

信用等级公告

联合[2018] 446 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拟发行的 2018 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

江西省铁路投资集团公司

主体长期信用等级为

AAA

江西省铁路投资集团公司

2018 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月十三日



江西省铁路投资集团公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 13 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次性还本

募集资金用途: 用于偿还集团本部有息债务

评级时间: 2018 年 3 月 13 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	63.17	29.18	66.37	60.26
资产总额(亿元)	276.47	287.33	397.67	433.49
所有者权益(亿元)	116.03	119.44	145.05	163.12
短期债务(亿元)	42.88	6.39	26.42	50.48
长期债务(亿元)	96.36	141.38	200.67	182.54
全部债务(亿元)	139.24	147.76	227.09	233.03
营业收入(亿元)	6.67	6.29	39.29	42.98
利润总额(亿元)	3.90	2.37	2.78	0.20
EBITDA(亿元)	5.39	6.02	5.47	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	4.91	3.22	15.77
营业利润率(%)	12.27	4.04	2.18	3.25
净资产收益率(%)	3.34	1.96	1.83	--
资产负债率(%)	58.03	58.43	63.52	62.37
全部债务资本化比率(%)	54.55	55.30	61.02	58.82
流动比率(%)	190.87	319.86	228.55	135.68
全部债务/EBITDA(倍)	25.82	24.55	41.53	--

注: 1.2017 年 1~9 月财务报表未经审计; 2.长期应付款以及专项应付款中有息债务纳入长期债务计算。

分析师

厉剑 马颖

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”)是代表江西省方铁路建设投资的唯一主体,负责江西省内铁路的建设投资,包括与中国铁路总公司合资建设铁路和建设运营铁路专线等。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给予公司持续有力的支持。同时,联合资信也关注到,随着铁路投资业务规模的扩大,公司有息债务较快增长,以及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,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 近年来,江西省经济不断发展,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,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了公司持续有力的支持。
3. 公司多元化经营板块已初具规模,未来或将为公司铁路投资提供一定的资金支持。

关注

1. 公司债务规模增长较快，同时公司在建、拟建铁路及房地产项目需投资规模较大，未来资本支出压力较大，债务负担或进一步加重。
2. 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。
3. 公司部分货种贸易模式为托盘式，存在一定的货品跌价与对手方违约风险。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

江西省铁路投资集团公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江西省铁路投资集团公司（以下简称“公司”）原为江西省地方铁路建设集团公司，成立于 2007 年 11 月，初始注册资本 2.00 亿元，经江西省人民政府批复，公司于 2009 年 12 月更名为江西省铁路投资集团公司。江西省人民政府多次对公司进行增资，截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 65.82 亿元。公司是省属国有独资企业，江西省人民政府授权江西省发展改革委员会（以下简称“江西省发改委”）履行出资人职责。

公司是江西省唯一的省级铁路投资主体，负责江西省内铁路投资建设经营管理职责，包括合资建设国家铁路和主导建设省内地方城际、支专线铁路，是江西省铁路建设唯一的省级铁路投资主体和省方出资人代表，在国家铁路项目中参与投资、建设和经营管理。

公司经营范围：对各类行业的投资；建设工程的勘察、设计、施工、监理及检测试验；货运代理；仓储服务；房地产开发经营；咨询服务；国内贸易及生产、加工；综合技术服务；技术推广服务；工业与民用建筑工程总承包。兼营：市政工程、路桥工程施工；物业管理；广告装饰；机械设备租赁；对外贸易经营（实行国营贸易管理货物的进出口业务除外）。

截至 2017 年 9 月底，公司内设 11 个职能部门，纳入合并范围子公司 36 家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 397.67 亿元，所有者权益合计 145.05 亿元（含少数股东权益 8.87 亿元）；2016 年公司实现营业收入 39.29 亿元，利润总额 2.78 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 433.49 亿元，所有者权益合计 163.12

亿元（含少数股东权益 6.48 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 42.98 亿元，利润总额 0.20 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。

二、本期中期票据情况

公司于 2017 年 4 月注册 23 亿元中期票据额度，并已于 2018 年 2 月发行 2018 年度第一期中票票据，发行额度 10 亿元，期限为 3+2 年。本次公司计划发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额 13 亿元，期限为 3+2 年，本期中期票据全部用于偿还公司本部有息债务。

本期中期票据前三个计息年度票面利率根据集中簿记建档结果确定，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。投资者有权在回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保

持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1-9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1-9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房

地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来,全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境,但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地,国际流动性拐点迹象显现,将从多方面对中国经济产生影响。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,促进经济转型升级,增强经济的内生发展动力。具体来看,在经济进入新常态的背景下,投资整体或呈现缓中趋稳态势,但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要,高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长;随着居民收入的持续增长,未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放,消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长;受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响,短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看,由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力,中国经济增速短期内或将继续放缓,预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右,实现平稳较快增长;物价运行仍将基本保持平稳,失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 全国铁路投资建设情况

运行概况

根据国家铁路局发布的《2016 年铁道统计公报》,2016 年,全国铁路旅客发送量完成 28.14 亿人,比上年增长 2.79 亿人,增长 11.0%,其中,国家铁路 27.73 亿人,比上年增长 11.1%;全国铁路旅客周转量完成 12579.29 亿人公里,比上年增长 618.69 亿人公里,增长 5.2%,其中,国家铁路 12527.88 亿人公里,比上年增长 5.2%。

从货运方面看,2016 年全国铁路货运总发送量完成 33.32 亿吨,比上年减少 0.26 亿吨,下降 0.8%。其中,国家铁路 26.52 亿吨,

比上年下降 2.3%。全国铁路货运总周转量完成 23792.26 亿吨公里,比上年增长 37.95 亿吨公里,增长 0.2%。其中,国家铁路 21273.21 亿吨公里,比上年下降 1.5%。集装箱、商品汽车、散货快运量比上年分别增长 40%、53%和 25%。

从铁路建设方面看,2016 年全国铁路固定资产投资完成 8015 亿元。全年共投产新线 3281 公里,其中高速铁路 1903 公里。

2016 年,全国铁路营业里程达到 12.4 万公里,比上年增长 2.5%。全国铁路路网密度 129.2 公里/万平方公里,比上年增长 3.2 公里/万平方公里。其中,复线里程 6.8 万公里,比上年增长 5.2%,复线率 54.9%,比上年提高 1.4 个百分点;电气化里程 8.0 万公里,比上年增长 7.4%,电化率 64.8%,比上年提高 3.0 个百分点。西部地区铁路营业里程 5.0 万公里,比上年增长 2230.9 公里,增长 4.6%。

2016 年,全国铁路机车拥有量为 2.1 万台,比上年增长 87 台,其中,内燃机车占 41.8%,比上年下降 0.9 个百分点,电力机车占 58.1%,比上年提高 0.9 个百分点。全国铁路客车拥有量为 7.1 万辆,比上年增长 0.3 万辆。其中,动车组 2586 标准组、20688 辆,比上年增长 380 标准组、3040 辆。全国铁路货车拥有量为 76.4 万辆。

2016 年,国家铁路能源消耗折算标准煤 1591.60 万吨,比上年增长 14.25 万吨,增长 0.9%。单位运输工作量综合能耗 4.71 吨标准煤/百万换算吨公里,与上年持平。单位运输工作量主营综合能耗 4.15 吨标准煤/百万换算吨公里,比上年增长 0.08 吨标准煤/百万换算吨公里,增长 2.0%。

2016 年,国家铁路化学需氧量排放量 1965 吨,比上年减排 41 吨,降低 2.0%。二氧化硫排放量 23924 吨,比上年减排 3851 吨,降低 13.9%;国家铁路绿化里程 4.57 万公里,比上年增长 0.12 万公里,增长 2.7%。

2017 年 1~9 月,全国铁路完成旅客发送

量 231492 万人，货运总量 218286 万吨，分别同比增长 9.1%和 13.9%。全国铁路固定资产投资 5455.48 亿元，同比增长 0.6%。

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多次出台相关文件调整铁路货运价格。

依据国家发展和改革委员会下发的《关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格【2014】210 号），自 2014 年 2 月 15 日起，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1.5 分。

依据国家发展和改革委员会下发的《国家发展改革委关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》（发改价格【2015】183 号），自 2015 年 2 月 1 日起，适当调整铁路货运价格，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱，并作为基准价，允许上浮不超过 10%，下浮仍不限。其中运价上浮政策自 2015 年 8 月 1 日实行。2016 年 2 月，铁路总公司公布了《中国铁路总公司关于调整煤炭运价有关事项的通知》，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，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。

2017 年 12 月，依据国家发展和改革委员会《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），自 2018 年 1 月 1 日起，扩大铁路货运价格市场调节范围。将铁路集装箱、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；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。原整车运输运价号“7 号”调整为“1 号”。

表 1 各类货物铁路运输基准运价率表

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		单位	新标准	单位	新标准
整车	1	--	--	元/吨公里	0.525
	2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
	4	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
	5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26.00	元/轴公里	0.138
	机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

数据来源：国家发展和改革委员会《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）

注：运费计算办法：整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里。

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。铁路总公司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。

