信用等级公告

联合〔2020〕2448 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”“19 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
http://www.lhratings.com

江西省高速公路投资集团有限责任公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
07 江西高速债	AAA	稳定	AAA	稳定
16 赣高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 赣高速 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
17 赣高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 赣高速 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 赣高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 赣高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 赣高速 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
07 江西高速债	15.00 亿元	15.00 亿元	2022/07/30
16 赣高速 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2023/06/07
16 赣高速 MTN002	20.00 亿元	20.00 亿元	2023/06/15
17 赣高速 MTN001	30.00 亿元	30.00 亿元	2020/08/01
17 赣高速 MTN002	30.00 亿元	30.00 亿元	2022/10/27
18 赣高速 MTN001	25.00 亿元	25.00 亿元	2021/03/02
19 赣高速 MTN001	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/06/18
19 赣高速 MTN002	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/08/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”）是江西省最重要的高速公路投资建设和运营管理主体，在资产规模、路产质量等方面优势明显，区域地位突出。跟踪期内，公司运营的高速公路通车里程继续增加，路网效应逐步显现，通行费收入稳步增长；同时公司的工程施工、商品贸易和房地产开发等业务持续开展，收入结构进一步优化，且继续获得各级政府在股权划拨、资金注入和财政补贴方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司短期偿付压力较大、在建及拟建项目待投资规模大和通行费收入受新冠肺炎疫情影响较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建高速公路陆续完工、培育期内的高速公路进入成熟期，路网效应将不断增强，同时公司多元化业务进一步拓展，公司盈利水平和抗风险能力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”“19 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，江西省经济稳步增长，财政实力持续增强。2019 年江西省实现地区生产总值 24757.5 亿元，比上年增长 8.0%；实现一般公共预算收入 2486.5 亿元，比上年增长 4.8%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张 依　胡元杰
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. **区域地位突出。**跟踪期内，公司下辖高速公路通车里程占江西省高速公路通车总里程的 85%以上，所辖路产质量较好，2019 年单公里通行费收入为 280.05 万元。
3. **持续的外部支持。**跟踪期内，公司继续获得各级政府在股权划拨、资金注入和财政补贴方面的有力支持。
4. **资产质量较好。**公司资产以高速公路路产为主，可持续带来稳定的通行费收入；公司货币资金、理财产品投资及可供出售金融资产规模较大，流动性较强。

关注

1. **短期债务偿付压力大。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，2020 年 3 月底为 1623.21 亿元；同期，公司现金短期债务比为 0.36 倍。
2. **筹资压力较大。**截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建高速公路项目尚需投资 946.10 亿元，待投资规模大，公司筹资压力较大。
3. **受到新冠疫情冲击。**2020 年一季度，受疫情及免收通行费政策影响，公司高速公路运营出现较大亏损。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	124.70	222.40	166.41	190.01
资产总额（亿元）	2806.23	3148.51	3304.87	3369.79
所有者权益（亿元）	1090.94	1227.66	1285.68	1274.74
短期债务（亿元）	246.29	386.64	432.41	520.67
长期债务（亿元）	1157.88	1140.40	1095.17	1102.54
全部债务（亿元）	1404.17	1527.04	1527.58	1623.21
营业总收入（亿元）	155.82	230.68	280.95	28.60
利润总额（亿元）	11.31	32.47	29.54	-14.94
EBITDA（亿元）	109.90	135.29	134.12	--
经营性净现金流（亿元）	90.19	129.00	197.88	7.36
现金收入比（%）	112.60	100.30	96.80	169.51
营业利润率（%）	48.16	39.31	35.83	1.18
净资产收益率（%）	0.60	2.06	1.61	--
资产负债率（%）	61.12	61.01	61.10	62.17
全部债务资本化比率（%）	56.28	55.43	54.30	56.01
流动比率（%）	42.32	56.14	62.50	63.50
速动比率（%）	33.66	41.86	49.89	52.53

经营现金流动负债比（%）	18.47	18.91	26.98	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.58	0.38	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.71	1.98	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.78	11.29	11.39	--
公司本部				
项　目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 3 月**
资产总额（亿元）	2236.79	2467.00	2645.50	2722.05
所有者权益（亿元）	946.26	1068.99	1110.17	1106.54
全部债务（亿元）	1102.71	1196.38	1225.18	1316.81
营业收入（亿元）	74.63	85.99	88.89	6.70
利润总额（亿元）	-1.56	4.98	2.38	-8.05
资产负债率（%）	57.70	56.67	58.04	59.35
全部债务资本化比率（%）	53.82	52.81	52.46	54.34
流动比率（%）	40.18	38.50	58.27	61.32
经营现金流动负债比（%）	12.57	18.40	33.63	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中（超）短期融资券纳入短期债务计算；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纳入长期债务计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 赣高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/08/14	黄琪融、任黛云	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
07 江西高速债、16 赣高速 MTN001、16 赣高速 MTN002、17 赣高速 MTN001、17 赣高速 MTN002、18 赣高速 MTN001、19 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/28	赵传第、任黛云	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/08/06	赵传第、任黛云	高速公路行业信用评级方法（2017 年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/01/31	赵传第、王 存	高速公路行业信用评级方法（2017 年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 赣高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/08/02	赵传第、王 存	高速公路行业信用评级方法（2017 年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/02/07	赵传第、黄琪融	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
16 赣高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/04/18	刘珺轩、赵传第、喻宙宏	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
16 赣高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/04/18	刘珺轩、赵传第、喻宙宏	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
07 江西高速债	AAA	AAA	稳定	2015/07/29	赵传第、侯煜明	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
	AAA	AA^{+}	稳定	2011/12/29	高景楠	债券资信评级方法（2003）	阅读全文
	AAA	AA^{-}	稳定	2007/04/30	张晓斌、曾祥天	债券资信评级方法（2003）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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
2020 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和组织结构无变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 95.05 亿元，江西省交通运输厅是公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围变更为：高速公路及其他重大基础设施的投资、建设、服务、经营，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、广告、房地产开发经营，道路清障、车辆救援与抢修、停车、货物装运与仓储服务业务（危化品除外）。（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）

截至 2019 年底，公司资产总额 3304.87 亿元，所有者权益 1285.68 亿元（含少数股东权益 86.08 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 280.95 亿元，利润总额 29.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 3369.79 亿元，所有者权益 1274.74 亿元（含少数股东权益 84.37 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 28.60 亿元，利润总额-14.94 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。

三、 存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“07江西高速债”“16赣高速MTN001”“16赣高速MTN002”“17赣高速MTN001”“17赣高速MTN002”“18赣高速MTN001”“19赣高速MTN001”和“19赣高速MTN002”，债券余额合计190.00亿元，详见表1。

跟踪期内，除“19赣高速MTN002”尚未到付息日外，公司已按时支付其他存续债券的当期利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
07 江西高速债	15.00	2007/07/30	15	5.49
16 赣高速 MTN001	20.00	2016/06/07	7	3.92
16 赣高速 MTN002	20.00	2016/06/15	7	3.90
17 赣高速 MTN001	30.00	2017/08/01	3	4.60
17 赣高速 MTN002	30.00	2017/10/27	5	5.00
18 赣高速 MTN001	25.00	2018/03/02	3	5.27
19 赣高速 MTN001	25.00	2019/06/18	5	4.03
19 赣高速 MTN002	25.00	2019/08/26	5	3.83
合计	**190.00**	--		

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于2007年7月发行公司债券“07江西高速债”，募集资金15亿元，全部用于江西省境内大庆至广州国道主干线武宁（鄂赣界）至吉安段高速公路建设项目，该项目于2006年4月开工建设，于2008年1月建成通车。截至2020年6月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2016年6月发行“16赣高速MTN001”和“16赣高速MTN002”，募集资金均为20亿元，全部用于偿还银行贷款。截至2020年6月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司分别于2017年8月和2017年10月发行“17赣高速MTN001”和“17赣高速MTN002”，募集资金均为30亿元，全部用于偿还有息债务。截至2020年6月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司于2018年3月发行“18赣高速MTN001”，募集资金25亿元，全部用于偿还有息债务。截至2020年6月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

公司分别于2019年6月和2019年8月发行“19赣高速MTN001”和“19赣高速MTN002”，募集资金均为25亿元，全部用于偿还有息债务，截至2020年6月底，募集资金已全部按用途使用完毕。

