

# 信用评级公告

联合〔2021〕428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 年第一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 年第一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：   
二〇二一年一月十九日

# 2021 年第一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，其中基础发行规模 10 亿元，弹性配售规模 10 亿元

本期债券期限：10 年，在存续期的第 5 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充公司流动资金

评级时间：2021 年 1 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                      | 版本          |
|-------------------------|-------------|
| 城市基础设施投资企业信用评级方法        | V3.0.201907 |
| 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级    |  | aaa   |  | 评级结果 |  | AAA     |  |      |  |
|---------|--|-------|--|------|--|---------|--|------|--|
| 评价内容    |  | 评价结果  |  | 风险因素 |  | 评价要素    |  | 评价结果 |  |
| 经营风险    |  | A     |  | 经营环境 |  | 宏观和区域风险 |  | 1    |  |
|         |  |       |  |      |  | 行业风险    |  | 3    |  |
|         |  | 自身竞争力 |  | 基础素质 |  | 1       |  |      |  |
|         |  |       |  | 企业管理 |  | 2       |  |      |  |
|         |  |       |  | 经营分析 |  | 1       |  |      |  |
| 财务风险    |  | F2    |  | 现金流  |  | 资产质量    |  | 4    |  |
|         |  |       |  |      |  | 盈利能力    |  | 4    |  |
|         |  |       |  |      |  | 现金流量    |  | 1    |  |
|         |  |       |  | 资本结构 |  | 2       |  |      |  |
|         |  |       |  | 偿债能力 |  | 2       |  |      |  |
| 调整因素和理由 |  |       |  |      |  |         |  | 调整子级 |  |
| --      |  |       |  |      |  |         |  | --   |  |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

江西省铁路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，负债水平有所下降；公司通过股权置换获得九景衢铁路江西段的资产控制权，公司资产规模大幅增长，同时新增国铁运营收入，对公司收入和现金流入形成有效补充。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拟发行的 2021 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”）保障能力较好。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，公司主体偿债风险极低，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，2019 年江西省实现地区生产总值（GDP）24757.5 亿元，同比增长 8.0%；实现一般公共预算收入 2486.5 亿元，增长 4.8%。
- 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，公司规模不断扩大，资本实力明显提升。

分析师:

马玉丹

(登记编号: R0150220120054)

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. **盈利能力较弱。**公司铁路项目投资回收期长,整体盈利能力较弱,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。**2019年,九景衢江西公司实现营业收入7.64亿元,净利润-6.26亿元。

主要财务数据:

| 合并口径            |        |        |        |            |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
| 现金类资产 (亿元)      | 73.71  | 61.54  | 121.27 | 121.81     |
| 资产总额 (亿元)       | 453.43 | 482.82 | 665.32 | 742.73     |
| 所有者权益 (亿元)      | 166.01 | 202.10 | 312.06 | 356.88     |
| 短期债务 (亿元)       | 69.74  | 32.38  | 51.38  | 108.04     |
| 长期债务 (亿元)       | 172.79 | 183.77 | 198.27 | 184.89     |
| 全部债务 (亿元)       | 242.53 | 216.15 | 249.65 | 292.93     |
| 营业收入 (亿元)       | 47.35  | 43.30  | 49.33  | 29.57      |
| 利润总额 (亿元)       | 2.86   | 1.82   | 2.54   | 1.82       |
| EBITDA (亿元)     | 5.08   | 6.40   | 13.30  | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)    | 23.88  | 17.09  | 37.08  | 4.55       |
| 净资产收益率 (%)      | 1.67   | 0.77   | 0.55   | --         |
| 资产负债率 (%)       | 63.39  | 58.14  | 53.10  | 51.95      |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 59.36  | 51.68  | 44.44  | 45.08      |
| 流动比率 (%)        | 112.80 | 153.01 | 158.12 | 121.35     |
| 速动比率 (%)        | 90.27  | 106.87 | 129.36 | 100.38     |
| 经营现金流流动负债比 (%)  | 21.34  | 19.61  | 29.01  | --         |
| 现金短期债务比 (倍)     | 1.06   | 1.90   | 2.36   | 1.13       |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.33   | 1.46   | 1.90   | --         |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 47.71  | 33.78  | 18.77  | --         |
| 公司本部            |        |        |        |            |
| 项 目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
| 资产总额 (亿元)       | 423.53 | 437.92 | 531.48 | 588.07     |
| 所有者权益 (亿元)      | 169.02 | 203.57 | 298.15 | 318.77     |
| 全部债务 (亿元)       | 231.26 | 210.70 | 180.84 | 206.08     |
| 营业收入 (亿元)       | 0.41   | 0.41   | 0.06   | 0.16       |
| 利润总额 (亿元)       | 3.51   | 0.33   | 5.81   | 7.91       |
| 资产负债率 (%)       | 60.09  | 53.51  | 43.90  | 45.79      |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 57.77  | 50.86  | 37.75  | 39.26      |
| 流动比率 (%)        | 139.08 | 232.46 | 240.06 | 125.70     |
| 经营现金流流动负债比 (%)  | 10.56  | 37.48  | 40.67  | --         |

注: 2020 年三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   | 2021/1/6  | 马玉丹 唐嵩        | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907<br>城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | --   |
| AAA  | 稳定   | 2017/8/25 | 历剑 郝一哲<br>马玉丹 | 基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）<br>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、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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

分析师：

马云丹

章进

联合资信评估股份有限公司



## 2021 年第一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 2020 年底，公司注册资本 174.60 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 2020 年 9 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 11 家一级子公司。

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

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 742.73 亿元，所有者权益 356.88 亿元（含少数股东权益 54.28 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 29.57 亿元，利润总额 1.82 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

公司计划发行 2021 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模为 20 亿元，其中基础发行规模 10 亿元，弹性配售规模 10 亿元，期限为 10 年，在存续期的第 5 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，单利按年

计息，每年付息一次，到期一次还本，募集资金用于补充公司流动资金。

### 三、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观经济运行

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济

恢复仍面临较多不确定因素。

**经济保持逐季复苏势头。**由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

| 项目                | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| GDP (万亿元)         | 83.2   | 91.9   | 99.1   | 72.3       |
| GDP 增速 (%)        | 6.9    | 6.7    | 6.1    | 0.7        |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.6    | 6.2    | 5.7    | 1.2        |
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.2    | 5.9    | 5.4    | 0.8        |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.2   | 9.0    | 8.0    | -7.2       |
| 出口增速 (%)          | 10.8   | 7.1    | 5.0    | 1.8        |
| 进口增速 (%)          | 18.7   | 12.9   | 1.6    | -0.6       |
| CPI 增幅 (%)        | 1.6    | 2.1    | 2.9    | 3.3        |
| PPI 增幅 (%)        | 6.3    | 3.5    | -0.3   | -2.0       |
| 城镇失业率 (%)         | 3.9    | 4.9    | 5.2    | 5.4        |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.5    | 5.6    | 5.0    | -0.3       |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.4    | 6.2    | 3.8    | -6.4       |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.7    | 8.7    | 8.1    | -1.9       |

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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

