

信用评级公告

联合〔2021〕4393号

联合资信评估股份有限公司通过对江西省铁路航空投资集团有限公司及其拟发行的2021年第二期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定江西省铁路航空投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，2021年第二期江西省铁路航空投资集团有限公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日



2021年第二期江西省铁路航空投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：20亿元

本期债券期限：3+2年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于铁路项目建设

评级时间：2021年6月24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

评级观点

江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“公司”）是江西省铁路建设省方出资人代表，主要负责江西省内铁路的建设投资，同时，公司作为江西省通航产业和空港建设投资主体，承担了江西省航空领域投资的重要职能。近年来，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、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面的有力支持，资本实力显著提升；公司通过股权置换获得九景衢铁路江西段的资产控制权，资产规模大幅增长。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资本支出压力大、国铁运营持续亏损、利润受投资收益和政府补助影响大等对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对其拟发行的2021年第二期公司债券（以下简称“本期债券”）保障能力好。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。

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

优势

- 经营环境良好。**近年来，江西省经济保持较快增长，地方财力不断提升，2020年江西省实现地区生产总值（GDP）25691.5亿元，同比增长3.8%；实现一般公共预算收入2507.5亿元，增长0.8%。
- 公司的区域地位显著，持续获得政府大力支持。**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；近年来，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、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面的有力的支持，资产规模不断扩大，资本实力明显提升。

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	2	
		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

分析师：

马玉丹

(登记编号：R0150220120054)

赵传第

(登记编号：R0150220120064)

章进

(登记编号：R0150220120019)

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

关注

1. 存在资本支出压力。公司在建、拟建铁路项目投资规模大，同时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. 盈利能力一般。公司铁路项目投资回收期长，整体盈利能力一般，利润主要依赖于投资收益和政府补贴。
3. 公司新增的国铁运营业务持续亏损，对公司盈利能力产生不利影响。2020年，江西省铁路发展有限公司实现营业收入3.69亿元，净利润-5.44亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	61.54	121.27	118.09	75.37
资产总额(亿元)	482.82	665.32	744.51	736.65
所有者权益(亿元)	202.10	312.06	346.93	347.80
短期债务(亿元)	32.38	51.38	92.41	46.44
长期债务(亿元)	183.77	198.27	204.73	240.40
全部债务(亿元)	216.15	249.65	297.13	286.83
营业收入(亿元)	43.30	49.33	62.71	13.78
利润总额(亿元)	1.82	2.54	3.12	1.15
EBITDA(亿元)	6.40	13.30	15.84	--
经营性净现金流(亿元)	17.09	37.08	27.60	-4.73
净资产收益率(%)	0.77	0.55	0.67	--
资产负债率(%)	58.14	53.10	53.40	52.79
全部债务资本化比率(%)	51.68	44.44	46.13	45.20
流动比率(%)	153.01	158.12	133.93	168.38
速动比率(%)	106.87	129.36	115.11	140.65
经营现金流动负债比(%)	19.61	29.01	18.93	--
现金短期债务比(倍)	1.90	2.36	1.28	1.62
EBITDA利息倍数(倍)	1.46	1.90	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.78	18.77	18.75	--
公司本部				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	437.92	531.48	602.28	573.46
所有者权益(亿元)	203.57	298.15	301.82	303.49
全部债务(亿元)	210.70	180.84	214.67	202.01
营业收入(亿元)	0.41	0.06	0.16	0.00
利润总额(亿元)	0.33	5.81	5.61	1.67
资产负债率(%)	53.51	43.90	49.89	47.08
全部债务资本化比率(%)	50.86	37.75	41.56	39.96
流动比率(%)	232.46	240.06	142.84	210.57
经营现金流动负债比(%)	37.48	40.67	27.48	--

注：2021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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/1/19	马玉丹 唐 嵩	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	阅读全文
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航空投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、客准确性、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。

分析师：马云林



联合资信评估股份有限公司

2021 年第二期江西省铁路航空投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“公司”）原名江西省地方铁路建设集团公司，系于 2007 年 11 月成立的全民所有制企业，初始注册资本 2.00 亿元。2009 年 12 月，经江西省人民政府批准，公司更名为江西省铁路投资集团公司。经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 65.40 亿元，实收资本 86.09 亿元。2019 年 8 月，公司由全民所有制企业改制为有限责任公司，并更名为江西省铁路投资集团有限责任公司，注册资本变更为 65.92 亿元。2019 年 9 月 20 日，根据《国开发展基金股东借款合同变更协议》，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）对公司存量专项建设基金余额 54.55 亿元调整为股权投资，国开发展基金按照约定的持股比例增加公司实收资本 36.59 亿元，同时江西省财政厅向公司增资 49.60 亿元，公司注册资本增至 172.29 亿元。2020 年 6 月 30 日，根据江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）《关于同意修改江西省铁路投资集团有限责任公司章程的批复》（赣发改铁建〔2020〕558 号），江西省发改委将其所持有公司 10% 的股份划转至江西省行政事业资产集团有限公司，同时公司注册资本增至 174.60 亿元，江西省发改委、国开发展基金和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有公司 71.14%、20.96% 和 7.90% 的股权。2020 年 12 月，经江西省人民政府批准同意，公司名称变更为现名，国开发展基金将其持有的公司 1.38% 股权转让给江西省投资集团有限公司，此次变更后，江西省投资集团有限公司作为新股东持有公司 1.38% 股权，国开发展基金有限公司持股相应调整为 19.58%，上述变更事宜的工商变更手续于 2020 年 12 月 29 日

办理完成。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 174.60 亿元，实收资本 174.65 亿元，江西省发改委持有公司 71.14% 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）。

公司经营范围：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 2021 年 3 月底，公司设有综合办公室、人力资源部、战略发展部等 12 个职能部门（详见附件 1-2），合并范围拥有 12 家一级子公司。

截至 2020 年底，公司资产总额 744.51 亿元，所有者权益 346.93 亿元（含少数股东权益 58.61 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 62.71 亿元，利润总额 3.12 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 736.65 亿元，所有者权益 347.80 亿元（含少数股东权益 58.02 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.78 亿元，利润总额 1.15 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区樟树街 555 号；法定代表人：温治明。

二、本期债券情况

1. 本期债券概况

公司已于 2020 年获得国家发改委 40 亿元公司债券核准的批复（发改企业债券〔2020〕174 号），本期计划在在限额内发行 2021 年第二期江西省铁路航空投资集团有限公司公司债

券（以下简称“本期债券”），计划发行规模为 20 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券按年付息，到期一次性还本，募集资金用途包括：15.05 亿元用于南昌至景德镇至黄山铁路项目建设、3.25 亿元用于兴国至泉州铁路项目建设、1.70 亿元用于安庆至九江铁路项目建设。

2. 募投项目概况

南昌至景德镇至黄山铁路

南昌至景德镇至黄山铁路项目起自江西省南昌市南昌东站，经上饶市、景德镇市，安徽省黄山市，终至黄山北站。正线全长约 286 公里，设站 9 座。预留乐平设站条件。同步新建南昌枢纽联络线约 29.1 公里以及南昌枢纽、景德镇地区、黄山地区相关配套工程等。该线路规划远景年运输能力为单向 4000 万人/年。

南昌至景德镇至黄山铁路项目实施主体为子公司江西省铁路发展有限公司（以下简称“铁路发展公司”），项目总投资 485.7 亿元，其中工程投资 456.9 亿元，动车组购置费 28.8 亿元。项目资金来源为：资本金占总投资的 50%，共计 242.9 亿元，其中中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路总公司”）出资 87.2 亿元，江西省出资 115.6 亿元，安徽省出资 40.1 亿元；资本金以外通过市场化融资解决。

南昌至景德镇至黄山铁路项目已于 2018 年 12 月开工建设，预计 2023 年建成。截至 2021 年 5 月底，项目江西省境内段已累计筹措资金 78.65 亿元，其中资本金 74.64 亿元，融资 4.01 亿元，资金缺口 267.85 亿元；项目已累计完成投资 132.82 亿元。

兴国至泉州铁路

兴国至泉州铁路项目从既有京九铁路兴国站引出，经江西省赣州市兴国县、宁都县、石城县，福建省三明市宁化县，接入兴国至泉州铁路宁化至泉州段宁化站，正线长约 159 公里，同步修建兴国地区疏解线 3.3 公里。全线共设