四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4.城镇失业率统计中，2016－2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、

全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调

16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、 行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

（1）行业概况

依据《中国人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018－2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018－2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018－2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2%和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0%和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4%和 22.2%。受益

于路网不断完善、居民出行的增加，2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，同比增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占比 93.08%。

（2）行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公墓REITs等政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（3）行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上

升，创 2011 年以来最大增幅。

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增加 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

（4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013－2030 年）》，到 2030 年中国将建成总规模约 11.8 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域经济环境

跟踪期内，江西省经济持续发展，财政实力稳步增强，公司面临良好的经营及外部发展环境。

根据《江西省 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年江西省全年实现地区生产总值（GDP）24757.5 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 2057.6 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 10939.8 亿元，比上年增长 8.0%；第三产业增加值 11760.1 亿元，比上年增长 9.0%。三次产业结构由 2018 年的 8.6∶46.6∶44.8 调整为 8.3∶44.2∶47.5，三次产业对 GDP 增长的贡献率为 3.4%、49.9%和 46.7%。人均国内生产总值 53164 元，按年平均汇率计算，折合 7707 美元，增长 7.4%。

固定资产投资方面，2019 年江西省全年全社会固定资产投资增长 9.2%。分产业看，第一产业投资下降 22.5%，占全部投资的 1.9%；第二产业投资增长 10.7%，占全部投资的 49.7%；第三产业投资增长 9.5%，占全部投资的 48.4%。从投资主要构成看，基础设施投资增长 8.9%，占全部投资的 17.2%；工业投资增长

10.9%，占全部投资的 49.7%。根据江西省交通厅官网披露的《2019 年 1－12 月全省交通运输固定资产投资完成情况》，2019 年，江西省交通基础设施建设完成投资 702.7 亿元，同比增长 12%。其中高速公路、国省干线和农村公路建设分别完成投资 139.7 亿元、281.3 亿元、和 230.4 亿元，同比分别增长 37%、-5%和 20%。

交通运输方面，2019 年，江西省完成货物运输量 150860.6 万吨，货物运输周转量 3858.8 亿吨公里。旅客运输量 59703.6 万人，比上年下降 4.4%，旅客运输周转量 984.3 亿人公里，比上年下降 1.0%。截至 2019 年底，江西省公路通车里程 209131.0 公里，其中，高速公路通车里程 6144.0 公里。

财政收入方面，2019 年江西财政总收入 4001.5 亿元，比上年增长 5.4%。其中，一般公共预算收入 2486.5 亿元，增长 4.8%；税收收入 1746.8 亿元，占一般公共预算收入的比重为 70.3%。2019 年，江西省政府性基金预算收入完成 2537.4 亿元，下降 1.2%。财政支出方面，2019 年，江西省一般公共预算支出 6402.6 亿元，增长 13%，主要是教育支出、城乡社区支出及社会保障和就业支出；全省政府性基金预算支出完成 2577.3 亿元，下降 2.9%。

根据江西省统计局网站披露数据，2020 年一季度，江西省实现生产总值（GDP）5343.4 亿元，同比下降3.8%；实现一般公共预算收入 723.7亿元，同比下降4.6%。

根据《江西省高速公路网规划修编（2018－2035年）》，江西省高速公路里程计划达到约8273公里，路网面积密度达到4.96公里/百平方公里，省际高速通道出口达到39个，形成“10纵10横21联”全省多中心放射网格状高速公路路网格局，同时将充分考虑高速公路与铁路、民航、水运的协调互补和顺畅衔接，构建现代综合交通运输体系，发挥综合交通的整体效率，优化全省综合运输大通道布局，承接发达地区产业转移，构建和完善省际通道路线，实现与相邻省份的多条高速通道连接，增强中心城市的高速辐射带动能力，支撑地方经济发展。

六、 基础素质分析

跟踪期内，公司继续获得各级政府在股权划拨、资金注入和财政补贴方面的有力支持

公司代表江西省交通运输厅在江西省内履行高速公路投资建设和经营的职责。截至 2020 年 3 月底，公司已建成高速公路 50 条，主线收费里程 5377 公里，占江西省高速公路通车总里程的 87.45%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。

股权划拨方面，2019 年，根据《关于江西交通印刷厂和江西运输开发公司整体划转有关事宜的批复》（赣交运输字〔2019〕34 号），江西省交通运输厅将江西运通印务有限公司和江西运输开发有限公司 100.00%股权无偿划转给公司，增加资本公积 0.23 亿元。

资金注入方面，2019 年，根据“赣府厅抄字〔2011〕19 号文”和“赣交财审字〔2010〕50 号文”，公司收到财政部拨付的车购税补助资金 4.93 亿元，计入资本公积；同期，根据江西省财政厅《关于下达 2019 年度省本级非国资监管企业国有资本经营预算支出指标的通知》（赣财资指〔2019〕14 号文），公司收到国有收益返还 1.50 亿元，计入“资本公积”。

2019 年，根据“赣财债〔2019〕82 号文”和“赣财债〔2019〕83 号文”，经江西省人民政府同意，江西省财政厅于 2019 年 7 月分别发行“2019 年江西省（本级）收费公路专项债券（一期）－2019 年江西省政府专项债券（十一期）”[以下简称“收费公路专项债券（一期）”]和“2019 年江西省（本级）收费公路专项债券（二期）－2019 年江西省政府专项债券（十二期）”[以下简称“收费公路专项债券（二期）”]，发行规模分别为 76 亿元和 70 亿元，期限均为 5 年，资金纳入江西省政府性基金预算管理，分别用于“大庆至广州高速公路南康至龙南段

扩容工程及萍乡至莲花高速公路项目”和“德州至上饶高速公路赣皖界至婺源段新建工程项目及宜春至遂川高速公路新建项目”，计入公司“长期应付款”。

财政补贴方面，2019 年，公司收到各类政府补助 5.78 亿元，计入“递延收益”、“营业外收入”和“其他收益”。

根据《中国人民银行企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91360000705511652 8），截至 2020 年 7 月 4 日，公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息记录，存在 2 笔已结清关注类贷款记录，均于到期日之前正常收回。跟踪期内，公司本部无新增不良信贷记录。

根据《中国人民银行企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：9136000070550179 6N），截至 2020 年 4 月 28 日，子公司赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）无不良信贷信息。

七、 管理分析

跟踪期内，公司总经理谢德强先生卸任，系正常人事调整，对公司日常管理经营等影响较小。截至本报告出具日，公司总经理职务空缺，联合资信将持续关注公司总经理变更的进展。公司法人治理结构和内部管理制度等方面无其他重大变化。

八、 经营分析

1. 经营概况

2019 年，得益于公路工程、房地产和成品油销售收入增长，公司营业收入继续保持较快增长，其中车辆通行服务收入和公路工程业务收入是公司收入的主要来源，毛利率水平变化不大；2020 年一季度，受新冠疫情及疫情期间免收车辆通行费政策的影响，公司营业收入同比大幅下降，盈利水平快速收窄。

2019 年，公司实现营业收入 280.27 亿元，同比增长 21.51%，主要系公路工程、房地产和成品油销售收入增长所致。收入构成方面，车辆通行服务收入和公路工程业务收入是公司收入的主要来源，两者合计占营业收入的 77.35%。受益于路网效应、车流量增长等因素，公司车辆通行服务收入同比增长 2.79%至 150.58 亿元；公司公路工程收入同比增长 56.90%至 66.20 亿元，主要系当期结算的工程数量较多所致；公司房地产业务收入同比增长 134.06%至 20.15 亿元，主要系公司开发的九龙湖一期等房地产项目当期集中确认收入所致；公司成品油销售收入同比增长 52.87%至 24.20 亿元，主要系公司运营的加油站数量增加以及车流量增长带动加油需求增长所致；受车流量增长推动影响，公司高速服务区收入同比增长 72.19%至 5.53 亿元；公司材料销售收入和其他业务收入分别为 9.16 亿元和 4.44 亿元，同比变化不大，其中其他业务收入主要包括租金收入、部分高速服务区收入、路赔收入等。

