信用等级公告

联合〔2019〕2336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，确定维持江西省铁路投资集团公司主体长期信用等级为AAA，“18赣铁MTN001”和“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

二〇一九年七月二十三日

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

跟踪评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	66.37	73.71	61.54	76.75
资产总额(亿元)	397.67	453.43	482.82	507.24
所有者权益(亿元)	145.05	166.01	202.10	202.21
短期债务(亿元)	26.42	69.74	32.38	67.38
长期债务(亿元)	200.67	172.79	183.77	190.41
全部债务(亿元)	227.09	242.53	216.15	257.84
营业收入(亿元)	39.29	47.35	43.30	4.50
利润总额 (亿元)	2.78	2.86	1.82	0.25
EBITDA(亿元)	5.47	5.08	6.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.22	23.88	17.09	9.26
营业利润率(%)	2.18	5.07	7.22	9.88
净资产收益率(%)	1.83	1.67	0.77	--
资产负债率(%)	63.52	63.39	58.14	60.14
全部债务资本化比率(%)	61.02	59.36	51.68	56.05
流动比率(%)	228.55	112.80	153.01	123.21
全部债务/EBITDA(倍)	41.53	47.71	33.78	--
经营现金流动负债比(%)	6.20	21.34	19.61	--

注：1.2019 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

分析师：马玉丹　唐　嵩

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”）是江西省铁路建设省方出资人代表。在跟踪期内，公司外部发展环境良好，并持续获得江西省各级政府在资本金注入、土地收益分成、财税政策和政府补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等多方面的大力支持，资本实力不断增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司贸易（货物销售）收入大幅下降、拟投资规模较大、盈利能力进一步弱化等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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

跟踪期内，公司房地产业务稳步开展，对公司收入和利润形成有力补充；江西省政府明确了公司在江西省内航空建设领域的主导地位，公司业务范围进一步拓展；国开行拟对公司进行债转股方案得到江西省人民政府原则同意批复，待该方案实施，公司的债务负担将有效缓解，资本实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”和“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；铁路客运量及货运量均保持较高增速，未来江西省铁路投资仍将保持高位，公司作为代表省政府出资修建境内铁路的主体，外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，江西省各级政府通过资本金注入、土地收益分成、财税政策和政府补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等多种形式

充实了公司资本实力，缓解了公司投资压力，对铁路项目投资顺利开展形成有力保障。

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，房地产业务对公司收入及利润形成一定支撑。
4. 国开行拟对公司实施债转股方案得到江西省人民政府原则同意批复，若按计划实施，将有效缓解公司的债务负担，进一步增强公司的资本实力。

关注

1. 公司在建、拟建铁路项目待投资规模较大，加之航空领域投资逐步开展，公司未来资本支出压力较大。
2. 受铁路投资行业特点影响，公司盈利能力较弱，跟踪期内，因贸易业务转型，公司营业收入有所下降，加之费用化利息支出增加，公司盈利能力进一步弱化。

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（以下简称“联合资信”）关于江西省铁路投资集团公司（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、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。2018 年 8 月，江西省财政厅向公司注入资本金 20.00 亿元，公司实收资本增至 86.09 亿元（尚未进行工商变更）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 65.40 亿元，实收资本为 86.09 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；作为合资铁路江西省政府方出资人代表，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 2018 年底，公司资产总额 482.82 亿元，所有者权益合计 202.10 亿元（含少数股东权益 7.03 亿元）；2018 年公司实现营业收入 43.30 亿元，利润总额 1.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 507.24 亿元，所有者权益合计 202.21 亿元（含少数股东权益 7.08 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.50 亿元，利润总额 0.25 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 2019 年 6 月底，由联合资信评级的公司存续债券包括“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”，债券余额合计 23 亿元，跟踪期内均已正常付息，募集资金已按计划使用完毕。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
18 赣 MTN001	10 亿元	2018/2/2	5	5.82
18 赣 MTN002	13 亿元	2018/3/19	5	5.65

资料来源：根据公开信息整理

“18 赣铁 MTN001”和“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（2021年），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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领中国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者

购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，中国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，中国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，中国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，中国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，中国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺

差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%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《2018 年铁道统计公报》，2018 年，全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%；全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比上年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78 亿吨公里，增长 6.9%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，比上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

（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。根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号），自 2018 年 5 月 1 日起铁路运输服务增值税税率从 11%降至 10%，同时铁路总公司决定，同时下浮铁路主要货物运价。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。

（3）铁路投融资改革

2018 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方面和混合所有制改革方面。铁路土地开发方面， 2018 年 4 月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》交储面积为 37116.63 平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，获得一次性补偿款 13.05 亿元；8 月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地

综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5689.37 亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。混合所有制改革方面，2018 年 6 月腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司 49%股权；8 月中铁顺丰国际快运有限公司成立；同年，铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议，力推铁路资产全面升级。

