信用等级公告

联合[2018] 1886 号

联合资信评估有限公司通过对江西省铁路投资集团公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西省铁路投资集团公司主体长期信用等级为 AAA，“18 赣铁 MTN001”、“18 赣铁 MTN002”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

二零一八年七月二十四日

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

江西省铁路投资集团公司跟踪评级报告

跟踪评级结果：

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 赣铁 MTN001	10 亿元	2023/2/5	AAA	AAA
18 赣铁 MTN002	13 亿元	2023/3/20	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.18	66.37	73.71	73.95
资产总额(亿元)	287.33	397.67	453.43	457.64
所有者权益(亿元)	119.44	145.05	166.01	168.76
短期债务(亿元)	6.39	26.42	69.74	41.17
长期债务(亿元)	141.38	200.67	172.79	195.33
全部债务(亿元)	147.76	227.09	242.53	236.49
营业收入(亿元)	6.29	39.29	47.35	2.23
利润总额 (亿元)	2.37	2.78	2.86	0.05
EBITDA(亿元)	6.02	5.47	5.08	--
经营性净现金流(亿元)	4.91	3.22	23.88	8.99
营业利润率(%)	4.04	2.18	5.07	13.45
净资产收益率(%)	1.96	1.83	1.67	--
资产负债率(%)	58.43	63.52	63.39	63.12
全部债务资本化比率(%)	55.30	61.02	59.36	58.36
流动比率(%)	319.86	228.55	112.80	143.40
全部债务/EBITDA(倍)	24.55	41.53	47.71	--
经营现金流动负债比(%)	23.11	6.20	21.34	--

注：1.2018 年一季度财务报表未经审计; 2.长期应付款纳入长期债务计算。

分析师

历 剑　马玉丹

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

评级观点

江西省铁路投资集团公司（以下简称“公司”）是江西省政府铁路建设省方出资人代表。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了其在跟踪期内，持续得到江西省各级政府在资本注入、土地出让收益注入、税费返还、财政补贴、铁路产业基金等方面的支持，资本实力不断增强。同时，联合资信也关注到，公司转型导致货物销售板块收入预期下降，待投资规模较大，盈利能力较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着江西省经济不断发展，财政实力不断增强，公司将持续得到政府的大力支持；公司房地产、金融等业务逐渐发展，将为公司铁路投资带来一定的资金支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对“18 赣铁 MTN001”、“18 赣铁 MTN002”的保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，“18 赣铁 MTN001”、“18 赣铁 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江西省经济保持中高速增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是江西省合资铁路建设出资人代表，跟踪期内持续得到江西省各级政府在资本注入、土地收益注入、税费返还、财政补贴、铁路产业基金等方面给予的有力支持。
3. 公司房地产、金融等板块已初具规模，金融板块盈利能力较强，房地产已形成较大规模预收款，对未来收入及利润形成一定支撑。

关注

1. 公司在建、拟建铁路项目待投资规模较大，未来资本支出压力较大。
2. 随着公司逐步转型，预计2018年货物销售业务收入将大幅下降。
3. 公司铁路投资回收期长，盈利能力较弱，利润来源主要为政府补贴和投资收益。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

江西省铁路投资集团公司跟踪评级报告

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关于江西省铁路投资集团公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围及主要业务未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司实收资本 65.92 亿元（注册资本 65.40 亿元），江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）受江西省人民政府授权对公司履行出资人职责。

公司是江西省政府铁路建设省方出资人代表，负责江西省内铁路的建设，包括与中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”）合资建设铁路，建设及运营铁路专线等；作为合资铁路省方出资人代表，公司负责江西省合资铁路建设资金运作，开展项目前期工作，参与协调铁路征地拆迁和工程建设中的问题，并代为行使地方政府在合资铁路中的出资权力。

截至 2017 年底，公司资产总额 453.43 亿元，所有者权益合计 166.01 亿元（含少数股东权益 6.26 亿元）；2017 年公司实现营业收入 47.35 亿元，利润总额 2.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 457.64 亿元，所有者权益合计 168.76 亿元（含少数股东权益 6.18 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.23 亿元，利润总额 0.05 亿元。

公司注册地址：南昌市湖滨东路 1369 号；法定代表人：熊燕斌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 6 月底，由联合资信评级的公司存续债券包括 18 赣铁 MTN001、18 赣铁 MTN002，余额合计 23 亿元，已按募集资金用途使用 16 亿元。上述债券存续未满一年，尚未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
18 赣铁 MTN001	10 亿元	2023/2/5	5.82
18 赣铁 MTN002	13 亿元	2023/3/20	5.65

资料来源：根据公开信息整理

18赣铁MTN001、18赣铁MTN002均设有发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，在债券的第三个计息年度末，公司可选择调整票面利率，调整后的票面年利率在第四、第五个计息年度固定不变，投资者享有回售选择权。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅

（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主

要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据国家铁路局发布的《2017 年铁道统计公报》，2017 年全国铁路旅客发送量完成 30.84 亿人，比上年增加 2.70 亿人，增长 9.6%。全国铁路旅客周转量完成 13456.92 亿人公里，比上年增加 877.63 亿人公里，增长 7.0%。2017 年全国铁路货运总发送量完成 36.89 亿吨，比上年增加 3.57 亿吨，增长 10.7%。全国铁路货运总周转量完成 26962.20 亿吨公里，比上年增加 3169.94 亿吨公里，增长 13.3%。

