信用等级公告

联合〔2020〕1956 号

联合资信评估有限公司通过对江西省铁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，确定维持江西省铁路投资集团有限责任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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十日

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有限责任公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
18 赣铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 赣铁 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
18 赣铁 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023/02/05
18 赣铁 MTN002	13 亿元	13 亿元	2023/03/20

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

评级时间：2020 年 6 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		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	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			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
--				--

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

评级观点

江西省铁路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）是江西省铁路建设省方出资人代表，同时承担了江西省航空领域的重要投资职能，在江西省相关行业内有相对垄断优势。跟踪期内，公司得到江西省各级政府在资本和资产注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财政补贴等方面的有力支持，所有者权益规模显著提升，负债水平有所下降；通过股权置换获得九景衢铁路江西段资产控制权，公司资产规模大幅增长，同时新增国铁运营收入，对收入和现金流入形成补充。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司国铁运营业务亏损、存在一定的资本支出压力、利润受投资收益和政府补助影响大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，江西省铁路投资仍将保持高位，航空产业投资亦将有序推进，公司有望持续获得江西省各级政府的大力支持。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，江西省区域经济保持增长，公司面临良好的经营及外部发展环境。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%；实现一般公共预算收入 2486.5 亿元，增长 4.8%。
2. 公司是江西省铁路及通用航空领域的投资建设主体，区域地位显著；跟踪期内，公司持续得到江西省各级政府在资本和资产注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财

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

政补贴及资本金分摊等方面的有力的支持，公司规模不断扩大，资本实力明显提升。

关注

1. 公司在建、拟建铁路项目投资规模大，随着公司对航空领域相关投资的逐步开展，公司存在一定的资本支出压力。
2. 公司铁路项目投资回收期长，整体盈利能力较弱，利润主要来自于投资收益和政府补贴。
3. 跟踪期内，公司新增的国铁运营业务持续亏损，将对公司盈利能力产生不利影响。

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）	73.71	61.54	121.27	124.67
资产总额（亿元）	453.43	482.82	665.32	679.19
所有者权益（亿元）	166.01	202.10	312.06	312.41
短期债务（亿元）	69.74	32.38	51.38	123.53
长期债务（亿元）	172.79	183.77	198.27	153.72
全部债务（亿元）	242.53	216.15	249.65	277.25
营业收入（亿元）	47.35	43.30	49.33	10.25
利润总额（亿元）	2.86	1.82	2.54	0.19
EBITDA（亿元）	5.08	6.40	13.30	--
经营性净现金流（亿元）	23.88	17.09	37.08	9.89
净资产收益率（%）	1.67	0.77	0.55	--
资产负债率（%）	63.39	58.14	53.10	54.00
全部债务资本化比率(%)	59.36	51.68	44.44	47.02
流动比率（%）	112.80	153.01	158.12	111.56
速动比率（%）	90.27	106.87	129.36	90.93
经营现金流动负债比(%)	21.34	19.61	29.01	--
现金短期债务比（倍）	1.06	1.90	2.36	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.46	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	47.71	33.78	18.77	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	423.53	437.92	531.48	547.21
所有者权益（亿元）	169.02	203.57	298.15	299.88
全部债务（亿元）	231.26	210.70	180.84	199.88
营业收入（亿元）	0.41	0.41	0.06	0.00
利润总额（亿元）	3.51	0.33	5.81	1.65
资产负债率（%）	60.09	53.51	43.90	45.20
全部债务资本化比率(%)	57.77	50.86	37.75	39.99
流动比率（%）	139.08	232.46	240.06	129.31
经营现金流动负债比(%)	10.56	37.48	40.67	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分调整至长期债务及相关指标计算

评级历史：

债券简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 赣铁 MTN001 18 赣铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/7/23	马玉丹 唐嵩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 赣铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/3/13	历剑 马颖	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 赣铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/8/25	历剑 郝一哲 马玉丹	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	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均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由江西省铁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。

江西省铁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”）关于江西省铁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、企业基本情况

2019 年 8 月，公司进行公司制改革，由全民所有制企业改制为有限责任公司，同时名称变更为“江西省铁路投资集团有限责任公司”，注册资本由 65.40 亿元变更为 65.92 亿元。2019 年 9 月 20 日，公司新增股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”），并于 2019 年 10 月 29 日办理了工商变更登记，公司注册资本由 65.92 亿元变更为 172.29 亿元，其中，江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）出资 135.69 亿元，新增国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）出资 36.59 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 172.29 亿元，江西省发改委持有公司 78.76%股份，为公司控股股东，江西省人民政府为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司经营范围变更为：铁路、城际及其他轨道交通、航空、港口码头等公共基础设施项目的投资、建设、运营管理，以及相关的客货运输、仓储、运输代理等延伸服务业务；股权及债权投资，投资管理，资产管理；房地产开发经营、节能产业、国内外贸易、国际经济及技术合作、物流服务、咨询服务、广告、旅游、电子商务、其他商贸服务业务。（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 665.32 亿元，所有者权益 312.06 亿元（含少数股东权益 25.35 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 49.33 亿元，利润总额 2.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 679.19 亿元，所有者权益 312.41 亿元（含少数股东权益 25.13 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 10.25 亿元，利润总额 0.19 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市青山湖区湖滨东路 1369 号；法定代表人：温治明。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 5 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，跟踪期内上述债券均已正常付息，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 赣铁 MTN001	10	2018-02-05	5	5.82
18 赣铁 MTN002	13	2018-03-20	5	5.65
合计	**23**	--	--	--

资料来源：根据公开信息整理

“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”均设有公司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

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%，居民消费价格较上年底有所回落，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。上年底至 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. 铁路行业