2. 区域经济环境

根据《江西省 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年江西省全年实现地区生产总值（GDP）21984.8 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 1877.3 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 10250.2 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 9857.2 亿元，增长 10.3%。三次产业结构由 2017 年的 9.4：47.9：42.7 调整为 8.6:46.6:44.8。人均生产总值 47434 元，按年平均汇率计算，折合 7168 美元，增长 8.1%。

固定资产投资方面，2018 年江西省全年全社会固定资产投资增长 11.1%；分产业看，第二产业和第三产业固定资产投资占比重大，分别为 49.1%和 48.9%；民间投资固定资产投资形成有力拉动，较 2017 年增长 12.5%，占全部投资的 67.9%，对投资增长的贡献率为 74.3%；基础设施投资增速加快，增长 17.7%，比 2017 年加快 9.8 个百分点。

交通运输方面，2018 年，江西省完成旅客运输量 6541 万人，比上年增长 1.1%，其中铁路旅客运输量 3769 万人，比上年增长 7.2%，为江西省旅客主要运输方式；江西省完成货物运输 15648 万吨，比上年增长 13.1%，其中铁路货物运输量 327 万吨，比上年增长 19.8%，保持较高的增速。

财政收入方面，2018 年江西财政总收入 3795.0 亿元，比上年增长 10.1%。其中，一般公共预算收入 2372.3 亿元，增长 4.4%；税收收入 1663.1 亿元，占一般公共预算收入的比重为 70.1%，比上年提高 2.7 个百分点。2018 年，江西省政府性基金预算收入完成 2568.6 亿元，增长 52.2%，主要是国有土地出让收入增长较快。

根据《江西省铁路建设三年攻坚行动计划（2018-2020 年）》（以下简称《行动计划》），2018—2020 年，江西省将全力推进在建的 6 条铁路、力争新开工 4 条铁路、开展前期研究 7 条铁路，实现“十三五”期间全省铁路“四个一千”的建设目标，即铁路运营里程新增近 1000 公里、开工建设 1000 公里、谋划储备 1000 公里、完成投资 1000 亿元；至 2020 年，江西省铁路运营里程 5000 公里，其中快速铁路近 2000 公里（高速铁路 1333 公里），11 个设区市全部开行动车组，基本构建“五纵五横”铁路网主骨架，实现南昌至各设区市和长江中游城市群中心城市 1~2 小时，至上海、广州、福州等周边主要城市 3~4 小时，至北京、西安等城市 6 小时的“三个交通圈”。在建铁路方面，包括建成通车的皖赣浯溪口改线工程、昌吉赣客专、蒙华铁路煤运通道 3 条铁路；加快建设的赣深客专、安九客专、兴泉铁路，建设里程共 931 公里，其中高速铁路 573 公里，总投资 1032 亿元，“十三五”期间计划完成投资 875 亿元。力争新开工铁路 4 条，包括昌景黄铁路、昌九客专、长赣铁路、瑞梅铁路，建设里程共 850 公里，其中高速铁路 690 公里，总投资 1080 亿元，“十三五”期间计划完成投资 170 亿元。开展前期研究铁路 7 条，包括常岳（咸）昌、昌福客专、吉抚武温、兴永郴赣、咸宜（新）吉、鹰潭至建宁、六安至景德镇铁路，省内里程 1300 公里。

总体看，跟踪期内江西省区域经济保持中高速增长，铁路客运量及货运量均保持较高增速，未来江西省铁路投资将保持高位，作为江西省内代表江西省方出资建设境内铁路的主要主体，公司面临良好的经营及外部发展环境。

六、基础素质分析

公司是江西省铁路项目投资省方出资人代表，跟踪期内在资本注入、土地收益注入、财税政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面持续得到了江西省各级政府较大力度的支持。

资本注入

2018年8月，江西省财政厅向公司拨入20亿元资本金，用于江西省铁路建设投资，公司将其计入实收资本。

土地收益注入

2018年，根据赣府厅字〔2008〕158号文，公司收到各市县区土地收益金4.73亿元；根据《昌吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》，公司收到各市县区土地收益金7.52亿元，计入资本公积。

财税政策和政府补贴

根据《江西省地方税务局关于江西省铁路建设投资项目有关税收收取政策的通知》（赣财预〔2008〕214号）《江西省地方税务局关于部省合资合作铁路运营期财税支持政策的补充通知》（赣财预〔2010〕92号）和《江西省财政厅关于下达省铁路投资集团财政补贴的通知》（赣财预〔2013〕5号）等相关文件的规定，在省部合资、合作铁路建设期，铁路沿线市区、省直管县按照各自境内项目建筑安装总投资的3.5%筹措资金，全额列支出预算，作为对公司的财政补贴，用于偿还公司金融机构的债务以及作为省部合资、合作铁路项目省方资本金出资等。2018年，公司获得各项政府补贴及税费返还合计2.39亿元。2019年4月，为弥补九景衢铁路江西公司运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金5.00亿元。