从铁路建设方面看，2017 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8010 亿元，其中国家铁路完成 7606 亿元；新开工项目 35 个，新增投资规模 3560 亿元。

（2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近年来，为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本，国家发展与改革委员会分别于 2011 年 4 月、2012 年 5 月、2013 年 2 月、2014 年 2 月和 2015 年 1 月出台了相关文件调整铁路货运价格。

依据《中国铁路总公司关于调整煤炭运价有关事项的通知》，自 2016 年 2 月 4 日起，中国铁路总公司对全路实行统一运价的营业线的整车煤运输，基价每吨公里下调 1 分，即：洗精煤的基价由每吨公里 10.3 分降为 9.3 分；原煤及其他煤炭的基价由每吨公里 9.8 分降为 8.8 分。2016 年 10 月 10 日，受四季度取暖季煤炭需求增加影响，多地铁路局（包括太原铁路局、郑州铁路局、乌鲁木齐铁路局、西安铁路局等）对货运价格均有不同幅度的提价。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金

属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控投铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%-30%区间，一等座涨幅在 65%-70%区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率，增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

（3）铁路投融资改革

2015 年 7 月 30 日，发改委、财政部、国土部、银监会、国家铁路局联合发布《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》提出，全面放开铁路投资与运营市场，推进投融资方式多样化，完善社会资本投资的实施机制，进一步改善社会资本投资环境，加大对社会资本投资的政策支持。

2015 年 8 月 11 日，济青高铁先期工程青阳隧道破土动工，这标志着济青高铁工程建设正式开工。济青高铁项目由山东省、中国铁路总公司分别出资 80%、20%，是国内第一条由地方为主导投资建设的高速铁路。为缓解济青高铁建设资金压力，山东大力开拓融资渠道，先后引进了中建公司、中车四方、新加坡淡马锡公司等境内外投资者。截至 7 月份，社会投资已达 40 亿元，占到项目资本金总额的六分之一。

2015 年 9 月 7 日，铁路总公司出台《中国铁路总公司关于规范非控股合资铁路建设项目管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。铁总不再要求对项目绝对控股，而是由各方出资人或其授权的出资人代表依法组建铁路建设项目合资公司。项目公司作为铁路建设项目法人，对铁路建设项目的策划、前期工作、资金筹集、建设管理、运输经营、还本付息、资产保值增值全过程负责。这无疑对民资有着巨大的吸引力，项目公司可根据需要依法决策项目建设管理方式，既可委托铁路局或铁路专业管理机构代建，也可由项目公司自行组织建设，充分保证了投资人的权利。此外，对于合资铁路项目建成后的运输方式，《指导意见》给出了较大选择空间，可委托铁路运输企业进行运输管理，以发挥铁路运输企业的专业管理优势，提高运输效率；也可由项目公司自管自营，铁路总公司在列车运行图编制、运输组织等方面给予支持，投资人的话语权得到了充分保护，有利于提高民资的积极性。

2016 年 12 月，中央经济工作会议首次将铁路纳入混改重点领域，2017 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发和公司制改革方面。铁路土地开发方面，2017 年 8 月铁总公司分别委托上海联合产权交

易所、北京联合产权交易所举办铁路土地综合开发项目推介会，铁路土地开发迈出实质性的一步，铁路土地开发将逐渐规范化和常态化。公司制改革方面，2017 年 11 月铁路总公司所属的 18 个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记， 2018 年起全面按照新的体制机制运行。在组织机构改革上，机关部门、内设机构、定员编制分别精简 10.3%、26.6%和 8.1%；运输业劳动生产率和职工工资收入稳步增长。

同年，为彻底落实《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》和《中长期铁路网规划》及铁路改革发展的要求，国家发展改革为、交通运输部、国家铁路局和铁路总公司联合印发实施《铁路“十三五”发展规划》。推进投融资体制改革，实施分类分层建设新模式，杭绍台等项目吸引社会投资建设取得新进展。强化建设为运输服务的理念，提高项目前期工作质量，有序推进项目组织实施，加大运输部门介入力度，保证铁路重点工程顺利推进。改革建设管理体制，整合建设管理力量，质量安全监管责任得到进一步明确和落实。坚持对工程质量安全问题“零容忍”，实施质量安全红线管理，加强施工过程控制和监督检查，严肃进行了追责问责。

2. 区域经济

根据《江西省 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017 年江西省全年实现地区生产总值（GDP）20818.5 亿元，比上年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 1953.9 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 9972.1 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 8892.6 亿元，增长 10.7%。三次产业结构由上年的 10.3：47.7：42.0 调整为 9.4：47.9：42.7。

固定资产投资方面，2017 年江西省全年全社会固定资产投资 22085.3 亿元，比上年增长 12.1%。其中，固定资产投资（不含农户）21770.4 亿元，增长 12.3%。

国内贸易方面，江西省 2017 年社会消费品零售总额 7448.1 亿元，比上年增长 12.3%。其中，限额以上单位实现消费品零售额 3135.1 亿元，增长 14.1%，占社会消费品零售额比重 42.1%，比上年提高 1.6 个百分点。

财政收入方面，2017 年江西财政总收入 3447.4 亿元，比上年增长 9.7%。其中，一般公共预算收入 2246.9 亿元，增长 4.4%；税收收入 2715.4 亿元，增长 10.3%，占财政总收入的比重为 78.8%。