铁路投融资改革

长期以来，铁路建设资金以政府投资和铁路系统自身融资为主。“十二五”铁路完成固定资产投资 3.58 万亿元、新线投产 3.05 万公里，较“十一五”分别增长 47%、109%，投资规模和投产规模达到历史高位。根据“铁路十三五规划”，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，规划投资规模达 3.5 万亿元。若只靠国家投资和铁路自身贷款融资搞建设，难以满足铁路大规模建设需求，也让铁路背负起日益沉重的包袱。

在 2013 年 5 月 6 日召开的国务院常务会议上，“形成铁路投融资体制改革方案，支线铁路、城际铁路、资源开发性铁路所有权、经营权率先向社会资本开放，引导社会资本投资既有干线铁路”，被列入 2013 年深化经济体制改革的重点工作。

2013 年 8 月 19 日，中国政府网发布《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》（国发【2013】33 号）。意见提出：一、推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金；二、不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系；三、建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件；四、加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用；五、强化企业经营管理，努力提高资产收益水平；六、加快项目前期工作，形成铁路建设合力。以上六条改革意见旨在增强铁路总公司的自身盈利能力和外部融资能力。

2014 年 4 月 2 日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括：一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源，吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年 2000—3000 亿元。二是创新铁路建设债券发行品种和方式，全年向社会发行 1500 亿元，实施铁路债券投资的所得税优惠政策。三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩

大社会资本投资规模。四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度。五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。以上铁路投融资体制深化改革措施将缓解铁路建设资金压力，项目资金保障性将得到加强。

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、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》”）。铁路总公司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。这无疑对民营有着巨大的吸引力，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23日,杭(州)绍(兴)台(州)高铁在浙江台州开工,成为全国首条民资绝对控股的铁路;铁路全长269公里,设计时速350公里/小时,投资概算450亿元。2017年1月3日铁路总公司年度工作会议中提出深化铁路股权融资改革,吸引地方政府和社会企业投资铁路,拓展资金来源渠道,促进铁路资本与社会资本融合发展。

总体看,考虑到国民经济发展,铁路在中国经济发展中的重要基础作用和战略地位不会改变,当前和今后一段时期,中国铁路发展仍将面临良好的机遇,为公司的经营提供了良好的环境。

2. 江西省铁路建设情况

江西省位于长江中下游南岸,东邻浙江、福建,南连广东,西靠湖南,北临湖北、安徽,为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地,与上海、广州、厦门、南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离大多在600~700公里之内,交通便利,地理位置优越,铁路运输对其经济发展、产业结构升级和城市化进程至关重要。

截至2016年底,江西省铁路通车里程4031公里(铁路营运里程3909.3公里)。根据《江西省人民政府办公厅关于印发江西省铁路建设实施方案(2016-2020年)的通知》(以下简称“赣铁建设方案”),“十三五”期间,江西省实施铁路建设“853”工程,即力争实现“八开八成”,基本形成“五纵五横”路网主骨架,加速构建“三个交通圈”。铁路项目建设投资完成1400亿元以上,新增铁路运营里程1200

公里以上,总里程突破5000公里,其中高铁达到1500公里,快速铁路覆盖所有设区市和70%左右的县(市、区)。

“八开八成”,即开工建设安九客专、赣深客专、兴泉铁路、皖赣铁路涪溪口水库段改线工程、昌景黄铁路、瑞金至梅州铁路、长沙至赣州铁路、吉抚武温铁路等8条铁路,建成武九客专、安九客专、昌吉赣客专、赣深客专、九景衢铁路、蒙华铁路煤运通道、兴泉铁路、皖赣铁路涪溪口水库段改线工程等8条铁路。

“五纵五横”,即基本形成合福、阜鹰汕、银福、京九、蒙吉泉5条纵向通道和沿江、岳(长)九衢、沪昆、衡吉温、韶赣厦5条横向通道。

“三个交通圈”,即实现省会南昌至各设区市和长江中游城市群中心城市1-2小时交通圈,至上海、广州、深圳等周边主要城市3-4小时交通圈,至北京、西安、昆明等城市6小时交通圈。

3. 区域经济和财政实力

2014~2016年,江西省经济保持较快增速,按可比价计算,江西省GDP增幅分别为9.7%、9.01%和9.0%。根据《江西省2016年国民经济和社会发展统计公报》,据初步核算,2016年江西省实现地区生产总值(GDP)18364.4亿元,比上年增长9.0%。其中,第一产业增加值1904.5亿元,增长4.1%;第二产业增加值9032.1亿元,增长8.5%;第三产业增加值7427.8亿元,增长11.0%。三次产业结构由上年的10.6:50.3:39.1调整为10.4:49.2:40.4,三次产业对GDP增长的贡献率分别为4.8%、47.4%和47.8%。人均生产总值40106元,增长8.4%,按年均汇率折算为6038美元。

从固定资产投资来看,2016年江西省全年全社会固定资产投资19694.2亿元,比上年增长13.3%。其中,固定资产投资(不含农户)19378.7亿元,增长14.0%。

从交通运输来看,2016年江西省全年货物

运输量 138061.6 万吨,比上年增长 6.0%;货物周转量 3897.6 亿吨公里,增长 3.8%。旅客运输量 62874.0 万人,增长 0.7%;旅客周转量 970.6 亿人公里,增长 1.8%。机场旅客吞吐量 1050.1 万人,增长 6.6%。其中,昌北机场旅客吞吐量 786.4 万人,增长 5.0%。截至 2016 年底,江西省公路通车里程 161909 公里,比上年末增加 5284 公里。其中,高速公路通车里程 5894 公里,增加 836 公里。铁路营运里程 3909.3 公里,基本持平。

经济的持续快速发展带动江西省财政实力的进一步增强。2014~2016 年江西省财政总收入分别为 2680.5 亿元、3021.5 亿元、3143.0 亿元,同比分别增长 13.7%、12.7%和 4.0%。其中,一般公共预算收入分别为 1881.5 亿元、2165.52 亿元和 2151.4 亿元,分别同比增长 16.1%、15.1%和-0.7% (2016 年考虑营改增及增值税收入划分调整因素,同口径增长 8.7%)。

总体看,江西省区位优势显著,近年来区域经济不断发展,地方财力不断增强,为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是江西省铁路建设投资的唯一省级投资主体,是江西省与中国铁路总公司合资铁路省方出资人代表。公司为江西省政府直属国有企业,江西省人民政府授权江西省发改委履行对公司的出资人职责。

2. 企业规模

公司业务以铁路投资为主,兼顾自营性业务。近年来,公司不断拓展投资领域、优化资产结构,逐步形成了以铁路、航空、物流、金融、港口、环保、房地产等多元化产业投资格局。

在铁路投资方面,公司作为江西省铁路投资建设的唯一主体,是江西省政府与中国铁路

总公司进行省部合作的项目出资方代表,在江西省铁路投资方面具有垄断优势,公司已投资参股了昌九城际、向莆、衡茶吉等铁路公司;控股了樟新盐化铁路等铁路专线;并成立了江西赣铁投资发展有限公司,对铁路项目实行专业化管理。

在投资项目方面,公司先后参控股公司包括福建中原港务有限公司、九江银行股份有限公司、恒邦财产保险股份有限公司、南昌北车轨道装备有限公司、江西航空投资有限公司等。

在房地产业务方面,公司成立了江西赣铁置业有限公司。

3. 人员素质

截至2017年9月底,公司高级管理人员9人,包括董事长1人,总经理1人,副总经理4人,具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

熊燕斌,1968年生,硕士学位,现任公司董事长、党委书记;历任江西省计委主任科员、江西省发改委对外经济联络处处长、江西省铁路建设办公室副主任、江西省发改委党组成员、公司总经理。

邹洪,男,1970年11月出生,1991年7月参加工作,中共党员,在职研究生学历。历任江西省发展和改革委员会利用外资处处长、固定资产投资处处长,2013年9月任江西省赣南等原中央苏区振兴发展工作办公室副主任(副厅级),(期间:2015年5月-2016年4月在国家发改委基础产业司挂职任副司长),2017年1月起,任公司党委副书记、总经理。

截至2017年9月底,公司本部在职员工75人,全部为大专及以上学历。从年龄结构来看,公司本部30岁以下员工19人,30~50岁的49人,50岁以上的7人。

总体看,公司管理人员职责清晰且拥有丰富的管理经验,现有人员构成可满足公司日常经营管理的需要。

4. 政府支持

作为代表江西省铁路建设投资的唯一主体，江西省与中国铁路总公司合资铁路省方出资人代表，江西省各级政府在资本注入、土地收益注入、沿线市县出资、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。

资本注入

近年来，江西省政府对公司多次进行增资，根据 2013 年《关于印发省铁路投资集团和省高速公路投资集团扩充资本金有关问题协调会议纪要的通知》（赣府厅字【2013】24 号），江西省财政厅拨入公司资本金 18.76 亿元，增加公司注册资本；根据 2014 年《关于补充省铁路投资集团公司资本金的通知》（赣财预指【2014】64 号），江西省财政厅拨入公司资本金 20 亿元，增加公司注册资本；根据 2015 年《关于下达 2015 年省级国有资本经营收益预算（拨款）的通知》（赣财企指【2015】36 号）文件的要求，江西省财政厅拨入公司资本金 1700 万元，用于江西省地方铁路建设，计入实收资本；根据江西省财政厅 2016 年省级国有资本经营收益预算支出，2016 年度江西省财政厅拨入公司资本金 2420.00 万元，用于江西省地方铁路建设。