2019 年，公司综合毛利率同比下降 3.49 个百分点至 36.18%。其中，车辆通行服务、公路工程、成品油销售、高速服务区运营和材料销售毛利率分别为 56.41%、9.54%、11.80%、31.63%和 5.22%，同比变化不大；房地产销售毛利率同比上升 5.90 个百分点至 22.83%，主要系当期确认收入的房地产项目溢价较高所致。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情及疫情期间免收车辆通行费政策的影响，公司营业收入同比下降 49.63%至 28.47 亿元，相当于 2019 年全年的 10.16%。同期，受车辆通行服务毛利率转负影响，公司综合毛利率大幅下降至 1.58%，其中车辆通行服务毛利率为-13.88%。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
车辆通行服务收入	146.50	63.52	55.49	150.58	53.73	56.41	11.37	39.95	-13.88
公路工程收入	42.19	18.29	11.81	66.20	23.62	9.54	4.77	16.75	10.40
成品油销售收入	15.83	6.87	9.27	24.20	8.63	11.80	9.51	33.40	8.49
房地产销售收入	8.61	3.73	16.93	20.15	7.19	22.83	0.09	0.32	-61.24
高速服务区收入	3.21	1.39	28.96	5.53	1.97	31.63	0.69	2.42	1.90
材料销售收入	10.62	4.61	5.31	9.16	3.27	5.22	0.77	2.71	8.03
其他业务	3.68	1.60	22.06	4.44	1.59	10.80	1.27	4.45	55.68
合计	**230.65**	**100.00**	**39.67**	**280.27**	**100.00**	**36.18**	**28.47**	**100.00**	**1.58**

注：公司其他业务收入主要包括租金收入、部分高速服务区收入、路赔收入等；营业收入中的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，其他业务收入中的高速服务区收入为子公司江西公路开发有限责任公司和赣粤高速的服务区收入；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资和运营

2019 年，随着公司运营的路段路网协同效应逐步显现，通行费收入稳步增长。2020 年一季度，受疫情期间免收车辆通行费政策影响，公司通行费收入同比明显下滑。随着江西省高速公路规划目标的持续推进，未来省内高速公路建设将以路网加密、改扩建项目和道路养护为主，公司在建项目投资规模大，未来筹资压力大。

路产规模

公司是江西省内高速公路建设运营的龙头企业，截至 2020 年 3 月底，公司已建成高速公路 50 条，主线收费里程 5377 公里，占江西省高速公路通车总里程的 87.45%，在江西省高速公路行业中维持绝对的主导地位。跟踪期内，公司新建成通车 1 条经营性高速公路（抚州东外环），昌九高速改扩建项目建成通车。公司已建成通车的 50 条高速公路中包括 16 条政府还贷性高速公路和 34 条经营性高速公路。运营主体方面，公司本部管理 16 条还贷性高速公路、17 条经营性高速公路，全资子公司江西公路开发有限责任公司（以下简称“公路开发公司”）管理 9 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。

高速公路运营

2019 年，公司实现通行费收入 150.58 亿元，同比增长 2.79%。跟踪期内，受益于路网协同效应和近年新通车高速公路车流量的持续培养，公司大部分高速公路通行费收入同比稳步增长，其中都九高速、船广高速、修平高速、昌宁高速增速较快。跟踪期内，安定高速、石吉高速、武吉高速等路段通行费收入有所下降，主要系分流及小范围封闭施工所致。公司运营的高速公路中通行费收入占比较大的路段包括梨温高速（占 12.47%）、鹰瑞高速（占 9.90%）、泰赣高速（占 6.27%）、昌金高速（占 5.50%）和昌九高速（占 5.06%）等。

2020 年 1－3 月，受疫情期间免收车辆通行费政策影响，公司实现通行费收入 11.37 亿元，同比下降 72.42%，相当于 2019 年全年的 7.55%。

表 4　2019 年公司管理的主要高速公路运营情况（单位：公里、万元、辆/日、%）

所属单位	路段名称	里程	公路性质	收费期限	日均车流量		收入	
					2019 年	同比变化	2019 年	同比变化
公司本部	泰井高速	77	经营性	2005/01－2030/01	2794	5.75	3703.42	6.43
	乐温高速	69	还贷性	2005/11－2025/10	30340	7.58	37118.52	3.44
	温沙高速	177	还贷性	2004/08－2034/07	16357	-0.62	46714.66	0.01
	鹰瑞高速（北）	220	还贷性	2010/09－2030/09	31439	-5.94	149082.35	-7.22
	鹰瑞高速（南）	89	还贷性		26041	-0.79		
	昌金高速	168	还贷性	2004/06－2034/05	31995	27.41	82828.16	-0.59
	景婺黄高速	150	还贷性	2006/11－2026/10	11491	8.25	34639.51	8.48
	武吉高速	286	还贷性	2008/01－2028/01	8920	-5.30	56431.75	-10.01
	石吉高速	191	还贷性	2010/09－2030/09	5491	-43.17	26210.60	-28.27

	泰赣高速	139	还贷性	2004/01－2034/01	37620	2.34	94341.19	0.10
	瑞赣高速	117	还贷性	2009/04－2029/04	25868	2.73	56156.52	1.77
	永武高速	105	还贷性	2011/09－2031/09	5369	7.36	10065.67	-2.13
	隘瑞高速	31	还贷性	2011/10－2031/10	11855	6.49	5607.30	6.72
	昌北机场高速	4	还贷性	1999/01－2030/03	--	--	1807.44	3.08
	德上高速	61	经营性	2012/12－	4756	14.35	5715.67	3.50
	抚吉高速	179	经营性	2012/12－	4909	4.18	16759.64	2.53
	吉莲高速	106	还贷性	2012/12－	7322	1.68	16888.71	-7.64
	赣崇高速	88	还贷性	2012/12－	6101	7.47	11291.53	7.38
	井睦高速	44	经营性	2013/10－	2078	11.66	1805.10	4.57
	萍洪高速	34	经营性	2014/12－2044/12	5890	-7.21	4291.48	-8.61
	万宜高速	35	经营性	2014/12－2044/12	7851	20.97	4012.87	10.85
	金抚高速	40	经营性	2015/09－2045/09	8319	26.35	5450.32	22.75
	昌宁高速	271	经营性	2016/01－2045/12	8646	47.52	23615.29	38.09
	昌栗高速	221	经营性	2016/01－2045/12	18967	20.26	32931.84	9.85
	昌宁高速南昌连接线	12	经营性	2017/01－2047/01	5572	10.95	1649.20	4.63
	宁安高速	215	经营性	2017/01－2047/01	15540	13.89	55062.54	15.21
	安定高速		经营性	2017/01－2047/01			16862.07	14.30
	定南联络线	39	经营性	2017/01－2047/01				
	东昌高速	152	经营性	2017/01－2047/01	17839	2.67	49164.93	2.41
	铜万高速	69	经营性	2017/01－2047/01	1121	18.00	1503.59	18.45
	修平高速	80	经营性	2017/01－2047/01	2421	39.70	3545.64	43.26
	广吉高速（含连接线）	189	还贷性	2019/01－2039/01	8548	--	14499.03	--
	抚州东外环	23	经营性	2019/12－2049/12	--	--	--	--
赣粤高速	昌九高速	138	经营性	1998/04－2049/09	30862	-5.72	76244.01	-2.11
	昌樟高速（含药湖大桥）	104	经营性	1999/07－2044/03	42416	5.01	59802.12	-1.23
	温厚高速	35	经营性	1999/01－2028/12			10308.48	3.52
	九景高速	135	经营性	2000/11－2030/11	22948	3.56	63048.18	-1.56
	彭湖高速	65	经营性	2010/09－2040/09	12524	35.31	14581.88	18.01
	昌泰高速	148	经营性	2003/06－2033/06	25745	-0.95	68299.17	-1.67
	昌奉高速	39	经营性	2011/12－2041/12	11861	7.87	18869.33	7.33
	奉铜高速	152	经营性	2012/10－2042/10	4993	0.85		
公路开发公司	梨温高速	245	经营性	2002/12－2032/12	45418	11.96	187769.69	2.07
	景鹰高速	203	经营性	2007/11－2037/11	18224	14.11	63739.03	16.74
	德昌高速	204	经营性	2011/09－2041/09	14466	35.65	53585.15	17.99
	祁浮高速	16	经营性	2012/08－2042/08	3512	-2.39	1064.31	11.12
	九江绕城高速	47	经营性	2014/12－2044/12	3213	13.98	3356.12	11.49
	都九高速星子至九江段	15	经营性	2014/12－2044/12	11466	915.59	6058.99	296.06
	都九高速都昌至星子段	52	经营性	2017/01－2047/01				
	上万高速	76	经营性	2017/01－2047/01	5706	12.81	8620.80	17.78
	船广高速	22	经营性	2017/01－2047/01	1659	106.09	739.36	133.19
合计		**5377**	--		**626473**	**9.84**	**1505843.16**	**2.79**