**经济结构改善，消费贡献提升。**2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

**消费持续改善，季度增速由负转正。**2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中

三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

**固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投

资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

**复工水平不断提升，工业生产逐季回升。**截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

**CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。**2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

**社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。**2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显

示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

**财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。**2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

**就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。**2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

## 2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

**积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。**2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

**货币政策回归，融资成本有所回升。**2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票

据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

## 3. 宏观经济前瞻

**牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

**投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。**2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存

在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

**消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。**冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

**进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。**一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 城市基础设施建设行业

###### 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中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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性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中国基础设施建设的重要载体。

###### 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆

### 经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，中国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方

面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 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                        |
|------------|------|-----------------|--------------------------------|
| 2019 年 3 月 | 财政部  | 关于推进政府和社会资本合作规范 | 严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目， |

| 颁布时间        | 颁发部门              | 文件/会议名称                       | 核心内容及主旨                                                                                                                                                                                               |
|-------------|-------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             |                   | 规范发展的实施意见                     | 纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退                                                                                                                                                                 |
| 2019 年 4 月  | 国家发改委             | 2019 年新型城镇化建设重点任务             | 在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展                                                                                                                                         |
| 2019 年 5 月  | 财政部               | 关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知    | 坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施                                                                                                                                         |
| 2019 年 6 月  | 中共中央办公厅<br>国务院办公厅 | 关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知    | 提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金                                                                                         |
| 2019 年 6 月  | 监管部门              | 关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见 | 在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期                                                                                                                                                                     |
| 2019 年 9 月  | 国务院               | 国务院常务会议                       | 按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右                                                                          |
| 2019 年 11 月 | 国务院               | 国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知       | 对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点 |
| 2020 年 1 月  | 国务院               | 国务院常务会议                       | 大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造                                                                                                                                                               |
| 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 2 月  | 中央全面深化改革委员会       | 中央全面深化改革委员会第十二次会议             | 基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系                                                                                                                   |
| 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                                                                                                                                                         |

资料来源：联合资信综合整理

## 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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中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，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体

优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

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

### 行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2019 年底，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：国铁集团（原中国铁路总公司）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组

建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

### 铁路运输

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

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

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

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁路统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。

2019年，中国铁路货运总发送量43.89亿吨，同比增长7.2%；铁路货运总周转量30181.95亿吨公里，同比增长4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在40%左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019年周转量占全国货物周转量的比重约为15%。

货运价格变化方面，2018年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下浮货运价格，此外，还采取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，货运价格整体有所下浮。

### 铁路投资

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

表3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

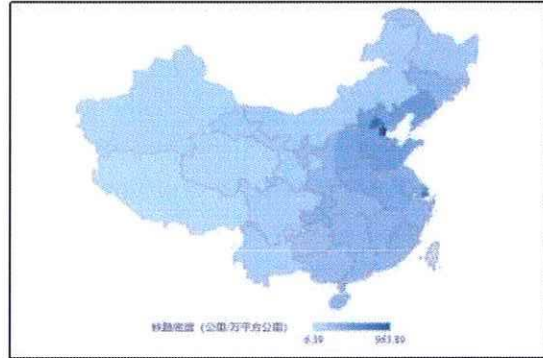
| 项目     | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 固定资产投资 | 8238  | 8015  | 8010  | 8028  | 8029  |
| 投产新线   | 9531  | 3281  | 3038  | 4683  | 8489  |
| 高铁投产新线 | 3306  | 1903  | 2182  | 4100  | 5474  |
| 新开工项目数 | 61    | 46    | 35    | 22    | 26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

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达963.89公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过700公里/万平方公里；西藏密度最低，为6.39公

里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足100公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

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

### 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一，投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济

体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。对于货运价格而言，刚性的价格对运输市场变化的反映灵敏度低，造成调价滞后，弱化了铁路运输的市场竞争力；此外，原有铁路运输价格实行货品种类、装载车种、包装条件、运输距离等多要素综合计价体系，且建设基金、电气化附加费等收费占铁路运费比重较大，使得企业承担的实际铁路货物运输成本偏高，与公路、水路等运输方式相比，难以发挥运价杠杆的调节作用。对于旅客票价而言，中国不同地区的经济发展水平和旅客承受能力有较大差异，不同线路、不同季节的客流量以及铁路运输企业的客运成本都具有明显非均衡分布的特征，而铁路客运缺乏灵活调整票价水平的基本权力，客运票价不能及时反映运输市场供求关系，更缺乏对客流的调控能力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了

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

表4 铁路行业主要政策

| 发布日期        | 文件名称                                                  | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015年7月10日  | 《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号            | 全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制                                                                                                                                                              |
| 2015年10月12日 | 《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》                              | 逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系                                                                                                                                               |
| 2015年12月23日 | 《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070号          | 改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定                                                                |
| 2017年12月14日 | 《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163号       | 扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，具体包括：1、铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿产品、金属材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平 |
| 2018年9月17日  | 《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号 | 以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量                                                                                                                                                       |
| 2019年9月19日  | 《交通强国建设纲要》                                            | 1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转                                                                                        |

|  |  |                                                         |
|--|--|---------------------------------------------------------|
|  |  | 移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通 |
|--|--|---------------------------------------------------------|

资料来源：联合资信整理

### 未来发展

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

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

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

### 3. 区域经济环境

#### 公司是江西省铁路和航空领域建设的投资

**主体，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。**

2017—2019年，江西省经济保持较快增长，根据《江西省国民经济和社会发展统计公报》，按可比价计算，江西省地区生产总值（GDP）同比增速分别为8.9%、8.7%和8.0%，增速有所放缓，但仍高于全国平均水平。2019年江西省全年实现地区生产总值（GDP）24757.5亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值2057.6亿元，增长3.0%；第二产业增加值10939.8亿元，增长8.0%；第三产业增加值11760.1亿元，增长9.0%。三次产业结构由2018年的8.6:46.6:44.8调整为8.3:44.2:47.5，三次产业对GDP增长的贡献率为3.4%、49.9%和46.7%。人均国内生产总值53164元，按年平均汇率计算，折合7707美元，增长7.4%。

固定资产投资方面，2017—2019年，江西省全年全社会固定资产投资同比增速分别为12.1%、11.1%和9.2%。分产业看，2019年江西省第一产业投资下降22.5%，占全部投资的1.9%；第二产业投资增长10.7%，占全部投资的49.7%；第三产业投资增长9.5%，占全部投资的48.4%。分经济类型看，2019年江西省国有投资增长14.1%，占全部投资的24.2%；非国有投资增长7.8%，占全部投资的75.8%，其中，民间投资增长9.6%，占全部投资的68.1%。从投资主要构成看，2019年江西省基础设施投资增长8.9%，占全部投资的17.2%；工业投资增长10.9%，占全部投资的49.7%。

铁路运输方面，2017—2019年，江西省铁路旅客运输量分别为10223.7万人、11130.7万人和11728.2万人，同比增速分别为10.5%、8.9%和5.4%；铁路货物运输量分别为4786.8