土地收益

土地出让收益注入方面，根据《关于印发我省铁路建设资金筹措有关问题专题协调会议纪要的通知》（赣府厅字【2008】158 号文），由铁路沿线城市县合理提供铁路场站周边及沿线土地资产注入公司，其中南昌市 1000~1500 亩、其他设区市 800~1000 亩、县市 150~200 亩。铁路沿线的土地资源具有交通上的便利性，在企业与地方协商中要求市级土地价值一般不低于每亩 25 万元，县级不低于 15 万元，总面积约 18700 亩。各地方政府可将土地变现后收益注入公司，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司分别获得各市区土地收益资金 6.22 亿元、1.25 亿元、4.91 亿元和 4.91 亿元，计入公司资本公积。

根据 2015 年 10 月 31 日江西省发展改革委

员会牵头制定的《昌吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》，由铁路沿线市县向公司支付资本金，公司 2016 年和 2017 年 1~9 月分别收到各市区土地收益金 11.32 亿元和 13.12 亿元，计入资本公积。

财政补贴及财税支持

财税支持政策方面，江西省政府通过制定财税支持政策为公司铁路建设筹集资金。根据《江西省地方税务局关于江西省铁路建设项目有关税收政策的通知》（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）等文件的相关规定，在建设期“省部合资、合作铁路沿线设市区、省直管县市按照各自境内项目建筑安装总投资的 3.5% 的比例筹措资本金，所需资金从本地区受益的建设项目营业税及附征的城市维护建设税和教育费附加收入、其他有关税费中统筹安排”；在运营期“省部合资、合作铁路项目建成运营的前五年，省财政按实际缴入省库的企业所得税、营业税及附征的城市维护建设税和教育费附加收入（以上收入含相关市县按比例应分享部分），全额列支支出预算，作为对省级地方铁路建设集团公司的财政补贴，拨至省地方铁路建设集团公司开设的专门账户，用于偿还银行等金融机构的债务，以及作为省部合资、合作铁路项目省方资本金出资等”。

2014~2016 年，公司分别获得财政补贴并直接冲减财务费用 3.50 亿元、4.46 亿元和 4.53 亿元。2014~2016 年，公司分别获得各项政府补贴和税收返还合计 0.50 亿元、3.95 亿元和 2.02 亿元，计入公司营业外收入-政府补助。

铁路产业基金

铁路产业基金方面，根据《江西省人民政府关于设立江西省铁路产业投资基金的批复》（赣府字【2013】39 号）文件，江西省政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金（以下简称

称“铁路基金”或“兴铁产业基金”),基金总规模 150 亿元,首期设立 50 亿元,其中政府引导资金不低于 20 亿元,特定对象募集资金约为 30 亿元。铁路基金在满足铁路投资项目资金需求的前提下,可进行铁路沿线土地收储开发、矿产资源整合开发等多元化投资,实现铁路基金的保值增值。每期基金存续期满后,公司向基金投资人支付投资回报,如公司按约定时间支付投资回报和回购基金有缺口时,江西省政府将组织国有“四资”(资本、资产、资源、资金)运作予以支持。2014 年 4 月,江西省铁路产业投资基金获国家发改委批复,基金首期募集资金目标 50 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,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。基金规模扩大后按赣府字【2013】39 号文精神,报请江西省政府给予“四资”支持。

截至 2017 年 9 月底,兴铁产业基金净资产为 46.25 亿元,从成立至 2017 年 9 月底,基金累计实现投资收益 1.97 亿元(不包括铁路和多元化投资项目收益),累计实现净利润 1.31 亿元。

截至 2017 年 9 月底,兴铁产业基金中社会资本认缴 226.15 亿元,国有引导资本认缴 62.60 亿元(含 GP 出资 2.86 亿元),合计 288.75 亿元。截至 2017 年 9 月底,基金实际募集到账资金为 44.76 亿元,其中国有引导资本出资 18.60 亿元、GP 出资 0.51 亿元,社会资本募集基金 25.65 亿元。

整体看,公司规模不断扩大,外部发展环境良好,政府支持力度大,为公司发展提供良好支持。

六、管理体制

1. 治理结构

公司根据《公司法》制定了《江西省铁路投资集团公司章程》,实行董事长负责制,董事长为公司法定代表人,公司设董事会,不设股东会。

公司董事会对江西省发改委负责,负责制定公司发展战略、经营方针和投资计划。公司董事长由江西省委提名并按程序依法产生,副董事长由董事会选举产生;董事会中设职工董事 1 人,由职工代表大会选举产生。

公司监事会成员 5 名,其中 3 名成员由国资监管机构代表省政府委派,2 名职工监事由职工代表大会选举产生。

公司经理层作为公司的执行机构,负责主持公司的日常经营管理工作;组织实施董事会决议,包括组织实施公司年度经营计划、项目建设计划和投资计划等;拟订公司内部管理机构设置方案;拟定公司的基本管理制度,制定公司的具体规章等。公司设总经理 1 名,由董事会聘任和解聘。总经理对董事会负责。

2. 内部管理

公司重视内部控制体系的建设。根据国家相关政策法规,结合自身实际情况,制定并不断完善经营业绩考核办法、控股子公司管理办法、法律事务管理暂行办法、合同管理暂行办法、内部审计管理暂行办法、机关备用金管理办法、会计电算化工作规范、机关费用审批和会计审核办法、出纳业务操作规则、财务管理办法、财务报告编制办法、财务预算管理办法、工程项目部管理制度、铁路前期工作管理办法、铁路征地拆迁工作管理办法、招标投标管理办法、薪酬管理暂行办法、人事考核暂行办法、总经理办公会议事规则等一系列内部控制制度。

预算管理方面,公司制定了《集团预算管理办法》。公司所有涉及价值形式的经营管

理活动，原则上都纳入预算管理，明确预算目标，实施预算管理。

工程管理方面，公司根据《中华人民共和国招标投标法》《中华人民共和国政府采购法》《工程建设项目招标范围和规模标准规定》《工程建设项目施工招标投标办法》以及国家、铁道部其他有关招标投标管理规定，制定了《集团公司招标投标管理办法》。公司招投标工作实行归口管理、分工负责，集团公司工程部是招投标工作归口负责部门，各控股合资公司、子公司是招标投标工作的具体组织部门。为加强集团公司铁路前期工作，确保集团公司铁路建设项目前期工作按期完成，公司制定了《集团公司铁路前期工作管理办法》《集团公司铁路征地拆迁工作管理办法》，对集团公司出资建设的铁路项目开工前的各项工作（包括项目建议书、项目可行性研究、初涉设计、施工图设计、征地拆迁等）进行了规范。

投资管理方面，为规范公司投资行为，公司根据《中华人民共和国企业国有资产法》和相关规定，结合公司实际情况，制定了《江西铁投集团投资管理办法》。

对外担保管理方面，公司参照国资委有关对外担保有关规定执行，规范对外担保审批权限、担保合同和反担保合同签订、披露、跟踪和监督的风险控制措施程序。禁止利用银行存款为其他单位或个人提供经济担保。分公司不得从事对外投资及担保事项，全资、控股子公司之间互相提供担保，应报经集团公司审核批准；全资、控股子公司未经授权不得向集团公司所属企业之外的任何企业提供任何形式的担

保，全资、控股子公司董事会在审议对外担保事项时，应当得到董事会全体成员三分之二以上表决同意；全资、控股子公司在会计年度结束后，应按规定向对公司进行审计的中介机构如实提供全部对外担保事项，中介机构应在所提交的审计报告中予以披露。

为进一步完善公司法人治理结构，充分发挥审计监督作用，公司审计部根据《审计法》《审计署关于内部审计工作的规定》及其他相关规定，独立开展工作并行使内部监督权，发挥监督、评价和服务功能。公司审计部通过帮助和指导公司及子公司的财务管理工作，提出改善经营管理的意见和建议，以达到堵塞漏洞、完善制度、改进管理、提高经济效益的目的。子公司统一接受公司财务审计部的业务指导和监督检查。

总体看，公司建立了较为完整的法人治理结构和系统的经营管理制度，运作方面有待规范，对子公司监管正常；在项目投资和监管方面，建立了严格的规章制度，如果能够持续提高日常运营和项目投资等方面的管理水平，将为公司安全、高效、快速发展提供有力保障。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为江西省内唯一的省级铁路投资主体，主营业务是投资建设江西省内的铁路，包括与铁路总公司合资建设铁路，控股及运营铁路专线两种模式。此外，公司从事航空、环保、物流、金融、港口、房地产等多元化产业投资。

表2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	5.80	86.94	2.60	6.22	98.91	5.90	39.28	99.97	2.28	42.98	100	3.38
贸易（货物销售）	5.13	76.84	2.40	5.19	82.52	2.91	37.88	96.41	1.84	41.11	95.67	0.78
铁路专用线运营	0.50	7.56	-9.73	0.56	8.83	14.66	0.72	1.83	0.61	0.59	1.36	-1.09
其他	0.17	2.54	45.23	0.48	7.56	28.33	0.68	1.73	28.18	1.28	2.97	88.99
其他业务收入	0.87	13.06	99.56	0.07	1.09	99.44	0.01	0.03	64.95	--	--	--
合计	6.67	100.00	15.26	6.29	100.00	6.92	39.29	100.00	2.30	42.98	100.00	3.38