14 个车站，其中新建 13 个，设计时速 160 公里/小时，规划远景年运输能力为客车 6 对/日、货运 2400 万吨/年。

兴国至泉州项目由子公司向莆铁路股份有限公司（公司持股 9.13%）负责工程建设和经营管理，总投资 98.80 亿元，其中工程投资 97.80 亿元，机车车辆购置费 1.00 亿元。项目资金来源为：资本金占总投资的 70%，共计 69.20 亿元。江西省和福建省承担部分工程投资以及各自境内段征地拆迁工作和费用。征地拆迁费用依照国家及地方政府有关规定，经股东各方认可后计入项目省方股份。江西省出资 28.00 亿元，福建省出资 6.50 亿元，中国铁路总公司出资 34.70 亿元。资本金以外的资金使用国内银行贷款。

兴国至泉州铁路项目已于 2016 年开工建设，预计 2021 年建成。截至 2021 年 5 月底，项目江西省境内段累计完成投资 67.82 亿元，累计投资完成率 84.48%，其中正线铺轨已经全部完成，预计 2021 年 9 月底实现通车。

安庆至九江铁路

安庆至九江铁路项目从合肥至安庆高速铁路新安庆西站引出，经安徽审安庆市怀宁县、潜山县、太湖县、宿松县，湖北省黄冈市黄梅县，终至江西省九江市庐山站，正线全长 169 公里，全线共设 8 个车站，其中新建车站 6 个。同步修建新安庆西至安庆段联络线 28 公里及相关铁路上下行联络线。设计时速为正线 350 公里/小时，规划运输能力为单向 5000 万人/年。

安庆至九江铁路项目总投资 336.3 亿元，其中工程投资 320.3 亿元，动车组购置费 16 亿元。项目资金来源：资本金占总投资的 50%，共计 168.2 亿元，其中安徽省、湖北省、江西省分别承担境内段资本金的 50%（含各自承担的征地拆迁费用，按规定程序经各方认可后计入项目股份），其余资金由中国铁路总公司负责筹措；资本金以外的部分使用国内银行贷款。

安庆至九江铁路项目已于 2017 年开工建设，预计 2022 年建成，截至 2021 年 5 月底，

项目江西省境内段已累计完成投资 40.67 亿元， 68.24%。
累计投资完成率 65.39%。其中，路基工程已全 本期债券募投项目已取得相关政府部门审
部完成，桥梁工程开累完成设计数量的 批、核准文件，具体情况如表 1 所示：

表 1 募投项目审批情况

项目名称	核准时间	核准部门	批复文件	核准文号
南昌至景德镇至黄山铁路	2017-12-15	中华人民共和国国土资源部	关于新建南昌至景德镇至黄山铁路项目建设用地预审意见的复函	国土资预审字（2017）133号
	2017-12-20	江西省住房和城乡建设厅	关于新建南昌至景德镇至黄山铁路（江西段）规划选址意见的批复	赣建规（2017）118号
	2017-12-29	国家发展和改革委员会	国家发展和改革委员会关于新建南昌至景德镇至黄山铁路可行性研究报告的批复	发改基础（2017）2252号
	2018-08-23	水利部	水利部关于新建南昌至景德镇至黄山铁路水土保持方案审批准予行政许可决定书	水许可决（2018）39号
	2018-09-27	中华人民共和国生态环境部	关于新建南昌经景德镇至黄山铁路环境影响报告书的批复	环审（2018）101号
	2018-10-01	中国铁路总公司、江西省人民政府、安徽省人民政府	中国铁路总公司、江西省人民政府、安徽省人民政府关于新建南昌至景德镇至黄山铁路初步设计的批复	铁总鉴函（2018）662号
兴国至泉州铁路	2016-01-15	江西省文化厅	关于新建兴国至泉州铁路项目江西段（可研阶段）文物资源评估结果的通知	赣文保字（2016）1号
	2016-01-20	江西省地震局	关于新建铁路兴国至泉州线（江西段）建设工程抗震设防要求的批复	赣震发防（2016）1号
	2016-01-21	江西省国土资源厅	江西省国土资源厅关于呈报新建铁路兴国至泉州线（江西段）建设项目用地预审意见的报告	赣国土资文（2016）8号
	2016-01-28	江西省发展和改革委员会	江西省发展改革委关于呈报新建铁路兴国至泉州线（江西段）社会稳定风险分析评估报告的请示	赣发改交通（2016）112号
	2016-02-02	江西省住房和城乡建设厅	关于新建铁路兴国至泉州线（江西段）规划选址意见的批复	赣建规（2016）6号
	2016-03-10	江西省国土资源厅	江西省国土资源厅关于新建铁路兴国至泉州线（江西段）建设用地压覆矿产资源评估报告审查意见的批复	赣国土资函（2016）123号
	2016-04-28	中华人民共和国国土资源部	关于新建铁路兴国至泉州线建设用地预审意见的复函	国土资预审字（2016）32号
	2016-08-29	国家发展和改革委员会	国家发展改革委关于新建兴国至泉州铁路兴国至宁化段可行性研究报告的批复	发改基础（2016）1864号
	2016-10-17	中国铁路总公司、江西省人民政府	中国铁路总公司、江西省人民政府关于新建兴国至泉州铁路兴国至宁化段DK25+180~D1K32+200段站前工程初步设计的批复	铁总鉴函（2016）799号
	2017-05-26	中国铁路总公司、江西省人民政府、福建省人民政府	中国铁路总公司、江西省人民政府、福建省人民政府关于新建兴国至泉州铁路兴国至宁化段初步设计的批复	铁总鉴函（2017）277号
安安庆至九江铁路	2015-09-25	江西省住房和城乡建设厅	关于新建安庆至九江铁路（江西段）工程规划选址意见的批复	赣建复（2015）35号
	2015-09-25	江西省国土资源厅	江西省国土资源厅关于呈报新建安庆至九江铁路（江西段）建设项目用地预审意见的报告	赣国土资文（2015）96号
	2015-09-25	江西省发展和改革委员会	江西省发展和改革委员会关于呈报新建安庆至九江铁路（江西段）社会稳定风险分析评估报告的请示	赣发改交通（2015）1098号
	2015-11-10	国家发展和改革委员会	国家发展改革委办公厅关于新建安庆至九江铁路节能评估报告的审查意见	发改办环资（2015）2939号
	2015-12-02	中华人民共和国环境保护部	关于新建安庆至九江铁路环境影响报告书的批复	环审（2015）250号
	2016-12-23	国家发展和改革委员会	国家发展和改革委员会关于新建安庆至九江铁路可行性研究报告的批复	发改基础（2016）2716号
	2017-05-31	中国铁路总公司、安徽省人民政府、湖北省人民政府、江西省人民政府	中国铁路总公司、安徽省人民政府、湖北省人民政府、江西省人民政府关于新建安庆至九江铁路初步设计的批复	铁总鉴函（2017）411号

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国

国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上

年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固

定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一

般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会

向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是

国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能

力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展

2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信综合整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 铁路行业

2020年，受新冠疫情影响，中国铁路运输

受到一定程度冲击，铁路投资额较上年有所下降。长期来看，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

(1) 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。铁路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2020年底，中国铁路营业里程14.63万公里，其中高铁3.80万公里；复线率59.5%；电化率72.8%。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：国家铁路独资投资建设铁路项目，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家铁路控股的合资公司，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，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

(2) 铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据1996年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国31个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着2019年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同

承担支出责任，干线铁路的运营管理由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。2014年，国家铁路正式开标选聘土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构；2020年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

(3) 铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016—2019年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在8000亿元以上规模。2020年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成7819亿元，较上年（8029亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津冀及其周边地区、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。

表4 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
固定资产投资	8015	8010	8028	8029	7819
投产新线	3281	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线	1903	2182	4100	5474	2521
新开工项目数	46	35	22	26	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016—2019年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；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。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。2020

年，全国铁路旅客发送量22.03亿人，同比下降39.80%；铁路旅客周转量8266.19亿人公里，同比下降43.80%。货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020年，中国铁路货运总发送量45.52亿吨，同比增长3.20%；铁路货运总周转量30514.46亿吨公里，同比增长1.00%，受

疫情影响，增速较上年有所降低。

表 5 全国铁路运输情况（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
全国铁路旅客发送量	28.14	30.84	33.75	36.60	22.03
全国铁路旅客周转量	12579.29	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19
全国铁路货运总发送量	33.32	36.89	40.26	43.89	45.52
全国铁路货运总周转量	23792.26	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017年4月起，中国铁路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%~30%，一等座涨幅在65%~70%；2019年12月，中国铁路进一步对730余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。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，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，中国铁路还采取了降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，铁路货运价格整体有所下浮。2020年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自2020年3月6日起至6月30日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路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。据此，国家相关部门颁布了一系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