铁路产业基金

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2019年3月底，铁路产业基金实际募集到账资金81.01亿元，其中引导资本金为18.75亿元，包括政府引导资金11.00亿元。

债转股

2019年2月，江西省人民政府下达了《关于公司调整国开行专项建设基金投资方式实施方案的批复》（赣府字〔2019〕12号），原则上同意公司报送的《关于调整国开行专项建设基金投资方式实施方案》（以下简称“《调整方案》”）的请示。根据《调整方案》，国开发展基金将对公司的投资方式以债权形式转换成以股权形式，资金用途与原债权投放用途保持一致，初步商定股权投资期限为15年，按原债权投放约定利率执行，江西省投资集团有限公司（以下简称“江西省投资”）将作为第三方回购主体，在投资期内按年等额回购国开发展基金持有的公司股权，回购总额以各方签署协议时国开发展基金向公司投放的专向建设基金余额为主。截至2019年3月底，公司应付国开专项建设基金余额为55.60亿元（“长期借款”科目）。《调整方案》的批复实施将有效缓解公司的债务负担，进一步增强公司的资本实力。

业务支持

2018年6月，江西省发改委印发了关于《赣深客专等4个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知（赣发改铁建〔2018〕593号），明确①赣深客专、安九客专、昌景黄铁路为客运专线，项目省方资本金出资由省财政、省铁路投资集团公司、沿线市县政府按照4:3:3比例分担。②兴泉铁路为普速铁路，项目省方资本金出资由省财政、省铁路投资集团公司、沿线市县政府按4:4:2比例分担。以上措施能够有效缓解公司的投资压力。

总体看，跟踪期内，江西省政府通过资本

金注入、土地收益分成、财税政策和政府补贴、铁路产业基金、债转股以及资本金分摊等多种形式持续给与公司较大力度的支持，增强了公司资本实力，一定程度上缓解了公司的资本支出压力。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版，机构信用代码 G1036010200582980N），截止 2019 年 5 月 31 日，公司本部无不良信贷信息记录，公司过往信用记录良好。

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	2017 年			2018 年			2019 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
主营业务收入	**47.28**	**99.83**	**5.17**	**42.85**	**98.97**	**6.74**	**4.49**	**99.68**	**9.84**
贸易（货物销售）	44.73	94.45	2.61	26.94	62.21	1.68	3.91	86.95	1.42
铁路专用线运营	0.81	1.71	-2.35	0.98	2.27	4.83	0.17	3.87	20.01
金融商品收入	0.90	1.90	100.00	0.94	2.17	100.00	0.38	8.45	100.00
房地产销售收入	--	--	--	13.08	30.20	5.78	--	--	--
其他	0.84	1.77	47.44	0.92	2.12	75.67	0.02	0.41	-158.88
其他业务收入	**0.08**	**0.17**	**69.15**	**0.45**	**1.03**	**86.71**	**0.01**	**0.32**	**100.00**
合计	**47.35**	**100.00**	**5.28**	**43.30**	**100.00**	**7.56**	**4.50**	**100.00**	**10.12**

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。2018年，公司实现营业收入43.30亿元，同比下降8.55%，主要系货物销售收入大幅下降所致。2018年，公司主动控制贸易规模，货物销售收入大幅下降39.77%至26.94亿元，毛利率仍处于较低水平；同期，公司房地产销售业务实现收入13.08亿元，毛利率为5.78%，对公司收入及利润形成补充；铁路专用线运营收入同比增长20.99%，受此影响，毛利率提升7.18个百分点至4.83%；金融商品收入及毛利率保持相对稳定，分别为0.94亿元和100%。

2019年一季度，公司实现营业收入4.50亿元，相当于2018年营业收入的10.39%，主要为货物销售收入和金融商品销售收入；同期，公司综合毛利率为10.12%，较2018年全年水平提升2.56个百分点。

总体看，跟踪期内，公司货物销售毛利率水平较低，压缩该业务收入使得公司营业收入有所下降；公司新增房地产销售收入对营业收入和利润形成补充；同时金融商品和铁路专用线收入均有不同程度的增长，但整体收入规模仍较小。

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 2019 年 3 月底，公司参与投资的已建成铁路共 8 条，公司累计完成上述项目资本金出资 177.23 亿元(含铁路产业基金出资)，反映在“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，加之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 2018 年实现分红 0.40 亿元。

表 3　截至 2019 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 2019 年 3 月底公司在建铁路情况（单位：公里、%、亿元）