根据《江西省“十三五”综合交通运输体系发展规划》，十三五期间，江西省要基本建成“五纵五横”铁路网主骨架，即合福、阜鹰汕、银福、京九、蒙吉泉纵向通道，沿江、岳(长）九衡、沪昆、衡吉温、韶赣厦横向通道。铁路运营里程达到 5000 公里以上，其中，高铁达到 1500 公里，铁路覆盖 80%以上县(市、区)。以高铁和普通干线铁路建设为重点，力争实现“八开八成”，即开工赣深客专等 8 条铁路，建成昌吉赣客专等 8 条铁路，新增铁路里程 1200 公里，其中高速铁路 619 公里。

总体看，跟踪期内江西省区域经济保持中高速增长，地方财力不断增强，未来江西省铁路投资将保持高位，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是江西省政府铁路建设省方出资人代表，因此江西省各级政府在资本注入、土地收益注入、财政补贴及财税支持、铁路产业基金等方面对公司支持力度大。

2017年，根据江西省发改委文件，公司收到无偿划转的江西省节能环保投资有限公司100%的股权和江西省城镇建设投资有限公司100%的股权，增加资本公积2.76亿元。

2017年，根据赣府厅字[2008]158号文，公司收到各市县区土地收益金5.47亿元；根据《昌

吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》，收到各市县区土地收益金13.12亿元，计入资本公积。2018年一季度，公司收到3.01亿元铁路沿线市县分摊出资并增加资本公积。

2017 年，公司将当年江西省财政拨付的 10.42 元补助款中的 9.39 亿元冲减已竣工项目的贷款利息，其余 1.04 亿元计入营业外收入，并收到税收返还 0.29 亿元。

根据赣府字[2016]934 号文件，为满足江西省铁路建设资金需求，江西省铁路产业投资基金（以下简称“铁路产业基金”）总规模由 150 亿元扩大至 300 亿元，基金引导资本由 20 亿元扩大至不低于 60 亿元，引导资金扩大的差额由公司筹措解决，该基金主要用于全省铁路建设。铁路产业基金规模扩大后按赣府字[2013]39 号文精神，报请江西省政府由国有“四资”（资产、资本、资源、资金）给予支持。截至 2018 年 3 月底，铁路产业基金实际募集到账资金 77.34 亿元，其中国有引导资本出资 18.6 亿元、GP 出资 0.62 亿元，公司出资 57.95 亿元。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版，机构信用代码 G1036010200582980N），截至 2018 年 6 月 21 日，公司本部无不良信贷信息记录，公司过往信用记录良好。

总体看，跟踪期内公司持续获得政府较大力度支持，未来铁路建设资金有较好的保障。

七、管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是江西省政府铁路建设省方出资人代表，主要从事江西省内铁路建设投资，包括与铁路总公司合资建设铁路，控股及运营铁路专线等，同时公司还开展多元化的经营业务，主要包括物流贸易、房地产开发以及航空、港口建设投资、金融投资等业务。

表2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	**39.28**	**99.97**	**2.28**	**47.28**	**99.83**	**5.17**
贸易（货物销售）	37.88	96.41	1.84	44.73	94.45	2.61
铁路专用线运营	0.72	1.83	0.61	0.81	1.71	-2.35
金融商品收入	--	--	--	0.90	1.90	100.00
其他	0.68	1.73	28.18	0.84	1.77	47.44
其他业务收入	**0.01**	**0.03**	**64.95**	**0.08**	**0.17**	**69.15**
合计	**39.29**	**100.00**	**2.30**	**47.35**	**100.00**	**5.28**

资料来源：公司提供

由于公司投资的国家铁路均为参股，公司收入主要来源于货物销售。2017年，公司实现营业收入47.35亿元，同比增长20.52%，主要系公司贸易业务规模扩大所致。2017年，公司将子公司兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“兴铁资本”）相关固定收益类产品收入列示为金融商品收入，该业务毛利率为100%，带动公司整体毛利率提升至5.28%。

2018年一季度，公司实现营业收入2.23亿元，同比减少84.57%，主要系子公司江西省铁投物流控股有限公司进行转型，利润较低的货物销售规模大幅缩减所致，同期公司毛利率提升至13.84%。

总体看，跟踪期内货物销售仍是公司收入主要来源，但利润水平较低；同时公司新增金融商品收入，该板块毛利率较高，对利润贡献

大。

2. 业务经营分析

（1）铁路建设

铁路投资方面，公司代表江西省与中国铁路总公司成立项目公司，由项目公司负责铁路建设项目的筹划、融资、建设和运营管理。在项目公司中，中国铁路总公司一般作为控股方，公司作为参股方。在双方向项目公司注入资本金后，再由项目公司进行债务融资用于铁路建设。公司主要负责代表江西省向项目公司注入资本金，并参与铁路沿线征地拆迁及协调等，部分铁路线路采用以公司承担征迁费用入股的形式。

截至 2018 年 3 月底，公司累计完成合资铁路项目出资 314.64 亿元(含铁路产业基金出资)，其中江西省政府拨付资金 191.30 亿元，公司已建成铁路项目，反映在公司“可供出售金融资产”以及“在建工程”（未计入权益的投入和资本化利息计入在建工程）科目中。公司参股铁路建成时间较短，还在培育期，以及前期折旧和财务费用较大，导致除昌九城际铁路、沪昆客专杭长段外均处于亏损状态。