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。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来30年的“两步走”战略目标，到2035年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等9个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表 6 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
2020年8月13日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

2020年，受新冠病毒肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路累计固定资产投资较上年同期有所下降，但长期而言，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到2035年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛，全国铁路网达20万公里左右，其中高铁7万公里左右；到2050年，全国建成更加发达完善的现代化铁路网。铁路货运价格下浮有助

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；铁路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，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。

3. 区域经济环境

近年来，江西省经济保持较快增长，地方财政总收入持续提升；未来江西省铁路投资将保持高位。作为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环境。

根据《江西省国民经济和社会发展统计公

报》，2018—2020年，江西省地区生产总值（GDP）分别为21984.8亿元、24757.5亿元和25691.5亿元，同比增速分别为8.7%、8.0%和3.8%，增速有所放缓。其中，2020年第一产业增加值2241.6亿元，增长2.2%；第二产业增加值11084.8亿元，增长4.0%；第三产业增加值12365.1亿元，增长4.0%。三次产业结构由2018年的8.6:46.6:44.8调整为2020年的8.7:43.2:48.1，三次产业对GDP的贡献率分别为5.0%、52.1%和43.0%。

固定资产投资方面，2018—2020年，江西省全年全社会固定资产投资同比增速分别为11.1%、9.2%和8.2%。分产业看，2020年江西省第一产业投资增长24.4%，占全部投资的2.2%；第二产业投资增长8.0%，占全部投资的49.6%；第三产业投资增长7.8%，占全部投资的48.2%。分经济类型看，2020年江西省国有投资增长9.1%，占全部投资的24.4%；非国有投资增长7.9%，占全部投资的75.6%，其中，民间投资增长3.6%，占全部投资的65.2%。从投资主要构成看，2020年江西省基础设施投资增长4.2%，占全部投资的16.5%；工业投资增长8.0%，占全部投资的49.6%。

铁路运输方面，2018—2020年，江西省铁路旅客运输量分别为11130.7万人、11728.2万人和8157.1万人，同比增速分别为8.9%、5.4%和-31.7%；铁路货物运输量分别为5046.0亿吨、4963.0万吨和4552.5万吨，同比增速分别为5.4%、-1.6%和-10.1%。

2018—2020年，江西省财政总收入同比增速分别为10.1%、5.4%和1.2%。2020年江西财政总收入4048.3亿元，其中，一般公共预算收入2507.5亿元，增长0.8%；税收收入1702亿元，下降2.6%，占一般公共预算收入的比重为67.9%。2020年，江西省政府性基金预算收入完成3101.5亿元，增长22.1%，主要是部分地区加大土地出让力度。财政支出方面，2020年江西省一般公共预算支出6666.1亿元，增长4.4%，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4003.8亿元，增长54.8%，主要是专项债券及抗疫特别国债增加支出较多。2020年底，江西省政府债务余额7149.1亿元，控制在中央核定的债务限额以内。

根据江西省统计局网站披露数据，2021年1—3月，江西省地区生产总值（GDP）6574.8亿元，同比增长18.4%，固定资产同比增长29.7%；社会消费品零售总额2670.2亿元，同比增长47.8%；一般公共预算收入839.2亿元，同比增长16.0%。

根据《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，江西省将持续加大高铁规划建设力度，计划建成赣深、昌景黄、昌九等高速铁路，争取开工建设常岳昌等铁路项目，提高南昌对外运输高铁通道能力，完善南昌“米”字形高铁网络，进一步提升南昌铁路枢纽地位；优化路网结构方面，加快长赣等铁路建设，推进六安景、赣郴等铁路项目前期工作，做好景鹰瑞、赣广等铁路规划研究，逐步填补赣西、赣东南等地区铁路空白。期间，江西省力争时速250公里以上的高铁通车里程突破2000公里，基本形成以省会南昌枢纽为中心，至长三角、粤港澳大湾区、京津冀和成渝地区3至6小时通达，与周边省会城市3小时内通达。

五、基础素质分析

公司是江西省铁路及航空领域建设的投资主体，近年来，江西省政府通过资本及资产注入、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持续给予公司大力支持，公司规模不断扩大，资本实力显著提升。

1. 股权状况

截至2021年3月底，公司注册资本174.60亿元，实收资本174.65亿元，江西省发改委持有公司71.14%股权，江西省人民政府为公司实

际控制人（授权江西省发改委对公司履行出资人职责）。

2. 企业规模及竞争力

自成立以来，公司即作为江西省与国铁集团合资铁路省方出资人代表，是江西省铁路建设唯一省级投资主体。近年来，在江西省大力发展航空运输产业的背景下，江西省人民政府明确由公司主导省内通航产业和空港建设投资，赋予了公司在江西省航空领域投资的重要职能。公司肩负江西省交通投资领域的两大重任，在江西省国有企业中居重要地位。目前，公司依托自身职能定位，形成了“铁路+航空”投资双主业，物流、金融、房地产等延伸产业相互促进的多元化业务格局，在江西省相关行业具备很强的竞争实力。

3. 人员素质

截至评级报告出具日，公司董事、监事及高级管理人员共 18 名，其中党委书记兼董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 4 名，均具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

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（正处级）、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董事长、党委书记，2020年4月起任公司党委书记、董事长。

邹洪先生，汉族，江西东乡人，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。历任江西省发改委利用外资处处长、固定资产投资处处长、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 月至 2016 年 4 月在国家发改委基础产业司挂职任副司长），2017 年 1 月任

公司党委副书记、总经理，2017 年 5 月至今任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至 2021 年 3 月底，公司本部在职员工 84 人，硕士及以上学历 29 人，本科学历 51 人，大专及以下学历占 4 人。从年龄结构来看，30 岁以下员工 9 人，30~50 岁 60 人，50 岁以上占 15 人。

总体看，公司管理人员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. 外部支持

资本及资产注入

为支持公司业务开展，江西省政府多次对公司进行资本投入，增强公司资本实力。

2013年和2014年，江西省财政厅分别向公司拨入资本金18.76亿元和20.00亿元，增加公司实收资本。2015年和2016年，江西省财政厅通过省级国有资本经营收益预算支出向公司分别拨入资本金1700.00万元和2420.00万元，增加公司资本公积。2017年，经江西省发改委批复，江西省节能环保投资有限公司和江西省城镇建设投资集团有限公司100%股权被无偿划转至公司，增加公司资本公积2.76亿元。2018年，江西省财政厅向公司增资20.00亿元，公司相应增加实收资本。2019年，江西省财政厅向公司增资51.92亿元，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，公司增加实收资本。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。2020年，根据赣财资指〔2020〕16号文，江西省财政厅向公司注入资本金0.08亿元，其中0.04亿元计入实收资本、0.04亿元计入资本公积。

根据 2015 年 10 月 31 日江西省发改委牵头

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。2018—2019年，公司分别收到各市区铁路资本金7.52亿元和8.30亿元，计入资本公积。

土地收益注入

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。经公司与地方政府协商，要求土地价值一般不低于每亩25万元，总面积约18700亩，总价约为66.80亿元。截至2021年3月底，公司已收到土地收益注入资金61.84亿元。

财税政策和政府补贴

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—2017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、4.53亿元和9.39亿元。2014—2018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、2.02亿元、1.33亿元和2.39亿元。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，为弥补铁路发展公司运营亏损，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。2020年，公司收到财政补贴及燕山生态园基地项目站房扩建政府补贴合计26.71亿元，其中冲减财务费用7.18亿元，剩余计入递延收益；当期，为弥补铁路发展公司运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金3.70亿元，计入其他收益。

铁路产业基金

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），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“铁路产业基金”），基金总规模150亿元，首期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。铁路产业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，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”给予支持。截至2021年3月底，铁路产业基金实际募集到账资金81.01亿元，其中中国有引导资本出资18.60亿元，普通合伙人（GP）出资0.68亿元，公司出资13.00亿元。

项目资本金支持

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》（赣发改铁建〔2018〕593号）的通知，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。

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（中征码：3601010002111139），截至2021年5月28日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

六、管理体制

公司建立了较为规范的法人治理结构和系统的内部管理制度，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和其他有关规定，结合自身实际情况制定了公司章程，作为规范公司组织和行为的基本制度，并形成了由党委会、股东会、董事会、监事会和高级管理层构成的法人治理结构。