注：昌北机场高速日均车流量合并至昌九高速计算；药湖大桥是昌樟高速路段内由公司本部持有的路产，收费独立核算，本报告将其实现的收入合并至昌樟高速计算；抚州东外环于 2019 年 12 月 31 日建成通车，故当期无日均车流量数据及收入；广吉高速（含连接线）于 2019 年 1 月 22 日建成通车，故当期无日均车流量及收入同比情况；德上高速、抚吉高速、赣崇高速、吉莲高速和井睦高速收费期限尚未确定；跟踪期内，昌九高速改扩建项目建成通车，根据《关于同意重新核定南昌至九江高速公路收费年限有关事项的批复》（赣交财务字〔2019〕97 号），江西省交通运输厅和江西省发展和改革委员会同意重新核定昌九高速公路收费年限，核定的收费年限暂定为 30 年，收费起止日为 2019 年 10 月 1 日至 2049 年 9 月 30 日
资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

车流量方面，2019 年，公司运营的主要高速公路日均车流量 62.65 万辆/日，同比增长 9.84%。跟踪期内，公司大部分路段车流量稳步提高，其中都九高速、船广高速、昌宁高速等路段增长较快。受分流及小范围封闭施工影响，石吉高速、昌九高速、武吉高速等路段车流量有所下降。部分高速公路通车时间较短，车流量仍有待培育。

2019 年，公司单公里通行费收入 280.05 万元，同比下降 1.27%，整体变化不大；总资产周转率（车辆通行服务收入/平均公路固定资产账面价值）为 0.06%，同比基本保持稳定。

收费标准和收费结算模式

2019 年 12 月，江西省财政厅、江西省交通运输厅和江西省发展和改革委员会联合发布《关于调整我省收费公路车型分类及车辆通行费收费标准有关事项的通知》（赣交财务字〔2019〕93 号），自 2020 年 1 月 1 日起对江西

省收费公路车型分类及车辆通行费收费标准进行调整，其中原 2 类客车中车长小于 6 米的 8—9 座客车调整为 1 类客车收费；货车由计重收费调整为按照总轴数、车长和总质量进行分类收费；同时新增专项作业车大类，按照总轴数、车长和总质量进行分类收费。

表 5-1 江西省高速公路客车车型分类及收费标准（单位：人、元/公里）

类别	车辆类型	核定载人数	说明	收费标准
1 类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6 米且核定载人数不大于 9 人的载客汽车	0.45
2 类客车	中型	10—19	车长小于 6 米且核定载人数为 10～19 人的载客汽车	0.80
3 类客车	大型	≤39	车长不小于 6 米且核定载人数不大于 39 人的载客汽车	1.15
4 类客车	大型	≥40	车长不小于 6 米且核定载人数不小于 40 人的载客汽车	1.50

注：摩托车通行收费公路，按 1 类客车分类及收费标准执行
资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 5-2 江西省高速公路货车车型分类及收费标准（单位：轴、元/公里）

类别	总轴数	车长和最大允许总质量	收费标准
1 类货车	2	车长小于 6 米且最大允许总质量小于 4.5 吨	0.45
2 类货车	2	车长不小于 6 米或最大允许总质量不小于 4.5 吨	1.08
3 类货车	3	--	1.56
4 类货车	4	--	2.10
5 类货车	5	--	2.27
6 类货车	6	--	2.61

注：总轴数含悬浮轴；六轴以上超限运输货车，在六轴货车收费系数的基础上，按照每增加一轴，收费系数增加 0.4（0.18 元/公里）的方法计收
资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 5-3 江西省高速公路专项作业车车型分类及收费标准（单位：轴、元/公里）

类别	总轴数	车长和最大允许总质量	收费标准
1 类货车	2	车长小于 6 米且最大允许总质量小于 4.5 吨	0.45
2 类货车	2	车长不小于 6 米或最大允许总质量不小于 4.5 吨	1.08
3 类货车	3	--	1.56
4 类货车	4	--	2.10
5 类货车	5	--	2.27
6 类货车	≥6	--	2.61

注：总轴数含悬浮轴
资料来源：联合资信根据公开资料整理

收费期限方面，跟踪期内，除昌九高速外，公司已通车的经营性高速公路收费年限均在 20～40 年之间。1998 年 4 月，昌九高速建成通车并开始收费；2019 年 10 月，昌九高速改扩建项目建成通车，根据《关于同意重新核定南昌至九江高速公路收费年限有关事项的批复》（赣交财务字〔2019〕97 号），江西省交通运输厅和江西省发展和改革委员会同意重新核定昌九高速公路收费年限，收费截止日延长至 2049 年 9 月 30 日。截至 2020 年 3 月底，公司经营性高速公路中剩余收费期限最短的为温厚高速，收费期限剩余 8.75 年。

收费模式方面，跟踪期内，公司通行费收费模式无变化。高速公路通行费收取后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

2019 年，公司高速公路养护支出为 16.83 亿元，同比增长 40.11%，主要系武吉高速、德上高速、梨温高速、景鹰高速等路段的养护费用增长所致，当期平均每公里的养护成本为 31.30 万元，同比增长 33.99%。2020 年 1—3 月，公司高速公路养护支出为 2.19 亿元。2020—2022 年，公司运营的高速公路无大修计划。

在建及拟建高速公路情况

截至 2020 年 3 月底，公司共有 5 个在建高速公路项目，将与公司现有高速公路互为补充，进一步提升路网效益。公司在建高速公路项目概算总投资 647.57 亿元，公司已累计投入 122.17 亿元，未来尚需投入资金 525.40 亿元。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

项目	公路性质	建设里程	建设期	概算总投资	已投资	未来三年投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
萍乡至莲花高速	经营性	75.29	2017~2020	93.27	66.47	25.00	1.80	--
铜鼓至万载高速公路宜丰联络线	经营性	25.45	2018~2020	25.75	14.70	10.31	1.45	0.78
大广高速南康至龙南扩容工程	还贷性	132.85	2019~2022	196.34	33.52	80.00	60.00	20.00
德上高速赣皖界至婺源段新建工程	还贷性	40.70	2019~2022	70.02	3.50	23.00	22.00	20.00
宜春至井冈山至遂川高速	还贷性	194.94	2019~2022	262.19	3.98	85.00	100.00	85.00
合计	--	**469.23**	--	**647.57**	**122.17**	**223.31**	**185.25**	**125.78**

注：部分项目概算总投资随着工程推进存在一定调整
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司共有 3 个拟建高速公路项目，概算总投资 420.70 亿元，公司在建及拟建高速公路项目待投资规模大，筹资压力较大。2019 年 7 月，江西省财政厅分别发行收费公路专项债券（一期）和收费公路专项债券（二期），发行规模分别为 76 亿元和 70 亿元，分别用于“大庆至广州高速公路南康至龙南段扩容工程及萍乡至莲花高速公路项目”和“德州至上饶高速公路赣皖界至婺源段新建工程项目及宜春至遂川高速公路新建项目”，有助于缓解公司高速公路建设的筹资压力。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司拟建高速公路情况
（单位：公里、亿元）

项目	建设里程	概算总投资
大广高速吉安至南康段改扩建工程	145.60	174.10
遂川至大余高速新建工程	120.00	210.90
寻乌至龙川高速公路（江西段）	26.80	35.70
合计	**292.40**	**420.70**

资料来源：公司提供

（2）多元化业务

公司依托高速公路优势资源开展公路工程、房地产开发、成品油及材料销售等相关多元化业务，跟踪期内，公司多元化业务收入继续保持增长。

公路工程业务

公司公路工程业务由子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤工程公司”）和江西省交通工程集团有限公司（以下简称“交工集团”）负责运营。