近年来，公司仅获得昌九城际铁路分红，累计分红 1.11 亿元，其中 2017 年分红 0.40 亿元。

表 3 截至 2018 年 3 月底公司已建成铁路情况（单位：公里、%、亿元）

项目名称	江西段里程	江西段投资总额	建设期	公司持股比例	公司出资金额
昌九城际铁路	131.27	79.96	2007-2010	40.00	14.73
向莆铁路	246.00	165.52	2007.10-2013.12	7.72	33.40
衡茶吉铁路	66.00	23.51	2009.9-2013.12	8.90	2.90
沪昆客专杭长段	543.00	642.75	2010.1-2014.6	12.00	50.14
合福铁路	184.00	234.78	2009-2015	5.00	8.32
赣龙铁路扩能项目	113.70	99.20	2010-2015	4.70	7.69
九景衢铁路	245.00	196.25	2013.12-2017.12	40.00	41.28
武九客专	45.90	70.48	2013.12-2017.12	50.00	18.77
合计	**1574.87**	**1512.45**	--	--	**177.23**

资料来源：公司提供

表 4 截至 2018 年 3 月底公司在建铁路情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	需公司资本金出资	公司出资本金占比	公司已出资本金	2018 年 4-12 月计划出资	2019 年计划出资
昌吉赣客专	2014.12-2019.12	106.50	50%	98.00	8.50	--
蒙西煤运通道	2014.12-2019.12	8.17	35%	5.10	1.60	1.47
兴泉铁路	2016.12-2020.12	32.30	70%	6.05	7.40	9.50
赣深客专	2016.12-2020.12	35.40	50%	4.90	9.00	11.50
安九客专	2016.12-2020.12	15.28	50%	3.10	3.50	4.68
合计	--	**197.65**	--	**117.15**	**30.00**	**27.15**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在建的铁路项目 5 个，需公司资本金出资 197.65 亿元，公司已累计完成出资 117.15 亿元，2018 年 4~12 月、2019 年公司分别计划出资 30.00 亿元和 27.15 亿元。

拟建铁路方面，截至 2018 年 3 月底，公司拟建昌景黄铁路，江西段 195 公里，项目总投资 356.5 亿元，公司未来计划出资 115.6 亿元。

总体看，公司参股铁路短期内难以实现大规模分红，同时，公司在建拟建铁路需投资规模较大，未来资本支出压力较大。

（2）铁路专用线

除了与中国铁路总公司的合资铁路外，公司还投资建设了部分铁路专用线项目。该部分铁路为公司投资运营，主要为铁路干线沿线的企业或者产业基地提供便捷的铁路通道。

公司目前有四条铁路专用线，分别是江西省建陶基地专用线、樟新盐化铁路专线、萍乡工业陶瓷基地专用线和洋坊扩能改造项目，公司无在建、拟建铁路专用线项目。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司铁路专用线运营收入分别为 0.81 亿元和 0.18 亿元；同期，毛利率分别为-2.35%和-1.11%，该板块毛利为负，主要受固定资产折旧、财务费用以及线路利用情况的影响。

（3）货物销售

物流贸易（货物销售）业务方面，公司依托铁路资源优势，开展贸易业务，通过采销价差获取利润。2017 年，公司贸易业务实现收入 44.73 亿元，该业务整体毛利率水平较低，对利润贡献有限，2017 年毛利率为 2.61%。2017 年钢材和电解铜仍为贸易主要货种，分别占公司贸易板块收入的 32.75%和 30.38%。

2018 年一季度，公司实现货物销售收入 1.76 亿元，同比大幅下降，主要系子公司江西省铁投物流控股有限公司进行转型，利润较低的货物销售规模大幅缩减所致，预计 2018 年该板块收入将大幅下降。

表 5　公司贸易货种构成和毛利率情况

（单位：%、亿元）

产品	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材	9.96	26.30	2.56	14.65	32.75	3.02
电解铜	15.01	39.62	0.40	13.59	30.38	0.06
导电膜	1.82	4.81	0.00	--	--	--
铜	--	--	--	1.49	3.33	2.77
富粉	--	--	--	0.79	1.76	2.42
其他	11.08	29.26	3.59	14.21	31.78	--
合计	**37.88**	**100.00**	**1.84**	**44.73**	**100.00**	**2.61**

资料来源：公司提供

总体看，公司货物销售业务毛利率水平较低，对利润贡献有限，随着公司进行转型，预计 2018 年该板块收入将大幅下降。

（4）房地产开发

房地产开发方面，根据《江西省财政厅、江西省发展和改革委员会、江西省地方税务局关于我省铁路建设项目有关财税政策的通知》，各地方将以土地或土地收益来平衡铁路建设的资金需求，公司利用此方面的优势可获取部分优质的土地资源。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建房地产情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	公司总投资	物业类型	可售面积	已投资	2018 年 4-12 月计划投资	2019 年计划投资
南昌西客站九龙府项目	39.13	住宅	64.73	16.01	8.54	9.58
景德镇凤凰城项目	27.13	住宅	37.18	13.64	3.58	6.00
萍乡项目	7.20	住宅	16.69	1.28	1.22	3.50
南昌艾溪湖置业项目	8.63	住宅	12.33	2.25	0.25	2.50
合计	**82.09**	**--**	**130.93**	**33.18**	**13.59**	**21.58**