铁路在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国铁路运输的客货运量增长较快，铁路建设规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着铁路运输供给侧结构性改革的逐步深入，中国铁路市场活力不断增强，行业发展前景良好。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2019 年底，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019 年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.4%；铁路旅客周转量 14706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，国铁集团对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%至 30%区间，一等座涨幅在 65%至 70%区间；2019 年 12 月，国铁集团进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%左右，其次为

金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，2018 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下浮货运价格，此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，货运价格整体有所下浮。

铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

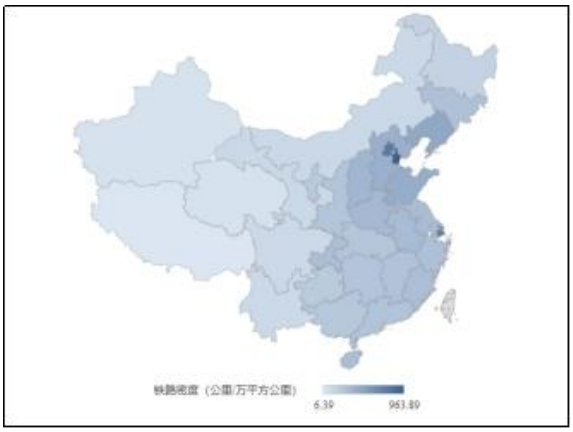
表 3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计
资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及国铁集团发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8000 亿元。

行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一，投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。对于货运价格而言，刚性的价格对运输市场变化的反映灵敏度低，造成调价滞后，弱化了铁路运输的市场竞争力；此外，原有铁路运输价格实行货品种

类、装载车种、包装条件、运输距离等多要素综合计价体系，且建设基金、电气化附加费等收费占铁路运费比重较大，使得企业承担的实际铁路货物运输成本偏高，与公路、水路等运输方式相比，难以发挥运价杠杆的调节作用。对于旅客票价而言，中国不同地区的经济发展水平和旅客承受能力有较大差异，不同线路、不同季节的客流量以及铁路运输企业的客运成本都具有明显非均衡分布的特征，而铁路客运缺乏灵活调整票价水平的基本权力，客运票价不能及时反映运输市场供求关系，更缺乏对客流的调控能力。

2015 年 7 月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610 号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015 年 10 月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015 年 12 月和 2017 年 10 月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018 年 9 月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019 年 9 月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。

表 4　铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《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》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放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、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股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；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163 号	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，具体包括：1、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。2、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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

未来发展

2020 年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致大量建设工程项目暂停。2020 年 1－3 月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降 55.1%和 53.3%，货运总发送量同比增长 1.7%，货运总周转量同比下降 1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降 21.0%。截至 2020 年 4 月 8 日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到 2025 年中国铁路网规模计划达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；到 2030 年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解国铁集团债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，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，铁路客运量及货运量略有下降，未来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。

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，增长 3.0%；第二产业增加值 10939.8 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 11760.1 亿元，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%。分经济类型看，国有投资增长 14.1%，占全部投资的 24.2%；非国有投资增长 7.8%，占全部投资的 75.8%，其中，民间投资增长 9.6%，占全部投资的 68.1%。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%。

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，其中，铁路货物运输量 4963.0 万吨，比上年下降 1.6%，铁路货物运输周转量 563.1 亿吨公里，比上年增长 6.2%。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%。

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。

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，跟踪期内在资本及资产注入、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的大力支持。

资本及资产注入

2019年，江西省财政厅向公司增资51.92亿元，增加公司实收资本：其中25.29亿元为货币资金，24.60亿元系江西省财政对公司的借款变更为股权投资，2.03亿元系无偿划拨土地资产。根据2019年9月20日签订的《国开发展基金股东借款合同变更协议》，国开发展基金将公司存量专项建设基金余额54.55亿元调整为股权投资，公司按照持股比例增加实收资本36.59亿元，增加资本公积17.96亿元。

2019年，公司收到南昌市政府支付的铁路项目建设资金8.30亿元，增加资本公积。

土地收益注入

2019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

2019年，公司收到政府补助的铁路投资贷款利息补贴16.93亿元，收到政府补助的蒙华、九景衢、武九客专等铁路项目江西段的税费支持资金4.41亿元，合计金额21.34亿元；其中冲减财务费用4.74亿元，剩余计入递延收益。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，计入其他收益。

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 2020 年 5 月 15 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，公司由全民所有制企业改制为有限责任公司。公司根据《公司法》和其他有关规定，结合自身实际情况修订了公司章程，

并形成了由党委会、股东会、董事会、监事会和高级管理人员构成的法人治理结构。2020年4月，公司董事长及法定代表人变更为温治明。

温治明先生，1965年9月出生，中共党员，研究生学历，博士学位；历任赣州市赣南进出口公司副总经理、江西省赣州市外经贸局副局长、党组副书记、江西省财政投资管理中心主任（正处级）、江西省行政事业单位资产管理中心常务副主任（正处）、江西省财政厅党组成员，省行政事业单位资产管理中心（省行政事业资产集团有限公司）主任（董事长、总经理）、江西省金融控股集团公司董事长、党委书记，2020年4月起任公司党委书记、董事长。

公司法人治理结构及高级管理人员变化对公司经营管理无重大影响。

八、重大事项

2019年，按照国铁集团和江西省人民政府共同确定的路地出资置换方案，公司将其在沪昆铁路客运专线江西有限责任公司（以下简称“沪昆客专江西公司”）新建沪昆客专杭长段项目的征地拆迁、南昌西站站房等出资40.08亿元，与中国铁路南昌局集团有限公司、中国铁路发展基金股份有限公司分别在九景衢铁路江西有限责任公司（以下简称“九景衢江西公司”）新建九景衢铁路江西段项目资本金出资11.84亿元和28.24亿元进行等额置换。此次置换后，公司不再持有沪昆客专江西公司股权，对九景衢江西公司持股比例上升至78.84%，对其形成股权控制，自2019年1月1日起将其纳入报表合并范围。此次置换相关出资价格以国铁集团的核定为准，非市场行为，公司按照合并日九景衢江西公司的账面净资产78.84%的份额和账面置换资产成本之间的差额冲减资本公积25.36亿元。