资料来源：公司提供

注：其他业务收入主要为赣铁物流、赣铁投资收入以及委托贷款收入。

由于公司投资的国家铁路均为参股，近年来公司收入主要来源于贸易、专用线运营，2014~2016年公司营业收入增幅较大，主要因贸易板块较快发展。2016年，公司营业收入39.29亿元，同比增长524.55%，主要系公司加大了商贸业务开拓力度，延伸了业务供应链条，拓展了新模式，改变钢材销售业务模式，变普通贸易模式为托盘业务模式，同时放弃低利润的化工产品贸易，大力拓展电解铜销售。

从毛利率看，随着贸易业务收入占比的增加，公司毛利率逐年下降，2014~2016年，公司综合毛利率分别为15.26%、6.92%、2.30%。

2017年1~9月，公司实现营业收入42.98亿元，同比增长69.99%，系贸易业务收入增加所致，同期综合毛利率为3.38%，同比增加1.54个百分点。

2. 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2017年9月底，公司累计完成合资铁路项目出资295.72亿元，资金来自江西省政府拨付资金和公司自有资金以及融资。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。

表3 截至2017年9月底公司已建成参股铁路情况（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	25.80	2009.9-2013.12	8.90	3.65
沪昆客专杭长段	546.00	642.75	2010.1-2014.6	12.00	54.89
合福铁路	184.00	234.78	2009-2015	5.00	8.63
赣龙铁路扩能项目	125.00	99.20	2010-2015	4.70	8.26
武九客专	45.80	70.50	2013-2017	50	22.51
九景衢铁路	244.90	196.30	2013-2017	40	44.69
合计	1588.97	1514.81	--	--	190.76

资料来源：公司提供

截至2017年9月底，公司参股铁路已建成项目8个，分别为昌九城际铁路、向莆铁路、衡茶吉铁路、沪昆客专杭长段、合福铁路、赣龙铁路扩能项目、武九客专、九景衢铁路，反映在公司“可供出售金融资产”、“在建工程（未计入股权的铁路出资和资本化利息）”科目中。

昌九城际铁路是江西省第一条城际铁路，由昌九城际铁路股份有限公司运营，公司持股比例40%，南昌铁路局持股60%，路线全长131.27公里，其中新建线路正线长度91.50公里，建设期为2007年6月28日至2010年9月20日。昌九城际配套开行时速250公里的“和谐号”新型动车组17对，其中，开行南昌至九

江动车9对，南昌至武汉动车8对。该铁路2014年已实现盈利，2015年净利润2.08亿元，2016年公司获得2015年盈利分红0.71亿元。

向莆铁路是以客运为主兼顾货运的高速铁路干线，是中国中西部地区通往福建省的快速铁路通道，江西段总投资165.52亿元，建设期为2008年10月至2013年12月。该段铁路由向莆铁路股份有限公司（以下简称“向莆铁路公司”）负责运营，但向莆铁路公司不直接参与运营管理向莆铁路，委托南昌铁路局经营管理。公司持股7.72%，该线路处于运营初期，目前处于亏损状态，向莆铁路公司2016年利润总额-148.58万元。

衡茶吉铁路位于湖南省东南部和江西省西南部地区，新建线路长度约 210 公里，其中江西省内线路长度 66 公里，是连接京广铁路与京九铁路两大南北最繁忙干线的重要通道，同时接通既有支线醴茶线和分文线。江西段总投资 25.80 亿元，建设期为 2009 年 9 月至 2013 年 12 月，由衡茶吉铁路有限公司负责运营，公司持有 8.90% 的股份，2016 年衡茶吉铁路有限公司利润总额-5.66 亿元。

沪昆客专杭长段江西省境内 543 公里，主要技术标准为客专，双线，设计时速 350 公里。江西段总投资 642.80 亿元，2010 年开工，2014 年年底建成通车。公司负责征地拆迁工作及费用。项目法人沪昆铁路客运专线江西段责任有限公司，2016 年该铁路实现盈利，利润总额 6244.56 万元，当年未分红。

合福铁路线路又名合福高铁，为国铁项目，项目业主为中国铁路总公司（南宁铁路局），线路全长约 806 公里，其中，江西境内线路长 184 公里，南昌铁路局持股 66%，公司持股 5%。京福闽赣铁路客运专线有限公司成立于 2010 年 4 月，主要负责合福铁路客运专线的建设、投资和运营。2016 年京福闽赣铁路客运专线有限公司实现营业收入 37.16 亿元，利润总额-7.77 亿元。

赣龙铁路扩能改造线路自京九铁路赣县站引出，经于都、西江、瑞金、长汀、冠豸山、上杭至龙岩站，新建双线长 249.42 公里，其中江西省境内线路长 113.70 公里，公司持有项目公司股份 4.70%。赣龙复线铁路公司成立于 2011 年 8 月，主要负责赣龙铁路的建设、投资和运营。赣龙复线铁路公司 2016 年实现营业收入 1.46 亿元，利润总额-1.71 亿元。

武九客专起自武昌，全长 198 公里（江西境内长 45.8 公里）。江西境内总投资 70.50 亿元，其中资本金 35.24 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司已投资金额为 22.51 亿元。该专线在长江中下游形成一条沿长江快速客运通道，使得鄱阳湖城市圈、武汉城市圈加速融合，使武汉与九江、南昌间形成快速城际交通圈，建设期 2013~2017 年，该线路已于 2017 年 9 月开通运营。

九景衢铁路西起九江，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，项目江西境内总投资 196.30 亿元，其中资本金占比 50%；建设期 2013~2017 年，截至 2017 年 9 月底，公司已投资 44.69 亿元。

表 4 截至 2017 年 9 月底公司在建铁路情况（单位：亿元）

项目名称	省内总投资	建设期	需公司 资本金出资	公司 已出资本金	2017 年四季度计 划出资	2018 年计划出资
昌吉赣客专	532.50	2014-2019	106.50	76.98	20.02	9.50
蒙华铁路	168.00	2014-2019	8.10	5.1	0.00	1.60
赣深客专	177.10	2016-2020	35.42	1.00	3.90	9.00
安九客专	62.20	2016-2020	16.20	2.00	1.10	3.50
兴泉铁路	80.28	2016-2020	28.00	1.30	2.75	9.40
合计	1020.00	--	194.22	86.38	27.77	32.40

资料来源：公司提供

在建线路方面，截至 2017 年 9 月底，公司在建的铁路项目 5 个，包括昌吉赣客专、蒙华铁路等，江西境内投资概算总额 1020 亿元，其中需公司资本金出资 194.22 亿元，公司已累计完成出资 86.38 亿元，2017 年四季度、2018 年公司分别计划出资 27.77 亿元和 32.40 亿元。

拟建铁路方面，截至 2017 年 9 月底，公司

拟建昌景黄铁路，江西段 235 公里，项目总投资 384.4 亿元，公司未来计划出资 104.5 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，公司在建及拟建铁路需投资规模较大，未来资本支出压力较大，债务负担或进一步加重。为了使公司实现资金收支平衡，江西省政府给予了公司强有力的支持，主要通

过土地收益注入、财政补贴和税收返还等方式给予公司资金支持。

3. 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。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司铁路专用线运营收入分别为 0.50 亿元、0.56 亿元、0.72 亿元和 0.58 亿元；同期，毛利率分别为-9.73%、14.66%、0.61%和-1.70%，该板块毛利率波动较大，主要受财务费用以及线路利用情况的影响。

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（一期）。

江西省建陶基地专用线占地面积 1600 亩，线路总长 18.8 公里，总投资 5.17 亿元，具备路企直通、整列到发能力，是集装箱运输、整车卸装、散堆装到发、大型仓储等功能于一体的大型专用线站，设计年运输能力 1000 万吨以上，目前已经建成通车，2016 年实现营业收入 1306.45 万元。

樟新盐化铁路专线项目设计运力近期为 354 万吨/年，远期为 935 万吨/年，项目总投资 3.74 亿元，为满足盐化产业基地原材料、燃料及产成品的运输需求发挥了重要的作用。樟新盐化铁路专线 2016 年实现营业收入 748.88 万元。

萍乡工业陶瓷基地专用线，总投资 4.69 亿元，在 2010 年开工，2017 年 9 月已基本完成自行建设部分，但还在协调路局批复接轨，尚未运营。

洋坊扩能改造项目（一期）总投资 3.03 亿元，2012 年 1 月完成。洋坊站已成为江西省铁路专用线中首个具有区域货运功能的到发站、编组站，该线路主要客户为新钢股份，约占全部运量比例 90%，2016 年实现营业收入 5147.71 万元。

4. 物流贸易

物流贸易业务方面，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。公司贸易业务经销的品种包括钢材、防水材料、电解铜、农产品。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司贸易业务分别实现收入 5.13 亿元、5.19 亿元、37.88 亿元和 41.11 亿元。2016 年公司贸易业务实现收入 37.88 亿元，相当于 2015 年的 7.30 倍，主要系公司改变钢材销售业务模式，变普通贸易模式为托盘业务模式，同时大力拓展电解铜销售所致。2016 年钢材和电解铜贸易分别占公司贸易板块收入的 26.30%和 39.62%。

从毛利率来看，公司贸易板块毛利率有所波动，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，毛利率分别为 2.40%、2.91%和 1.84%和 0.78%，整体毛利率水平较低。