项目名称	江西段里程	建设期	公司计划资本金出资	公司出资本金占比	公司已出资本金	未来出资计划		
						2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
昌吉赣客专	420.00	2014.12—2019.12	106.50	50.00	106.50	--	--	--
蒙西煤运通道	215.20	2014.12—2019.12	8.17	35.00	6.69	0.49		--
兴泉铁路	125.00	2016.12—2020.12	28.00	70.00	15.45	6.50	6.05	--
赣深客专	136.00	2016.12—2020.12	35.40	50.00	13.90	15.00	6.50	--
安九客专	17.00	2016.12—2020.12	16.20	50.00	7.80	3.40	4.35	--
昌景黄铁路	195.00	2018.12—2023.12	115.60	50.00	0.36	21.00	35.00	30.00
合计	**1108.20**	--	**309.87**	--	**150.70**	**46.39**	**51.90**	**30.00**

资料来源：公司提供
注：上表中公司计划资本金出资包含由省财政、沿线地市分摊的资金

截至 2019 年 3 月底，公司在建的铁路项目 6 个，需公司资本金出资 309.87 亿元，公司已累计完成出资 150.70 亿元，2019 年 4—12 月、2020 年分别计划出资 46.39 亿元和 51.90 亿元。

总体看，公司参股铁路短期内难以实现大规模分红，对公司资产流动性及整体盈利能力有一定不利影响；根据《赣深客专等 4 个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知（赣发改铁建〔2018〕593 号），赣深客专、安九客专、昌景黄铁路和兴泉铁路省方出资部分将由省财政、公司和沿途各市县分担，能够有效缓解公司的投资压力。

（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。

2019 年，公司以 1.70 亿元对价将洋纺扩能改造（一期）专线出售给新余钢铁集团有限公司，收到款项 0.70 亿元。2019 年 3 月底，公司拥有 3 条铁路专用线，分别是江西省建陶基地专用线、樟新盐化铁路专线和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。

2018 年及 2019 年 1—3 月，公司分别实现铁路专用线运营收入 0.98 亿元和 0.17 亿元；同

期，毛利率分别为 4.83%和 20.01%。

（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，主要贸易货物品种包括钢材、电解铜等，通过代理采购，采销价差获取利润；2015—2017 年，公司贸易规模不断扩大，贸易收入大幅增长。2018 年以来，公司为聚焦主业，调整业务结构，逐步降低贸易业务规模，2018 年公司贸易业务实现收入 26.94 亿元，同比大幅下降 39.77%，该业务毛利率水平低，对公司利润贡献有限。

（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。公司房地产开发项目均为自主投资，采用滚动开发模式，销售方式以定向团购销售为主，市场化销售为辅。团购模式下，公司在项目前期先收取一定比例的房款作为定金，较一般商品房销售资金回笼速度较快。

公司房地产板块已初具规模，截至 2019 年 3 月底，公司已完成开发的房地产项目为南昌西客站九龙府一期，项目总投资 12.83 亿元，可售面积 16.84 万平米，已完成销售 16.25 万平方米，2018 年实现销售收入 13.08 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产项目包括南昌西客站九龙府 2~4 期、南昌赣铁艾溪湖项目、萍乡赣铁和园项目和景德镇凤凰城项目，上述项目计划总投资 69.47 亿元，已投资 41.33 亿元，后续投资支出压力不大。

2019 年 3 月底，公司用于房地产开发业务的储备土地 217.83 亩，拍地价格合计 8.79 亿元，为景德镇赣铁置业公司后续新增房地产项目用地。

表 5　截至 2019 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	总投资	已投资	物业类型	预计可售面积
南昌西客站九龙府 2~4 期	26.30	21.52	住宅、底商、公寓	32.45
南昌赣铁艾溪湖项目	7.74	2.47	住宅、底商	8.93
萍乡赣铁和园项目	6.80	2.18	住宅、底商	13.16
景德镇凤凰城项目	28.63	15.16	住宅、底商	44.56
合计	**69.47**	**41.33**	--	**99.10**

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产板块已初具规模，对公司收入和利润形成补充，已形成较大规模的预售款，未来收入较有保障，且滚动开发资金周转情况较好，后续投资支出压力不大。

（5）多元化投资

公司金融板块主要由子公司兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“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。2018 年，公司实现金融商品收入 0.94 亿元，毛利率为 100%，成为公司利润的重要来源。

航空投资方面，主要由子公司江西航空投资有限公司（以下简称“江西航投”）负责开展。江西航投成立于 2014 年 2 月，公司持股比例 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。