赣粤工程公司拥有国家公路工程施工总承包壹级资质、公路路面工程专业承包壹级资质、公路路基工程专业承包壹级资质、桥梁工程专业承包壹级资质等多项资质，参与了昌九高速、昌泰高速、泰赣高速等多个江西省重点工程项目建设。2019 年，赣粤工程公司签订合同数为 17 个，包括路面维护保养工程、路基工程、桥梁工程及市政工程项目，新签合同金额为 9.74 亿元。截至 2020 年 3 月底，赣粤工程公司在建对外合同项目共 5 个，合同金额 1.51 亿元，主要为新建公路和养护工程。2019 年和 2020 年 1－3 月，赣粤工程公司分别确认公路工程收入 7.45 亿元和 0.98 亿元。

交工集团拥有公路工程施工总承包特级、桥梁工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级等多项资质。交工集团工程施工业务模式涵盖 PPP、BT 等多种模式，截至 2019 年底，公司承接的主要 PPP 项目 12 个，均纳入财政部 PPP 项目库，公司控股的 PPP 项目公司均已纳入合并范围，项目合规性较好。公司 PPP 项目总投资 79.85 亿元，公司需投入 57.23 亿元（含项目资本金 21.46 亿元），截至 2019 年底已完成投资 32.89 亿元，尚需一定规模的投资。公司 PPP 项目回报机制主要为政府付费，其中

3 个项目已进入运营期。2019 年，交工集团签订合同数为 74 个，包括公路工程、市政工程、绿化工程等项目，合同金额为 114.33 亿元，同比增长 68.78%。2019 年和 2020 年 1－3 月，交工集团分别确认公路工程收入 101.87 亿元和 5.61 亿元[1]。

房地产开发业务

公司房地产业务主要由江西恒锦地产开发有限公司（以下简称“恒锦地产”，公路开发公司一级子公司）、江西嘉圆房地产开发有限责任公司（赣粤高速一级子公司）、江西省海威房地产开发有限公司（以下简称“海威地产”，交工集团二级子公司）等公司负责运营。截至 2019 年底，公司已完工商品房项目 3 个，可销售面积 108.24 万平方米，已销售 105.20 万平方米，去化良好。公司已完工项目总投资 67.12 亿元，累计收到回款 57.43 亿元。2019 年，公司确认房地产销售收入 20.15 亿元，同比快速增长主要系九龙湖一期等房地产项目集中确认收入所致。2020 年 1－3 月，公司确认房地产销售收入 0.09 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建房地产开发项目包括九江八里湖项目、高安项目、海上明月等，计划总投资约 117.36 亿元，已投资 75.61 亿元，公司无拟建房地产项目，未来投资压力一般。截至 2020 年 3 月底，公司累计收到在建房地产开发项目的销售款（含预收款项）31.88 亿元。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司在建房地产项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	占地面积	概算总投资	已投资
悦山居	7.67	6.20	4.60
九江八里湖项目	9.21	23.00	13.71
九龙湖二期	4.12	9.00	5.06
九龙阳光	6.78	6.89	5.83
高安项目	15.19	17.45	8.86
上高花园	17.04	9.88	8.76
瑞金集美天宸	3.79	6.63	3.67
海上明月	12.06	38.31	25.12
合计	**75.86**	**117.36**	**75.61**

资料来源：公司提供

成品油销售业务

公司成品油销售业务由子公司江西高速实业开发有限公司（以下简称“赣高实业”）和江西高速石化有限责任公司（以下简称“赣高石化”）负责运营，公司运营的加油站均位于公司运营的高速公路沿线服务区内。赣高实业和赣高石化分别向南昌青山石化实业有限公司和中国石化销售股份有限公司江西石油分公司采购成品油，采购价格依照国家发改委下发的成品油零售价并结合双方签署的战略协议约定的固定差价确定，随后将成品油配送至下属加油站，下属加油站按国家规定的成品油价格进行销售。

截至 2020 年 3 月底，赣高实业和赣高石化运营的加油站个数分别为 20 家（10 对）和 56 家（28 对）。2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别实现成品油销售收入 24.20 亿元和 9.51 亿元。

材料销售业务

公司材料销售业务由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”）负责运营，主要商品包括沥青、钢材、水泥等建筑材料。2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别确认材料销售收入 9.16 亿元和 0.77 亿元。

3. 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，助推江西省快速形成“10 纵 10 横 21 联”全省多中心放射网格状高速公路路网格局。一方面，公司将以建设和融资为保障，推进高速公路项目建设，增加江西省内高速公

[1] 赣粤工程公司和交工集团的公路工程收入合计数大于公司合并口径公路工程收入系合并抵消所致

路通车里程。另一方面，公司将以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象，推动管理升级，提高养护管理水平，构建“全面统一、高效可行”的管养模式。同时，公司将以产业和效益为支撑，力争通过参股等方式深度融入资本市场、组建并运营合资油品公司并逐步推进物流项目建设。此外，公司将以规范和效率为重点，抓好信息化建设，重点研究智慧收费站的适用技术，结合新改建工程提升“智慧高速”的感知服务能力。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 17 家（附件 1-3）；2019 年，公司通过股权划转的方式新增 2 家子公司，同期注销 3 家子公司；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。跟踪期内，公司合并范围变动较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 3304.87 亿元，所有者权益 1285.68 亿元（含少数股东权益 86.08 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 280.95 亿元，利润总额 29.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 3369.79 亿元，所有者权益 1274.74 亿元（含少数股东权益 84.37 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 28.60 亿元，利润总额-14.94 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，以运营中的高速公路资产为主，可为公司持续带来稳定的通行费收入，此外公司货币资金、理财及结构化产品投资和可供出售金融资产规模较大，整体资产质量较好。

2019年底，公司资产总额较2018年底增长4.97%至3304.87亿元，其中流动资产占13.87%，非流动资产占86.13%，构成上仍以非流动资产为主。公司主要资产构成情况见表9。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**383.01**	**12.16**	**458.35**	**13.87**	**512.05**	**15.20**
货币资金	222.10	7.05	151.47	4.58	174.98	5.19
存货	97.40	3.09	92.44	2.80	88.46	2.63
其他流动资产	11.50	0.37	142.52	4.31	187.94	5.58
非流动资产	**2765.50**	**87.84**	**2846.51**	**86.13**	**2857.73**	**84.80**
可供出售金融资产	23.67	0.75	143.68	4.35	149.38	4.43
长期股权投资	86.92	2.76	95.95	2.90	97.85	2.90
固定资产	2357.69	74.88	2506.94	75.86	2498.24	74.14
资产总额	**3148.51**	**100.00**	**3304.87**	**100.00**	**3369.79**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，受其他流动资产大幅增长影响，公司流动资产较 2018 年底增长 19.67%至 458.35 亿元，构成以货币资金（占 33.05%）、其他流动资产（占 31.09%）和存货（占 20.17%）为主。

2019 年底，公司货币资金较 2018 年底下降 31.80%至 151.47 亿元，主要用于项目建设投入、偿付债务和理财投资。公司货币资金主要由银行存款（占 97.93%）构成，其余为少量其他货币资金和库存现金。公司使用受限的货币资金 1.55 亿元，为各类保证金，受限比例低。

2019 年底，受应收通行费和工程款增长影

响，公司应收账款较 2018 年底增长 21.74%至 30.08 亿元。其中，账龄款项组合账面价值 23.78 亿元（1 年及以内的占 73.00%、1~2 年的占 15.58%、2 年以上的占 11.42%）；特定款项组合（通行服务费）账面价值 7.53 亿元。从集中度看，余额前五名的应收账款占合计余额的 43.44%，集中度一般。当期公司对应收账款计提坏账准备 2.32 亿元。

2019 年底，受其他应收款项中往来款减少以及计提坏账准备增加影响，公司其他应收款较 2018 年底下降 17.38%至 20.32 亿元；其中其他应收款项账面价值 20.19 亿元，其余为少量应收利息和应收股利。公司其他应收款项账面余额 29.55 亿元，以往来款、暂借款和各类保证金为主。其中，采用账龄分析法组合的账面余额 23.71 亿元（1 年及以内的占 48.26%、1~2 年的占 17.95%、2~3 年的占 5.69%、3 年以上的占 28.11%）；单项金额重大并单项计提坏账准备的账面余额 5.36 亿元。从集中度看，余额前五名的其他应收款项占合计余额的 27.23%，集中度较低。当期公司对其他应收款项计提坏账准备 9.36 亿元，较 2018 年底增长 30.85%，主要系公司预计无法收回账期在 5 年以上的对江西省公路管理局和江西省交通运输厅德兴至南昌高速公路项目建设办公室瑶湖大桥管理处的暂借款所致。