亿吨、5046.0 亿吨和 4963.0 万吨，同比增速分别为 11.4%、5.4%和-1.6%。

经济的持续稳定发展带动江西省财政实力稳步提升。2017—2019 年，江西省财政总收入同比增速分别为 9.7%、10.1%和 5.4%。2019 年江西财政总收入 4001.5 亿元，其中，一般公共预算收入 2486.5 亿元，增长 4.8%；税收收入 1746.8 亿元，占一般公共预算收入的比重为 70.3%。2019 年，江西省政府性基金预算收入完成 2537.4 亿元，下降 1.2%。财政支出方面，2019 年江西省一般公共预算支出 6402.6 亿元，增长 13%，主要是教育支出、城乡社区支出及社会保障和就业支出；全省政府性基金预算支出完成 2577.3 亿元，下降 2.9%。2019 年底，江西省政府债务余额 5351 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，2020 年 1—10 月，江西省规模以上工业增加值同比增长 3.4%，高于全国平均水平 1.6 个百分点；固定资产投资同比增长 7.6%，高于全国平均水平 5.8 个百分点；房地产开发投资增长 5.3%，低于全国平均水平 1.0 个百分点；社会消费品零售总额 7975.9 亿元，高于全国平均水平 6.2 个百分点；一般公共预算收入 2214.0 亿元，增长 0.7%，增速由负转正，高于全国平均水平 3.1 个百分点。

根据《江西省铁路建设三年攻坚行动计划（2018—2020 年）》（以下简称“《行动计划》”），2018—2020 年，江西省将全力推进在建的 6 条铁路、力争新开工 4 条铁路、开展前期研究 7 条铁路，实现“十三五”期间全省铁路“四个一千”的建设目标，即铁路运营里程新增近 1000 公里、开工建设 1000 公里、谋划储备 1000 公里、完成投资 1000 亿元；至 2020 年，江西省铁路运营里程 5000 公里，其中快速铁路近 2000 公里（高速铁路 1333 公里），11 个设区市全部开通动车组，基本构建“五纵五横”铁路网主骨架，实现南昌至各设区市和长江中游城市群中心城市 1~2 小时，至上海、广

州、福州等周边主要城市 3~4 小时，至北京、西安等城市 6 小时的“三个交通圈”。在建铁路方面，包括建成通车的皖赣浯溪口改线工程、昌吉赣客专、蒙华铁路煤运通道 3 条铁路；加快建设的赣深客专、安九客专、兴泉铁路，建设里程共 931 公里，其中高速铁路 573 公里，总投资 1032 亿元，“十三五”期间计划完成投资 875 亿元。力争新开工铁路 4 条，包括昌景黄铁路、昌九客专、长赣铁路、瑞梅铁路，建设里程共 850 公里，其中高速铁路 690 公里，总投资 1080 亿元，“十三五”期间计划完成投资 170 亿元。开展前期研究铁路 7 条，包括常岳（咸）昌、昌福客专、吉抚武温、兴永郴赣、咸宜（新）吉、鹰潭至建宁、六安至景德镇铁路，省内里程 1300 公里。

## 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 2020 年底，公司注册资本及实收资本均为 174.60 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，在江西省相关行业内具备很强的竞争实力。

### 3. 人员素质

截至 2020 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 15 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公司董事长、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 2020 年 10 月底，公司在职员工 689 人，硕士及以上学历占 17.56%，本科学历占 59.07%，大专及以下学历占 23.34%。从年龄结构来看，30 岁以下员工占 24.40%，30~50 岁占 66.78%，50 岁以上占 8.82%。

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。

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。2017—2019 年，公司分别收到各市区铁路资本金 13.12 亿元、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 2020 年 9 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—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，为弥补九景衢铁路江西公司运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金5.00亿元，计入其他收益。

### 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2020年9月底，铁路产业基金实际募集到账资金81.01亿元，其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61.73亿元。

### 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（统一社会信用代码：913600006674989789），截至2021年1月18日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

## 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、监事会和高级管理人员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、房地产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波动增长，毛利率波动下降。

2017—2019年，公司营业收入分别为47.35亿元、43.30亿元和49.33亿元。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，2018年公司主动控制贸易规模，货物销售收入大幅下降，同期，公司新增房地产销售收入13.08亿元，成为公司收入的重要来源；2019年新增国铁线路运营收入带动收入同比增长14.99%；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，近年来公司货物销售毛利率均处于低水平，2019年为1.14%；2018—2019年房地产销售业务毛利率分别为5.78%和26.61%，2019年明显提升主要系部分公寓和车位收入利润空间较大所致；2019年新增国铁运营业务毛利率为-42.28%。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下降，2017—2019年分别为5.28%、7.56%和5.23%。

2020年1—9月，公司实现营业收入29.57亿元，主要来源于贸易业务收入；因毛利率较高的房地产销售业务未实现收入及国铁运营业务毛利率为负，公司综合毛利率降至-5.62%。

表5 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目       | 2017年 |       |        | 2018年 |       |        | 2019年 |       |        | 2020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   | 47.28 | 99.83 | 5.17   | 42.85 | 98.97 | 6.74   | 49.18 | 99.70 | 5.30   | 29.57     | 100.00 | 5.62    |
| 贸易（货物销售） | 44.73 | 94.45 | 2.61   | 26.94 | 62.21 | 1.68   | 24.64 | 49.95 | 1.14   | 26.32     | 89.01  | 0.19    |
| 铁路专用线运营  | 0.81  | 1.71  | -2.35  | 0.98  | 2.27  | 4.83   | 0.42  | 0.85  | 2.38   | 0.18      | 0.61   | 0.00    |
| 金融商品收入   | 0.90  | 1.90  | 100.00 | 0.94  | 2.17  | 100.00 | 0.74  | 1.49  | 100.00 | 0.51      | 1.72   | 100.00  |
| 房地产销售收入  | 0.00  | 0.00  | --     | 13.08 | 30.20 | 5.78   | 14.77 | 29.94 | 26.61  | -         | -      | -       |
| 国铁运营收入   | 0.00  | 0.00  | --     | 0.00  | 0.00  | --     | 7.64  | 15.49 | -42.28 | 2.29      | 7.74   | -101.75 |
| 其他       | 0.84  | 1.77  | 47.44  | 0.92  | 2.12  | 75.67  | 0.98  | 1.99  | 89.80  | 0.27      | 0.91   | 70.37   |

| 项目     | 2017年 |        |       | 2018年 |        |       | 2019年 |        |        | 2020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   |
| 其他业务收入 | 0.08  | 0.17   | 69.15 | 0.45  | 1.03   | 86.71 | 0.14  | 0.29   | -21.43 | --        | --     | --    |
| 合计     | 47.35 | 100.00 | 5.28  | 43.30 | 100.00 | 7.56  | 49.33 | 100.00 | 5.23   | 29.57     | 100.00 | -5.62 |

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

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年亏损程度或将扩大。铁路投资项目未来建设资金需求较大，公司存在一定投资压力。

#### (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，部分铁路线路采用以公司承担征迁费用入股的形式进行投资。

截至2020年9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、昌吉赣客专和蒙西煤运通道；累计完成上述项目资本金出资200.41亿元（含铁路产业基金出资）。合资铁路建成投运后，由相关铁路局公司经营管理，公司不直接参与运营，通过股东分红方式实现投资收益。截至2020年9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1-9月分别为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6 截至2020年9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 |
| 蒙西煤运通道   | 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专江西有限责任公司（以下简称“沪昆客专江西公司”）新建沪昆客专杭长段项目的征地拆迁、南昌西站站房等出资40.08亿

元，与中国铁路南昌局集团有限公司、中国铁路发展基金股份有限公司分别在九景衢铁路江西有限责任公司（以下简称“九景衢江西公司”）新建九景衢铁路江西段项目资本金出资11.84亿元和28.24亿元进行等额置换。此次置换后，公司不再持有沪昆客专江西公司股权，对