资料来源：公司提供

公司房地产板块已初具规模，其中，九龙府项目、景德镇项目已进入建设阶段，萍乡项目、艾溪湖置业项目处于前期开发阶段。

截至 2018 年 3 月底，公司在建房地产项目计划总投资 82.09 亿元，已投资 33.18 亿元，2018 年 2~4 季度以及 2019 年分别计划投资 13.59 亿元和 21.58 亿元。公司房地产开发资金主要来自自筹资金和滚动开发资金。截至 2018 年 3 月底，公司预收房款 29.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，上述房地产项目尚未完工，暂未确认房地产收入，但已形成较大规模的预售款，未来可对收入形成一定贡献。

总体看，公司房地产板块已初具规模，已形成较大规模的预售款，未来可对收入及利润形成一定贡献，但待投资规模较大，存在一定的投资压力。

（5）多元化投资

公司金融板块主要由子公司兴铁资本负责，现主要负责管理江西省铁路产业投资基金，在实现铁路资金保值的前提下，开展多元化投资。2017 年，公司实现金融商品收入 0.90 亿元，毛利率为 100%，成为公司利润的重要来源。

航空投资方面，公司控股江西航空投资有限公司（以下简称“江西航投”），成立于 2014 年 2 月，公司控股比例 60%，主营业务为对航空业的投资、飞机租赁及购买、房地产开发、酒店管理、航空物流园服务等，公司运营初期采取租赁飞机与大型航空公司合作经营的模

式。由江西航投与厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）共同出资成立江西航空（厦门航空占比 60%，江西航投占比 40%）。截至 2017 年底，江西航投总资产为 12.60 亿元，总负债为 0.12 亿元，2017 年实现营业收入 0.16 亿元，利润总额 0.15 亿元。

3. 未来发展

根据公司规划，在“十三五”末，公司计划形成交通、物流、地产、金融等四大业务板块。

总体看，近年来公司逐渐形成了以铁路投资为主，多元化经营初具规模的业务格局，未来随着公司多元化经营板块的逐渐发展，将为公司铁路投资带来一定的资金支持。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报表，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2017 年公司合并范围新增 7 家子公司，同时减少 2 家子公司，但规模均较小，对财务数据的可比性影响较小，公司 2018 年一季度合并范围无变化。

截至 2017 年底，公司资产总额 453.43 亿元，所有者权益合计 166.01 亿元（含少数股东权益 6.26 亿元）；2017 年公司实现营业收入 47.35 亿元，利润总额 2.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 457.64 亿元，所有者权益合计 168.76 亿元（含少数股东权益 6.18 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.23 亿元，利润总额 0.05 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 453.43 亿元，同比增长 14.02%。其中流动资产占 27.83%，非流动资产占 72.17%，公司资产仍以非流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	66.26	16.66	42.25	9.32	69.55	15.20
其他应收款	18.82	4.73	18.71	4.13	19.72	4.31
存货	18.67	4.69	25.20	5.56	29.15	6.37
流动资产合计	**118.69**	**29.85**	**126.18**	**27.83**	**130.19**	**28.45**
可供出售金融资产	174.41	43.86	221.21	48.79	221.30	48.36
在建工程	90.16	22.67	90.29	19.91	90.51	19.78
非流动资产合计	**278.98**	**70.15**	**327.24**	**72.17**	**327.44**	**71.55**
资产总额	**397.67**	**100.00**	**453.43**	**100.00**	**457.64**	**100.00**

资料来源：根据审计报告整理

2017年底，公司流动资产为126.18亿元，同比增长6.31%，主要是以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增加所致。其中，货币资金42.25亿元，同比下降36.24%，主要系铁路投入所致，货币资金中受限资金3.33亿元，为保证金汇票和定期存单；新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产30.42亿元，主要为银行理财产品；应收账款为5.08亿元，同比下降35.36%，主要为贸易款，其中一年以内的占比94.25%，公司应收账款共计提坏账准备427.12万元；存货25.20亿元，同比增长35.01%，主要是公司子公司江西赣铁置业有限公司和南昌赣铁艾溪湖置业有限公司的房地产开发成本。

2017年底，公司其他应收款为18.71亿元，同比小幅下降，计提坏账准备0.53亿元，公司其他应收款主要为代垫款、往来款及保证金等。其中，公司代垫江西大唐国际抚州发电有限责任公司向莆铁路投资款16.78亿元，已垫款多年，对公司资金形成占用，若代垫款难以收回，可用江西大唐国际抚州发电有限责任公司持有向莆铁路股份有限公司的股权抵作还款。

2017 年底，公司非流动资产合计 327.24 亿元，同比增长 17.30%。其中，可供出售金融资产 221.21 亿元，同比增长 26.84%，均为按成本法计量的可供出售权益工具，主要包括铁路项目投资 169.56 亿元和子公司兴铁资本投资管理有限公司的各类投资；在建工程 90.29 亿元，同比增长 0.15%，主要为沪昆铁路、合福铁路、赣龙铁路等铁路项目投入未计入权益部分以及资本化利息。

截至2017年底，公司受限资产合计58.96亿元，占公司资产总额13.00%，主要包括受限的可供出售金融资产55.63亿元和货币资金3.33亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额457.64亿元，较2017年底略有增长，结构变化不大。其中，公司流动资产为130.19亿元，较2017年底增长3.18%，系发行中期票据导致货币资金增加；公司非流动资产327.44亿元，较上年底变化不大。