公司党委按管理权限由上级党组织批准设

立。党委在公司发挥党组织的领导核心和政治核心作用，围绕把方向、管全局、保落实开展工作，保证监督党和国家的方针政策在公司的贯彻执行。党委会研究决策的重大事项包括公司贯彻执行党的路线方针政策和上级党组织重要决定的重大措施；按照管理权限决定企业人员任免、奖惩，或按一定程序向董事会、总经理推荐人选，对董事会或总经理提名的人选进行酝酿并提出意见和建议等。党组织研究讨论是董事会、经理层决策重大问题的前置程序，重大经营管理事项必须经党组织研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定。

公司设股东会，股东国开发展基金、江西省行政事业资产集团有限公司、江西省投资集团有限公司不向公司委派董事、监事和高级管理人员。股东会是公司最高权力机构，表决涉及下列事项应经全体股东一致同意，其他事项由全体股东所持表决权二分之一及以上通过：修改公司章程；增加或建设注册资本；公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式；公司引入新的股东；对外举借或出借单笔金额超过公司最近一期经审计的净资产的30%；对外举借或出借合计金额超过公司最近一期经审计净资产的70%；在公司财产或资产上设定任何担保权或对外提供保证担保，合计超过公司最近一期经审计的净资产的30%；其他可能对股东的权利产生不利影响的重大事项。

公司设董事会，成员5名，其中4名由江西省发改委任命，董事长、副董事长的提名及任免按照法律法规及相关政策办理；职工董事1名，由职工代表大会选举产生，董事每届任期3年，届满可连选连任。董事会行使职权主要包括：执行出资人的决议；决定公司经营方针和投资计划；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；决定公司高级管理人员聘任、解聘和报酬事项等。

公司设监事会，成员5名，其中3名监事由江西省发改委任命，2名职工监事由职工代表大会选举产生，每届任期3年，届满可连选连任，

公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使职权主要包括：检查公司财务；对董事、高级管理执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、法规、公司章程的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

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、副总经理、总经理助理、总经济师、总工程师等专业性高级管理人员。公司高级管理人员需由董事会负责选聘。

2. 管理水平

根据国家相关政策法规，结合自身实际情况，公司制定并不断完善经营业绩考核办法、控股子公司管理办法、合同管理暂行办法、内部审计管理暂行办法、财务管理办法等一系列内部控制制度。

预算管理方面，公司制定了《集团预算管理暂行办法》。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，公司制定了《集团公司招标投标管理办法》，公司招标投标工作实行归口管理、分工负责，集团公司工程项目部是招标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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责江西省内铁路的建设投资及运营，同时涉足物流贸易、铁路沿线土地综合开发以及航空建设投资、金融投资等多元化经营业务。近年来公司营业收入持续增长，毛利率波动上升。

2018—2020年，公司营业收入分别为43.30亿元、49.33亿元和62.71亿元。收入构成方面，由于公司投资的国家铁路大部分为参股，近年来公司收入主要来源于货物销售，其中货物销售和铁路沿线土地综合开发收入占比较大，近三年合计占比分别为92.41%、79.89%和86.78%。2018—2020年，公司货物销售收入波动增长，其中2020年增幅较大，主要系当年公司集中铁路沿线钢材供应，导致业务量增加；铁路沿线土地综合开发收入较为稳定；2019—2020年，公司国铁运营收入分别为7.64亿元和3.69亿元，对公司收入形成重要补充。铁路专用线运营收入、金融商品收入和其他收

入整体规模小，对公司收入和利润贡献小。

毛利率方面，2018—2020年，公司铁路沿线土地综合开发业务毛利率持续上升，主要系部分公寓和车位收入利润空间较大所致；货物销售业务毛利率水平较低；2019—2020年，国铁运营业务毛利率分别为-42.28%和-56.71%。受公司收入构成及各业务毛利率变化的多重影响，

公司综合毛利率波动上升，2018—2020年分别为7.56%、5.23%和9.21%。

2021年1—3月，公司实现营业收入13.78亿元，主要来自贸易业务和供应链销售收入，相当于2020年全年的21.97%；公司综合毛利率为3.48%。

表7 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021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	收入	占比	毛利率
主营业务收入	42.85	98.97	6.74	49.18	99.70	5.30	62.11	99.04	8.78	13.77	99.93	3.85
贸易（货物销售）	26.94	62.21	1.68	24.64	49.95	1.14	40.36	64.36	0.39	6.24	45.28	0.00
铁路专用线运营	0.98	2.27	4.83	0.42	0.85	2.38	0.25	0.40	-4.00	0.05	0.36	0.00
金融商品收入	0.94	2.17	100.00	0.74	1.49	100.00	0.50	0.80	100.00	0.10	0.73	100.00
铁路沿线土地综合开发收入	13.08	30.20	5.78	14.77	29.94	26.61	14.06	22.42	44.95	0.00	0.00	--
国铁运营收入	0.00	0.00	--	7.64	15.49	-42.28	3.69	5.88	-56.71	0.95	6.89	-2.11
其他	0.92	2.12	75.67	0.98	1.99	89.80	3.24	5.17	17.77	6.43	46.66	7.00
其他业务收入	0.45	1.03	86.71	0.14	0.29	-21.43	0.60	0.96	53.93	0.01	0.07	-500.00
合计	43.30	100.0	7.56	49.33	100.0	5.23	62.71	100.0	9.21	13.78	100.0	3.48

注：其他收入包括物业收入、咨询收入和仓储收入等；其他业务收入包括子公司江西赣铁物流有限公司、江西赣铁投资发展有限公司、江西省中泽地产集团有限公司和福建中原港务有限公司的其他业务收入；分项加总不等于合计数系四舍五入；2021年一季度，公司新增供应链销售收入5.97亿元

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

铁路投资

公司代表江西省政府与国铁集团合作进行江西省内过境铁路建设投资，主要以参股形式获取投资收益。2019年通过股权置换获得九景衢铁路江西段控制权，新增国铁运营业务。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。

（1）参股铁路

公司代表江西省政府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

江西省政府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，部分铁路线路采用由公司承担征迁费用入股的形式进行投资。

截至2021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、衡茶吉铁路、合肥至福州铁路、赣龙铁路扩能改造、武九客专、昌吉赣客专和浩吉铁路；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2021年3月底，公司累计获得昌九城际铁路股权投资收益1.51亿元，其中2016年、2018年和2020年分别为0.71亿元、0.40亿元和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 8 截至 2021 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—2015.6	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
浩吉铁路	212.00	163.33	2014.12—2019.9	1.20	8.10
合计	1418.87	1371.53	--	--	200.41

资料来源: 公司提供

(2) 控股铁路

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铁路发展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, 对铁路发展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。

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—2020年, 九景衢铁路分别实现国铁运营收入7.64亿元和3.69亿元, 以客运收入为主, 受新冠肺炎疫情影响, 2020年收入大幅下

滑; 同期, 国铁运营毛利率分别为-42.28%和-56.71%。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》, 2019—2020年, 江西省财政厅下达财政补贴资金分别为5.00亿元和3.70亿元, 用以弥补九景衢铁路当年的运营亏损。2021年1—3月, 九景衢铁路实现国铁运营收入0.95亿元, 同期毛利率为-2.11%。九景衢铁路建成时间较短, 尚处于培育期, 叠加新冠肺炎疫情影响, 收入难以覆盖成本支出, 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。

(3) 在建及拟建铁路

截至2021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198.99亿元, 公司已累计完成出资145.12亿元, 2021年4—12月和2021年分别计划出资34.67亿元和19.27亿元。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 9 截至 2021 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	江西段总投资	江西段已投资	公司计划投资	公司参股比例	公司已投资	未来出资计划		
								2021年4-12月	2022年	2023年
兴泉铁路	125.00	2016—2021	80.28	66.08	32.30	50.00	29.05	3.25	0.00	--
赣深客专	136.00	2016—2021	177.10	124.20	35.40	40.00	35.47	--	--	--
安九客专	17.00	2016—2022	62.20	38.68	15.69	50.00	13.99	1.70	0.00	--

昌景黄铁路	230.00	2018—2022	346.50	118.10	115.60	66.00	66.61	29.72	19.27	--
合计	508.00	--	666.08	347.06	198.99	--	145.12	34.67	19.27	--

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

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

铁路专用线

公司铁路专用线运营收入规模较小，因转让铁路专用线资产，公司铁路专用线收入明显下降，毛利率受固定资产折旧、财务费用等影响波动。

除了与国铁集团的合资铁路外，公司还投资建设了部分铁路专用线项目，由公司自主运营，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。