供应商方面，2016 年公司前五大供应商主要为香港华发投资控股有限公司、江西铜业香港有限公司、鹰潭炬能有色金属有限公司、通辽市北星粮贸有限公司、广州万宝贸易有限公司，采购金额占总金额的 34.54%，集中度较低。

销售方面，2016 年公司前五大客户分别为江西铜业香港有限公司、江西省节能环保投资有限公司、江西省伟梦钢铁贸易有限公司、江西金品铜业科技有限公司、香港华发投资控股有限公司，合计占销售总额的 45.67%，集中度一般。

贸易风险控制方面，公司主要通过增加经营品种，改变过去以钢材为主的经营模式；加强客户管理，加强与优质客户合作，对于信用不佳客户，合同到期后不再合作；对于发现有经营风险的客户，加强防范风险，要求其再次提供保证或抵押担保；每个项目落实责任人，对应收账款进行分类，并按账龄计提坏账准备，对长期逾期的应收款，落实责任人，成立催收小组，对应收款进行催收。

总体看，公司贸易板块为公司带来了一定现金流入，但毛利率水平较低，符合行业现状。2016 年以来，公司钢铁贸易模式变为托盘业务

模式，促使该货种贸易收入大幅增长，但风险也随之增长，存在一定的货品跌价与对手方违约风险。

表 5 公司贸易货种构成和毛利率情况（单位：%、亿元）

产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材	4.98	97.20	2.41	3.50	67.33	3.17	9.96	26.30	2.56
防水产品	0.07	1.42	2.34	0.01	0.28	2.16	0.00	0.01	23.68
电解铜	--	0.00	--	0.28	5.42	0.99	15.01	39.62	0.40
其他	0.07	0.00	1.98	1.40	26.97	-1.19	11.08	29.26	3.59
导电膜	--	0.00	--	--	0.00	--	1.82	4.81	0.00
合计	5.13	100.00	2.40	5.19	100.00	2.91	37.88	100	1.84

资料来源：公司提供

注：其他主要为铅等有色金属和玉米等农产品。

5. 多元化业务

除铁路投资、物流贸易业务外，公司还从事房地产开发以及港口投资建设、航空投资等业务。

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 2017 年 9 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	2017 年 9-12 月计划投资	2018 年计划投资
西客站九龙府项目	39.13	住宅	64.73	13.41	2.50	12.00
景德镇凤凰城项目	27.13	住宅	37.18	13.07	0.60	3.50
萍乡项目	7.20	住宅	16.69	1.25	0.20	1.00
艾溪湖置业项目	8.63	住宅	12.33	2.18	0.20	3.60
合计	82.09	--	130.93	29.91	3.50	20.10

资料来源：公司提供

公司已初步形成多类型的房地产开发格局，其中，西客站九龙府项目、景德镇凤凰城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。

西客站项目位于九龙湖片区，东至龙岗大道、南至规划路、西至里园东路、北至西站大街、规划路。由 7 宗地块组成，共 295.91 亩，建筑面积为 670303.50 平方米，综合容积率为 2.94。项目总投资 39.13 亿元，2016 年 5 月开工建设。截至 2017 年 9 月底，西客站九龙府项目一期各户型样板房均已开放展示，且主体结构验收合格；二期主体施工最高已达 26 层，最低 18 层；三期项目 3-6 号楼施工至 30 层，1#、2#楼主体及地下室砌体施工全部完成，3#-6#楼平均累计完成 16 层；四期 G 地块 7#办公楼施工至 7 层，住宅楼主体结构最快施工至 25 层，

最慢施工至 17 层；D 地块 8#办公楼施工至 2 层，住宅楼主体结构最快施工至 12 层，最慢施工至 9 层。

景德镇项目位于景德镇市西山路以东，占地面积为 160.19 亩，该项目拟规划 2 万平方米小型集中商业及沿街店面，39 万平方米的高层住宅、多层花园洋房、类独栋低层洋房。截至 2017 年 9 月底，景德镇凤凰城项目城市展厅已开放对外展示，售楼部正加紧装修，8 号楼、9 号楼即将封顶。

截至 2017 年 9 月底，上述房地产项目尚未完工，暂未确认房地产收入（西客站九龙府项目已预收公司内部员工团购房款 21.43 亿元）。截至 2016 年底，公司为取得土地支付土地出让金 13.40 亿元，储备土地处于南昌、新余、景德镇、萍乡、宜春等地。

截至 2017 年 9 月底，公司在建房地产项目计划总投资 82.09 亿元，已投资 29.91 亿元，2017 年 4 季度以及 2018 年分别计划投资 3.50 亿元和 20.10 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。

港口投资

港口投资方面，公司拟在福建沿海布局江西省的散杂货、集装箱、液态化工品码头，构建由货源基地、铁路及出海口组成的海铁联运战略通道。公司已经完成对液态化工品码头公司—福建中原港务有限公司的控股（持股比例为 37.56%）。目前码头还在建设中，尚未形成收入。截至 2017 年 9 月底，码头建设已完工护岸及陆域、5 万吨级石化码头（8#）一座、38 台储罐（总库容 14.15 万 m³）及配套的储运设施及管理区等工程，形成项目用地约 400 多亩。未来计划建成 30 万立方米成品油罐、15.15 万立方米化工罐及配套石化码头、铁路专用线及装卸场，总投资 6 亿元人民币。

航空投资

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，2016 年 5 月公司对江西航投增资 4.00 亿元，增资后公司出资合计 7.20 亿元，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%），江西航空 2015 年底实现首飞，2016 年 1 月通过民航局运行合格审定正式开航。截至 2016 年底，江西航投总资产为 19.83 亿元，总负债为 7.40 亿元，2016 年实现营业收入 2936.21 万元，利润总额 2611.84 万元。

总体看，公司多元化业务板块已初具规模，但拟投资规模较大，未来将有较大融资需求。

6. 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。

交通业务板块：进一步完善高铁网络布局，发展民用航空和通用航空，统筹规划和推进临空经济区、通用航空产业园及航空飞行社区发展，着力构建航空制造与运营、服务并重，民航运输与通用航空协同，军民融合的全省航空产业发展总体格局。

物流业务板块：实施供应链一体化发展战略，是以铁路沿线和航空用地的物流地产、基础设施资源为核心，通过资本运作和战略联盟整合区域物流产业组织，未来打造区域供应链一体化服务。

地产业务板块：基于现有南昌西客站等项目，择机积极收储铁路沿线和航空规划用地的优质土地资源；抓住混合所有制改革机遇，引入有实力的央企或大型国企共同合作开发铁路站场周边土地，形成以土地的二级合作开发为基础，不断强化一级土地开发能力的战略布局。

金融业务板块：积极布局进入战略性金融投资，如供应链金融、类金融、互联网金融、第三方金融服务等，完善金融与资本服务的价值链，创造持续的现金流入；同时选择性地拓展非主业的股权投资（财务性投资），以提高投资组合的整体效益；在此基础上，围绕集团公司的战略目标，通过资产管理，向铁路运输、物流、新型城镇化建设项目、航空投资等重点领域倾斜（产融结合性金融投资）。

总体看，近年来公司逐渐形成了以铁路投资为主，多元化业务的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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 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 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2015 年公司合并范围无变化；2016 年江西瑞景铁路发展股份有限公司（以下简称“瑞景公司”）纳入合并范围，瑞景公司（公司持股 55.45%）于 2014 年委托其他公司经营，未纳入合并范围，2016 年公司收回经营权，故重新纳入合并范围；2016 年 5 月公司对江西航空投资有限公司增资 4.00 亿元，增资后持股比例由 40%变为 60%，故纳入合并范围；2016 年 6 月公司子公司兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“兴铁资本”）购买上海凯歌持有兴铁富江投资管理有限公司（以下简称“兴铁富江”）30%的股权，交易完成后兴铁资本持有兴铁富江 70%的股权，兴铁富江纳入公司合并范围。总体看，公司合并范围的变化对财务数据的可比性有一定影响。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 397.67 亿元，所有者权益合计 145.05 亿元（含少数股东权益 8.87 亿元）；2016 年公司实现营业收入 39.29 亿元，利润总额 2.78 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 433.49 亿元，所有者权益合计 163.12 亿元（含少数股东权益 6.48 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 42.98 亿元，利润总额 0.20 亿元。

2. 资产质量

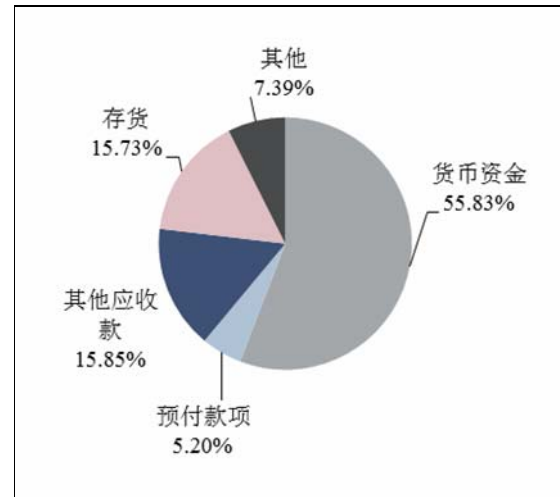
2014~2016 年，公司资产总额年均复合增长 19.93%。截至 2016 年底，公司资产总额为 397.67 亿元，同比增长 38.40%。其中流动资产占 29.85%，非流动资产占 70.15%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 8.86%，截至 2016 年底，公司流动资产为 118.69 亿元，同比增长 74.51%，主要是