截至2019年底，九景衢江西公司注册资本为103.20亿元，其中中国铁路南昌局集团有限公司出资5.16亿元，占股5.00%，中国铁路发展基金股份有限公司出资16.68亿元，占股16.16%，公司出资81.36亿元，占股78.84%。2019年底，九景衢江西公司资产总额173.94亿元，所有者权益90.54亿元。2019年，九景衢江西公司实现营业收入7.64亿元，净利润-6.26亿元。根据《江西省财政厅关于下达省铁路投资集团公司财政补贴的通知》（赣财预指〔2019〕6号），江西省财政厅下达财政补贴资金5.00亿元，用以弥补九景衢铁路2019年的运营亏损。

此次置换后，公司新增国铁线路资产及国铁运营收入，资产和收入规模有所增长；国铁线路运营仍委托中国铁路南昌局集团有限公司代管，预计短期内将持续亏损，将对公司盈利能力产生不利影响。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司新增国铁线路运营业务，带动主营业务收入增长，同时该业务毛利率为负，降低了公司主营业务综合毛利率水平。

2019年，公司实现主营业务收入49.18亿元，同比增长14.99%，主要系新增国铁线路运营收入。2019年，公司主营业务收入仍主要来源于贸易和铁路沿线土地综合开发，其中贸易板块收入（国际贸易、物资供应）24.64亿元，同比下降9.38%，毛利率仍处于较低水平；同期，公司铁路沿线土地综合开发收入14.77亿元，同比增长12.95%，毛利率大幅提升20.84个百分点至26.62%，主要系部分公寓和车位收入利润空间较大所致。2019年，公司因合并九景衢江西公司，新增国铁线路运营收入7.64亿元，毛利率为-42.32%；金融板块（股权及债权投资、基金管理、融资租赁）收入保持增长，毛利率仍为100%；铁路专用线收入及毛利率均明显下降，2019年分别为0.42亿元和1.43%，主要系公司出售铁路专用线资产所致；航空产业收入规模较小，成本倒挂程度有所减轻。2019年，公

司主营业务综合毛利率为5.30%，同比下降1.40个百分点。

2020年1－3月，公司主营业务收入10.22亿元，主要为国际贸易收入；因毛利率较高的铁路沿线土地综合开发业务未实现收入及国铁运营业务毛利率为负，公司综合毛利率降至-5.48%。

表5　公司主营业务收入构成和毛利率情况（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
国际贸易收入	10.27	24.02	0.01	8.71	17.71	0.83	7.01	68.59	0.00
铁路、市政等工程项目物资供应收入	16.92	39.56	2.64	15.93	32.39	1.31	2.10	20.55	0.00
铁路沿线土地综合开发收入	13.08	30.57	5.78	14.77	30.03	26.62	0.00	0.00	--
国铁运营收入	0.00	0.00	--	7.64	15.54	-42.32	0.78	7.63	-110.26
金融股权、债权投资收益	0.94	2.20	100.00	0.74	1.50	100.00	0.10	0.98	100.00
基金管理费用收入	0.69	1.61	100.00	0.70	1.42	100.00	0.15	1.47	100.00
铁路专用线收入	0.80	1.87	7.48	0.42	0.85	1.43	0.02	0.20	-50.00
融资租赁收入	0.04	0.09	100.00	0.21	0.42	100.00	0.06	0.59	100.00
航空产业收入	0.03	0.08	-195.43	0.07	0.15	-29.66	0.00	0.00	--
合计	**42.77**	**100.00**	**6.70**	**49.18**	**100.00**	**5.30**	**10.22**	**100.00**	**-5.48**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2.　业务经营分析

铁路投资

跟踪期内，公司参股合资铁路股权投资收益小；控股铁路经营亏损，叠加新冠病毒肺炎疫情影响，2020 年亏损程度或将扩大；铁路投资项目未来建设资金需求较大，公司存在一定投资压力。

铁路投资方面，公司代表江西省与国铁集团成立项目公司，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，国铁集团一般作为控股方，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。

跟踪期内，公司新增 2 条完工参股铁路，截至 2020 年 3 月底，公司已完工参股铁路 8 条，包括昌九城际铁路、向莆铁路、吉衡铁路、合肥至福州铁路、赣龙铁路扩能改造、武九客专、昌吉赣客专和蒙西煤运通道；累计完成上述项目资本金出资 200.41 亿元（含铁路产业基金出资）。合资铁路建成投运后，由相关铁路局公司经营管理，公司不直接参与运营，通过股东分红方式实现投资收益。截至 2020 年 3 月底，公司累计获得昌九城际铁路股权投资收益 1.11 亿元，2016 和 2018 年分别为 0.71 亿元和 0.40 亿元；除昌九城际铁路外，其他参股合资铁路未实现股权投资收益。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司参股的已完工铁路情况（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	2007.6－2010.9	39.33	14.73
向莆铁路	246.00	165.52	2007.11－2013.9	9.13	33.40
衡茶吉铁路	66.00	25.76	2008.12－2013.12	8.90	2.90
合福铁路	184.00	234.78	2009.12－2015.3	5.00	8.32
赣龙铁路扩能项目	113.70	99.20	2010.10－2015.06	4.70	7.69
武九客专	45.90	70.48	2013.12－2017.12	50.00	18.77
昌吉赣客专	420.00	532.50	2014.12－2019.12	40.00	106.50
蒙西煤运通道	212.00	163.33	2014.12－2019.9	1.20	8.10

