经营活动现金流入量为 158.92 亿元,同比增长 55.36%;现金收入比为 110.79%,较上年全年水平提升 17.55 个百分点。公司经营活动现金流出 76.65 亿元,同比下降 43.51%,主要系支付其他与经营活动有关的现金下降所致;2016 年 1~9 月,公司经营活动现金流净额为 82.28 亿元。2016 年 1~9 月,公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 140.95 亿元,同比增长 7.42%,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 146.56 亿元,投资活动现金流量净额-130.35 亿元。2016 年 1~9 月,公司筹资活动现金流入同比增长 25.08%至 629.88 亿元,其中取得借款收到现金 402.40 亿元、吸收投资收到现金 127.48 亿元(主要为发行永续债收到的现金),发行债券收到现金 100.00 亿元,筹资活动现金流净额为 72.96 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,2013~2015 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 45.89%、44.69%和 36.37%,速动比率分别为 42.58%、42.12%和 33.47%。截至 2016 年 9 月底,公司流动比率和速动比率有所改善,分别为 60.58%和 56.47%,较 2015 年底分别上升 24.21 和 23.00 个百分点,主要系公司偿还部分短期到期债务导致流动负债有所下降及货币资金增加导致流动资产增长所致。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流动负债比有所波动,分别为 26.19%、40.81%和 0.04%。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,2013~2015 年公司 EBITDA 呈波动下降态势,分别为 86.68 亿元、102.49 亿元和 85.23 亿元,年均复合变化率为-0.84%;同时,随着债务规模的大幅上升,公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 10.74 倍、9.88 倍和 15.42 倍,EBITDA 利息倍数分别为 1.58 倍、1.64 倍和 1.26 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 9 月底,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(其中 10 亿元为其发行的企业债提供保证担保,19 亿元为中国民生银行股份有限公司南昌分行向江西省铁路投资集团公司提供的保证担保提供反担保),担保比率为 2.66%。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 2016 年 9 月底,公司共获得各商业银行授信额度 2969.91 亿元,其中已使用额度

1141.58 亿元，尚未使用额度为 1828.33 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 2016 年 12 月 13 日，公司有 2 笔已结清不良和关注类贷款，已于到期日或之前正常还清；公司有 1 笔未结清欠息记录，根据中国建设银行股份有限公司南昌西湖支行出具的说明，上述欠息记录为系统原因造成。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 2016 年 9 月底公司调整后长期债务的 2.37%，占调整后全部债务的 2.11%。本期中期票据的发行对公司整体债务结构影响较小。

截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 58.65%、59.22% 和 56.35%。以 2016 年 9 月底财务报表数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至 59.12% 和 59.73%，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利息债务，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

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金

流入量分别为 134.25 亿元、225.13 亿元和 150.83 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 4.47 倍、7.50 倍和 5.03 倍，保障能力好。近三年，公司经营性净现金流分别为 89.87 亿元、177.24 亿元和 0.19 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.00 倍、5.91 倍和 0.01 倍；公司 EBITDA 分别为 86.68 亿元、102.49 亿元和 85.23 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 2.89 倍、3.42 倍和 2.84 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。