公司货币资金大幅增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要构成以货币资金（占 55.83%）、其他应收款（占 15.85%）和存货（占 15.73%）为主。

图 1 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016 年，公司货币资金波动较大，截至 2016 年底，公司货币资金 66.26 亿元，同比增长 127.32%，主要由银行存款和其他货币资金构成，其他货币资金主要为公司承兑汇票保证金、银行结构性存款及购买银行理财产品。公司货币资金中受限资金 0.65 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 274.85%。截至 2016 年底，公司应收账款为 7.87 亿元，同比增长 392.70%，主要系贸易业务扩大所致。公司应收账款共计提坏账准备 427.12 万元，计提比例低；从账龄来看，1 年以内的占比 94.25%，账龄较短；从集中度来看，前五名占比 35.86%，公司应收账款集中度低。

表 7 截至 2016 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占比
江西省节能环保投资有限公司	0.94	11.84
中建二局第三建筑工程有限公司	0.61	7.71
江西建工第三建筑有限责任公司	0.47	5.89
江西省永方电源有限公司	0.42	5.38
九江萍钢钢铁有限公司	0.40	5.04

债务人名称	账面余额	占比
合计	2.84	35.86

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司预付款项快速增长，年均复合增长126.92%。截至2016年底，公司预付款项6.18亿元，同比增长363.85%，主要系公司贸易业务规模大幅增长所致，公司未计提坏账准备。公司预付款项账龄在1年以内的占比90.48%，账龄较短；预付款项债务单位前五名占比51.07%，集中度一般。截至2016年底，公司子公司赣冶国际贸易(上海)有限公司对唐山中厚板材有限公司预付款0.44亿元，涉及商业诈骗，案件已移交检察院，对已查封的可变资产按市场价格和折扣率进行综合考虑，预计能收回的资产金额为0.47亿元，大于该预付款的账面价值。

2014~2016年，公司其他应收款变化不大。截至2016年底，公司其他应收款为18.82亿元，计提坏账准备30.09万元。公司其他应收款主要为代垫款、往来款及保证金等。其他应收款债务单位前五名占比96.20%，集中度高。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，占总额比重89.05%。公司未对上述款项计提坏账准备，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。

表 8 截至 2016 年底公司其他应收款前五名单位情况
(单位：亿元、%)

债务人名称	余额	比例	与本公司关系
江西大唐国际抚州发电有限责任公司	16.78	89.05	非关联方
新余赣铁置业有限公司	0.70	3.70	关联方
江西吴达置业有限公司	0.30	1.59	非关联方
北京赣人之家宾馆	0.26	1.35	关联方
宜春赣铁置业有限公司	0.09	0.50	关联方
合计	18.31	96.20	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货有所增长，年均复合增长 15.16%。截至 2016 年底，公司存货

18.67 亿元，同比增长 18.26%，主要为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 16.90 亿元，其中土地储备 13.77 亿元。

非流动资产

2014~2016 年，公司的非流动资产年均复合增长 25.79%，截至 2016 年底，公司非流动资产合计 278.98 亿元，同比增长 27.20%，主要由可供出售金融资产（占 62.52%）和在建工程（占 32.32%）构成。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，主要为对铁路项目的投资（截至 2016 年底为 142.90 亿元）。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 174.41 亿元，同比增长 47.42%，主要系公司增加对江西航空有限公司（5.00 亿元）、昌吉赣客专线江西有限责任公司（29.00）、南昌农村商业银行股份有限公司（4.68 亿元）和九景衢铁路江西有限责任公司（9.48 亿元）的投资款所致。

截至2016年底，公司长期股权投资3.36亿元，主要是对江西省金融资产管理股份有限公司的投资3.17亿元。

2014~2016年，公司固定资产年均复合增长25.75%。截至2016年底，公司固定资产账面价值为8.96亿元，同比增长64.37%，主要系江西瑞景纳入合并范围所致。公司固定资产构成主要为房屋建筑物，固定资产累计折旧2.17亿元。

2014~2016年，公司在建工程略有增长，年均复合增长3.70%，截至2016年底，公司在建工程90.16亿元，主要为沪昆铁路、合福铁路、赣龙铁路等铁路项目未计入权益部分的投入以及资本化利息。

截至2016年底，公司受限资产合计56.83亿元，占公司资产总额14.25%，主要包括受限的可供出售金融资产55.63亿元，用于向银行质押取得长期借款。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额433.49亿元，较2016年底增长9.05%。其中，公

司流动资产为115.39亿元，较2016年底下降2.78%，系货币资金减少所致；公司非流动资产较2016年底增长14.02%至318.10亿元，主要系可供出售金融资产增长所致。截至2017年9月底，公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产资产14.45亿元，系购买银行保本理财产品或券商收益凭证；存货24.38亿元，较上年底增长30.59%，主要系房地产开发成本增加；可供出售金融资产212.98亿元，同比增长22.12%，主要系增加的铁路出资以及子公司兴铁资本增加的固定收益产品投资。截至2017年9月底，公司受限资产合计56.83亿元，占公司资产总额13.11%，主要包括受限的可供出售金融资产55.63亿元，用于向银行质押取得长期借款。

总体看，近年来公司资产规模较快增长，资产以非流动资产为主，符合其铁路建设投资的特点；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。总体看，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

2014~2016年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长11.81%，主要系省政府财政及地方政府为江西省铁路等基础设施工程项目建设而加大资本金投入所致。截至2016年底，公司所有者权益145.05亿元（其中少数股东权益8.87亿元），同比增长21.44%，主要系收到省内县市土地收益金计入资本公积所致。截至2016年底，公司所有者权益中实收资本占45.37%、资本公积占35.74%，盈余公积占1.94%、未分配利润占10.83%、少数股东权益占6.12%。

2014~2016年，公司资本公积年均复合增长23.74%，主要系收到地方政府土地出让收益注入所致，截至2016年底公司资本公积为51.84亿元。

截至2017年9月底，公司所有者权益为163.12亿元，同比增长12.46%，主要系收到土地收益注入、昌赣客专市县分摊资金等计入资本公积所致。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2014~2016年，公司负债总额较快增长，年均复合增长25.48%。截至2016年底，公司的负债总额为252.62亿元，其中流动负债占20.56%，非流动负债占79.44%。

2014~2016年，公司流动负债波动较大，截至2016年底，公司流动负债合计为51.93亿元，同比增长144.24%，主要系短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。

2014~2016年，公司短期借款波动较大，截至2016年底为10.10亿元，同比增加9.50亿元，主要为信用借款。

2014~2016年，公司预收款项大幅增长，截至2016年底为10.31亿元，同比增加9.23亿元，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（销售给内部员工团购房）所致。

截至2016年底，公司应付账款2.71亿元，同比增长344.12%，主要系贸易业务扩大所致；公司应付票据同比增长588.67%至2.05亿，主要因贸易业务开展的需要，银行承兑汇票增加所致；公司一年内到期的非流动负债14.27亿元，同比增长159.89%，其中一年内到期的债券6.98亿元，剩余为一年内到期的长期借款。

2014~2016年，公司其他应付款年均复合增长10.48%。截至2016年底，公司其他应付款为8.36亿元，同比下降16.01%，主要是公司对江西省财政厅的代收代付款4.05亿元和江西东旭投资集团有限公司合作投资款1.03亿元。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长36.34%。截至2016年底，公司非流动负债为200.68亿元，同比增长36.87%，主要是长期借款及应付债券增加所致。

2014~2016年，因铁路建设资金需要，公司长期借款快速增长，年均复合增长45.90%。截至2016年底，公司长期借款为94.80亿元，较上年底增长61.84%。其中质押借款37.45亿元，抵押借款2.75亿元，质押物主要为铁路项目股权。

2014~2016年，公司应付债券快速增长，年均复合增长62.68%。截至2016年底，公司应付债券为86.87亿元，同比增长36.17%，主要系2016年新发“16赣铁债01”10亿元及“16赣铁债02”20亿元所致，公司存续债券见表9。

表9 截至2016年底公司存续债券情况

(单位: 亿元)

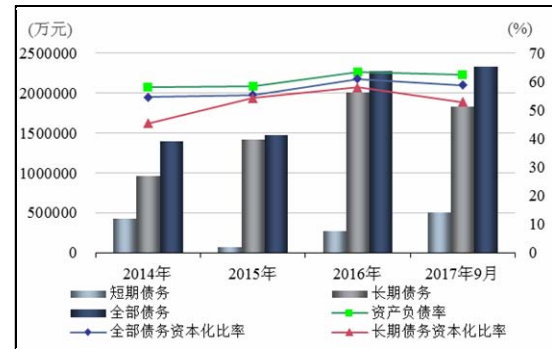
债券名称	票面利率	发行日期	债券期限	余额
11 赣铁债	7.20%	2011/9/30	5+2 年	9.97
13 赣铁 PPN001	6.80%	2013/3/29	5 年	9.90
13 赣铁 MTN1	5.77%	2013/3/28	5 年	6.00
15 赣 铁 MTN001	5.10%	2015/1/14	3 年	11.00
15 赣铁 PPN001	6.30%	2015/1/23	3+2 年	20.00
16 赣铁债 01	3.69%	2016/03/14	5+5+5 年	10.00
16 赣铁债 02	3.68%	2016/03/31	5+5+5 年	20.00
合 计				86.87