2015 年 4 月，经江西省人民政府授意，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有限公司（以下简称“江西航空”），其中江西航投出资 8.00 亿元，占股 40%，厦门航空出资 12.00 亿元，占股 60%。江西航空于 2016 年 1 月 29 日正式载客运营，截至 2019 年 3 月底，机队规模达 10 架，机型均为波音 737-800 型，平均机龄不足 4 年。目前，江西航空立足于南昌昌北国际机场，已通航北京、西安、乌鲁木齐、成都、厦门、贵阳、海口、天津、郑州、哈尔滨、赣州、呼和浩特等 40 多个城市，共 60 余条航线，承运旅客 420 万人次；开拓了郑州、珠海过夜基地，入驻北

京新机场。2018 年，江西航空执飞航班 12790 班次，客座率 83.2%，承运旅客 173.46 万人次，飞机利用率 8.2 小时/架 •日，实现营业收入 9.14 亿元。

除参与大型航空公司投资外，公司还积极布局通航领域项目投资。2018 年 5 月，江西航投联合亚捷通用航空无锡有限公司、华瑞联合航空技术（北京）有限公司共同发起设立江西快线通勤航空有限公司（以下简称“江西快线”），其中江西航投持股 35%，为第一大股东。江西快线以南昌国际机场为主运营基地，以瑞士皮拉图斯 PC-12 飞机为主力机型，以现有的“一干六支”运输机场以及具备运营条件的通航机场为骨干网络，以常态化、多形式开展短途运输业务，打造“江西省域内一小时交通圈”。江西快线于 2019 年 4 月 28 日正式商业运行，目前已开通南昌—赣州航线，计划陆续开通南昌—景德镇、南昌—吉安等省内航线，并逐步开通江西至省外周边城市航线。

根据《江西省人民政府办公厅关于印发加快推进通航产业发展若干措施的通知》（赣府厅发〔2017〕49 号），明确江西航投为通用机场建设责任主体，严格按照通用机场布局规划，开展全省通用机场（含起降点）建设，到 2020 年，确保全省建成通用机场 20 个以上。截至 2019 年 3 月底，江西航投拟建项目包括修水、武宁、德行、芦溪、弋阳、万年、鄱阳、分宜、安福武功山等地通用机场项目（均已进入前期设计或选址阶段）以及通航小镇、“一干六支”机场属地化项目等，计划总投资 126.30 亿元。

根据《省推进空港建设领导小组第一次会议纪要》（赣府专纪〔2018〕49 号），明确由省发改委和公司牵头负责研究南昌昌北国际机场三期扩建投融资模式，尽快形成筹融资初步方案，研究制订江西与首都机场集团共同建设南昌昌北国际机场三期扩建工程、共同运营管理南昌昌北国际机场的合作方案。

总体看，江西省人民政府赋予了公司在江西省航空领域投资主体的职能，公司业务空间进一步拓展，同时也面临一定的投资压力。

3. 未来发展

总体看，近年来公司逐渐形成了以铁路投资为主，多元化经营并进的业务格局。跟踪期内，公司调整业务格局，进一步聚焦主业，明确了“综合立体交通+”的发展定位。江西省政府明确了公司在江西省内航空建设领域的主导地位，公司集团层面从铁路投资转为“铁路+航空”领域投资两大主业，下属子公司围绕集团主业的溢出效应，向其他多元化板块延伸发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 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 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内子公司 36 家。合并范围变化方面，2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系新设成立，同时因处置减少 2 家子公司；2019 年一季度，公司合并范围无变化。跟踪期内，公司新增及减少子公司规模均较小，对财务数据的可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司资产总额 482.82 亿元，所有者权益合计 202.10 亿元（含少数股东权益 7.03 亿元）；2018 年公司实现营业收入 43.30 亿元，利润总额 1.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 507.24 亿元，所有者权益合计 202.21 亿元（含少数股东权益 7.08 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.50 亿元，利润总额 0.25 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 482.82 亿元，同比增长 6.48%。其中流动资产占 27.62%，非流动资产占 72.38%，公司资产以非流动资产为主。

表 6　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	42.25	9.32	60.91	12.61	76.75	15.13
其他应收款	18.71	4.13	24.22	5.02	31.13	6.14
存货	25.20	5.56	40.22	8.33	40.57	8.00
流动资产合计	**126.18**	**27.83**	**133.37**	**27.62**	**154.24**	**30.41**
可供出售金融资产	221.21	48.79	245.57	50.86	248.20	48.93
在建工程	90.29	19.91	91.24	18.90	91.83	18.10
非流动资产合计	**327.24**	**72.17**	**349.46**	**72.38**	**353.00**	**69.59**
资产总额	**453.43**	**100.00**	**482.82**	**100.00**	**507.24**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018年底，公司流动资产为133.37亿元，同比增长5.69%，主要是货币资金和存货大幅增加所致。其中，货币资金60.91亿元，同比增长44.16%，主要系银行理财产品到期及公司发行债券募集资金所致，货币资金中无受限资金；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产0.30亿元，同比减少30.12亿元，系公司赎回银行理财产品；应收账款及应收票据5.07亿元，同比下降17.26%，主要为应收账款（贸易款），公司应收账款共计提坏账准备7540.36万元；存货40.22亿元，同比增长59.59%，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增长，公司存货主要以房地产开发成本和产成品构成。