九景衢江西公司持股比例上升至78.84%，对其形成股权控制，自2019年1月1日起将其纳入报表合并范围。

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

2019 年，九景衢铁路实现国铁运营收入 7.64 亿元，以客运收入为主；同期运营成本 10.87 亿元，毛利率为-42.28%。根据《江西省财政厅关于下达省铁路投资集团公司财政补贴的通知》（赣财预指〔2019〕6 号），江西省财政厅下达财政补贴资金 5.00 亿元，用以弥补九景衢铁路 2019 年的运营亏损。2020 年 1—9 月，九景衢铁路实现国铁运营收入 2.29 亿元，相当

于 2019 年的 29.97%，同期毛利率为-101.75%。九景衢铁路建成时间较短，尚处于培育期，收入难以覆盖成本支出，叠加新冠病毒肺炎疫情的影响，2020 年亏损程度或将扩大，联合资信将持续关注江西省政府对运营铁路补贴情况。

### （3）在建及拟建铁路

截至 2020 年 9 月底，公司在建的合资铁路项目 4 个，需公司资本金出资 198.85 亿元，公司已累计完成出资 128.69 亿元，2020 年 10—12 月、2021 年和 2022 年分别计划出资 5.60 亿元、34.72 亿元和 29.91 亿元。《赣深客专等 4 个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知（赣发改铁建〔2018〕593 号），赣深客专、安九客专、昌景黄铁路和兴泉铁路省方出资部分将由省财政、公司和沿途各市县分担，能够有效缓解公司的投资压力。

表 7 截至 2020 年 9 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 | 公司持股比例 | 公司已投资  | 未来出资计划         |        |        |
|-------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|
|       |        |           |        |        |        |        |        | 2020 年 10-12 月 | 2021 年 | 2022 年 |
| 兴泉铁路  | 125.00 | 2016—2021 | 80.28  | 59.01  | 32.30  | 50.00  | 29.05  | 0.00           | 3.25   | --     |
| 赣深客专  | 136.00 | 2016—2021 | 177.10 | 113.00 | 35.40  | 40.00  | 35.47  | --             | --     | --     |
| 安九客专  | 17.00  | 2016—2022 | 62.20  | 32.35  | 15.55  | 50.00  | 13.99  | 0.00           | 1.56   | --     |
| 昌景黄铁路 | 230.00 | 2018—2022 | 346.50 | 83.31  | 115.60 | 66.00  | 50.18  | 5.60           | 29.91  | 29.91  |
| 合计    | 508.00 | --        | 666.08 | 287.67 | 198.85 | --     | 128.69 | 5.60           | 34.72  | 29.91  |

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

### 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 2020 年 9 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 2020 年 9 月底上述交易款均已全部到账。

2017—2019 年，公司铁路专用线运营收入分别为 0.81 亿元、0.98 亿元和 0.42 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 2020 年 9 月底，该项目已完成投资 4.14 亿元，目前正处于申报开通阶段。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，但毛利率水平较低；近年来公司主动控制贸易规模，贸易收入将有所下降。**

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。

2017—2019 年，公司贸易业务分别实现收入 44.73 亿元、26.94 亿元和 24.64 亿元；同期，毛利率均处于较低水平。2020 年 1—9 月，公司贸易业务实现收入 26.32 亿元，同期毛利率为 0.19%。

#### 房地产开发

**房地产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。**

房地产开发方面，根据《江西省财政厅、江西省发展和改革委员会、江西省地方税务局关于我省铁路建设项目有关财税政策的通知》，各地方将以土地或土地收益来平衡铁路建设的资金需求，公司利用此方面的优势可获取部分优质的土地资源。公司房地产开发项目均为自主投资，采用滚动开发模式，销售方式以定向团购销售为主，市场化销售为辅。团购模式下，公司在项目前期先收取一定比例的房款作为定金，较一般商品房销售资金回笼速度较快。

公司房地产板块已初具规模，截至 2020 年 9 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 44.77 万平方米，累计确认收入 27.84 亿元，累计收到销售回款 40.73 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司在建综合开发项目计划总投资 88.44 亿元，已投资 69.26 亿元；拟建项目为景德镇拓展区东地块项目，计划总投资为 8.54 亿元；公司用于房地产开发业务的储备土地 5.51 万平方米，账面价值 3.31 亿元。

表 8 截至 2020 年 9 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 | 36.94 | 住宅、底商、公寓 | 48.82  |
| 南昌西客站南地块项目     | 7.74  | 3.99  | 住宅、底商    | 8.93   |
| 萍乡赣铁和园项目       | 6.80  | 4.89  | 住宅、底商    | 13.16  |
| 景德镇凤凰城项目（含北地块） | 30.91 | 21.15 | 住宅、底商    | 39.87  |
| 景德镇宏文路项目       | 3.86  | 2.29  | 住宅       | 5.52   |
| 合计             | 88.44 | 69.26 | --       | 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投资集团有限公司（以下简称“江西航投”）负责开展。江西航投成立于2014年2月，公司持股比例60%，主营业务为对航空业的投资、飞机租赁及购买、房地产开发、酒店管理、航空物流园服务等。

2015年4月，经江西省人民政府授意，江西航投与厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）共同出资成立江西航空有限公司（以下简称“江西航空”），其中江西航投出资8.00亿元，占股40%，厦门航空出资12.00亿元，占股60%。江西航空于2016年1月29日正式载客运营，目前机队规模达13架（包括10架波音737-800型飞机，3架ARJ-21型飞机），平均机龄不足4年。2019年，江西航空执飞航班1.48万班次，客座率88.00%，承运旅客221.00万人次，飞机利用率9.40小时/架·日，实现营业收入12.65亿元。

除参与大型航空公司投资外，公司还积极布局通航领域项目投资。2018年4月，江西航投联合亚捷通用航空无锡有限公司、华瑞联合航空技术（北京）有限公司共同发起设立江西快线通勤航空有限公司（以下简称“江西快线”），其中江西航投持股35%，为第一大股东。江西快线以南昌国际机场为主运营基地，以瑞士皮拉图斯PC-12飞机为主力机型，以现有的“一千六支”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年实现营业收入0.02亿元，2020年9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。为加快在全国通航短途运输市场的业务布局，2020年

4月，江西航投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，江西航投、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。

### 3. 未来发展

近年来公司逐渐形成了以铁路投资为主，多元化经营并进的业务格局。2018年，公司调整业务结构，进一步聚焦主业，提出了“综合立体交通+”的发展定位。江西省政府明确了公司在江西省内航空建设领域的主导地位，公司集团层面从铁路投资转为“铁路+航空”领域投资两大主业，下属子公司围绕集团主业的溢出效应，向其他多元化板块延伸发展。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报表，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对2017—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2020年1—9月财务报表未经审计。

截至2020年9月底，公司有纳入合并报表范围内一级子公司11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，系九景衢江西公司，同时因出售铁路专用线资产减少 1 家子公司；2020 年三季度，公司合并范围减少 1 家子公司，系无偿划出。总体看，公司新增九景衢江西公司的资产及收入规模较大，合并报表范围变动对财务数据的可比性有一定影响。