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
合计	1418.87	1371.53	--	--	200.41

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司控股合资铁路为九景衢铁路，项目总投资 141.79 亿元；九景衢铁路为国铁Ⅰ级客货共线铁路，西起九江，经湖口、都昌、鄱阳、景德镇、婺源、德兴至衢州与沪昆线接轨，正线全长 345.63 公里（江西省境内 244.93 公里），其中新建线路 273.32 公里；于 2013 年 12 月开始建设，2017 年 12 月正式投入运营。

2019 年，九景衢铁路实现国铁运营收入 7.64 亿元，以客运收入为主；同期运营成本 10.87 亿元，毛利率为-42.32%。九景衢铁路建成时间较短，尚处于培育期，收入难以覆盖成本支出，叠加新冠病毒肺炎疫情影响，2020 年亏损程度或将扩大，联合资信将持续关注江西省政府对公司运营铁路补贴情况。

在建铁路方面，截至 2020 年 3 月底，公司在建的合资铁路项目 4 个，需公司资本金出资 198.85 亿元，公司已累计完成出资 87.35 亿元，2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年分别计划出资 49.92 亿元、33.35 亿元和 28.23 亿元。

除在建项目外，江西省还有瑞梅铁路、铜九铁路电气化、长赣铁路、昌九客专和吉抚武温铁路等 12 个拟建项目，目前拟建项目尚处于前期规划阶段。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。

表 7　截至 2020 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	公司计划投资	公司参股比例	公司已投资	未来出资计划		
						2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
兴泉铁路	125.00	2016－2021	32.30	50.00	29.05	0.00	3.25	0.00
赣深客专	136.00	2016－2021	35.40	40.00	30.47	4.93	0.00	0.00
安九客专	17.00	2016－2022	15.55	50.00	12.50	1.19	1.86	0.00
昌景黄铁路	230.00	2018－2022	115.60	66.00	15.33	43.80	28.24	28.23
合计	508.00	--	198.85	--	87.35	49.92	33.35	28.23

注：上表中公司计划投资包含将由省财政、沿线地市分摊的资金；
资料来源：公司提供

铁路沿线土地综合开发

跟踪期内，公司铁路沿线土地综合开发业务收入有所增长，对公司收入和利润形成补充；随着在建项目陆续完工出售，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。

铁路沿线土地综合开发方面，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，开展土地二级开发。公司土地二级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。

公司铁路沿线土地综合开发业务已初具规模，截至 2020 年 3 月底，公司已完南昌西客站九龙府一期、二期住宅、四期部分住宅及公寓的开发，总投资 26.77 亿元，可售面积 34.19 万平米，已完成销售 33.60 万平方米，累计确认收入 27.85 亿元，累计收到销售回款 40.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建综合开发项

目计划总投资 61.67 亿元，已投资 35.37 亿元；拟建项目为景德镇拓展区东地块项目，计划总投资为 8.54 亿元；公司用于房地产开发业务的储备土地 5.51 万平方米，账面价值 3.31 亿元。

表 8　截至 2020 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	12.36	9.70	住宅、底商、公寓	15.10
艾溪湖项目	7.74	3.46	住宅、底商	8.93
萍乡赣铁和园项目	6.80	3.92	住宅、底商	13.16
景德镇凤凰城项目（含北地块）	30.91	16.43	住宅、底商	39.87
景德镇宏文路项目	3.86	1.86	住宅	5.52
合计	**61.67**	**35.37**	--	**82.58**

注：南昌西客站九龙府包括一期至四期，一期、二期住宅、四期部分住宅及公寓已完工
资料来源：公司提供

铁路专用线

跟踪期内，因转让铁路专用线资产，公司铁路专用线收入及毛利率明显下降。

除了与国铁集团合资铁路外，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，目前公司拥有的铁路专用线为樟新盐化铁路专线，无在建、拟建铁路专用线项目。2019 年，公司实现铁路专用线运营收入 0.42 亿元，毛利率为 1.43%，均较 2018 年明显下降。

贸易板块

跟踪期内，公司进一步收缩贸易板块业务规模，贸易收入有所下降，整体毛利率水平仍较低。

公司贸易板块收入主要来源于国际贸易收入和铁路、市政等工程项目物资供应收入，分别由江铁国际控股集团有限公司和江西赣铁物流有限公司负责，主要货物品种包括钢材、电解铜等。2019 年及 2020 年 1－3 月，公司贸易板块分别实现收入 24.64 亿元和 9.11 亿元，钢材和电解铜为公司主要的贸易货品；同期，毛利率均处于较低水平，对公司利润贡献有限。

多元化投资

金融板块为公司重要的利润来源；江西省人民政府赋予了公司在江西省航空领域的投资主体的职能，公司业务空间进一步拓展，同时也面临一定的投资压力。

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。2019 年，公司金融板块（金融股权、债权投资收益、基金管理费用收入及融资租赁收入）实现收入 1.65 亿元，毛利率为 100%，成为公司利润的重要来源。

航空投资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，目前机队规模达 11 架（包括 10 架波音 737-800 型飞机，1 架 ARJ-21 型飞机），平均机龄不足 4 年。2019 年，江西航空执飞航班 1.48 万班次，客座率 88.00%，承运旅客 221.00 万人次，飞机利用率 9.40 小时/架·日，实现营业收入 12.65 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 4 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，2020 年 3 月底机队规模 12 架，目前已开通南昌－赣州、南昌－井冈山及鄂尔多斯－额托克前旗航线，2019 年实现营业收入 0.02 亿元。

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 2020 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），明确由江西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。