2018年底，公司其他应收款24.22亿元，同比增长29.47%，计提坏账准备0.66亿元，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。

2018 年底，公司非流动资产合计 349.46 亿元，同比增长 6.79%。其中，可供出售金融资产 245.57 亿元，同比增长 11.01%，主要系对兴泉铁路和昌吉赣客专线投资增加。公司可供出售金融资产中按成本法计量的可供出售权益工具 241.78 亿元，主要包括铁路项目投资和子公司兴铁资本的各类投资，按权益法计量的可供出售权益工具 3.79 亿元，系公司对九江银行股份有限公司（以下简称“九江银行”）的股权投资[1]；固定资产 5.08 亿元，同比下降 42.78%，主要系原子公司江西瑞景铁路发展股份有限公司被处置以及蒙华铁路征用子公司部分固定资产所致；在建工程 91.24 亿元，同比增长 1.05%，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2019年3月底，公司资产总额507.24亿元，较2018年底增长5.06%，资产构成变化不大。其中，公司流动资产154.24亿元，较2018年底增长15.65%，系债务融资促使货币资金增长以及资金往来增加导致其他应收款增长；公司非流动资产353.00亿元，较2018年底变化不大。

截至2019年3月底，公司受限资产合计57.34亿元，占公司资产总额11.30%，包括受限的可供出售金融资产55.63亿元和货币资金1.71亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持增长，构成上以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充足；非流动资产以铁路项目投资形成的在建工程和可供出售金融资产为主，规模较大，且收益较低。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

[1] 2018 年 7 月九江银行在香港联交所上市，公司将对九江银行的投资转入可供出售金融资产核算

3．所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益202.10亿元，同比增长21.74%，主要系江西省财政厅注资及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42.60%、资本公积占42.03%。

2018年底，公司实收资本86.09亿元，同比增加20.17亿元，主要系江西省财政厅向公司拨入资金用于江西省地方铁路建设；公司资本公积84.94亿元，同比增长16.87%，主要系收到南昌市轨道交通转土地收益注入款4.73亿元，以及根据《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7.52亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益为202.21亿元，较2018年底增长0.05%，构成上较2018年底变化不大。

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

2018年底，公司负债总额为280.72亿元，同比下降2.33%，其中流动负债占30.03%，非流动负债占69.97%。

2018年底，公司流动负债合计87.16亿元，同比下降22.08%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。2018年底，公司短期借款24.06亿元，同比增长16.81%，均为信用借款；应付票据及应付账款10.04亿元，均为应付工程款；预收款项19.96亿元，同比下降11.87%，主要系预收房款结转收入所致；其他应付款23.74亿元，同比增长32.48%，主要是子公司赣铁置业新增应付购买土地款，公司其他应付款主要为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8.32亿元，同比下降82.58%，均为一年内到期的长期借款。

2018年底，公司非流动负债为196.42亿元，同比增长10.22%，主要系应付债券增长所致。其中，公司长期借款为96.57亿元，同比下降11.07%，其中质押借款32.10亿元，质押物主要为铁路项目股权；公司应付债券为68.20亿元，同比增长50.88%，系公司新发行“18赣铁MTN001”“18赣铁MTN002”所致；公司长期应付款21.87亿元，其中专项应付款2.87亿元，剩余为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）。

2019年3月底，公司负债总额为305.03亿元，较2018年增长8.66%；结构方面，公司流动负债占比上升至41.04%。流动负债125.18亿元，较2018年底增长43.62%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致，非流动负债较2018年底下降8.44%至179.85亿元。

有息债务方面，2018年底，公司全部债务为216.15亿元，同比下降10.88%，其中长期债务占85.02%，公司债务以长期债务为主。2018年底，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58.14%、47.62%、51.68%，均较2017年底有所下降。2019年3月底，公司全部债务257.84亿元，较2018年底增长19.29%，其中长期债务占73.87%，短期债务占比较2018年底提升11.15个百分点至26.13%；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均较2018年底略有提升。从2019年3月底公司有息债务看，到期日在2019年4—12月、2020年及2021年的债务分别为23.02亿元、48.23亿元和57.16亿元，2021年公司到期债务相对集中。

表7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	69.74	32.38	67.38
长期债务	172.79	183.77	190.41
全部债务	242.53	216.15	257.84
资产负债率	63.39	58.14	60.14
全部债务资本化比率	59.36	51.68	56.05
长期债务资本化比率	51.00	47.62	48.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，构成以长期债务为主，整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

受贸易业务收缩影响，2018年公司实现营业收入43.30亿元，同比下降8.57%；同期公司营业成本40.02亿元，同比下降10.77%，高于营业收入增速，公司营业利润率增长2.15个百分点至7.22%。