表 10　2019 年底公司其他应收款项账面余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比
江西省通源地产开发有限责任公司	往来款	2.07	6.99
江西省公路管理局	暂借款	1.75	5.91
南昌联高置业有限公司	往来款	1.53	5.19
江西省交通运输厅	往来款	1.40	4.74
江西省交通运输厅德兴至南昌高速公路项目建设办公室瑶湖大桥管理处	暂借款	1.30	4.40
合计		**8.05**	**27.23**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，受部分已售房地产项目结转成本影响，公司存货较 2018 年底下降 5.09%至 92.44 亿元，其中已完工未结算资产（以公路工程为主）37.13 亿元、开发成本（以房地产为主）26.86 亿元、开发产品（以房地产为主）23.68 亿元。当期公司对存货计提跌价准备 0.13 亿元。

2019 年底，公司其他流动资产较 2018 年底增加 131.02 亿元至 142.52 亿元，主要系当期公司结构性存款和理财产品的投资规模大幅增长所致。公司其他流动资产主要由结构性存款（87.05 亿元）、理财产品（44.13 亿元）和一年以内的债权投资（6.50 亿元）构成。

2019 年底，公司非流动资产较 2018 年底增长 2.93%至 2846.51 亿元，主要系固定资产和可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 88.07%）、可供出售金融资产（占 5.05%）、和长期股权投资（占 3.37%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产较 2018 年底增加 120.01 亿元至 143.68 亿元，主要系公司将原计入“其他非流动资产”科目中的对广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”）的股权投资转入至“可供出售金融资产”科目所致。截至 2019 年底，公司持有广发银行无限售条件流通股 16.11 亿股，占其总股数的 8.18%，成本 112.00 亿元，公允价值 134.69 亿元，公允价值变动金额计入“其他综合收益”。公司按成本计量的可供出售金融资产账面价值 8.99 亿元，主要由对江西省华赣环境集团有限公司和中航信托·天启〔2017〕333 号南昌新建城项目贷款集合资金信贷计划的投资构成，公司对其计提减值准备 0.83 亿元。2019 年，公司持有和处置可供出售金融资产取得投资收益 0.85 亿元。

2019 年底，公司长期应收款较 2018 年底增长 124.70%至 38.21 亿元，主要系信丰县公路升级改造工程 PPP 项目、全南县 S454 等普通公路 PPP 项目等工程持续投入所致。公司长期应收款主要由 PPP 和 BT 项目投入（36.08 亿元）构成，其中未实现融资收益 0.86 亿元。

2019 年底，公司长期股权投资 95.95 亿元，

较 2018 年底增长 10.40%，主要系新增对南昌联高置业有限公司、赣州金高房地产开发有限公司等公司的股权投资所致。公司长期股权投资的对象主要包括江西银行股份有限公司（54.88 亿元）、江西省寻全高速公路有限责任公司（18.92 亿元）、江西九江长江公路大桥有限公司（6.57 亿元）等。2019 年，公司在权益法下确认投资收益 3.50 亿元。

2019 年底，公司固定资产较 2018 年底增长 6.33%至 2506.94 亿元，主要系广吉高速、昌九高速改扩建工程、都九高速、抚州东外环等项目完工后由“在建工程”转出所致；受此影响，当期公司在建工程较 2018 年底下降 87.30%。公司固定资产主要由公路资产（占 95.74%）和房屋建筑物（占 2.64%）构成。

2019 年底，公司受限资产合计 5.15 亿元，其中货币资金 1.55 亿元，为各类保证金；现金及存放中央银行款项 3.56 亿元，为按规定存放中央银行的法定准备金；土地使用权 0.04 亿元，用于贷款抵押。公司资产受限比例为 0.16%，受限比例很低。

2020 年 3 月底，公司资产总额 3369.79 亿元，较 2019 年底增长 1.96%，主要系其他流动资产增长所致，构成仍以非流动资产（占 84.80%）为主。公司其他流动资产较 2019 年底增长 31.86%至 187.94 亿元，主要系结构化存款增长所致。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，其中其他权益工具 228.23 亿元；公司负债以非流动负债为主，债务规模有所上升，整体债务负担一般，但 2020 年到期债务规模大。

所有者权益

得益于其他权益工具、其他综合收益和资本公积增长，2019 年底公司所有者权益较 2018 年底增长 4.73%至 1285.68 亿元，其中实收资本占 7.39%、资本公积占 56.88%、其他权益工具占 17.75%、未分配利润占 8.65%、少数股东权益占 6.70%。2019 年底，公司实收资本为 95.05 亿元，较 2018 年底保持稳定；资本公积较 2018 年底增加 6.76 亿元至 731.31 亿元，主要系当期获得车购税补助资金和国有收益返还所致；其他权益工具较 2018 年底增长 9.57%至 228.23 亿元，主要系公司于 2019 年 12 月发行永续中期票据“19 赣高速 MTN003”（20.00 亿元）所致；其他综合收益较 2018 年底增加 21.95 亿元，主要系公司持有的广发银行股权公允价值增加所致。2020 年 3 月底，公司所有者权益 1274.74 亿元，规模及构成较 2019 年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 2019.18 亿元，较 2018 年底增长 5.12%，其中流动负债占 36.32%，非流动负债占 63.68%，构成仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 733.39 亿元，较 2018 年底增长 7.50%，主要系应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 16.18%）、应付账款（占 29.70%）、一年内到期非流动负债（占 18.14%）和其他流动负债（占 23.80%）构成。

2019 年底，公司短期借款 118.69 亿元，较 2018 年底变化不大，其中信用借款 115.90 亿元、保证借款 2.79 亿元。

2019 年底，公司应付账款较 2018 年底增长 13.66%至 217.80 亿元，主要为未结算的工程款。

2019 年底，受履约质保金、应付保证金、往来及暂借款等减少影响，公司其他应付款较 2018 年底下降 20.42%至 45.03 亿元，其中应付利息 9.72 亿元，主要为公司借款和债券应付的利息；其他应付款项 35.30 亿元，主要由履约质保金、保证金和往来及暂借款构成；其余为少量应付江西省高等级公路管理局和江西省高管实业发展公司的股利。

2019 年底，受“15 赣高速 MTN001”“15

赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”等债券将于 2020 年集中兑付影响，公司一年内到期的非流动负债较 2018 年底增长 37.07%至 133.05 亿元。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 36.24%）和应付债券（占 61.59%）构成，其余为少量应付债券和长期应付款利息。

2019 年底，公司其他流动负债 174.53 亿元，主要由公司发行的超短期融资券及其利息（占 99.77%）构成，本报告将其计入短期债务核算。

2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底增长 3.81%至 1285.80 亿元，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 64.19%）、应付债券（占 20.96%）及长期应付款（占 12.28%）构成。

2019 年底，公司长期借款 825.41 亿元，较 2018 年底增长 2.08%，其中质押借款 721.36 亿元、信用借款 98.37 亿元、保证借款 5.68 亿元。质押物主要为公司高速公路收费权。截至 2020 年 3 月底，公司所有权受限制的高速公路（含还贷类）收费权对应的抵质押合同合计金额为 1499.71 亿元。

2019 年底，公司应付债券 269.45 亿元，较 2018 年底下降 18.67%，主要系“15 赣高速 MTN001”“15 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”等债券将在 2020 年内到期转入至“一年内到期的非流动负债”科目所致。