截至 2021 年 3 月底，公司投资建设的铁路专用线包括江西省建陶基地专用线、洋纺扩能改造（一期）专线、樟新盐化铁路专线和萍乡工业陶瓷基地专用线。2018 年 6 月，公司以 1.20 亿元对价出售江西省建陶基地专用线全部股权，2019 年以 1.70 亿元的对价实现洋纺扩能改造（一期）专线转让，截至 2021 年 3 月底上述交易款均已全部到账。

2018—2020 年，公司铁路专用线运营收入分别为 0.98 亿元、0.42 亿元和 0.25 亿元，2019 年大幅下降主要系出售铁路专用线资产所致；同期，该板块毛利率波动较大，主要受固定资产折旧、财务费用以及线路利用情况的影响。

目前公司铁路专用线运营线路为樟新盐化铁路专线和萍乡工业陶瓷基地专用线。樟新盐化铁路专线项目总投资 3.74 亿元，于 2012 年 1 月 12 日正式投入运营，项目设计运力近期为 354 万吨/年，远期为 935 万吨/年。萍乡工业陶瓷基地专用线为萍乡市湘东区工业园铁路专用线一期工程，建设内容包括姚家洲站改造、峡山口至工业园区区间专用线、焦化区、陶瓷区站场；该项目于 2010 年开工，总投资为 4.10 亿元，原计划于 2014 年底完工通车，但由于征地

拆迁难、施工方案多次调整、地勘结果与实际情况不符造成设计变更等原因，实际施工进度远落后于预期，截至 2021 年 3 月底，该项目已完成投资 4.30 亿元，目前该专用线已通车。公司无其他在建及拟建铁路专用线项目。

货物销售

贸易板块为公司带来了一定现金流入，近年来公司贸易业务收入波动增长，但毛利率水平较低。

公司贸易业务主要由江西赣铁物流有限公司和江铁国际控股集团有限公司负责，主要货物品种包括钢材、电解铜、防水材料、农产品等。

采购方面，公司以国内采购为主，在开展业务前需对供应商进行审慎筛选，确保供应商在持续、健康经营的前提下，与之建立长期、稳定的合作关系；付款模式包括货到付款与预付款两种，以预付款采购为主。销售方面，公司目前销售的客户主要为钢材经销商及铁路、市政等建设项目承包方，用于供给建筑施工等；销售方式主要为款到发货模式，以现款结算为主，其他融资工具（承兑汇票）结算为辅。

2018—2020 年，公司贸易业务分别实现收入 26.94 亿元、24.64 亿元和 40.36 亿元，其中 2020 年增幅较大，主要系当年公司集中铁路沿线钢材供应，导致业务量增加；同期，毛利率均处于较低水平。2021 年 1—3 月，公司贸易收入为 6.24 亿元。

铁路沿线土地综合开发

铁路沿线土地综合开发板块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，后续投资支出压力一般。

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。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 2021 年

3 月底，公司已完成南昌西客站九龙府一至四期住宅、配套商业及公寓的开发，总可销售面积 48.82 万平方米，已完成销售面积 44.86 万平方米，累计确认收入 37.95 亿元，累计收到销售回款 41.03 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司在建综合开发项目计划总投资 88.44 亿元，已投资 71.72 亿元；公司暂无拟建项目；公司用于房地产开发业务的储备土地 8.21 万平方米，账面价值 5.05 亿元。

表 10 截至 2021 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	39.13	36.95	住宅、底商、公寓	48.82
南昌西客站南地块项目	7.74	4.83	住宅、底商	8.93
萍乡赣铁和园项目	6.80	5.56	住宅、底商	13.16
景德镇凤凰城项目（含北地块）	30.91	21.75	住宅、底商	39.87
景德镇宏文路项目	3.86	2.63	住宅	5.52
合计	88.44	71.72	--	116.30

注：南昌西客站九龙府包括一期至四期，已完工未完成投资
资料来源：公司提供

航空投资

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。

航空投资主要由子公司江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”）负责开展。江西航产成立于 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，江西航产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 14 架（包括 10 架波音 737-800 型飞机，4 架 ARJ-21 型飞机），平均机龄少于 4 年。2020 年，江西航空执飞航班 1.12 万班次，客座率 74.70%，承运旅客 133.58

万人次，飞机利用率 7.30 小时/架·日，实现营业收入 8.22 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”），其中江西航产持股 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“一千六支”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，2019 年和 2020 年分别实现营业收入 0.02 亿元和 0.12 亿元，2021 年 3 月底机队规模 12 架，飞行人员 15 名，目前已开通省内“南昌—赣州”“南昌—井冈山”航线及省外“山西吕梁—大同”航线等 4 条航线。为加快在全国通航短途运输市场的业务布局，2020 年 4 月，江西

航产与鄂尔多斯机场集团合资成立内蒙古北方快线通用航空有限公司,同年9月正式开通“鄂尔多斯—鄂托克前旗”往返航线,同年12月开通“鄂尔多斯—乌海—包头”环飞航线。

航空基础设施建设方面,根据江西省委省政府决策部署,由公司与江西省机场集团成立合资公司,作为昌北国际机场三期扩建项目法人主体及运营管理主体;其中,江西航产、兴铁资本管理有限公司(以下简称“兴铁资本”)作为公司出资代表合计持股49%,省机场集团持股51%。昌北国际机场三期扩建项目计划总投资240亿元(以实际批复为准),其中资本金比率为50%,拟通过民航发展基金、地方财政资金解决,其余50%为自筹,工程预计于2022年开工,目前项目总体规划修编已获批复,预可研已获民航审查意见。

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。近些年,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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年财务报表,北京中证天通会计师事务所(特殊普通合伙)对2018年报表进行审计,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对2019—2020年报表进行审计,

均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年1—3月财务报表未经审计。

截至2021年3月底,公司有纳入合并报表范围内一级子公司12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,公司合并范围新增1家子公司,系铁路发展公司,同时因出售铁路专用线资产减少1家子公司;2020年,公司合并范围新增2家子公司,系新设成立;2021年一季度,公司合并范围内子公司无变化。总体看,公司新增铁路发展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2020年底,公司资产总额744.51亿元,所有者权益346.93亿元(含少数股东权益58.61亿元);2020年,公司实现营业收入62.71亿元,利润总额3.12亿元。

截至2021年3月底,公司资产总额736.65亿元,所有者权益347.80亿元(含少数股东权益58.02亿元);2021年1—3月,公司实现营业收入13.78亿元,利润总额1.15亿元。

2. 资产质量

2018—2020年,公司资产规模持续增长,以非流动资产为主;流动资产中现金类资产较为充足;非流动资产以铁路项目投资形成的在建工程、固定资产和可供出售金融资产为主。公司资产流动性较弱,整体资产质量一般。

2018—2020年,公司资产规模持续增长,年均复合增长24.18%。2020年底,公司资产总额744.51亿元,较上年底增长11.90%,主要系在建工程增长所致。其中,流动资产占26.22%,非流动资产占73.78%,公司资产以非流动资产为主,主要资产构成如下表所示。

表11 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2018年		2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	60.91	12.61	121.10	18.20	116.92	15.70	72.84	9.89
其他应收款	24.22	5.02	36.55	5.49	36.48	4.90	39.91	5.42

存货	40.22	8.33	36.76	5.52	27.43	3.68	28.93	3.93
流动资产合计	133.37	27.62	202.05	30.37	195.24	26.22	175.66	23.85
可供出售金融资产	245.57	50.86	236.02	35.48	245.77	33.01	0.00	0.00
固定资产	5.08	1.05	167.69	25.20	159.28	21.39	158.85	21.56
在建工程	91.24	18.90	45.22	6.80	112.87	15.16	93.96	12.76
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	239.12	32.46
非流动资产合计	349.46	72.38	463.27	69.63	549.27	73.78	560.99	76.15
资产总额	482.82	100.00	665.32	100.00	744.51	100.00	736.65	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020年，公司流动资产波动增长，年均复合增长20.99%。2020年底，公司流动资产195.24亿元，较上年底下降3.37%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2018—2020年，公司货币资金波动增长，年均复合增长38.55%。2020年底，公司货币资金116.92亿元，较上年底下降3.45%，主要由银行存款（占99.88%）构成，货币资金中受限部分3.85亿元，主要为各类保证金。

2018—2020年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长22.73%。2020年底，公司其他应收款36.48亿元，较上年底变动不大。2020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30.78亿元，占其他应收款合计的78.40%，集中度高，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，公司未对其计提坏账准备。

表 12 2020 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	42.75	--
兴铁产业投资基金（有限合伙）	代垫的基金收益保证金	11.34	1 年以内、1-2 年、2-3 年	28.88	--
中意资产管理有限责任公司	往来款	0.98	1 年以内、1-2 年	2.50	0.98