3. 未来发展

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。2018 年，公司调整业务结构，进一步聚焦主业，提出了“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 2019 年合并财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内一级子公司 11 家。合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系九景衢江西公司，同时因出售铁路专用线资产减少 1 家子公司；2020 年一季度，公司合并范围减少 1 家子公司，系无偿划出。跟踪期内，公司新增九景衢江西公司的资产及收入规模较大，合并报表范围变动对财务数据的可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 665.32 亿元，所有者权益 312.06 亿元（含少数股东权益 25.35 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 49.33 亿元，利润总额 2.54 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 679.19 亿元，所有者权益 312.41 亿元（含少数股东权益 25.13 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 10.25 亿元，利润总额 0.19 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充足；非流动资产以对铁路项目投资为主。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 665.32 亿元，较上年底增长 37.80%，主要系公司新增子公司九景衢铁路江西有限责任公司，固定资产大幅增长所致。其中，流动资产占 30.37%，非流动资产占 69.63%，公司资产以非流动资产为主，主要资产构成如表 9 所示。

表 9　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**133.37**	**27.62**	**202.05**	**30.37**	**207.15**	**30.50**
货币资金	60.91	12.61	121.10	18.20	124.53	18.33
其他应收款	24.22	5.02	36.55	5.49	36.67	5.40
存货	40.22	8.33	36.76	5.52	38.30	5.64
非流动资产合计	**349.46**	**72.38**	**463.27**	**69.63**	**472.04**	**69.50**
可供出售金融资产	245.57	50.86	236.02	35.48	243.93	35.92
固定资产（合计）	5.08	1.05	167.69	25.20	166.68	24.54
在建工程（合计）	91.24	18.90	45.22	6.80	46.62	6.86
资产总额	**482.82**	**100.00**	**665.32**	**100.00**	**679.19**	**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

2019年底，公司流动资产202.05亿元，较上年底增长51.50%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2019年底，公司货币资金121.10亿元，较上年底增长98.83%，主要系融入资金和获得政府资金注入/补助所致，货币资金中受限部分4.68亿元，主要为各类保证金；存货为36.76亿元，主要是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，较上年底下降8.61%，主要系出售结转所致。

2019年底，公司其他应收款36.55亿元，较上年底增长50.90%，主要系关联方往来款增长所致。2019年底，公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款账面余额30.45亿元，占其他应收款合计的80.73%，集中度高，主要为代垫款、拆借款及保证金等。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，公司未对其计提坏账准备。

表 10　2019 年底公司前五大其他应收款单位情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比	坏账准备
江西大唐国际抚州发电有限责任公司	为向莆铁路公司其他股东代垫的投资款	16.78	5 年以上	44.5	--
兴铁产业投资基金（有限合伙）	代垫的基金收益保证金	7.32	1 年以内、1-2 年	19.4	--
江西铁旅置业有限公司	资金拆借款项	4.47	1 年以内	11.85	--
北大荒工贸（江西）有限公司九江分公司	货款	1.00	1-2 年	2.65	0.22
中意资产管理有限责任公司	往来款	0.88	1 年以内	2.33	--
合计	--	**30.45**	--	**80.73**	**0.22**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司非流动资产 463.27 亿元，较上年底增长 32.57%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 236.02 亿元，较上年底下降 3.89%；公司可供出售金融资产中可供出售债务工具账面余额 10.21 亿元，主要系信托产品，公司对其计提减值准备 1.86 亿元；按成本法计量的可供出售权益工具 223.73 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；按公允价值计量的可供出售权益工具 3.94 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]。

2019 年底，公司固定资产账面价值 167.69 亿元，较上年底增大幅增长，主要系新增子公司九景衢江西公司的铁路资产（账面价值 138.48 亿元）；公司在建工程 45.22 亿元，较上年底下降 50.44%，主要系沪昆铁路与九景衢

[1] 2018 年 7 月九江银行在香港联交所上市，2019 年底，公司持有九江银行 4076 万股股权

铁路置换所致。

2019 年底，公司受限资产合计 27.10 亿元，占公司资产总额 4.07%，包括受限的可供出售金融资产 22.42 亿元和货币资金 4.68 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 679.19 亿元，较上年底增长 2.08%，其中，流动资产占 30.50%，非流动资产占 69.50%，资产规模及构成较上年底变化不大。

3．所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，受益于江西省政府增资及国开发展基金入股，公司所有者权益大幅增长，以实收资本和资本公积为主。公司负债总额大幅增长，因权益规模扩大，债务水平有所下降；公司整体债务负担适中，短期债务占比较高；公司于 2021 年存在集中兑付压力。

2019年底，公司所有者权益312.06亿元，较上年底增长54.41%，主要系江西省财政厅向公司增资及国开发展基金入股，使公司实收资本和资本公积增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为91.88%，少数股东权益占比为8.12%。归属于母公司所有者权益286.71亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占60.90%、29.94%、0.68%和7.16%。

2019年底，公司实收资本174.60亿元，较上年底增加88.51亿元，其中江西省发改委股比78.76%，国开发展基金股比21.24%；公司少数股东权益25.35亿元，较上年底增长260.53%，系新增九景衢江西公司少数股东权益。

2020年3月底，公司所有者权益合计312.41亿元，较上年底增长0.11%，构成较上年底变化不大。

负债

2019年底，公司负债总额353.26亿元，较上年底增长25.84%，主要系长期应付款和递延收益增长所致；其中，流动负债占36.17%，非流动负债占63.83%，公司负债以非流动负债为主。

2019年底，公司流动负债127.79亿元，较上年底增长46.61%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占19.61%）、应付账款（占18.69%）、其他应付款（占25.55%）、预收款项（占14.32%）和一年内到期的非流动负债（占20.59%）构成。