从期间费用看，2018年，公司期间费用3.30亿元，以管理费用和财务费用为主；期间费用较2017年大幅增长，主要系财务费用大幅增长所致。受此影响加之营业收入有所下降，2018年公司期间费用率同比提升4.68个百分点至7.62%。

表8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年1—3月
营业收入	47.35	43.30	4.50
营业成本	44.86	40.02	4.05
投资收益	1.16	2.67	0.11
营业外收入	1.38	0.40	0.03
利润总额	2.86	1.82	0.25
营业利润率	5.07	7.22	9.88
总资本收益率	1.13	0.37	--
净资产收益率	1.67	0.77	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018年，公司投资收益2.67亿元，同比大幅增长129.80%，主要来自处置子公司股权（江西瑞景铁路发展股份有限公司和江西省宜春赣城投资有限公司两家子公司）；营业外收入4018.50亿元，主要为政府补助；利润总额1.82亿元，因财务费用侵蚀，同比下降36.35%，投资收益对公司利润总额贡献大。

从盈利指标来看，受资产规模扩张及利润总额下降影响，2018年公司总资本收益率和净资产收益率均较上年明显下降，分别为0.37%和0.77%。

2019年1—3月，公司实现营业收入4.50亿元；营业利润率为9.88%，较2018年水平有所提升；利润总额为0.25亿元。

总体看，受铁路投资行业特点影响，公司总体盈利能力较弱，2018年因贸易业务转型，公司营业收入有所下降，加之费用化利息支出增加，公司盈利能力进一步弱化。

5. 现金流分析

经营活动方面，贸易业务收缩导致公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金支付的现金同比均有所下降，2018年分别为42.92亿元和41.61亿元；同期，公司现金收入比99.12%，较2017年下降18.21个百分点，公司收现质量较好。2018年，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，较2017年保持相对稳定。受营业收入下降影响，2018年公司经营活动产生的现金流量净额同比下降28.43%至17.09亿元。

2018年，公司投资活动现金流出47.89亿元，其中投资支付的现金44.36亿元，主要是国铁项目出资和申购理财产品等；同期公司投资活动现金流入55.12亿元，主要为收回理财投资。2018年，因投资规模大幅下降，公司投资活动现金流量净额由负转至7.24亿元。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流入93.23亿元，以取得借款和吸收投资收到的现金为主，其中吸收投资收到的现金32.48亿元，主要是收到政府资本金注入及土地出让收益注入。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额-2.33亿元。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年1—3月
经营活动现金流入量	90.60	76.57	16.19
经营活动现金流出量	66.72	59.48	6.93
经营活动产生的现金流量净额	23.88	17.09	9.26
投资活动产生的现金流量净额	-78.80	7.24	-11.60
筹资活动产生的现金流量净额	27.57	-2.33	18.19
现金收入比	117.34	99.12	256.07

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年 1—3 月公司经营活动现金流量净额 9.26 亿元，现金收入比 256.07%；投资活动现金净流出 11.60 亿元；筹资活动现金流量净额 18.19 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量尚可，受营业收入下降影响，经营活动现金净流入同比有所下降；因投资规模大幅下降，且集中赎回理财产品，公司筹资压力有所缓解；考虑到公司在建及拟建项目未来投资需求，公司仍存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 153.01%和 106.87%，同比均有所提升；受收入下降影响，公司经营现金流动负债比较 2017 底减少 1.74 个百分点至 19.61%，对流动负债保障能力较弱。2019 年 3 月底，公司流动比率、速动比率均有所下降，分别为 123.21%和 90.80%；公司现金类资产为 76.75 亿元，相当于短期债务的 1.14 倍，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.40 亿元，同比增长 25.87%；公司全部债务/EBITDA 下降至 33.78 倍，EBITDA 对全部债务的保障较弱；因财务费用大幅增长，EBITDA 利息倍数下降至 1.26 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 1.57 亿元，担保比率 0.78%，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 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 416.97 亿元，尚未使用额度 231.38 亿元。公司间接融资渠道畅通。

总体看，跟踪期内，公司现金类资产充裕，对短期债务保障程度较好，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司间接融资渠道畅通，且作为江西省铁路建设省方出资人代表，持续获得江西省政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

7.母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 437.92 亿元，同比增长 3.40%。母公司资产构成和公司资产构成相似，其中流动资产 109.38 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 328.54 亿元，主要由可供出售金融资产和在建工程构成。截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 451.44 亿元，较 2018 年底增长 3.09%，主要系往来款增加，其他应收款大幅增长所致，资产构成较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，母公司负债合计 234.35 亿元，同比下降 7.92%，以长期借款和应付债券构成的非流动负债为主。2018 年底，母公司资产负债率 53.51%，债务负担尚可。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 247.29 亿元，较 2018 年底增长 5.52%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致。