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

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 742.73 亿元，所有者权益 356.88 亿元（含少数股东权益 54.28 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 29.57 亿元，利润总额 1.82 亿元。

## 2. 资产质量

近年来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。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.13%。2019 年底，公司资产总额 665.32 亿元，较上年底增长 37.80%，主要系九景衢江西公司纳入合并范围带动固定资产大幅增长所致。其中，流动资产占 30.37%，非流动资产占 69.63%，公司资产以非流动资产为主，主要资产构成如表 9 所示。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目       | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 9 月 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|          | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额         | 占比     |
| 货币资金     | 42.25  | 9.32   | 60.91  | 12.61  | 121.10 | 18.20  | 121.70     | 16.39  |
| 其他应收款    | 18.71  | 4.13   | 24.22  | 5.02   | 36.55  | 5.49   | 36.14      | 4.87   |
| 存货       | 25.20  | 5.56   | 40.22  | 8.33   | 36.76  | 5.52   | 37.10      | 5.00   |
| 流动资产合计   | 126.18 | 27.83  | 133.37 | 27.62  | 202.05 | 30.37  | 214.63     | 28.90  |
| 可供出售金融资产 | 221.21 | 48.79  | 245.57 | 50.86  | 236.02 | 35.48  | 246.95     | 33.25  |
| 固定资产     | 8.89   | 2.72   | 5.08   | 1.05   | 167.69 | 25.20  | 155.91     | 20.99  |
| 在建工程     | 90.29  | 19.91  | 91.24  | 18.90  | 45.22  | 6.80   | 101.53     | 13.67  |
| 非流动资产合计  | 327.24 | 72.17  | 349.46 | 72.38  | 463.27 | 69.63  | 528.09     | 71.10  |
| 资产总额     | 453.43 | 100.00 | 482.82 | 100.00 | 665.32 | 100.00 | 742.73     | 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

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 26.54%。2019 年底，公司流动资产 202.05 亿元，较上年底增长 51.50%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 69.31%。2019 年底，公司货币资金 121.10 亿元，较上年底增长 98.83%，主要系融入资金和获得政府资金注入/补助所致，货币资金中受限部分 4.68 亿元，主要为各类保证金。

2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 0.30 亿元，较上年底

减少 30.12 亿元，系公司赎回银行理财产品。2019 年底，公司无以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 39.77%。2019 年底，公司其他应收款 36.55 亿元，较上年底增长 50.90%，主要系关联方往来款增长所致。2019 年底，公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款账面余额 30.45 亿元，占其他应收款合计的 80.73%，集中度高，主要为代垫款、拆借款及保证金等。其中，公司代垫江西大唐国际抚州发电有限责任公司向莆铁路投资款 16.78 亿元，已垫款多

年，对公司资金形成占用，若代垫款难以收回，可用江西大唐国际抚州发电有限责任公司持有向莆铁路股份有限公司的股权抵作还款，公司未对其计提坏账准备。

表 10 2019 年底公司前五大其他应收款单位情况  
(单位: 亿元、%)

| 债务人名称              | 款项性质              | 账面余额  | 账龄          | 占比    | 坏账准备 |
|--------------------|-------------------|-------|-------------|-------|------|
| 江西大唐国际抚州发电有限责任公司   | 为向莆铁路公司其他股东代垫的投资款 | 16.78 | 5 年以上       | 44.50 | --   |
| 兴铁产业投资基金(有限合伙)     | 代垫的基金收益保证金        | 7.32  | 1 年以内、1-2 年 | 19.40 | --   |
| 江西铁旅置业有限公司         | 资金拆借款项            | 4.47  | 1 年以内       | 11.85 | --   |
| 北大荒工贸(江西)有限公司九江分公司 | 货款                | 1.00  | 1-2 年       | 2.65  | 0.22 |
| 中意资产管理有限责任公司       | 往来款               | 0.88  | 1 年以内       | 2.33  | --   |
| 合计                 | --                | 30.45 | --          | 80.73 | 0.22 |

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货波动增长，年均复合增长 20.76%。2019 年底，公司存货 36.76 亿元，主要以房地产开发成本和产成品构成；较上年底下降 8.61%，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

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 18.98%。2019 年底，公司非流动资产 463.27 亿元，较上年底增长 32.57%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 3.29%。2019 年底，公司可供出售金融资产 236.02 亿元，较上年底下降 3.89%；公司可供出售金融资产中可供出售债务工具账面余额 10.21 亿元，主要系信托产品，公司对其计提减值准备 1.86 亿元；按成本法计量的可供出售权益工具 223.73 亿元，主要包括铁路项目投资和子公司兴铁资本的各类投资；按公允价值计量的可供出售权益工具 3.94

亿元，系公司对九江银行股份有限公司（以下简称“九江银行”）的股权投资<sup>1</sup>。

2017—2019 年，公司固定资产波动中大幅增长。2018 年底，公司固定资产 5.08 亿元，较 2017 年底下降 42.78%，主要系：①公司将持有的原子公司江西瑞景铁路发展股份有限公司全部股权转让，合并范围内房屋建筑物等固定资产减少；②蒙华铁路征用子公司部分固定资产所致。2019 年底，公司固定资产账面价值 167.69 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系新增子公司九景衢江西公司的铁路资产（账面价值 138.48 亿元）。

2017—2019 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 29.23%。2019 年底，公司在建工程 45.22 亿元，较上年底下降 50.44%，主要系沪昆铁路与九景衢铁路置换所致。

2020 年 9 月底，公司资产总额 742.73 亿元，较上年底增长 11.63%，其中，流动资产占 28.90%，非流动资产占 71.10%，较 2019 年底变化不大。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。2020 年 9 月底，公司在建工程 101.53 亿元，较上年底增长 124.52%，主要系昌景黄铁路等在建项目持续投入所致。

2020 年 9 月底，公司受限资产包括货币资金 3.43 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

受益于政府持续的资本注入及国开发展基金入股，近年来公司所有者权益快速增长，以实收资本和资本公积为主。公司负债中有息债务占比高，2018 年以来因权益规模扩大，债务率有所下降；公司整体债务负担适中，但短期债务占比较高，2021 年存在集中兑付压力。

#### 所有者权益

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

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长37.10%。2019年底，公司所有者权益312.06亿元，较上年底增长54.41%，主要系江西省财政厅向公司增资及国开发展基金入股，使公司实收资本和资本公积增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为91.88%，少数股东权益占比为8.12%。归属于母公司所有者权益286.71亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占60.90%、29.94%、0.68%和7.16%。

2017—2019年，公司实收资本分别为65.92亿元、86.09亿元和174.60亿元。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。

2017—2019年，公司资本公积不断增长，年均复合增长8.68%。2018年底，公司资本公积84.94亿元，较2017年底增长16.87%，主要系收到南昌市轨道交通转土地收益注入款4.73亿元，以及收到各市区土地收益金7.52亿元。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9月底，公司所有者权益合计356.88亿元，较上年底增长14.36%，主要系资本公积和少数股东权益增长。2020年9月底，公司资本公积100.34亿元，较上年底增长16.88%，主要系新增昌景黄铁路项目地方政府专项债资金14.40亿元；公司少数股东权益54.28亿元，较上年底增长114.10%，主要系新增国铁集团对昌景黄铁路项目出资29.00亿元所致。