总体量，跟踪期内公司资产规模较快增长，构成以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充足；非流动资产以在建工程和可供出售金融资产为主。公司整体资产质量较好，流动性一般。

3．所有者权益及负债

所有者权益

2017年底，公司所有者权益166.01亿元，同比增长14.45%，主要系收到省内县市土地收益金计入资本公积所致，构成中实收资本占39.70%、资本公积占43.78%。

2017年底，公司资本公积72.68亿元，同比增长40.20%，新增主要系根据赣府厅字[2008]158号文，收到各市县区土地收益金5.47亿元；根据《昌吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》，收到各市县区土地收益金13.12亿元；以及收到无偿划转的江西省节能环保投资有限公司100%的股权和江西省城镇建设投资有限公司100%的股权。

截至2018年3月底，公司所有者权益为168.76亿元，较2017年底增长1.77%，主要系收到土地收益金增加资本公积。

总体看，跟踪期内受益于政府持续的资本注入，公司所有者权益持续增长，构成以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额为287.41亿元，同比增长13.77%，其中流动负债占38.92%，非流动负债占61.08%，受债务集中到期影响，流动负债占比明显提升。

2017年底，公司流动负债合计111.86亿元，同比增长115.40%，主要系短期借款、预收款项和一年内到期非流动负债增长所致。2017年底，公司短期借款20.60亿元，同比增长103.96%，其中质押借款2.94亿元；预收账款22.65亿元，同比增长119.68%，主要系公司子公司江西赣铁置业有限公司下属企业南昌赣铁置业有限公司预收的房款增加所致；其他应付款13.57亿元，同比增长62.21%，主要是公司对江西省财政厅的代收代付款、江西东旭投资集团有限公司合作投资款以及工程款和质保金等；一年内到期的非流动负债47.74亿元，同比增长234.62%，其中一年内到期的应付债券41.71亿元。

2017年底，公司非流动负债为175.55亿元，同比下降12.52%，主要系部分有息债务一年内到期所致。其中，公司长期借款为108.59亿元，同比增长14.55%，主要系铁路项目增加的项目贷款，其中质押借款68.60亿元，质押物主要为铁路项目股权；公司应付债券为45.20亿元，同比下降47.97%，系部分一年内到期所致；公司

长期应付款19.00亿元，系2011年公司因铁路建设需要，向平安资产管理有限责任公司申请设立募集资金总额19亿元的10年期保险资金债权投资计划（已计入长期债务计算）。

2017年底，公司全部债务为242.53亿元，同比增长6.80%，其中长期债务占71.24%，公司债务以长期债务为主，但受债务集中到期影响，短期债务占比提升17.12个百分点至28.76%。2017年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率小幅下降，2017年底上述指标分别为63.39%、51.00%、59.36%。联合资信关注到“18赣铁MTN001”、“18赣铁MTN002”、“16赣铁债01”、“16赣铁债02”，行权日集中在2021年2月、3月，如果投资人同时行使回售选择权，公司将面临集中兑付压力。

表8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	26.42	69.74	41.17
长期债务	200.67	172.79	195.33
全部债务	227.09	242.53	236.49
资产负债率	63.52	63.39	63.12
全部债务资本化比率	61.02	59.36	58.36
长期债务资本化比率	58.04	51.00	53.65

资料来源：根据审计报告整理

2018年3月底，公司负债总额为288.88亿元，较2017年底略有增长；结构方面，公司流动负债占比下降至31.43%。公司全部债务236.49亿元，较2017年底略有下降，其中短期债务占17.41%，占比较2017年底下降11.35个百分点；公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为63.12%、53.65%和58.36%，公司总体债务负担较2017年底略有下降。

总体看，跟踪期内公司债务规模有所增长，但受益于资本实力的增强，公司债务负担有所下降。公司债务以长期债务为主，债务负担尚可。

4. 盈利能力

受贸易业务扩大影响，2017年公司营业收入47.35亿元，同比增长20.52%；同期公司营业成本44.86亿元，同比增长16.85%，低于营业收入增速，公司营业利润率增加2.89个百分点至5.07%。

从期间费用看，公司期间费用主要为管理费用，因政府补助冲减财务费用以及利息资本化影响，公司财务费用为负，2017年公司期间费用1.39亿元，受2017年公司营业收入增长影响，公司期间费用率下降至2.94%。

表9 公司收入及盈利指标（单位：亿元、%）

收入	2016年	2017年	2018年3月
营业收入	39.29	47.35	2.23
营业成本	38.39	44.86	1.92
投资收益	1.41	1.16	0.56
营业外收入	2.08	1.38	0.04
利润总额	2.78	2.86	0.05
营业利润率	2.18	5.07	13.45
总资本收益率	1.33	1.13	--
净资产收益率	1.83	1.67	--

资料来源：根据审计报告整理

2017年，公司投资收益1.16亿元，同比下降17.50%，主要来自理财产品收益、铁路分红；营业外收入1.38亿元，主要为政府补助；利润总额2.86亿元，同比增长2.84%，营业外收入及投资收益对公司利润总额贡献大。

从盈利指标来看，受资产规模扩张影响，2017年公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别为1.13%和1.67%。

2018年1～3月，公司实现营业收入2.23亿元，同比下降84.57%，主要系贸易业务转型所致；公司营业利润率为13.45%，较上年水平提升较大；公司利润总额为0.05亿元，同比下降40.54%，主要系财务费用大幅增长所致。