2019年底，公司短期借款25.06亿元，较上年底增长4.16%，均为信用借款；应付账款23.88亿元，均为应付工程款，较上年底增长137.78%，主要系九景衢江西公司并表所致；应付账款账龄以1年以内（含1年）为主；预收款项18.29亿元，主要为预收售房款，较上年底下降8.37%；其他应付款32.64亿元，较上年底增长37.49%，主要系往来款增长所致；一年内到期的非流动负债26.32亿元，较上年底增长216.45%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

2019年底，公司非流动负债225.48亿元，较上年底增长16.49%，主要系长期应付款和递延收益增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占33.64%）、应付债券（占32.79%）、长期应付款（占22.86%）和递延收益（占10.43%）构成。

2019年底，公司长期借款75.84亿元，较上年底下降21.47%，主要系江西省财政厅对公司借款转增为实收资本以及公司存量专项建设基金余额调整为股权投资；长期借款主要由信用借款（占88.90%，期末利率区间4.31%~5.40%）构成；应付债券73.93亿元，较上年底增长8.40%，主要系公司发行3亿美元债（3年期，票面利率4.85%，账面余额20.93亿元）所致；长期应付款51.53亿元，较上年底增长135.68%，主要系新增29.67亿元债权投资计划所致，公司长期应付款中专项应付款2.87亿元，融资租赁业务押金0.17亿元，剩余48.50亿元为公司因铁路建设需要，设立的债权投资计划（已计入长期债务计算）；递延收益23.52亿元，较上年底增长240.56%，主要系公司收到财政补助资金。

2020年3月底，公司负债总额366.79亿元，

较上年底增长3.83%，结构方面，流动负债占比大幅上升至50.63%。2020年3月底，公司流动负债185.69亿元，较上年底增长45.31%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致；公司短期借款40.06亿元，较上年底增长59.85%；一年内到期的非流动负债83.46亿元，较上年底增长217.14%，主要为一年内到期的应付债券。2020年3月底，公司非流动负债181.10亿元，较上年底下降19.68%。

有息债务方面，2019年底，公司全部债务249.65亿元，较上年底增长15.50%；其中，短期债务占20.58%，长期债务占79.42%，以长期债务为主。2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为53.10%、44.44%和38.85%。2020年3月底，公司全部债务277.25亿元，较上年底增长11.05%；其中，短期债务123.53亿元，较上年底大幅增长140.41%，长期债务153.72亿元，较上年底下降22.47%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为54.00%和47.02%，较上年底分别提高0.91个百分点、提高2.57个百分点，公司长期债务资本化比率为32.98%，较上年底下降5.87个百分点。

表11　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	32.38	51.38	123.53
长期债务	183.77	198.27	153.72
全部债务	216.15	249.65	277.25
资产负债率	58.14	53.10	54.00
全部债务资本化比率	51.68	44.44	47.02
长期债务资本化比率	47.62	38.85	32.98

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

以2020年3月底公司有息债务看，到期日（行权日）在2020年4－12月、2021年及2022年的债务分别为33.98亿元、95.94亿元和36.55亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司新增国铁运营收入，营业收入保持增长，基于铁路投资和物流贸易行业特点，公司利润水平较低；利润总额对投资收益和政府补助依赖大。

2019年，公司实现营业收入49.33亿元，同比增长13.93%，主要系新增国铁运营收入所致；公司营业成本46.75亿元，同比增长16.81%。同期，公司营业利润率下降2.19个百分点至5.02%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用5.19亿元，以管理费用和财务费用为主；同比增长57.23%，主要系财务费用大幅增长所致。同期，公司期间费用率同比提升2.90个百分点至10.51%。

2019年，公司投资收益2.21亿元，主要来自处置长期股权投资（江西省金融资产管理股份有限公司股权）产生的投资收益；其他收益5.00亿元，系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。同期，公司利润总额2.54亿元，同比增长39.56%，对投资收益和政府补贴依赖大。

从盈利指标来看，2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.77%和0.55%，同比分别提升0.37个百分点和下降0.22个百分点。

表12　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	43.30	49.33
其他收益	0.00	5.00
投资收益	2.67	2.21
营业利润	1.42	2.26
营业外收入	0.40	0.31
利润总额	1.82	2.54
营业利润率	7.22	5.02
总资本收益率	1.40	1.77
净资产收益率	0.77	0.55

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020年1－3月，公司实现营业收入10.25亿元；营业利润率为-5.58%，主要系毛利率较高的铁路沿线土地综合开发业务未实现收入以及国铁运营业务毛利率为负所致；利润总额为0.19亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量尚可，受收到大额政府补助影响，经营活动现金净流入同比有所增长；因对国铁项目出资，公司投资支出大幅增长；受益于江西省政府注入资金，公司外部筹资压力有所缓解。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 107.34 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 47.98 亿元，主要为主营业务收入获得现金；同期，公司现金收入比 97.27%，较 2018 年略有下降，公司收现质量尚可。2019 年，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款 34.09 亿元和政府补助 21.68 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金主要为往来款 27.86 亿元。受收到大额政府补助的影响，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 16.96%至 37.08 亿元。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 15.83 亿元，主要为收回投资收到的现金 8.95 亿元（兴铁资本收回股权转让款）；投资活动现金流出 68.21 亿元，其中投资支付的现金 47.68 亿元，主要是对国铁项目出资。2019 年，公司投资活动现金流量净额-52.37 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 131.45 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 33.59 亿元，主要是收到政府资本金注入及土地出让收益注入；筹资活动现金流出 60.66 亿元，以偿还债务支付的现金为主。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 70.79 亿元。

表13　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	76.57	107.34
经营活动现金流出量	59.48	70.26
经营活动产生的现金流量净额	17.09	37.08
投资活动产生的现金流量净额	7.24	-52.37
筹资活动产生的现金流量净额	-2.33	70.79
现金收入比	99.12	97.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额 9.89 亿元；投资活动现金流量净额-30.03 亿元；筹资活动现金流量净额 23.55 亿元。