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，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）。

2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均复合增长27.71%。截至2016年底，公司全部债务为227.09亿元，同比增长53.69%，其中短期债务占11.63%，长期债务占88.37%，公司债务以长期债务为主。2014~2016年，公司债务负担呈上升趋势，截至2016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63.52%、58.04%和61.02%。

图2 2014~2017年9月底公司债务指标情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2017年9月底，公司负债总额为270.36亿元，较2016年底增长7.02%，主要系预收款项（预收房款）以及专项应付款的增加（2017年公司收到20亿地方政府债专项资金，本息由公司自付，已调整至长期债务计算）。结构方面，因预收款项及一年内到期的非流动负债（应付债券）大幅增长，公司流动负债占比提升至31.46%。截至2017年9月底，公司全部债务233.03亿元，较2016年底增长2.61%，其中短期债务占21.66%，占比较2016年底上升10.03个百分点；截至2017年9月底，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62.37%、52.81%和58.82%，公司总体债务负担较2016年底略有下降。

总体看，近年来公司债务规模较快增长，债务以长期债务为主，符合中国铁路投资企业特点，债务负担尚可。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入年均复合增长142.64%；同期，公司营业成本年均复合增长160.54%，高于营业收入增速。2016年公司实现营业收入39.29亿元，同比大幅增长524.55%，主要系贸易业务收入大幅增长所致。受贸易业务收入大幅增长且毛利率低影响，公司营业利润率逐年下降，2016年为2.18%，同比下降1.96个百分点。

从期间费用看，2014~2016年，公司财务费用波动性较大，年均复合增长92.63%；2014

年，公司财务费用为0.13亿元，主要系公司将收到的3.50亿元财政补贴直接冲销铁路建设发生的财务利息支出所致；2015年，公司财务费用为1.71亿元，同比大幅增长1206.50%，主要系当期部分铁路项目投入营运，债务利息不再做资本化处理，导致财务费用增加；2016年，公司获得江西省财政拨付4.53亿元补助款冲减已竣工项目的贷款利息，财务费用为0.49亿元。2014~2016年，公司期间费用分别为0.72亿元、2.32亿元、1.47亿元。受2016年公司营业收入大幅增长影响，公司期间费用率下降至3.74%。

2014~2016年，公司投资收益波动较大，分别为3.28亿元、0.45亿元和1.41亿元，其中2014年投资收益较大主要系公司出售持有中文天地传媒股份有限公司全部股份获得收益；2016年主要系获得铁路项目分红以及九江银行分红。

2014~2016年，公司营业外收入分别为0.53亿元、3.98亿元和2.08亿元，主要为政府补助。2014~2016年，公司利润总额分别为3.90亿元、2.37亿元和2.78亿元，营业外收入对公司利润总额贡献大。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率呈下降趋势，2016年上述指标分别为2.18%、1.33%和1.83%，公司盈利能力有所下降。

2017年1~9月，公司实现营业收入42.98亿元，同比增长69.99%，主要系贸易业务扩大所致。公司营业利润率为3.25%，同比有所提升；公司利润总额为0.20亿元，同比下降73.65%，主要系投资收益和营业外收入减少所致。

总体看，近年来受益于贸易业务扩大，公司营业收入大幅增长，但业务利润率较低，公司总体盈利能力较弱，投资收益和财政补贴对利润总额贡献大。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，公司经营

活动现金流入量波动增长，年均复合增长53.87%，分别为39.82亿元、28.65亿元、94.28亿元；同期，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降，三年分别为6.47亿元、4.91亿元和3.22亿元。2014~2016年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为29.66亿元、20.69亿元和44.87亿元，主要是代收款项、收到下属单位委托办理银行存款、收到利息收入、收到铁路项目前期工作经费、收到银行退回款项等；支付其他与经营活动有关的现金分别为26.78亿元、15.41亿元和44.19亿元，主要系代付款项、返还委托办理银行存款、支付公司运营和管理各项费用、支付征拆资金、支付银行手续费等。近三年，公司现金收入比分别为73.58%、93.74%和116.16%，公司收现质量有所提升。

公司投资活动主要表现为净流出，2014~2016年，投资活动现金流出分别为47.49亿元、43.00亿元和65.46亿元，主要用于公司铁路及其他项目投资。2016年公司收到和支付其他与投资活动有关的现金分别为15.21亿元和8.43亿元，全部为收到和购买理财资金。2014~2016年，公司投资活动现金流量净额分别为-4.80亿元、-41.65亿元和-48.25亿元。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，2014~2016年，公司筹资活动现金流入分别为76.65亿元、74.24亿元和101.01亿元，以取得借款收到的现金为主，其中2014年、2016年公司吸收投资收到的现金分别为26.54亿元和18.87亿元，主要是收到股东增资和土地出让收益注入。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为34.18亿元、2.83亿元和82.15亿元。

2017年1~9月公司经营活动现金流量净额15.77亿元，现金收入比100.95%；公司投资活动现金净流出57.32亿元，主要系铁路等项目出资以及较大规模购买理财影响；公司筹资活动现金净流量19.51亿元。

总体看，公司铁路项目资金需求规模大，经营性净现金流不能满足项目建设需求，近年

来公司加大了投资和筹资规模，未来债务偿付及筹资压力大。

6. 偿债能力

2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均波动上升，2016 年底分别为 228.55% 和 192.60%；同期，公司经营现金流动负债比波动下降，2016 年该项指标为 6.20%，公司经营产生的现金净流量对流动负债保障能力弱。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别下降至 135.68% 和 107.02%。考虑到公司流动资产中货币资金占比较高，同时短期债务规模相对较小，截至 2017 年 9 月底公司现金类资产/短期债务债比为 119.37%，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 5.39 亿元、6.02 亿元和 5.47 亿元；公司全部债务/EBITDA 分别为 25.82 倍、24.55 倍和 41.53 倍。公司 EBITDA 对债务的保障较弱，但考虑到公司获得政府土地出让收益资金、税收返还和财政补贴等支持，结合公司债务结构，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

或有事项方面，公司子公司江西瑞景铁路发展股份有限公司涉及以下诉讼：

河南七海物流集团有限公司向三门峡市湖滨区人民法院申诉，申请解除 2014 年 5 月 30 日签订的租赁合同，返还设备，并支付租赁费 184.8 万元，违约金 55.44 万元。湖滨区人民法院于 2016 年 9 月判决：驳回河南七海物流集团有限公司的诉讼请求。河南七海物流集团有限公司不服判决，上诉到河南省三门峡市中级人民法院，2016 年 11 月，三门峡市中级人民法院民事裁定书（2016）豫 12 民终 1749 号裁定：撤销湖滨区人民法院（2016）豫 1202 民初 1209 号民事判决，发回湖滨区人民法院重新审理。截至 2017 年 9 月底，本案还在审理过程中。

北八道（高安）物流有限公司 2015 年 3 月向上海仲裁委员会申请仲裁，要求仲裁《委托

运营管理协议》的补充协议合法有效并继续执行，并认为江西瑞景铁路发展股份有限公司违背了《委托运营管理协议》的补充协议，即“委托经营管理期间，未经甲、乙双方共同确认新的经营方式，新的经营目标不低于本补充协议的经营目标值，新的经营方式没有提供甲方的股东江西赣铁投资发展有限公司或北八道（高安）物流有限公司为保证新的经营目标值提供保证担保而解除合同或提前收回江西建筑陶瓷产业基地铁路专用线乙方托管经营权，应按合同目标值的十倍支付乙方作为违约金及经济损失”，要求支付违约金 1.00 亿元。江西瑞景铁路发展股份有限公司认为应按《委托运营管理协议》中双方约定，出现纠纷应向南昌仲裁委员会提出申请。上海仲裁委员会认为补充协议具备成立生效条件，同时 2015 年 7 月上海仲裁委员会决定如下：驳回江西瑞景铁路发展股份有限公司提出的管辖异议。

北八道（高安）物流有限公司 2015 年 3 月向上海仲裁委员会申请仲裁，请求依法裁决江西瑞景铁路发展股份有限公司返还委托经营管理期间垫付款 0.42 亿元。截至 2017 年 9 月底，本案还在审理中。

截至 2017 年 9 月底，公司获得银行授信额度为 394.00 亿元，尚未使用额度 316.76 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

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 1 月 12 日，公司本部无不良信贷信息记录，公司过往履约能力良好。

8. 抗风险能力

基于对公司行业地位、自身经营和财务状况，以及江西省区域及财力状况、江西省各级政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2017年9月底，公司长期债务和全部债务分别为182.54亿元和233.03亿元，本期拟发行中期票据额度13亿元，相当于公司长期债务和全部债务的7.12%和5.15%。截至2017年9月底，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分别为62.37%、58.82%和52.81%，以该期财务数据为基础，若不考虑其他因素，本期中期票据发行后上述三项指标分别上升至63.46%、60.13%和54.52%，公司债务负担略有上升；如同时考虑到公司已于2018年2月发行的2018年度第一期中期票据，上述三项指标将上升至64.27%、61.08%和55.75%。但考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为39.82亿元、28.65亿元和94.28亿元，分别为本期中期票据发行额度的3.06倍、2.20倍和7.25倍，对本期中期票据保障能力较强；公司经营活动净现金流分别为6.47亿元、4.91亿元和3.22亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.50倍、0.38倍和0.25倍，对本期中期票据保障能力较弱；同期，公司EBITDA分别为5.39亿元、6.02亿元和5.47亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.41倍、0.46倍和0.42倍，对本期中期票据保障能力弱。