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比	坏账准备
北大荒工贸（江西）有限公司九江分公司	贷款（玉米）	0.95	3-4 年	2.42	0.35
景德镇市景纬房地产市场经营管理有限公司	保证金	0.73	1 年以内	1.85	--
合计	--	30.78	--	78.40	1.32

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020年，公司存货持续下降，年均复合下降17.42%。2020年底，公司存货27.43亿元，主要以房地产开发成本和产成品构成；较上年底下降25.38%，主要是公司子公司江西省中泽地产集团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减少所致。

非流动资产

2018—2020年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长25.37%。2020年底，公司非流动资产549.27亿元，较上年底增长18.56%，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。

2018—2020年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长0.04%。2020年底，公司可供出售金融资产245.77亿元，较上年底增长4.13%；公司可供出售金融资产中可供出售债务工具账面余额10.30亿元，主要系信托产品，公司对其计提减值准备3.95亿元；按成本法计量的可供出售权益工具235.65亿元，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3.77亿元，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。

2018—2020年，公司固定资产波动中大幅增长。2019年底，公司固定资产账面价值167.69亿元，较2018年底大幅增加162.61亿元，主要系新增子公司铁路发展公司的铁路资产（账面价值138.48亿元）。2020年底，公司固定资产较2019年底下降5.02%至159.28亿元，主要系铁路线路、铁路运输房屋及建筑物等。

2018—2020年，公司在建工程波动增长，年均复合增长11.22%。2020年底，公司在建工程112.87亿元，较上年底大幅增长149.59%，主要系昌景黄铁路等在建项目持续投入所致。

2021年3月底，公司资产总额736.65亿元，较上年底下降1.06%，其中，流动资产占23.85%，非流动资产占76.15%，公司资产以非流动资产为主。2021年3月底，公司可供出售金融资产较上年底减少245.77亿元，公司新增其他非流动资产239.12亿元，系科目调整所致。

2021年3月底，公司受限资产50.28亿元，受限比例为6.83%，包括货币资金3.85亿元及因在金融机构融资而质押的昌九城际公司46.43亿股股权、向莆公司全部股权、京福闽赣公司全部股权和衡茶吉公司全部股权。

3. 所有者权益及负债

2018—2020年，公司所有者权益快速增长，以实收资本和资本公积为主；公司有息债务以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2018—2020年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长31.02%。2020年底，公司所有者权益346.93亿元，较上年底增长11.17%，主要来自少数股东权益的增加；期末，公司所有者权益主要由实收资本（占50.34%）、资本公积（占24.78%）、未分配利润（6.22%）和少数股东权益（16.89%）构成。

2018—2020年，公司实收资本分别为86.09

亿元、174.60亿元和174.65亿元。2019年底，公司实收资本较上年底增加88.51亿元，系国开发展基金和江西省财政厅向公司增资。2020年底，公司实收资本较上年底增加0.05亿元，主要系江西省财政厅向公司增资所致。

2018—2020年，公司资本公积持续增长，年均复合增长0.60%。2019年底，公司资本公积85.85亿元，较2018年底增长1.06%，其中国开发展基金入股增加资本公积17.96亿元，收到南昌市政府支付的铁路项目建设资金增加资本公积8.30亿元，九景衢铁路和沪昆铁路股权置换调减资本公积25.36亿元。2020年底，公司资本公积85.97亿元，较上年底增长0.14%，系江西省财政厅向公司增资0.08亿元，部分计入实收资本，部分计入资本公积所致。

2018—2020年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长188.70%。2019年底，公司少数股东权益较上年底增加18.32亿元，主要系国铁集团对昌景黄铁路项目出资所致。2020年底，公司少数股东权益较上年底增长131.18%至58.61亿元，主要系国铁集团对昌景黄铁路项目出资以及江西中盛供应链金融股份有限公司、江西中盛融资租赁股份有限公司等新设公司其他股东投入资本金所致。

2021年3月底，公司所有者权益合计347.80亿元，较上年底增长0.25%，主要系资本公积和未分配利润增长。公司资本公积86.29亿元，较上年底增长0.38%，主要系子公司兴铁富江投资管理有限公司收购其他股东40%股权增加资本公积所致。

负债

2018—2020年，公司负债总额持续增长，年均复合增长19.01%。2020年底，公司负债总额397.58亿元，较上年底增长12.55%，主要系一年内到期的非流动负债和递延收益增长所致；其中，流动负债占36.67%，非流动负债占63.33%，公司负债以非流动负债为主。

2018—2020年，公司流动负债持续增长，年均复合增长29.33%。2020年底，公司流动负

¹ 2018年7月九江银行在香港联交所上市，2020年底，公司持有九江银行4076万股股权

债145.78亿元，较上年底增长14.08%，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13.42%）、应付账款（占15.32%）、其他应付款（占14.59%）和一年内到期的非流动负债（占48.74%）构成。

2018—2020年，公司短期借款波动下降，年均复合下降9.83%。2020年底，公司短期借款19.56亿元，较上年底下降21.94%，均为信用借款。

2018—2020年，公司应付账款波动增长，年均复合增长49.15%。2020年底，公司应付账款22.34亿元，均为应付工程款，较上年底下降6.44%；应付账款账龄以1年以内（含1年）为主。

2018—2020年，公司预收款项持续下降，年均复合下降38.74%。2020年底，公司预收款项7.49亿元，主要为预收售房款，较上年底下降59.05%。

2018—2020年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降5.36%。2020年底，公司其他应付款21.27亿元，较上年底下降34.85%，主要系往来款下降所致。

2018—2020年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长192.31%。2020年底，公司一年内到期的非流动负债71.06亿元，较上年底增长170.02%，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

2018—2020年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长14.06%。2020年底，公司非流动负债251.80亿元，较上年底增长11.68%，主要系长期借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32.35%）、应付债券（占29.10%）、长期应付款（占21.22%）和递延收益（占17.09%）构成。

2018—2020年，公司长期借款波动下降，年均复合下降8.16%。2020年底，公司长期借款81.45亿元，较上年底增长7.40%，主要系信用借款增加所致；长期借款主要由信用借款（占90.89%，期末利率区间3.57%~6.65%）构成。

2018—2020年，公司应付债券波动增长，

年均复合增长3.65%。2020年底，公司应付债券73.27亿元，较2019年底变动不大，当期偿还部分到期债务，并新发行“20赣铁投MTN001”、“20赣铁投MTN002”和“20赣铁01”。

表 13 2020 年底公司应付债券情况

（单位：亿元、%）

债券名称	余额	票面利率	债券期限	到期日
16 赣铁债 02	0.06	3.68	5+5+5	2021/03/28
18 赣铁 MTN001	3.90	5.82	3+2	2021/02/05
18 赣铁 MTN002	2.20	5.65	3+2	2021/03/20
江西铁投 4.85%B2022	19.57	4.85	3	2022/02/21
20 赣铁投 MTN001	10.00	4.43	7	2027/08/26
20 赣铁投 MTN002	17.00	3.85	3	2023/11/02
20 赣铁 01	20.00	4.35	5+2	2025/09/18
合计	73.27	--	--	--

注：1. 含有回售条款债务到期年份统计为第一个回售年份；2. “16 赣铁债02”下一行权日为2026.3.28，“18赣铁MTN001”下一行权日为2021.2.5，“18赣铁MTN002”下一行权日为2021.3.25

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

2018—2020年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长56.32%。2020年底，公司长期应付款53.43亿元，较上年底增长3.68%，主要系新增债权投资计划所致，公司长期应付款中专项应付款3.29亿元，融资租赁业务押金0.14亿元，剩余50.00亿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）。

2018—2020年，公司递延收益快速增长，年均复合增长149.64%。2020年底，公司递延收益43.03亿元，较上年底增长82.99%，主要系公司收到财政补助资金。

2021年3月底，公司负债总额388.85亿元，较上年底下降2.20%，其中，流动负债占26.83%，非流动负债占73.17%，以非流动负债为主。其中，公司一年内到期的非流动负债27.09亿元，较上年底下降61.88%，系当期偿还所致；应付债券103.70亿元，较上年底增长41.52%，系当期发行20.00亿元“21赣铁航MTN001”、10.00亿元“21赣铁航MTN002”和20.00亿元“21赣铁航债01”。

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长17.25%。2020年底，公司全部债务297.13亿元，较上年底增长19.02%；其中，短期债务占31.10%，长期债务占68.90%，以长期债务为主。2018—2020年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率持续下降，2020年底分别为53.40%、46.13%和37.11%。