### 负债

2017—2019年，公司负债总额波动增长，年均复合增长10.87%。2019年底，公司负债总额353.26亿元，较上年底增长25.84%，主要系长期应付款和递延收益增长所致；其中，流动负债占36.17%，非流动负债占63.83%，公司负

债以非流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长6.88%。2019年底，公司流动负债127.79亿元，较上年底增长46.61%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占19.61%）、应付账款（占18.69%）、其他应付款（占25.55%）、预收款项（占14.32%）和一年内到期的非流动负债（占20.59%）构成。

2017—2019年，公司短期借款持续增长，年均复合增长10.30%。2019年底，公司短期借款25.06亿元，较上年底增长4.16%，均为信用借款。

2017—2019年，公司应付账款快速增长，年均复合增长420.22%，主要系应付工程款增长所致。2019年底，公司应付账款23.88亿元，均为应付工程款，较上年底增长137.78%，主要系九景衢江西公司并表所致；应付账款账龄以1年以内（含1年）为主。

2017—2019年，公司预收款项持续下降，年均复合下降10.14%。2019年底，公司预收款项18.29亿元，主要为预收售房款，较上年底下降8.37%。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长34.96%。2019年底，公司其他应付款32.64亿元，较上年底增长37.49%，主要系往来款增长所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降25.75%。2019年底，公司一年内到期的非流动负债26.32亿元，较上年底增长216.45%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长13.33%。2019年底，公司非流动负债225.48亿元，较上年底增长16.49%，主要系长期应付款和递延收益增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占33.64%）、应付债券（占32.79%）、长期应付款（占22.86%）和递延收益（占10.43%）构成。

2017—2019年，公司长期借款不断下降，年均复合下降16.43%。2019年底，公司长期借款75.84亿元，较上年底下降21.47%，主要系江西省财政厅对公司借款转增为实收资本以及公司存量专项建设基金余额调整为股权投资；长期借款主要由信用借款（占88.90%，期末利率区间4.31%~5.40%）构成。

2017—2019年，公司应付债券快速增长，年均复合增长27.89%。2018年底，公司应付债券为68.20亿元，较2017年底增长50.88%，系公司新发行“18赣铁MTN001”和“18赣铁MTN002”所致。2019年底，公司应付债券73.93亿元，较2018年底增长8.40%，主要系公司发行3亿美元债（3年期，票面利率4.85%，账面余额20.93亿元）所致。

2017—2019年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长54.22%。2019年底，公司长期应付款51.53亿元，较上年底增长135.68%，主要系新增29.67亿元债权投资计划所致，公司长期应付款中专项应付款2.87亿元，融资租赁业务押金0.17亿元，剩余48.50亿元为公司因铁路建设需要，设立的债权投资计划（已计入长期债务计算）。

2017—2019年，公司递延收益大幅增长，2019年底为23.52亿元，较上年底增长240.56%，主要系公司收到财政补助资金。

2020年9月底，公司负债总额385.84亿元，较上年底增长9.22%，其中，流动负债占45.84%，非流动负债占54.16%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，流动负债占比上升较快。2020年9月底，公司流动负债176.87亿元，较上年底增长38.41%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致；公司短期借款29.06亿元，较上年底增长15.96%；一年内到期的非流动负债77.38亿元，主要为一年内到期的应付债券。2020年9月底，公司非流动负债208.97亿元，较上年底下降7.32%。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务波动增长，年均复合增长1.46%。2019年底，

公司全部债务249.65亿元，较上年底增长15.50%；其中，短期债务占20.58%，长期债务占79.42%，以长期债务为主。2017—2019年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均不断下降，2019年底分别为53.10%、44.44%和38.85%。

2020年9月底，公司全部债务292.93亿元，较上年底增长17.34%，其中，短期债务108.04亿元，较上年底增长110.27%；长期债务184.89亿元，较上年底下降6.75%；公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为51.95%和34.13%，较上年底分别下降1.15个百分点和下降4.72个百分点，全部债务资本化比率为45.08%，较上年底提高0.64个百分点。

以2020年9月底公司有息债务看，到期日（行权日）在2020年10—12月、2021年及2022年的债务分别为8.33亿元、103.13亿元和30.60亿元，2021年到期规模相对集中。

表11 公司债务情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2017年  | 2018年  | 2019年  | 2020年9月 |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 短期债务      | 69.74  | 32.38  | 51.38  | 108.04  |
| 长期债务      | 172.79 | 183.77 | 198.27 | 184.89  |
| 全部债务      | 242.53 | 216.15 | 249.65 | 292.93  |
| 资产负债率     | 63.39  | 58.14  | 53.10  | 51.95   |
| 全部债务资本化比率 | 59.36  | 51.68  | 44.44  | 45.08   |
| 长期债务资本化比率 | 51.00  | 47.62  | 38.85  | 34.13   |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

#### 4. 盈利能力

**近年来公司营业收入波动增长，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。**

2017—2019年，公司营业收入波动增长，分别为47.35亿元、43.30亿元和49.33亿元；其中，2018年同比下降8.57%，主要是受到贸易业务收缩的影响；2019年同比增长13.93%，主要系新增国铁运营收入所致。2017—2019年，公司营业利润率有所波动，分别为5.07%、7.22%和5.02%。

从期间费用看，2017—2019年，公司期间费用快速增长，年均复合增长93.04%，主要是

财务费用大幅增长所致，2019年，公司期间费用5.19亿元，以管理费用和财务费用为主。2017—2019年，公司期间费用率不断提升，分别为2.94%、7.62%和10.51%。

2017—2019年，公司投资收益有所波动，年均复合增长38.04%，2019年为2.21亿元，主要来自处置长期股权投资（江西省金融资产管理股份有限公司股权）产生的投资收益。2019年，公司其他收益5.00亿元，系为弥补九景衢铁路江西公司运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金。2017—2019年，公司利润总额分别为2.86亿元、1.82亿元和2.54亿元，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，2017—2019年，受资产规模快速增长影响，公司净资产收益率逐年下降，2019年为0.55%；同期，公司总资本收益率不断提升，2019年为1.77%。

表12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 47.35 | 43.30 | 49.33 |
| 其他收益   | 0.00  | 0.00  | 5.00  |
| 投资收益   | 1.16  | 2.67  | 2.21  |
| 营业利润   | 1.56  | 1.42  | 2.26  |
| 营业外收入  | 1.38  | 0.40  | 0.31  |
| 利润总额   | 2.86  | 1.82  | 2.54  |
| 营业利润率  | 5.07  | 7.22  | 5.02  |
| 总资本收益率 | 1.13  | 1.40  | 1.77  |
| 净资产收益率 | 1.67  | 0.77  | 0.55  |

注：2017—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

2020年1—9月，公司实现营业收入29.57亿元；营业利润率为-5.73%，主要系毛利率较高的铁路沿线土地综合开发业务未实现收入以及国铁运营业务毛利率为负所致；利润总额为1.82亿元。

## 5. 现金流

公司收入实现质量尚可，投资活动以理财产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，2017—2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为55.56亿元、42.92亿元和47.98亿元，2018年明显下降主要受贸易收入下降影响；同期，公司现金收入比分别为117.34%、99.12%和97.27%，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，2019年为59.35亿元，主要为往来款34.09亿元和政府补助21.68亿元。2017—2019年，公司购买商品、接受劳务支付的现金支付的现金不断下降，2019年为38.14亿元；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金波动增长，2019年为28.62亿元，主要为往来款。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为23.88亿元、17.09亿元和37.08亿元。