总体看，受贸易业务扩大影响，2017年公司营业收入较快增长，但业务利润率较低；2018年一季度收入同比降幅较大；受公司定位及行业特点影响，公司总体盈利能力较弱，财政补贴对利润总额贡献大。

5. 现金流分析

经营活动方面，贸易业务扩大导致公司销售商品、提供劳务收到和购买商品、接受劳务支付的现金支付的现金持续扩大，2017 年分别为 55.56 亿元和 45.81 亿元；2017 年公司经营活动产生的现金流量净额 23.88 亿元，同比增长 641.36%，系支付其他与经营活动有关的现金减少所致。2017 年公司收到其他与经营活动有关的现金 32.82 亿元，主要是代收代付征迁款、南昌市财政局退回土拍保证金、财政厅财政补贴款等；支付其他与经营活动有关的现金 18.82 亿元，主要系土地保证金及其他往来款。2017 年公司现金收入比 117.34%，公司收现质量较好。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动现金流入量	94.28	90.60	21.14
经营活动现金流出量	91.06	66.72	12.15
经营活动产生的现金流量净额	3.22	23.88	8.99
投资活动产生的现金流量净额	-48.25	-78.80	25.10
筹资活动产生的现金流量净额	82.15	27.57	-8.90
现金收入比	116.16	117.34	563.94
经营现金流动负债比	23.11	6.20	21.34

资料来源：根据审计报告整理

因铁路项目出资以及对外投资规模较大，公司投资活动主要表现为净流出。2017 年公司投资活动现金流出 160.17 亿元，其中投资支付的现金 147.42 亿元，主要是国铁项目出资 21.43 亿元、铁路产业基金出资 2.00 亿元、申购理财产品 94.44 亿元等；同期公司投资活动现金流入 81.37 亿元，主要为收回理财投资。2017 年公司投资活动现金流量净额-78.80 亿元。公司经营活动现金流对投资支出覆盖度很低，对外融资压力大。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入 65.04 亿元，以取得借款收到的现金为主，其中吸收投资收到的现金 18.72 亿元，主要是收到土地出让收益注入。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 27.57 亿元。

2018 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额 8.99 亿元，现金收入比 563.94%；公司投资活动现金净流入 25.10 亿元；公司筹资活动现金净流量-8.90 亿元。

总体看，公司铁路项目以及房地产投资资金需求规模大，经营性净现金流不能满足项目建设需求，存在较大对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，受 2017 年一年内到期的非流动负债规模较大影响，公司流动比率和速动比率均快速下降，分别为 112.80%和 90.27%；同期，公司经营现金流动负债比提高至 21.34%，但对流动负债保障能力仍较弱。2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别上升至 143.40%和 111.29%。考虑到公司流动资产中货币资金占比较高，2018 年 3 月底公司现金类资产/短期债务债比为 105.69%，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 5.08 亿元，同比下降 7.03%；公司全部债务/EBITDA 上升至 47.71 倍，公司 EBITDA 对债务的保障较弱，但考虑到公司自身定位以及获得政府土地出让收益资金、税收返还和财政补贴等支持，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保 1.15 亿元，担保比率 0.68%，担保对象为福建中原港务有限公司，为公司参股公司，持股比例 37.56%，公司或有负债风险较小。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 313.00 亿元，尚未使用额度 156.03 亿元。公司间接融资渠道畅通。

十、存续债券偿还能力分析

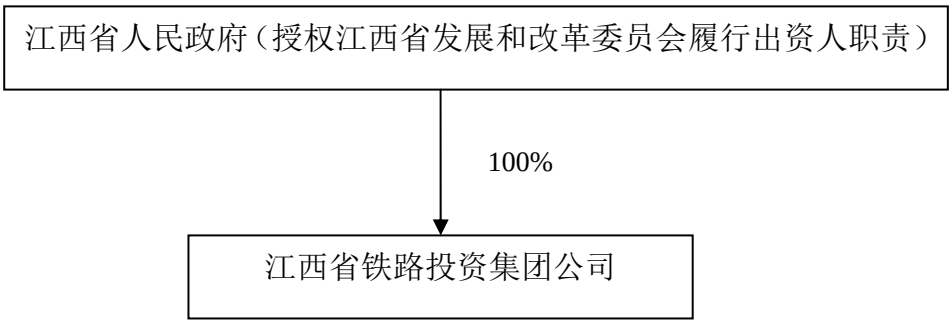
“18 赣铁 MTN001”、“18 赣铁 MTN002”余额合计 23 亿元，均于 2023 年到期，2017 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 5.08 亿元、90.60 亿元和 23.88 亿元，分别为上述债券余额的 0.22 倍、