2021年3月底，公司全部债务286.83亿元，较上年底下降3.47%，其中，短期债务46.44亿元，较上年底下降49.75%；长期债务240.40亿元，较上年底增长17.42%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为52.79%和45.20%，较上年底分别下降0.61个百分点和下降0.93个百分点，长期债务资本化比率为40.87%，较上年底提高3.76个百分点。

表14 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	32.38	51.38	92.41	46.44
长期债务	183.77	198.27	204.73	240.40
全部债务	216.15	249.65	297.13	286.83
资产负债率	58.14	53.10	53.40	52.79
全部债务资本化比率	51.68	44.44	46.13	45.20
长期债务资本化比率	47.62	38.85	37.11	40.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

以2021年3月底公司有息债务看，到期日（行权日）在2021年4—12月、2022年及2023年的债务分别为20.28亿元、42.65亿元和35.24亿元，公司集中到期债务规模不大。

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入持续增长，基于铁路投资和物流贸易行业特点，利润水平较低，投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长20.35%；2020年，公司实现营业收入62.71亿元，同比增长27.13%。2018—2020年，公司营业成本持续增长，年均复合增长19.27%，2020年为56.93亿元，同比增长21.77%。

2018—2020年，公司营业利润率有所波动，2020年为8.94%，同比上升3.92个百分点

表15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	43.30	49.33	62.71
其他收益	0.00	5.00	3.86
投资收益	2.67	2.21	2.06
营业利润	1.42	2.26	2.83
营业外收入	0.40	0.31	0.38
利润总额	1.82	2.54	3.12
营业利润率	7.22	5.02	8.94
总资本收益率	1.40	1.54	1.83
净资产收益率	0.77	0.55	0.67

注：2018年其他收益金额较小，四舍五入后为0.00亿元
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

期间费用方面，2018—2020年，公司期间费用快速增长，年均复合增长15.31%，主要是财务费用大幅增长所致，2020年，公司期间费用4.38亿元，以管理费用和财务费用为主。2018—2020年，公司期间费用率不断提升，分别为7.62%、10.51%和6.99%。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司投资收益持续下降，年均复合下降12.09%，2020年为2.06亿元，主要来自持有可供出售金融资产期间取得的投资收益。2020年，公司其他收益3.86亿元，系为弥补铁路发展公司运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金。2018—2020年，公司利润总额分别为1.82亿元、2.54亿元和3.12亿元，投资收益和政府补助对公司利润总额贡献大。

从盈利指标来看，2018—2020年，公司总资本收益率持续增长，净资产收益率波动下降，2020年底分别为1.85%和0.67%。

2021年1—3月，公司实现营业收入13.78亿元；营业利润率为3.39%；利润总额为1.15亿元。

5. 现金流

2018—2020年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量尚可；投资活动以理财产品

品投资和对国铁项目出资为主，江西省政府给予公司补贴及持续注入资金缓解了公司的资金压力，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。

经营活动方面，2018—2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为42.92亿元、47.98亿元和56.39亿元，2020年有所增长主要受贸易收入增长影响；同期，公司现金收入比分别为99.12%、97.27%和89.91%，公司收现质量尚可。同期，收到其他与经营活动有关的现金波动增长，2020年为41.13亿元，主要为往来款10.14亿元和政府补助25.78亿元。2018—2020年，公司购买商品、接受劳务支付的现金支付的现金波动增长，2020年为53.39亿元；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金波动下降，2020年为13.56亿元，主要为往来款。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为17.09亿元、37.08亿元和27.60亿元。

投资活动方面，2018—2020年，公司投资活动现金流入量主要为收回投资收到的现金，其中2018年为51.82亿元，主要系收回理财投资形成的现金流入；2019年为8.95亿元，主要为兴铁资本收回股权转让款；2020年为4.57亿元，主要为收回投资本金。2018—2020年，公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、国铁项目出资和申购理财产品形成的现金流出（投资支付的现金），2020年为95.73亿元。2018—2020年，公司投资活动现金流量净额分别为7.24亿元、-52.37亿元和-88.53亿元。

筹资活动方面，2018—2020年，公司筹资活动现金流入以取得借款和吸收投资收到的现金为主，2020年为156.86亿元。其中，吸收投资收到的现金主要为昌景黄项目收到国铁集团项目资本金及新成立子公司收到的其他股东资本金，2020年为27.60亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务本息支付的现金为主，2020年为98.79亿元。2018—2020年，公司筹资活

动产生的现金流量净额分别为-2.33亿元、70.79亿元和58.06亿元。

表16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	76.57	107.34	97.67
经营活动现金流出量	59.48	70.26	70.07
经营活动产生的现金流量净额	17.09	37.08	27.60
投资活动产生的现金流量净额	7.24	-52.37	-88.53
筹资活动产生的现金流量净额	-2.33	70.79	58.06
现金收入比	99.12	97.27	89.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年1—3月，公司经营活动现金净流出4.73亿元；投资活动现金净流出31.22亿元；筹资活动现金净流出12.04亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标一般，考虑到公司融资渠道畅通，且作为江西省铁路建设省方出资人代表，能持续获得江西省政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2018—2020年，公司流动比率波动下降、速动比率波动上升，2020年底分别为133.93%和115.11%；经营现金流动负债比分别为19.61%、29.01%和18.93%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力较弱。2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为168.38%和140.65%，较上年底分别上升34.45个百分点和25.54个百分点；公司现金短期债务比为1.62倍，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA波动增长，2020年为12.59亿元；全部债务/EBITDA波动下降，2020年为23.59倍；EBITDA利息倍数波动中有所上升，2020年为1.29倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2021年3月底，公司对外担保余额1.01亿元，担保比率0.29%，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 2021 年 3 月底，公司获得银行人民币授信额度为 738.94 亿元，尚未使用人民币授信额度 518.56 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司业务以铁路投资为主，资产及负债均集中于母公司，但营业收入主要来源于下属子公司。母公司债务负担一般，营业收入规模小，利润主要来自政府补贴。

2020 年底，母公司资产总额 602.28 亿元，较上年底增长 13.32%。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 183.17 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 419.11 亿元，主要由可供出售金融资产和在建工程构成。2021 年 3 月底，母公司资产总额 573.46 亿元，较 2020 年底下降 4.78%，主要系货币资金减少所致，资产构成较 2020 年底变化不大。

2020 年底，母公司负债合计 300.45 亿元，较上年底增长 28.76%，以长期借款、应付债券和递延收益构成的非流动负债为主；母公司资产负债率为 49.89%，债务负担一般。2021 年 3 月底，母公司负债合计 269.98 亿元，较 2020 年底下降 10.14%，主要系流动负债下降所致。

2020 年，母公司实现营业收入 1632.16 万元，实现利润总额 5.61 亿元，主要系收到政府补贴 3.70 亿元。2021 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，利润总额为 1.67 亿元，主要来自于政府补贴。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务结构影响不大，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力好，考虑到公司持续获得江西省政府的大力支持，本期债券到期不能偿还的风险极低。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模为 20.00 亿元，相当于 2021 年 3 月底公司全部债务和长期债务的 6.97% 和 8.32%，对公司现有债务结构影响不大。

2021 年 3 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 52.79%、45.20% 和 40.87%，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 54.03%、46.87% 和 42.81%，债务水平略有上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 76.57 亿元、107.34 亿元和 97.67 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 3.83 倍、5.37 倍和 4.88 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 17.09 亿元、37.08 亿元和 27.60 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.85 倍、1.85 倍和 1.38 倍；公司 EBITDA 分别为 6.40 亿元、13.31 亿元和 15.84 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.32 倍、0.67 倍和 0.79 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力好，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障能力较弱。