投资活动方面，2017—2019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2017—2018年分别为71.41亿元和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。2017—2019年，公司投资活动现金流出主要为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），2017年规模较大，其中国铁项目出资21.43亿元、铁路产业基金出资2.00亿元、申购理财产品94.44亿元。2017—2019年，公司投资活动现金流量净额分别为-78.80亿元、7.24亿元和-52.37亿元。

筹资活动方面，2017—2019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，2019年为131.45亿元。其中，吸收投资收到的现金主要是收到政府资本金注入及土地出让收益注入，2019年为33.59亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务本息支付的现金为主，2019年为60.66亿元。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为27.57亿元、-2.33亿元和70.79亿元。

表13 公司现金流情况(单位:亿元、%)

| 项目            | 2017年  | 2018年 | 2019年  |
|---------------|--------|-------|--------|
| 经营活动现金流入量     | 90.60  | 76.57 | 107.34 |
| 经营活动现金流出量     | 66.72  | 59.48 | 70.26  |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 23.88  | 17.09 | 37.08  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -78.80 | 7.24  | -52.37 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 27.57  | -2.33 | 70.79  |
| 现金收入比         | 117.34 | 99.12 | 97.27  |

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—9月,公司经营活动现金净流入4.55亿元;投资活动现金净流出68.48亿元;筹资活动现金净流入65.93亿元。

#### 6. 偿债能力

**公司偿债能力指标一般,考虑到公司间接融资渠道畅通,且作为江西省铁路建设省方出资人代表,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,2017—2019年,公司流动比率和速动比率均不断提升,2019年底分别为158.12%和129.36%;经营现金流流动负债比分别为21.34%、19.61%和29.01%,经营活动现金流量净额对流动负债保障能力较弱。2020年9月底,公司流动比率与速动比率分别为121.35%和100.38%,较上年底分别下降36.77个百分点和28.98个百分点;公司现金短期债务比为1.13倍,公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA不断增长,2019年为13.30亿元,同比增长107.89%;全部债务/EBITDA快速下降,2019年为18.77倍;EBITDA利息倍数波动中有所下降,2019年为1.90倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2020年9月底,公司对外担保余额1.15亿元,担保比率0.32%,担保对象为福建中原港务有限公司,为公司参股公司(持股比例37.56%),公司或有负债风险较小。

截至2020年9月底,公司获得银行授信额度为725.65亿元,尚未使用额度504.18亿元。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。母公司债务负担尚可,营业收入规模小,利润主要来自利息收入。**

2019年底,母公司资产总额531.48亿元,较上年底增长21.36%。母公司资产构成和公司合并口径资产构成相似,其中流动资产176.92亿元,主要由货币资金和其他应收款构成;非流动资产354.57亿元,主要由可供出售金融资产和在建工程构成。2020年9月底,母公司资产总额588.07亿元,较2019年底增长10.65%,主要系在建工程增长所致,资产构成较2019年底变化不大。

2019年底,母公司负债合计233.34亿元,较上年底略有下降,以长期借款和应付债券构成的非流动负债为主;母公司资产负债率为43.90%,债务负担一般。2020年9月底,母公司负债合计269.30亿元,较2019年底增长15.41%,主要系流动负债增长所致。

2019年,母公司实现营业收入568.25万元,实现利润总额5.81亿元,主要系收到政府补贴5.00亿元。2020年1—9月,母公司实现营业收入1632.16万元,利润总额为7.91亿元,主要来自于利息收入和政府补贴。

#### 九、本期债券偿还能力分析

##### 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20亿元,其中基础发行规模10亿元,弹性配售10亿元,以发行规模上限计算(下同),相当于2020年9月底公司全部债务和长期债务的6.83%和10.82%。

2020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51.95%、45.08%和34.13%,考虑到公司于2020年11月发行的“20赣铁投MTN002”17亿元,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 54.23%、48.04%和 38.34%。整体看，本期债券发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

## 2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 90.60 亿元、76.57 亿元和 107.34 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 4.53 倍、3.83 倍和 5.37 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 23.88 亿元、17.09 亿元和 37.08 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 1.19 倍、0.85 倍和 1.85 倍；公司 EBITDA 分别为 5.08 亿元、6.40 亿元和 13.31 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.25 倍、0.32 倍和 0.67 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较好，经营活动现金流量净额对本期债券保障能力一般，EBITDA 对本期债券的保障能力较弱。

## 十、结论

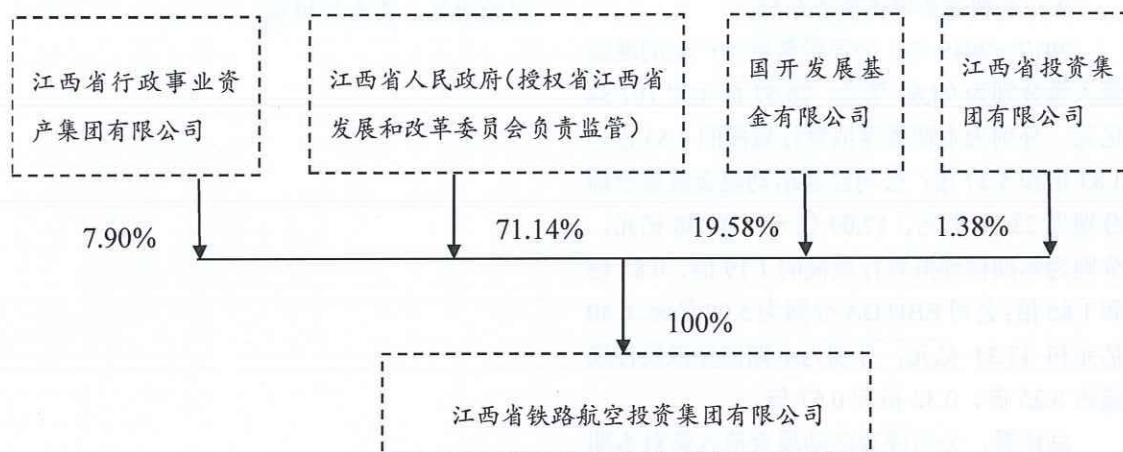
公司是江西省铁路建设省方出资人代表，负责江西省内铁路的建设投资，同时，公司作为江西省通航产业和空港建设的投资主体，承担了江西省航空领域投资的重要职能。近年来，公司在资本和资产注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面得到省内各级政府和相关部门的支持。

近年来，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；受益于政府持续的资本注入及国开发展基金入股，公司所有者权益快速增长，公司负债中有息债务占比高，整体债务负担适中；公司盈利能力较弱，利润主要来自于投资收益和政府补助；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。公司现金类资产充裕，短期偿债能力一般，考虑到公司间接融资渠道畅通，且持续获得江西省政府的大力支持，公司整体偿债能力