表 11　截至 2019 年底公司应付债券明细

（单位：亿元）

债券简称	债券余额	到期日
07 江西高速债	15.00	2022.07.30
14 赣高速 MTN001（七年期）	7.50	2021.02.19
14 赣高速 MTN002（七年期）	14.99	2021.05.08
14 赣高速 MTN002（十年期）	14.98	2024.05.08
14 赣高速 MTN003（七年期）	5.00	2021.05.16
16 赣高速 MTN001	19.98	2023.06.07
16 赣高速 MTN002	19.88	2023.06.15
17 赣高速 MTN002	29.88	2022.10.27
18 赣高速 MTN001	24.92	2021.03.02
19 赣高速 MTN001	24.77	2024.06.18
19 赣高速 MTN002	24.88	2024.08.26
13 赣粤 01	17.92	2023.04.19
14 赣粤 01	4.99	2021.08.11
14 赣粤 02	22.88	2024.08.11
15 赣粤 02	6.96	2022.10.23
13 赣粤 MTN003	14.93	2023.03.06
合计	**269.45**	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底增加 91.80 亿元至 157.91 亿元，主要系江西省财政厅拨付的江西省政府收费公路专项债券增长所致。公司长期应付款主要由江西省政府收费公路专项债券（145.84 亿元）和高速公路预估资产（9.09 亿元）构成，其中江西省政府收费公路专项债券纳入江西省政府性基金预算管理，用于萍乡至莲花高速、大广高速南康至龙南扩容工程、德上高速赣皖界至婺源段新建工程和宜春至井冈山至遂川高速建设，偿还资金来源于车辆通行费收入。公司长期应付款中包含应付融资租赁款 0.30 亿元，本报告已将其调整至长期债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 2095.04 亿元，较 2019 年底增长 3.76%，主要系公司当期新增长短期借款和发行超短期融资券所致；构成上仍以非流动负债（占 61.51%）为主；公司短期借款较 2019 年底增长 31.00%至 155.48 亿元；公司其他流动负债较 2019 年底增长 18.77%至 207.28 亿元，系当期公司发行多期超短期融资券所致；公司长期借款 844.74 亿元，较 2019 年底增长 2.34%。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 1527.58 亿元，较 2018 年底变化不大；结构上以长期债务为主（占 71.69%），但短期债务比重呈上升趋势。

表 12　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	386.64	432.41	520.67
长期债务	1140.40	1095.17	1102.54
全部债务	1527.04	1527.58	1623.21

长期债务资本化比率	48.16	46.00	46.38
全部债务资本化比率	55.43	54.30	56.01
资产负债率	61.01	61.10	62.17

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2020 年 3 月底，公司全部债务 1623.21 亿元，较 2019 年底增长 6.26%，结构上仍以长期债务（占 67.92%）为主，短期债务比重较 2019 年底继续上升。

债务指标方面，2019 年底，公司资产负债率较 2018 年底有所上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2018 年底有所下降，分别为 61.10%、54.30%和 46.00%；2020 年 3 月底，受有息债务规模增长影响，上述指标较 2019 年底分别上升至 62.17%、56.01%和 46.38%。

根据公司提供资料，以公司 2019 年底的有息债务情况为基础，2020－2022 年公司到期债务规模分别为 432.41 亿元、62.37 亿元和 68.87 亿元，2020 年公司到期债务规模相对集中。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入继续增长，期间费用占营业收入比重有所下降，盈利能力较好。

2019 年，公司营业总收入 280.95 亿元，同比增长 21.79%，其中营业收入 280.27 亿元，同比增长 21.51%；同期，公司营业成本 178.85 亿元，同比增长 28.54%，增幅大于营业收入，受此影响公司营业利润率小幅下降至 35.83%。

2019 年，公司期间费用 80.77 亿元，同比增长 6.87%，主要系财务费用增长所致；期间费用占营业收入的比重同比下降 3.95 个百分点至 28.82%。

非经常性损益方面，2019 年，公司其他收益同比增长 4.52%至 1.21 亿元，主要为日常经营性政府补助；投资收益同比下降 15.35%至 5.07 亿元，主要为可供出售金融资产和长期股权投资产生的收益；公允价值变动收益 2.75 亿元，系交易性金融资产公允价值变动产生；营业外收入同比下降 56.43%至 4.54 亿元，主要为与日常经营无关的政府补助。同期，公司利润总额同比下降 9.04%至 29.54 亿元。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
营业收入	230.68	280.95
期间费用	75.58	80.77
其他收益	1.16	1.21
投资收益	5.99	5.07
营业外收入	10.42	4.54
利润总额	32.47	29.54
营业利润率	39.31	35.83
总资本收益率	3.24	3.15
净资产收益率	2.06	1.61

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.09 个和 0.45 个百分点至 3.15%和 1.61%。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情及疫情期间免收车辆通行费政策的影响，公司营业收入同比下降 49.63%至 28.47 亿元。当期利润总额为 -14.94 亿元，营业利润率下降至 1.18%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流受往来款影响波动大，收入实现质量好；投资活动现金流入规模较小，流出以高速公路建设支出及各类投资为主；筹资活动现金流入流出均维持较大规模，考虑到公司在建及拟建项目的待投资规模以及债务即期偿付规模，公司筹资压力较大。

2019年，受往来款收现增长影响，公司经营活动现金流入同比增长68.64%至430.87亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金271.31亿元，主要为各业务板块收入回款；收到其他与经营活动有关的现金158.94亿元，包括往来款的收回及各项财政补贴收现。当期，公司现金收入比为96.80%，收现质量好。公司经营活动现金流出量为232.99亿元，受当年公司支付的业务支出以及往来资金量增长影响，较2018年增加106.49亿元。2019年，公司经营活动净

现金流为197.88亿元。

表 14　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	255.50	430.87
经营活动现金流出量	126.50	232.99
经营活动净现金流	129.00	197.88
投资活动净现金流	-219.57	-210.43
筹资活动净现金流	187.17	-57.80
现金收入比	100.30	96.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司投资活动产生的现金流入主要为收回投资和取得投资收益收到的现金，2019年为17.70亿元；投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产（高速公路）和各类投资（股权投资、理财产品等）支付的现金，2019年为228.13亿元。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-210.43亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为借款和发行债券收到的现金，2019年为772.91亿元。同期，公司筹资活动现金流出为830.71亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-57.80亿元。

2020年1－3月，公司经营活动净现金流为7.36亿元，现金收入比为169.51%，投资活动净现金流为-60.93亿元，筹资活动净现金流为73.71亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标较强，考虑到公司在江西省高速公路经营领域的主导地位以及各级政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力极强。

2019年底，公司流动比率和速动比率较2018年底分别上升6.36个和8.03个百分点至62.50%和49.89%；2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别小幅上升至63.50%和52.53%；2019年，公司经营现金流动负债比为26.98%。2020年3月底，公司现金短期债务比为0.36倍。

2019年，公司EBITDA为134.12亿元，同比变化不大。公司全部债务/EBITDA由2018年的11.29倍小幅提升为11.39倍，EBITDA利息倍数由2018年的1.98倍小幅下降为1.92倍。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 29.00 亿元[2]，担保比率为 2.27%，被担保单位为江西省铁路投资集团有限责任公司，或有负债风险很低。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各类金融机构授信总额 3766.23 亿元，已使用 1320.59 亿元，未使用额度 2445.64 亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司控股子公司赣粤高速（证券代码：600269）在上海证券交易所上市，公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自于母公司，收入主要来自于子公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担一般。

2019年底，受其他流动资产和可供出售金融资产增长影响，母公司资产总额较2018年底增长7.24%至2645.50亿元，其中流动资产292.58亿元，主要由货币资金、其他应收款及其他流动资产构成；非流动资产2352.93亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。2020年3月底，母公司资产总额2722.05亿元，较2019年底增长2.89%，主要系其他流动资产增长所致。

2019年底，母公司所有者权益1110.17亿元，较2018年底增长3.85%，主要系其他权益工具、其他综合收益和资本公积增长所致。其中，实收资本占8.56%、资本公积占65.25%，母公司所有者权益稳定性较好。2020年3月底，母公司所有者权益1106.54亿元，规模及构成较2019年底变化不大。

2019年底，母公司负债总额1535.33亿元，

[2] 2011 年 1 月，公司出具担保函为江西省铁路投资集团公司发行的 10 亿元“11 赣铁债”提供全额不可撤销连带责任保证担保，保证期间为债券存续期间及债券到期之日起二年，“11 赣铁债”已于 2018 年 9 月兑付。截至 2020 年 3 月底，该笔担保仍在公司对外担保（29.00 亿元）的范围内，实际上已无或有负债风险

较2018年底增长9.82%，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款增长所致。其中，流动负债502.08亿元，主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债1033.25亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019年底，母公司资产负债率58.04%，债务负担一般。2020年3月底，母公司负债总额1615.51亿元，较2019年底增长5.22%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。

2019年，母公司实现营业收入88.89亿元，利润总额为2.38亿元。2020年1－3月，母公司实现营业收入6.70亿元，利润总额为-8.05亿元。

十、 存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，联合资信所评公司存续债券待偿还本金合计190.00亿元。