6. 偿债能力

公司现金类资产充裕，对短期债务保障程度较好，长期偿债能力指标有所改善。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。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 158.12%和 129.36%，较上年底均有所提升；公司经营现金流动负债比同比提升 9.41 个百分点至 29.01%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。2020 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 111.56%和 90.93%，较上年底分别下降 46.56 个百分点和 38.42 个百分点；公司现金短期债务比为 1.01 倍，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.30 亿元，同比增长 107.89%，受此影响，公司全部债务/EBITDA 下降至 18.77 倍，EBITDA 利息倍数提升至 1.90 倍。公司长期偿债能力指标有所改善。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 1.30 亿元，担保比率 0.42%，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 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 715.49 亿元，尚未使用额度 434.95 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7.母公司财务分析

截至 2019 年底，母公司资产总额 531.48 亿元，较上年底增长 21.36%。母公司资产构成和公司合并口径资产构成相似，其中流动资产 176.92 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 354.57 亿元，主要由可供出售金融资产和在建工程构成。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 547.21 亿元，较上年底增长

21.21%，主要系可供出售金融资产增长所致，资产构成较上年底变化不大。

截至 2019 年底，母公司负债合计 233.34 亿元，较上年底略有下降，以长期借款和应付债券构成的非流动负债为主；母公司资产负债率为 43.90%，债务负担一般。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 274.32 亿元，较上年底增长 5.52%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

2019 年，母公司实现营业收入 568.25 万元，实现利润总额 5.81 亿元，主要系收到政府补贴 5.00 亿元。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 29.37 万元，利润总额为 1.65 亿元，主要来自于政府补贴 1.20 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

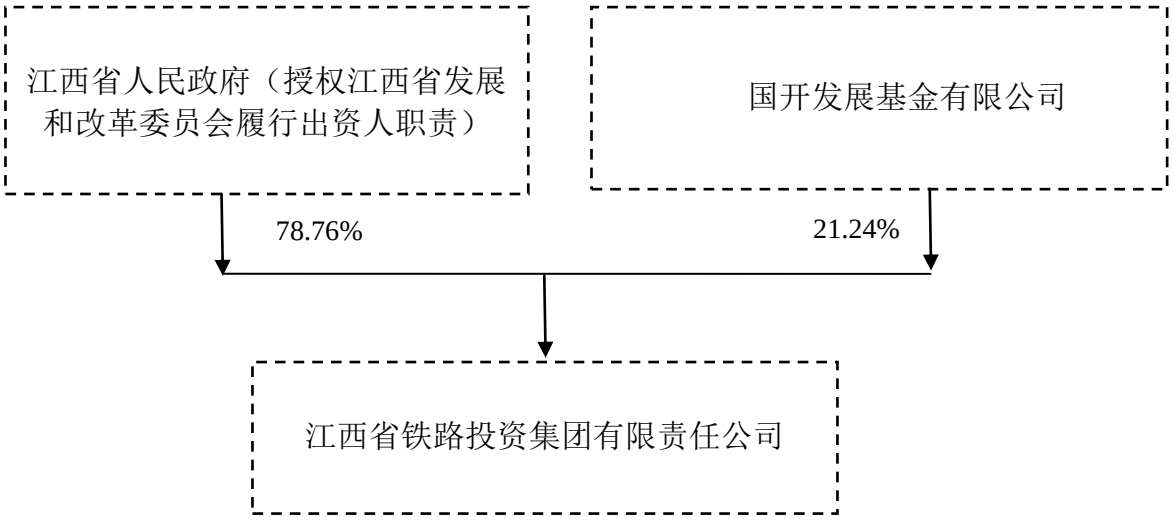
截至跟踪评级日，“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”债券余额合计 23.00 亿元，均于 2023 年到期，2019 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 13.30 亿元、107.34 亿元和 37.08 亿元，分别为上述债券余额的 0.58 倍、4.67 倍和 1.61 倍，公司经营活动现金流量对“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”保障能力较强。

“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，行权日为 2021 年。2020 年 3 月底，公司现金类资产为 124.67 亿元，相当于上述债券余额的 5.42 倍，对其保障能力强。