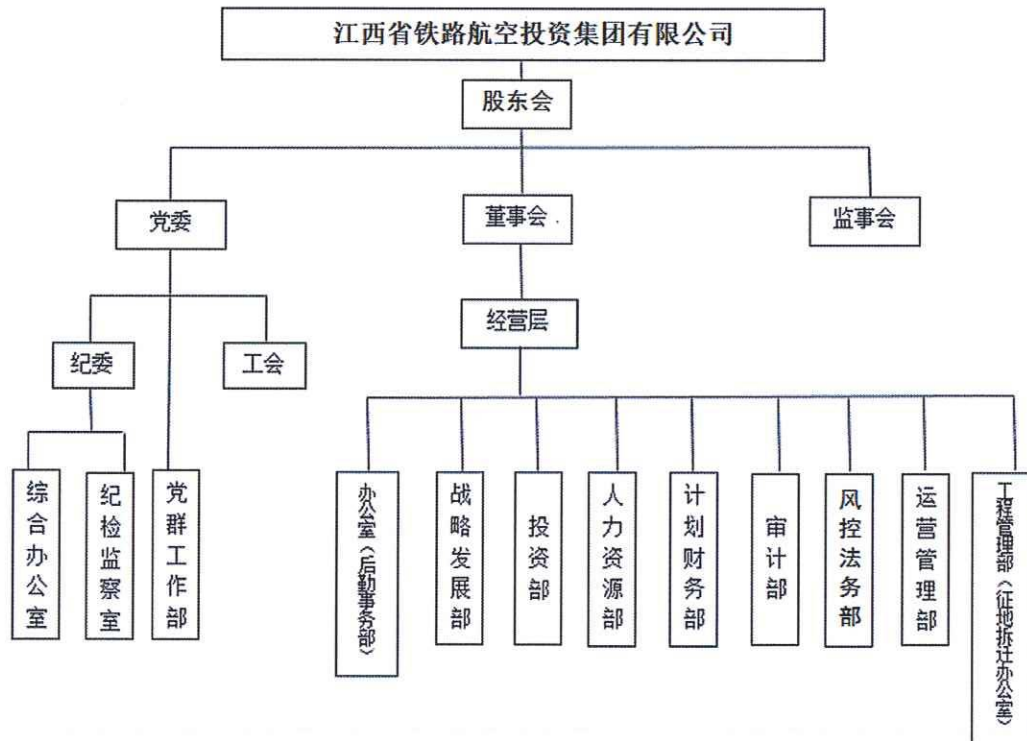
极强。

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，公司主体偿债风险极低，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 2020 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



## 附件 2 截至 2020 年 9 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  | 南昌赣铁艾溪湖置业有限公司   | 1  | 房地产企业 | 100.00 | 投资设立 |
| 5  | 江西省航空投资集团有限公司   | 1  | 服务业   | 60.00  | 投资设立 |
| 6  | 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 |
| 7  | 江铁国际控股集团有限公司    | 1  | 服务业   | 100.00 | 投资设立 |
| 8  | 江西省城镇建设投资集团有限公司 | 1  | 建筑业   | 100.00 | 其他   |
| 9  | 江西省节能环保投资有限公司   | 1  | 环保业   | 100.00 | 其他   |
| 10 | 江西国际融资租赁有限公司    | 1  | 租赁业   | 100.00 | 投资设立 |
| 11 | 九景衢铁路江西有限责任公司   | 1  | 运输    | 78.84  | 其他   |

资料来源: 公司提供

## 附件 3-1 主要财务数据及计算指标（合并口径）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 73.71  | 61.54  | 121.27 | 121.81     |
| 资产总额（亿元）       | 453.43 | 482.82 | 665.32 | 742.73     |
| 所有者权益（亿元）      | 166.01 | 202.10 | 312.06 | 356.88     |
| 短期债务（亿元）       | 69.74  | 32.38  | 51.38  | 108.04     |
| 长期债务（亿元）       | 172.79 | 183.77 | 198.27 | 184.89     |
| 全部债务（亿元）       | 242.53 | 216.15 | 249.65 | 292.93     |
| 营业收入（亿元）       | 47.35  | 43.30  | 49.33  | 29.57      |
| 利润总额（亿元）       | 2.86   | 1.82   | 2.54   | 1.82       |
| EBITDA（亿元）     | 5.08   | 6.40   | 13.30  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 23.88  | 17.09  | 37.08  | 4.55       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | 6.72   | 7.74   | 12.44  | --         |
| 存货周转次数（次）      | 2.04   | 1.22   | 1.21   | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.11   | 0.09   | 0.09   | --         |
| 现金收入比（%）       | 117.34 | 99.12  | 97.27  | 124.03     |
| 营业利润率（%）       | 5.07   | 7.22   | 5.02   | -5.73      |
| 总资本收益率（%）      | 1.13   | 1.40   | 1.77   | --         |
| 净资产收益率（%）      | 1.67   | 0.77   | 0.55   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 51.00  | 47.62  | 38.85  | 34.13      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 59.36  | 51.68  | 44.44  | 45.08      |
| 资产负债率（%）       | 63.39  | 58.14  | 53.10  | 51.95      |
| 流动比率（%）        | 112.80 | 153.01 | 158.12 | 121.35     |
| 速动比率（%）        | 90.27  | 106.87 | 129.36 | 100.38     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 21.34  | 19.61  | 29.01  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.06   | 1.90   | 2.36   | 1.13       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.33   | 1.46   | 1.90   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 47.71  | 33.78  | 18.77  | --         |

注：1.2020 年三季度财务报表未经审计；2.长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

## 附件 3-2 主要财务数据及计算指标（公司本部/母公司口径）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 69.71  | 60.56  | 120.25 | 118.72     |
| 资产总额（亿元）       | 423.53 | 437.92 | 531.48 | 588.07     |
| 所有者权益（亿元）      | 169.02 | 203.57 | 298.15 | 318.77     |
| 短期债务（亿元）       | 66.56  | 30.26  | 45.30  | 99.05      |
| 长期债务（亿元）       | 164.70 | 180.44 | 135.54 | 107.03     |
| 全部债务（亿元）       | 231.26 | 210.70 | 180.84 | 206.08     |
| 营业收入（亿元）       | 0.41   | 0.41   | 0.06   | 0.16       |
| 利润总额（亿元）       | 3.51   | 0.33   | 5.81   | 7.91       |
| EBITDA（亿元）     | 13.07  | 8.31   | 9.48   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 9.48   | 17.64  | 29.98  | -0.22      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | --     | --     | --     | --         |
| 存货周转次数（次）      | 30.29  | 58.32  | 118.08 | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | --         |
| 现金收入比（%）       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00       |
| 营业利润率（%）       | 96.01  | 87.94  | -67.03 | 73.95      |
| 总资本收益率（%）      | 3.26   | 2.00   | 1.98   | --         |
| 净资产收益率（%）      | 2.08   | 0.16   | 1.95   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 49.35  | 46.99  | 31.25  | 25.14      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 57.77  | 50.86  | 37.75  | 39.26      |
| 资产负债率（%）       | 60.09  | 53.51  | 43.90  | 45.79      |
| 流动比率（%）        | 139.08 | 232.46 | 240.06 | 125.70     |
| 速动比率（%）        | 139.08 | 232.46 | 240.06 | 125.70     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 10.56  | 37.48  | 40.67  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.05   | 2.00   | 2.65   | 1.20       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.37   | 1.04   | 2.59   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 17.70  | 25.36  | 19.08  | --         |

注：1.2020 年三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  |                                                        |
| 净资产年复合增长率   | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                      |
| 营业收入年复合增长率  | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 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 年第一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。