十、结论

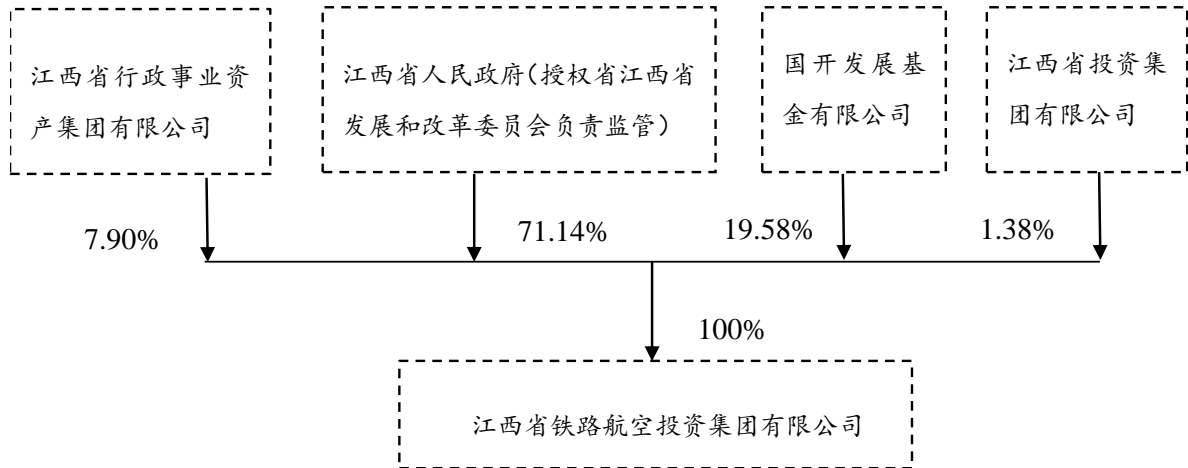
公司是江西省铁路建设省方出资人代表，负责江西省内铁路的建设投资，同时，公司作为江西省通航产业和空港建设的投资主体，承担了江西省航空领域投资的重要职能。近年来，公司在资本和资产注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面得到省内各级政府和相关部门的支持。

2018—2020 年，公司资产规模持续增长，以铁路项目投资为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司所有者权益快速增长，以

实收资本和资本公积为主。公司有息债务以长期债务为主，整体债务负担一般；公司利润水平较低，投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大；公司收入实现质量尚可，在建及拟建项目未来投资规模较大，存在一定的筹资压力。公司短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标一般，考虑到公司融资渠道畅通，且作为江西省铁路建设省方出资人代表，能持续获得江西省政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

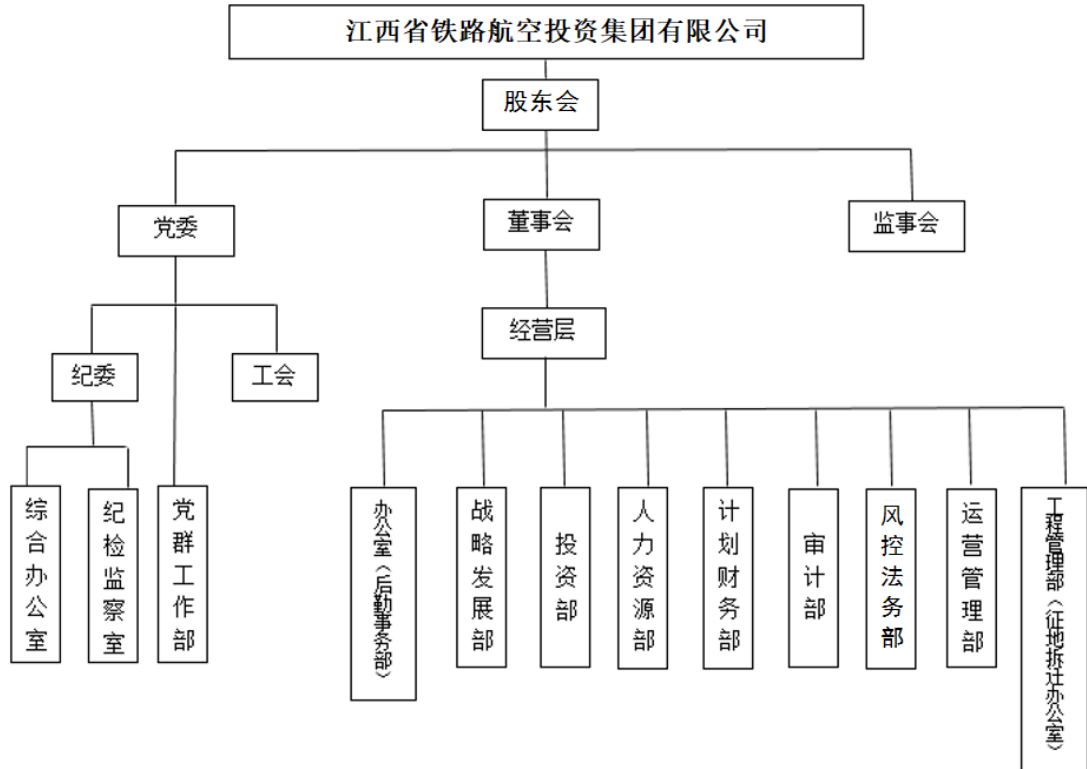
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 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	江西省中泽地产集团有限公司	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	江西省航空产业集团有限公司	1	服务业	60.00	投资设立
5	江西省中融物资贸易集团有限公司	1	商贸及运输	100.00	投资设立
6	江铁国际控股集团有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
7	江西省城镇建设投资集团有限公司	1	建筑业	100.00	其他
8	江西省节能环保投资有限公司	1	环保业	100.00	其他
9	江西国际融资租赁有限公司	1	租赁业	100.00	投资设立
10	江西省铁路发展有限公司	1	运输	78.84	其他
11	江西中盛供应链金融股份有限公司	1	批发业	41.00	投资设立
12	江西中盛融资租赁股份有限公司	1	租赁业	41.00	投资设立

注: 根据江西中盛供应链金融股份有限公司和江西中盛融资租赁股份有限公司最新章程, 发起人一致同意将其纳入公司合并财务报表资料来源: 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	61.54	121.27	118.09	75.37
资产总额（亿元）	482.82	665.32	744.51	736.65
所有者权益（亿元）	202.10	312.06	346.93	347.80
短期债务（亿元）	32.38	51.38	92.41	46.44
长期债务（亿元）	183.77	198.27	204.73	240.40
全部债务（亿元）	216.15	249.65	297.13	286.83
营业收入（亿元）	43.30	49.33	62.71	13.78
利润总额（亿元）	1.82	2.54	3.12	1.15
EBITDA（亿元）	6.40	13.30	15.84	--
经营性净现金流（亿元）	17.09	37.08	27.60	-4.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.74	12.44	18.59	--
存货周转次数（次）	1.22	1.21	1.77	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	99.12	97.27	89.91	95.13
营业利润率（%）	7.22	5.02	8.94	3.39
总资本收益率（%）	1.40	1.77	1.83	--
净资产收益率（%）	0.77	0.55	0.67	--
长期债务资本化比率（%）	47.62	38.85	37.11	40.87
全部债务资本化比率（%）	51.68	44.44	46.13	45.20
资产负债率（%）	58.14	53.10	53.40	52.79
流动比率（%）	153.01	158.12	133.93	168.38
速动比率（%）	106.87	129.36	115.11	140.65
经营现金流流动负债比（%）	19.61	29.01	18.93	--
现金短期债务比（倍）	1.90	2.36	1.28	1.62
EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	1.90	1.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	33.78	18.77	18.75	--

注：1.2021 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	60.56	120.25	114.12	70.67
资产总额 (亿元)	437.92	531.48	602.28	573.46
所有者权益 (亿元)	203.57	298.15	301.82	303.49
短期债务 (亿元)	30.26	45.30	85.35	39.26
长期债务 (亿元)	180.44	135.54	129.32	162.75
全部债务 (亿元)	210.70	180.84	214.67	202.01
营业收入 (亿元)	0.41	0.06	0.16	0.00
利润总额 (亿元)	0.33	5.81	5.61	1.67
EBITDA (亿元)	8.31	9.48	11.53	--
经营性净现金流 (亿元)	17.64	29.98	35.24	-12.97
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	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	--
营业利润率 (%)	87.94	-67.03	54.24	--
总资本收益率 (%)	2.00	1.98	2.24	--
净资产收益率 (%)	0.16	1.95	1.88	--
长期债务资本化比率 (%)	46.99	31.25	30.00	34.91
全部债务资本化比率 (%)	50.86	37.75	41.56	39.96
资产负债率 (%)	53.51	43.90	49.89	47.08
流动比率 (%)	232.46	240.06	142.84	210.57
速动比率 (%)	232.46	240.06	142.84	210.57
经营现金流流动负债比 (%)	37.48	40.67	27.48	--
现金短期债务比 (倍)	2.00	2.65	1.34	1.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.04	2.59	1.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	25.36	19.08	18.62	--

注：1. 2021 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-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

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

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第二期江西省铁路航空投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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。

江西省铁路航空投资集团有限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 2 个月内发布跟踪评级报告。

江西省铁路航空投资集团有限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航空投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江西省铁路航空投资集团有限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航空投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江西省铁路航空投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江西省铁路航空投资集团有限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。

如江西省铁路航空投资集团有限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航空投资集团有限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航空投资集团有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。