3.94 倍和 1.04 倍，公司经营活动现金流入量对“18 赣铁 MTN001”、“18 赣铁 MTN002”保障能力较强。

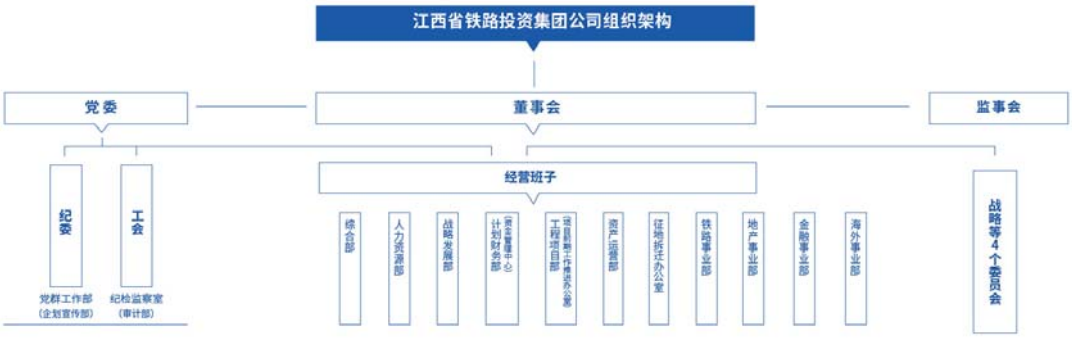
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“18赣铁MTN001”、“18赣铁MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　2018 年 3 月底公司合并范围情况

序号	企业名称	持股比例(%)	享有的表决权(%)	投资额	取得方式
1	江西赣铁物业有限公司	100	100	1400.00	投资设立
2	江西赣铁置业有限公司	100	100	14000.00	投资设立
3	兴铁资本投资管理有限公司	100	100	68251.76	投资设立
4	南昌赣铁艾溪湖置业有限公司	100	100	1000.00	投资设立
5	江西航空投资有限公司	60	60	72000.00	投资设立
6	江西省铁投物流控股有限公司	100	100	56125.02	投资设立
7	兴铁资本香港有限公司	100	100	3097.50	投资设立
8	江西省城镇建设投资有限公司	100	100	23000.00	其他
9	江西省节能环保投资有限公司	100	100	5000.00	其他
10	江西赣铁投资发展有限公司	100	100	40830.00	投资设立
11	江西赣铁物流有限公司	100	100	4100.00	投资设立
12	庐山莲花湖度假酒店有限责任公司	100	100	100.00	投资设立
13	萍乡赣铁置业有限公司	51	51	306.00	投资设立
14	景德镇赣铁置业有限公司	51	51	306.00	投资设立
15	景德镇北鼎置业有限公司	51	51	102.00	投资设立
16	南昌赣铁置业有限公司	100	100	5000.00	投资设立
17	江西萍实物流股份有限公司	60	60	1200.00	投资设立
18	江西航投文旅发展有限公司	100	100	3000.00	投资设立
19	兴铁富江投资管理有限公司	49	49	1750.00	投资设立
20	江西省赣城置业有限公司	100	100	1000.00	其他
21	江西省宜春赣城投资有限公司	100	100	2000.00	其他
22	江西省农业发展投资有限公司	100	100	800.00	其他
23	高安赣铁投资有限公司	100	100	600.00	投资设立
24	江西萍实铁路发展股份有限公司	51	51	5100.00	投资设立
25	新余洋坊铁路股份有限公司	51	51	11195.02	购买股权
26	江西樟新盐化铁路发展股份有限公司	60	60	7200.00	投资设立
27	江西赣铁防水保温工程有限公司	100	100	500.00	投资设立
28	江西赣铁物产实业有限公司	55	55	1100.00	投资设立
29	赣冶国际贸易(上海)有限公司	60	60	1200.00	投资设立
30	江西赣铁仓储管理有限公司	100	100	200.00	投资设立
31	兴铁香江投资有限公司	100	100	2800.00	投资设立
32	江西航投国际旅行社有限公司	100	100	300.00	投资设立
33	江西瑞景铁路发展股份有限公司	54.55	54.55	6000.00	投资设立
34	兴铁江富（上海）股权投资管理有限公司	100	100	100.00	投资设立
35	江西省燕山高效生态农业园有限公司	100	100	200.00	其他
36	南昌赣铁物产机械设备有限公司	100	100	--	投资设立

附件 2　主要财务数据及计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.18	66.37	73.71	73.95
资产总额(亿元)	287.33	397.67	453.43	457.64
所有者权益(亿元)	119.44	145.05	166.01	168.76
短期债务(亿元)	6.39	26.42	69.74	41.17
长期债务(亿元)	141.38	200.67	172.79	195.33
全部债务(亿元)	147.76	227.09	242.53	236.49
营业收入(亿元)	6.29	39.29	47.35	2.23
利润总额(亿元)	2.37	2.78	2.86	0.05
EBITDA(亿元)	6.02	5.47	5.08	--
经营性净现金流(亿元)	4.91	3.22	23.88	8.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.45	8.19	6.72	--
存货周转次数(次)	0.39	2.23	2.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.11	0.11	--
现金收入比(%)	93.74	116.16	117.34	563.94
营业利润率(%)	4.04	2.18	5.07	13.45
总资本收益率(%)	2.14	1.33	1.13	--
净资产收益率(%)	1.96	1.83	1.67	--
长期债务资本化比率(%)	54.20	58.04	51.00	53.65
全部债务资本化比率(%)	55.30	61.02	59.36	58.36
资产负债率(%)	58.43	63.52	63.39	63.12
流动比率(%)	319.86	228.55	112.80	143.40
速动比率(%)	245.63	192.60	90.27	111.29
经营现金流动负债比(%)	23.11	6.20	21.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.55	41.53	47.71	--

注：1.2018 年一季度财务报表未经审计；2. 长期应付款纳入长期债务计算。

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	（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
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+应付票据+一年内到期的长期（非流动）负债

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