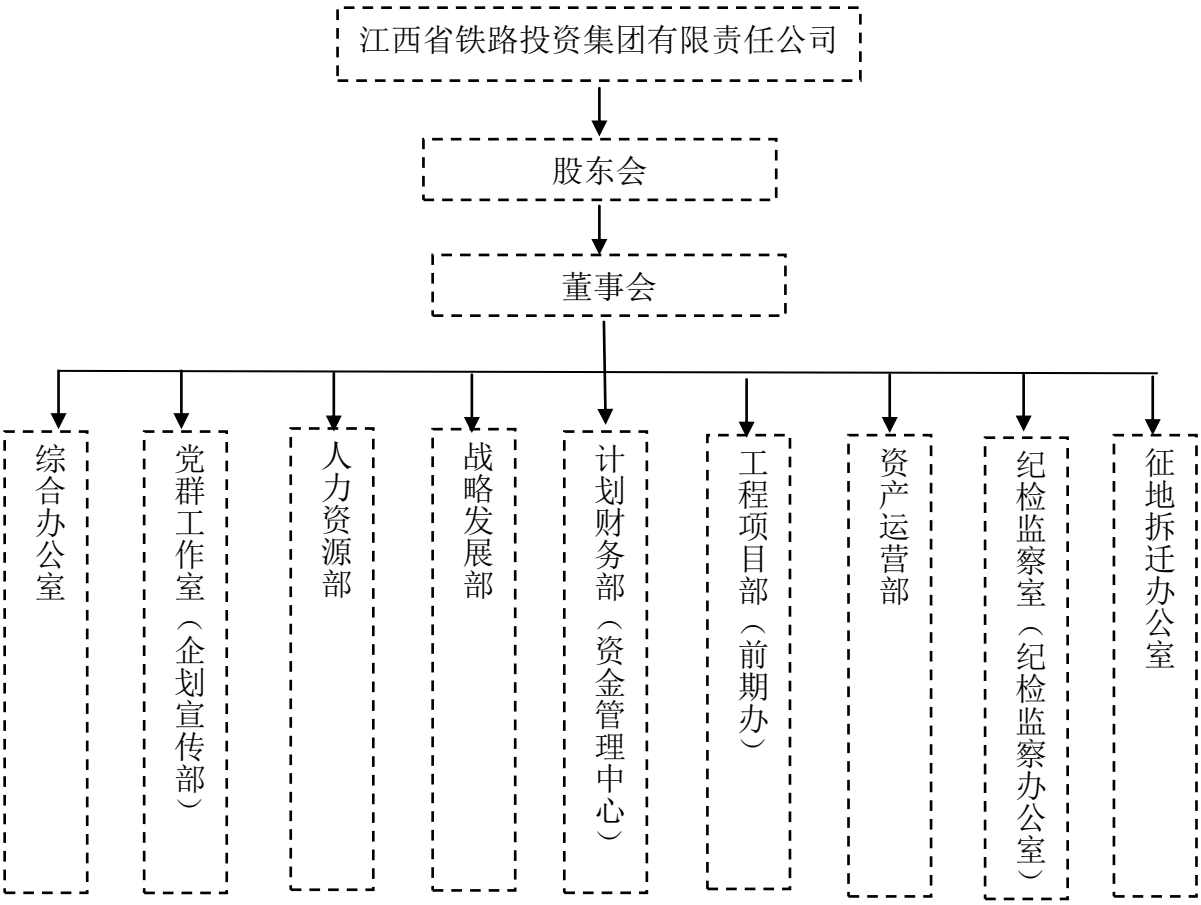
十一、结论

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　2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　2020 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

（单位：%）

序号	企业名称	级次	行业	持股比例	取得方式
1	江西赣铁物业有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
2	江西赣铁置业有限公司	1	房地产业	100.00	投资设立
3	兴铁资本投资管理有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
4	南昌赣铁艾溪湖置业有限公司	1	房地产企业	100.00	投资设立
5	江西航空投资有限公司	1	服务业	60.00	投资设立
6	江西省铁投物流控股有限公司	1	商贸及运输	100.00	投资设立
7	江铁国际控股集团有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
8	江西省城镇建设投资有限公司	1	建筑业	100.00	其他
9	江西省节能环保投资有限公司	1	环保业	100.00	其他
10	江西国际融资租赁有限公司	1	租赁业	100.00	投资设立
11	九景衢铁路江西有限责任公司	1	运输	78.84	其他

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及计算指标（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）	73.71	61.54	121.27	124.67
资产总额（亿元）	453.43	482.82	665.32	679.19
所有者权益（亿元）	166.01	202.10	312.06	312.41
短期债务（亿元）	69.74	32.38	51.38	123.53
长期债务（亿元）	172.79	183.77	198.27	153.72
全部债务（亿元）	242.53	216.15	249.65	277.25
营业收入（亿元）	47.35	43.30	49.33	10.25
利润总额（亿元）	2.86	1.82	2.54	0.19
EBITDA（亿元）	5.08	6.40	13.30	--
经营性净现金流（亿元）	23.88	17.09	37.08	9.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.72	7.74	12.44	--
存货周转次数（次）	2.04	1.22	1.21	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	117.34	99.12	97.27	124.66
营业利润率（%）	5.07	7.22	5.02	-5.58
总资本收益率（%）	1.13	1.40	1.77	--
净资产收益率（%）	1.67	0.77	0.55	--
长期债务资本化比率（%）	51.00	47.62	38.85	32.98
全部债务资本化比率（%）	59.36	51.68	44.44	47.02
资产负债率（%）	63.39	58.14	53.10	54.00
流动比率（%）	112.80	153.01	158.12	111.56
速动比率（%）	90.27	106.87	129.36	90.93
经营现金流动负债比（%）	21.34	19.61	29.01	--
现金短期债务比（倍）	1.06	1.90	2.36	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.46	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	47.71	33.78	18.77	--

注：1.2020 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 3-2 主要财务数据及计算指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	69.71	60.56	120.25	122.71
资产总额（亿元）	423.53	437.92	531.48	547.21
所有者权益（亿元）	169.02	203.57	298.15	299.88
短期债务（亿元）	66.56	30.26	45.30	117.10
长期债务（亿元）	164.70	180.44	135.54	82.78
全部债务（亿元）	231.26	210.70	180.84	199.88
营业收入（亿元）	0.41	0.41	0.06	0.00
利润总额（亿元）	3.51	0.33	5.81	1.65
EBITDA（亿元）	13.07	8.31	9.48	--
经营性净现金流（亿元）	9.48	17.64	29.98	-0.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	30.29	58.32	118.08	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	96.01	87.94	-67.03	-685.31
总资本收益率（%）	3.26	2.00	1.98	--
净资产收益率（%）	2.08	0.16	1.95	--
长期债务资本化比率（%）	49.35	46.99	31.25	21.63
全部债务资本化比率（%）	57.77	50.86	37.75	39.99
资产负债率（%）	60.09	53.51	43.90	45.20
流动比率（%）	139.08	232.46	240.06	129.31
速动比率（%）	139.08	232.46	240.06	129.31
经营现金流动负债比（%）	10.56	37.48	40.67	--
现金短期债务比（倍）	1.05	2.00	2.65	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	1.04	2.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.70	25.36	19.08	--

注：1.2020 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 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
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%
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/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

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