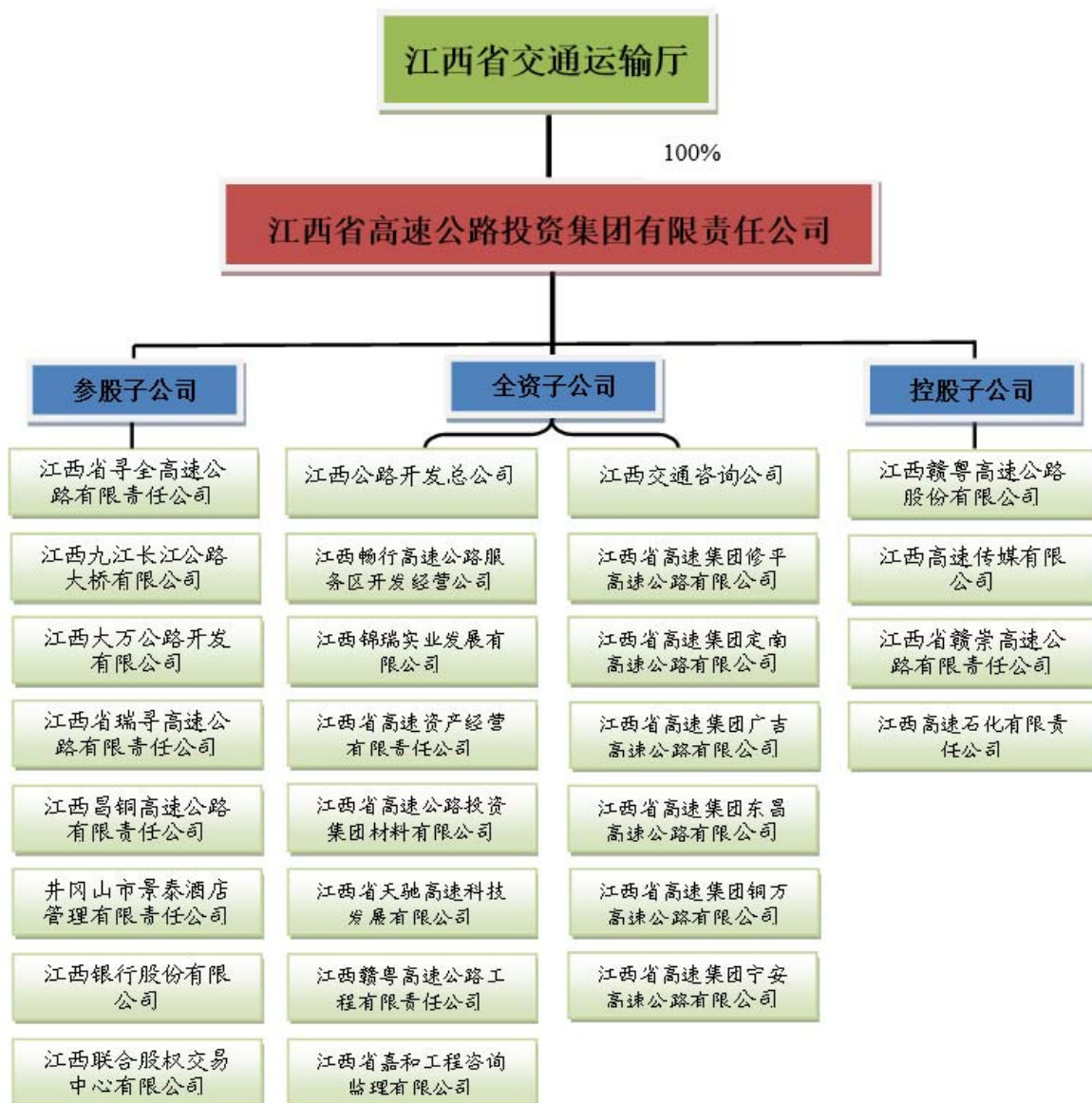
作为江西省高速公路投资建设和管理运营主体，公司在江西省高速公路行业中居于垄断地位，获得江西省政府在资产注入、资本金补助、财政补贴等方面的持续支持。近年来，江西省区域经济快速发展，高速公路投资规模不断扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。