2018 年，母公司实现营业收入 0.41 亿元，实现利润总额 0.33 亿元。2019 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，利润总额为 0.66 亿元，主要来自于利息收入。

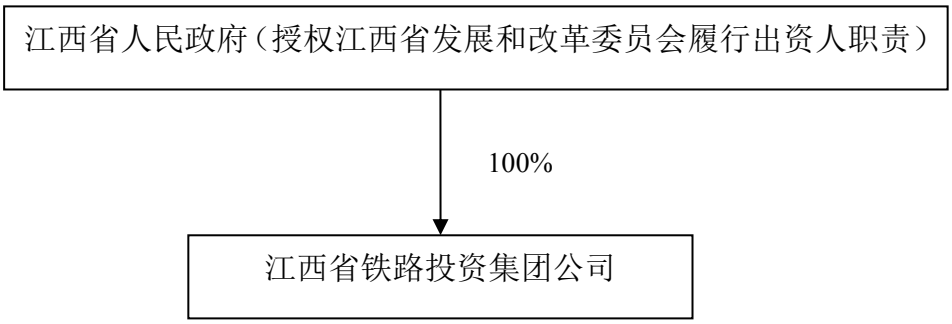
十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”余额合计 23.00 亿元，均于 2023 年到期，2018 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 6.40 亿元、76.57 亿元和 17.09 亿元，分别为上述债券余额的 0.28 倍、3.33 倍和 0.74 倍，公司经营活动现金流入量对“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”保障能力较强。

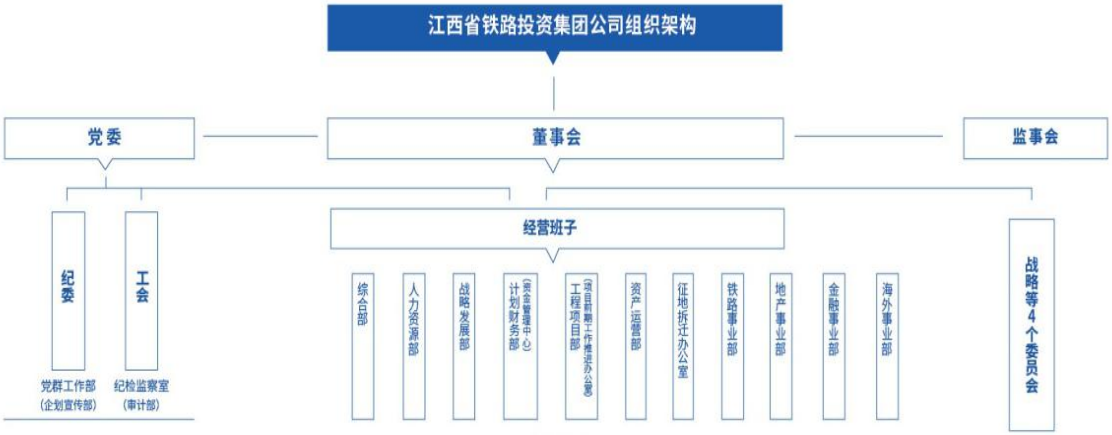
十一、结论

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”和“18赣铁MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　2019 年 3 月底公司合并范围情况

（单位：%、万元）

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

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.37	73.71	61.54	76.75
资产总额(亿元)	397.67	453.43	482.82	507.24
所有者权益(亿元)	145.05	166.01	202.10	202.21
短期债务(亿元)	26.42	69.74	32.38	67.38
长期债务(亿元)	200.67	172.79	183.77	190.41
全部债务(亿元)	227.09	242.53	216.15	257.84
营业收入(亿元)	39.29	47.35	43.30	4.50
利润总额(亿元)	2.78	2.86	1.82	0.25
EBITDA(亿元)	5.47	5.08	6.40	--
经营性净现金流(亿元)	3.22	23.88	17.09	9.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.19	6.72	7.74	--
存货周转次数(次)	2.23	2.04	1.22	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	0.09	--
现金收入比(%)	116.16	117.34	99.12	256.07
营业利润率(%)	2.18	5.07	7.22	9.88
总资本收益率(%)	1.33	1.13	0.37	--
净资产收益率(%)	1.83	1.67	0.77	--
长期债务资本化比率(%)	58.04	51.00	47.62	48.50
全部债务资本化比率(%)	61.02	59.36	51.68	56.05
资产负债率(%)	63.52	63.39	58.14	60.14
流动比率(%)	228.55	112.80	153.01	123.21
速动比率(%)	192.60	90.27	106.87	90.80
经营现金流动负债比(%)	6.20	21.34	19.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.33	1.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.53	47.71	33.78	--

注：1.2019 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

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　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 4-3　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