如同时考虑到公司已于2018年2月发行的2018年度第一期中期票据，2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为两期中期票据发行额度合计（23亿元）的1.73倍、1.25倍和4.10倍，对两期中期票据保障能力较强；公司经营活动净现金流分别为两期中期票据发行额度的0.28倍、0.21倍和0.14倍，对两期中期票据保障能力较弱；公司EBITDA分别为两期中期票据发行额度的0.23倍、0.26倍和0.24

倍，对两期中期票据保障能力弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好，综合评估公司在江西省铁路投融资领域的垄断性地位以及江西省政府对公司在土地出让收益注入、税费返还、财政补贴、铁路产业基金等方面的持续有力支持，联合资信认为，公司本期中期票据偿还能力极强。

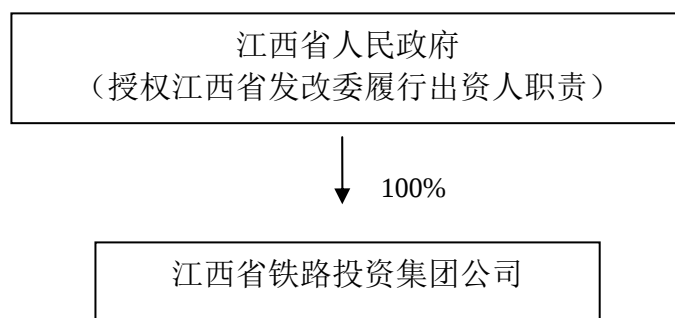
十、结论

公司作为江西省铁路建设省方出资人代表、省内唯一的铁路投资主体，得到省内各级政府和相关部门的支持，在项目竞争、项目融资等方面享有独特优势。此外，公司还开展多元化的经营业务，从事物流贸易、房地产开发以及港口建设投资等业务。但联合资信关注到，随着公司铁路投资业务规模的扩大，公司有息债务较快增长，盈利能力较弱等因素给公司带来的不利影响。未来，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；同时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。联合资信对公司评级展望为稳定。

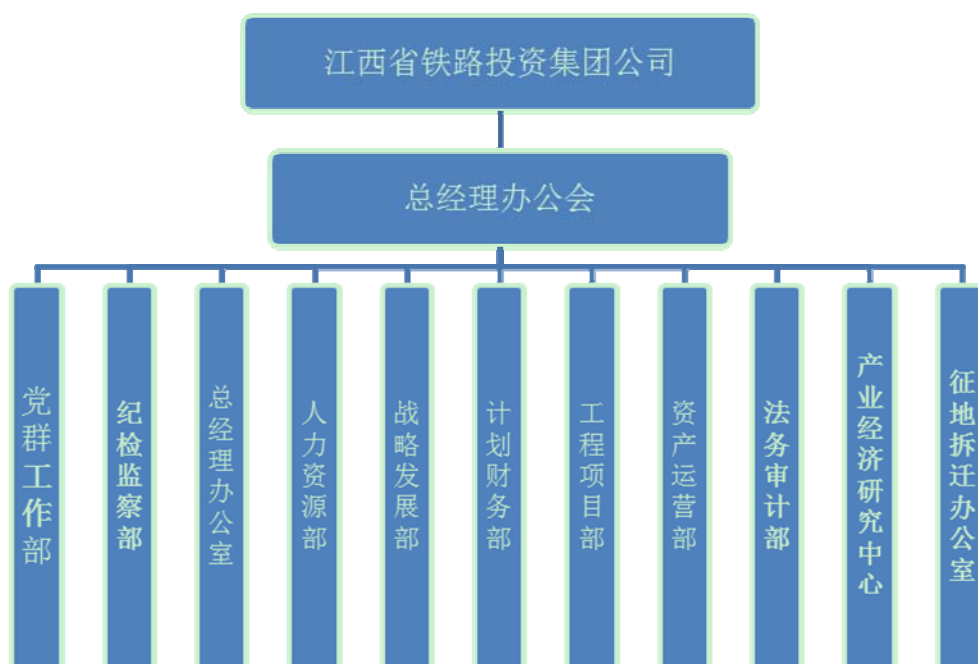
公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

综合评估公司行业地位、政府支持、未来发展等方面的优势，联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2016 年底公司合并范围内子公司情况

企业名称	级次	业务性质	实收资本（元）	持股比例(%)	投资额（元）
江西赣铁物业有限公司	1	服务业	14000000.00	100	14000000.00
福建中原港务有限公司	1	交通运输业	304601900.00	37.56	114400000.00
江西赣铁置业有限公司	1	房地产业	140000000.00	100	140000000.00
兴铁资本投资管理有限公司	1	服务业	176000000.00	100	176000000.00
南昌赣铁艾溪湖置业有限公司	1	房地产业	10000000.00	100	10000000.00
江西航空投资有限公司	1	服务业	1200000000.00	60	720000000.00
江西省铁投物流控股有限公司	1	商贸及运输	558980564.92	100	558980564.92
江西赣铁投资发展有限公司	2	交通运输业	408300000.00	100	408300000.00
江西赣铁物流有限公司	2	商业企业	41000000.00	100	41000000.00
庐山莲花湖度假酒店	2	服务业	1000000.00	100	1000000.00
萍乡赣铁置业有限公司	2	房地产业	6000000.00	51	3060000.00
景德镇赣铁置业有限公司	2	房地产业	6000000.00	51	3060000.00
景德镇北鼎置业有限公司	2	房地产业	2000000.00	51	1020000.00
南昌赣铁置业有限公司	2	房地产业	50000000.00	100	50000000.00
兴铁资本香港有限公司	2	服务业	30974980.00	100	30974980.00
江西省赣铁国储石油有限公司	2	仓储业	1000000.00	70	700000.00
江西航投客货销售有限公司	2	旅游业	30000000.00	100	30000000.00
兴铁富江投资管理有限公司	2	基金管理	25000000.00	70	17500000.00
高安赣铁投资有限公司	3	房地产业	6000000.00	100	6000000.00
江西萍实铁路发展股份有限公司	3	交通运输业	100000000.00	51	51000000.00
新余洋坊铁路股份有限公司	3	交通运输业	219510000.00	51	111950200.00
江西樟新盐化铁路发展股份有限公司	3	交通运输业	120000000.00	60	72000000.00
江西赣铁防水保温工程有限公司	3	商业企业	5000000.00	100	5000000.00
江西赣铁物产实业有限公司	3	商业企业	20000000.00	55	11000000.00
赣冶国际贸易(上海)有限公司	3	商业企业	20000000.00	60	12000000.00
江西赣铁仓储管理有限公司	3	服务业	2000000.00	100	2000000.00
兴铁香江投资有限公司	3	商业企业	28000000.00	100	28000000.00
江西航投国际旅行社有限公司	3	旅游业	3000000.00	100	3000000.00
江西瑞景铁路发展股份有限公司	3	交通运输业	11000.00	54.55	6000.00
兴铁江富（上海）股权投资管理有限公司	3	基金管理	1000000.00	100	1000000.00

附件 3 主要财务数据及计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.17	29.18	66.37	60.26
资产总额(亿元)	276.47	287.33	397.67	433.49
所有者权益(亿元)	116.03	119.44	145.05	163.12
短期债务(亿元)	42.88	6.39	26.42	50.48
长期债务(亿元)	96.36	141.38	200.67	182.54
全部债务(亿元)	139.24	147.76	227.09	233.03
营业收入(亿元)	6.67	6.29	39.29	42.98
利润总额(亿元)	3.90	2.37	2.78	0.20
EBITDA(亿元)	5.39	6.02	5.47	--
经营性净现金流(亿元)	6.47	4.91	3.22	15.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.43	5.45	8.19	--
存货周转次数(次)	0.40	0.39	2.23	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.11	--
现金收入比(%)	73.58	93.74	116.16	100.95
营业利润率(%)	12.27	4.04	2.18	3.25
总资本收益率(%)	1.99	2.14	1.33	--
净资产收益率(%)	3.34	1.96	1.83	--
长期债务资本化比率(%)	45.37	54.20	58.04	52.81
全部债务资本化比率(%)	54.55	55.30	61.02	58.82
资产负债率(%)	58.03	58.43	63.52	62.37
流动比率(%)	190.87	319.86	228.55	135.68
速动比率(%)	164.05	245.63	192.60	107.02
经营现金流动负债比(%)	12.32	23.11	6.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.82	24.55	41.53	--

注：1.2017 年 1~9 月财务报表未经审计；2.长期应付款以及专项应付款中有息债务纳入长期债务计算。

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%

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 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 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 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 江西省铁路投资集团公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江西省铁路投资集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江西省铁路投资集团公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江西省铁路投资集团公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江西省铁路投资集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江西省铁路投资集团公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江西省铁路投资集团公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江西省铁路投资集团公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江西省铁路投资集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江西省铁路投资集团公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江西省铁路投资集团公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。