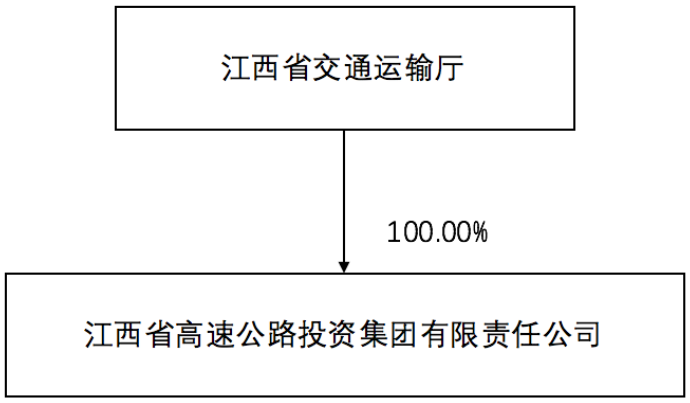
2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为134.12亿元、430.87亿元和197.88亿元，对联合资信所评存续债券待偿还本金总额的覆盖倍数分别为0.71倍、2.27倍和1.04倍；对联合资信所评存续债券单年最大偿付本金总额（2024年，50亿元）的覆盖倍数分别为2.68倍、8.62倍和3.96倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对联合资信所评公司存续债券的保障能力较强，经营活动现金净流量对联合资信所评公司存续债券的保障能力尚可。

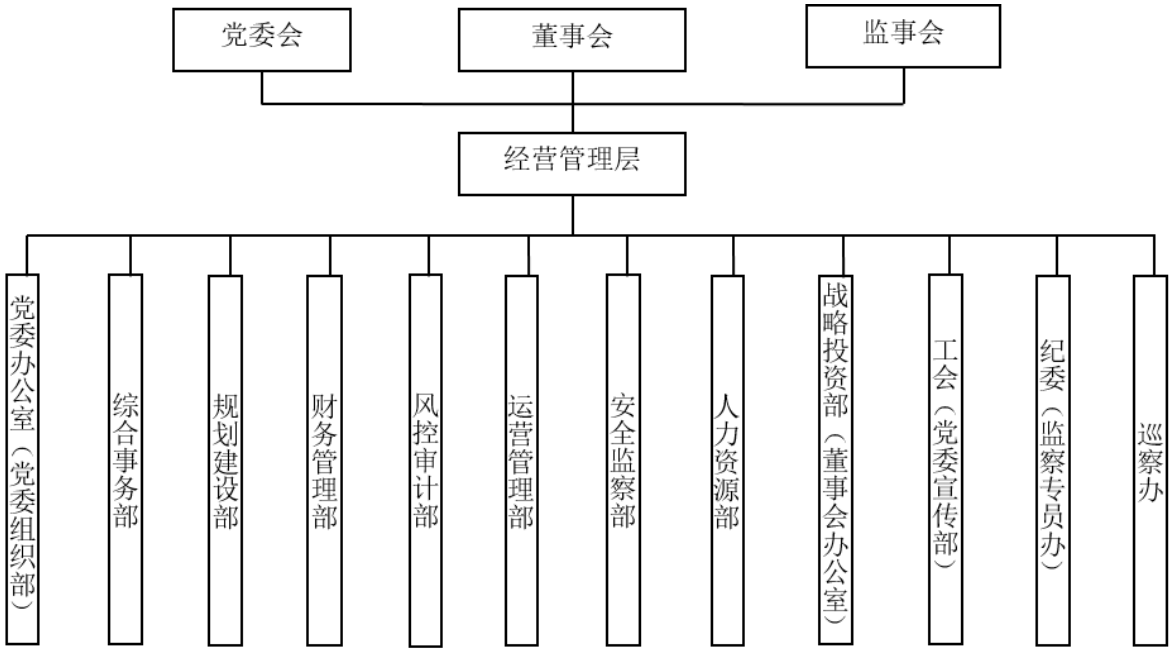
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“07 江西高速债”“16 赣高速 MTN001”“16 赣高速 MTN002”“17 赣高速 MTN001”“17 赣高速 MTN002”“18 赣高速 MTN001”“19 赣高速 MTN001”和“19 赣高速 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例(%)		取得方式
		直接	间接	
江西赣粤高速公路股份有限公司	公路桥梁及其他交通基础设施的投资建设、管理收费等	52.51	0.32	投资设立
江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	高速公路服务区的投资建设、经营管理等	40.00	45.85	投资设立
江西公路开发有限责任公司	公路、桥梁建设开发、服务等	100.00	-	政府划拨
江西省赣崇高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	60.00	-	投资设立
江西省高速资产经营有限责任公司	房地产开发；物业管理等	100.00	-	投资设立
江西交通咨询有限公司	工程咨询，工程监理，招标代理等	100.00	-	政府划拨
江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	高速公路项目投资建设、经营管理等	100.00	-	投资设立
江西高速石化有限责任公司	石化产品销售等	50.00	-	投资设立
江西省交通工程集团有限公司	公路开发与经营，各等级公路及其桥梁、隧道工程的施工；房地产开发等	100.00	-	政府划拨
江西省公路管理局物资储运总站	公路养护与改建储转道路沥青	100.00	-	政府划拨
江西运通印务有限公司	出版物、包装装潢等	100.00	-	政府划拨
江西高速集团财务有限公司	对成员单位办理财务和融资顾问等	98.43	1.57	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	124.70	222.40	166.41	190.01
资产总额（亿元）	2806.23	3148.51	3304.87	3369.79
所有者权益（亿元）	1090.94	1227.66	1285.68	1274.74
短期债务（亿元）	246.29	386.64	432.41	520.67
长期债务（亿元）	1157.88	1140.40	1095.17	1102.54
全部债务（亿元）	1404.17	1527.04	1527.58	1623.21
营业总收入（亿元）	155.82	230.68	280.95	28.60
利润总额（亿元）	11.31	32.47	29.54	-14.94
EBITDA（亿元）	109.90	135.29	134.12	--
经营性净现金流（亿元）	90.19	129.00	197.88	7.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.51	13.21	10.19	--
存货周转次数（次）	2.63	1.99	1.88	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	112.60	100.30	96.80	169.51
营业利润率（%）	48.16	39.31	35.83	1.18
总资本收益率（%）	2.79	3.24	3.15	--
净资产收益率（%）	0.60	2.06	1.61	--
长期债务资本化比率（%）	51.49	48.16	46.00	46.38
全部债务资本化比率（%）	56.28	55.43	54.30	56.01
资产负债率（%）	61.12	61.01	61.10	62.17
流动比率（%）	42.32	56.14	62.50	63.50
速动比率（%）	33.66	41.86	49.89	52.53
经营现金流动负债比（%）	18.47	18.91	26.98	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.58	0.38	0.36
全部债务/EBITDA（倍）	12.78	11.29	11.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.71	1.98	1.92	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中（超）短期融资券纳入短期债务计算；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纳入长期债务计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	63.33	94.49	83.38	100.02
资产总额（亿元）	2236.79	2467.00	2645.50	2722.05
所有者权益（亿元）	946.26	1068.99	1110.17	1106.54
短期债务（亿元）	206.18	312.54	349.52	438.43
长期债务（亿元）	896.53	883.84	875.66	878.39
全部债务（亿元）	1102.71	1196.38	1225.18	1316.81
营业收入（亿元）	74.63	85.99	88.89	6.70
利润总额（亿元）	-1.56	4.98	2.38	-8.05
EBITDA（亿元）	--	68.69	68.67	--
经营性净现金流（亿元）	47.74	84.54	168.85	8.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	55.99	47.33	45.26	--
存货周转次数（次）	28.57	37.53	123.68	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	99.32	100.77	100.60	155.22
营业利润率（%）	57.20	59.54	58.36	-2.25
总资本收益率（%）	2.19	2.30	2.28	--
净资产收益率（%）	-0.16	0.47	0.21	--
长期债务资本化比率（%）	48.65	45.26	44.10	44.25
全部债务资本化比率（%）	53.82	52.81	52.46	54.34
资产负债率（%）	57.70	56.67	58.04	59.35
流动比率（%）	40.18	38.50	58.27	61.32
速动比率（%）	39.78	38.43	58.22	61.28
经营现金流动负债比（%）	12.57	18.40	33.63	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.30	0.24	0.23
全部债务/EBITDA（倍）	--	17.42	17.84	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	1.36	1.32	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中（超）短期融资券纳入短期债务计算

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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