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。

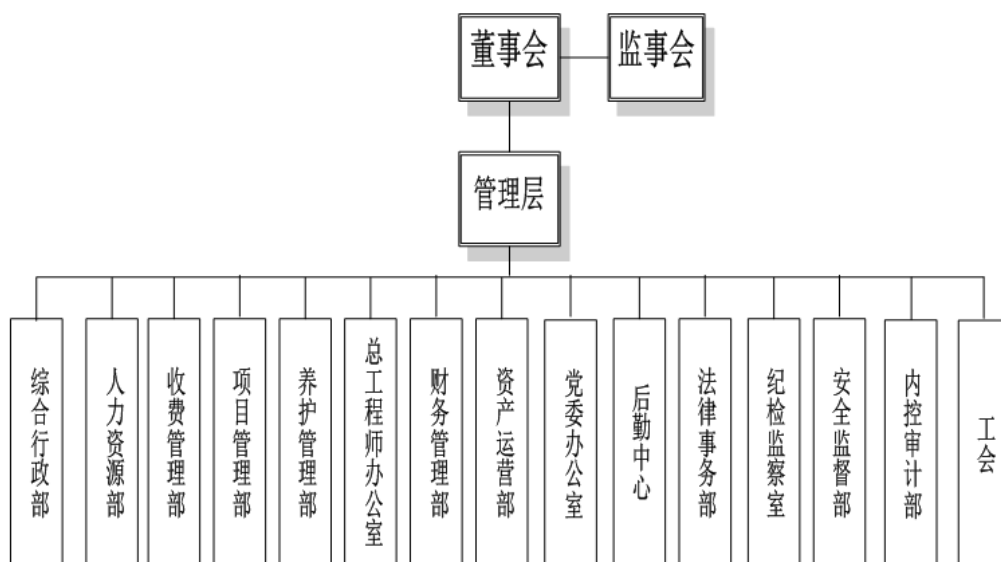
本期中期票据发行对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中票保障能力好，同时考虑到江西省经济的快速发展、政府对公司的持续支持以及通车

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很低。

附表 1-1 公司股权结构图



附表 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	85.01	107.06	130.18	155.07
资产总额(亿元)	1958.12	2182.92	2470.73	2632.77
所有者权益(亿元)	877.77	921.34	940.05	1088.64
短期债务(亿元)	146.81	144.15	180.68	148.41
调整后短期债务(亿元)	222.81	227.15	359.68	158.42
长期债务(亿元)	655.54	764.59	936.14	1139.11
调整后长期债务(亿元)	708.12	784.98	954.56	1264.84
全部债务(亿元)	802.36	908.74	1116.82	1287.52
调整后全部债务(亿元)	930.94	1012.14	1314.24	1423.27
营业收入(亿元)	107.75	111.49	139.36	101.28
利润总额(亿元)	20.45	29.93	9.11	23.84
EBITDA(亿元)	86.68	102.49	85.23	--
经营性净现金流(亿元)	89.87	177.24	0.19	82.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.82	31.30	17.17	--
存货周转次数(次)	4.23	3.74	5.72	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	99.46	102.31	93.24	110.79
营业利润率(%)	59.76	59.84	43.13	49.11
总资本收益率(%)	3.76	4.21	2.62	--
净资产收益率(%)	1.83	2.78	0.54	--
长期债务资本化比率(%)	42.75	45.35	49.90	51.13
调整后长期债务资本化比率(%)	44.65	46.00	50.38	56.35
全部债务资本化比率(%)	47.76	49.66	54.30	54.18
调整后全部债务资本化比率(%)	51.47	52.35	58.30	59.22
资产负债率(%)	55.17	57.79	61.95	58.65
流动比率(%)	45.89	44.69	36.37	60.58
速动比率(%)	42.58	42.12	33.47	56.47
经营现金流动负债比(%)	26.19	40.81	0.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.64	1.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	8.87	13.10	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.74	9.88	15.42	--

注：1、公司将短期融资券、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，将长期（一年以上）非公开定向债务融资工具、信托计划计入“其他非流动负债”科目，将融资租赁款计入“长期应付款”科目，将 2016 年前三季度发行永续债合计 109 亿元（“16 赣高速 PPN001”60 亿元，“16 赣高速 PPN002”49 亿元）计入所有者权益，本报告调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中有息部分+其他非流动负债中有息部分+长期应付款中有息部分+计入权益的永续债；2、公司 2016 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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%

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+一年内到期的长期/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 年度第一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。

