

信用等级公告

联合〔2020〕2961号

江西省铁路投资集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对江西省铁路投资集团有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

江西省铁路投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

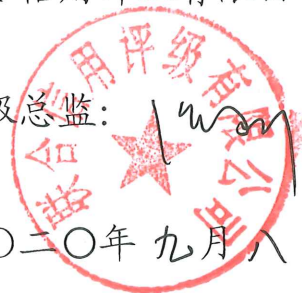
江西省铁路投资集团有限责任公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

江西省铁路投资集团有限责任公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：7（5+2）年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 9 月 8 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径				
资产总额（亿元）	453.43	482.82	665.32	679.19
所有者权益（亿元）	166.01	202.10	312.06	312.41
长期债务（亿元）	172.79	183.77	198.27	153.72
全部债务（亿元）	242.53	216.15	249.65	277.25
营业收入（亿元）	47.35	43.30	49.33	10.25
利润总额（亿元）	2.86	1.82	2.54	0.19
EBITDA（亿元）	5.08	6.40	13.30	--
经营性净现金流（亿元）	23.88	17.09	37.08	9.89
营业利润率（%）	5.07	7.22	5.02	-5.58
净资产收益率（%）	1.78	0.84	0.66	--
资产负债率（%）	63.39	58.14	53.10	54.00
全部债务资本化比率（%）	59.36	51.68	44.44	47.02
流动比率（倍）	1.13	1.53	1.58	1.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.03	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.46	1.90	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.25	0.32	0.67	--
公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	423.53	437.92	531.48	547.21
所有者权益（亿元）	169.02	203.57	298.15	299.88
全部债务（亿元）	231.26	210.70	180.84	199.88
营业收入（亿元）	0.41	0.41	0.06	0.003
利润总额（亿元）	3.51	0.33	5.81	1.65
资产负债率（%）	60.09	53.51	43.90	45.20
全部债务资本化比率（%）	57.77	50.86	37.75	39.99
流动比率（倍）	1.39	2.32	2.40	1.29

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将长期应付款中的有息债务计入长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江西省铁路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为江西省铁路建设省方出资人代表以及通航产业和空港建设投资主体，承担了省内铁路的建设投资和航空领域投资的重要职能，区域竞争实力强。公司外部发展环境良好，持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司存在一定的资本支出压力，整体盈利能力较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着铁路投资建设项目的进一步推进，以及航空领域的发展壮大，公司业务规模有望进一步扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **外部发展环境良好。**江西省经济保持增长，未来铁路投资将保持高位，公司面临良好的外部发展环境。

2. **区域竞争实力强。**公司作为江西省铁路建设省方出资人代表以及通航产业和空港建设投资主体，承担了省内铁路的建设投资和航空领域投资的重要职能，区域竞争实力强。

3. **持续获得有力的外部支持。**江西省各级政府资本及资产注入、土地收益注入、财税政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面给予公司持续有力的支持，公司资产及所有者权益规模不断扩大，资本实力显著提升。

关注

1. **存在一定的资本支出压力。**公司在建、拟建铁路项目投资规模较大，未来随着航空领域

投资逐步开展，公司存在一定的资本支出压力。

2. **整体盈利能力较弱。**公司铁路项目投资回收期长，整体盈利能力较弱，叠加新冠病毒肺炎疫情影响，公司参控股铁路运营的亏损程度或将扩大。

分析师

张 雪 登记编号（R0040215060001）

黄静轩 登记编号（R0040220040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

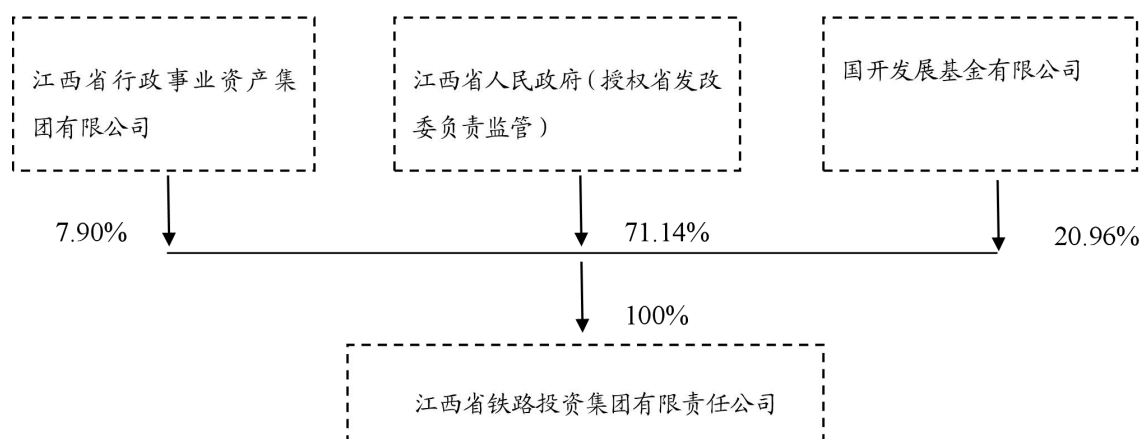
分析师：



一、主体概况

江西省铁路投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为江西省地方铁路建设集团公司，系成立于 2007 年 11 月的全民所有制企业，初始注册资本 2.00 亿元。经江西省人民政府（以下简称“江西省政府”）批复，公司于 2009 年 12 月更名为江西省铁路投资集团公司（以下简称“铁投集团公司”）。江西省人民政府多次对公司进行增资，截至 2018 年末，公司注册资本变更为 65.40 亿元，实收资本增至 86.09 亿元。2019 年 8 月，公司性质由全民所有制企业改制为有限责任公司，同时名称变更为现名，注册资本变更为 65.92 亿元。经国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）将对公司存量的专项建设基金余额调整为股权投资、江西省财政厅增资及公司为落实江西省人民政府关于划转部分国有资本充实社保基金的相关工作要求而引进江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“行政事业集团”）入股，截至 2020 年 8 月 3 日，公司注册资本增至 174.60 亿元，江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）持有公司 71.14% 股权，为公司控股股东，国开发展基金持有公司 20.96% 股权，行政事业集团持有公司 7.90% 股权。公司实际控制人为江西省政府。

图 1 截至 2020 年 8 月 3 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事江西省内铁路建设投资，同时开展物流贸易、房地产开发以及航空、港口建设投资、金融投资等多元化经营业务。

截至 2020 年 8 月末，公司本部设计计划财务部、人力资源部及战略发展部等职能部门（详见附件 1）。截至 2020 年 3 月末，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 11 家，在职员工 625 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 665.32 亿元，负债合计 353.26 亿元，所有者权益 312.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益 286.71 亿元。2019 年，公司实现营业收入 49.33 亿元，净利润 1.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 55.51 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 679.19 亿元，负债合计 366.79 亿元，所有者权益 312.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 287.27 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.25 亿元，净利润 0.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.42 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可〔2020〕704号”批复，公司获准面向专业投资者公开发行不超过40.00亿元（含）的公司债券。本期债券名称为“江西省铁路投资集团有限责任公司公开发行2020年公司债券（第一期）”，发行规模不超过20.00亿元（含）。本期债券期限为7年期，附第5年末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方式，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，其中11亿元拟用于偿还公司债务，9亿元用于新建南昌经景德镇黄山铁路工程。

三、行业及区域环境分析

1. 铁路行业

（1）行业概况

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。联合评级维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

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

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

（2）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 14,706.64 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 2 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合评级根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30,181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

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

（3）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 8,000 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 8,029 亿元，投产新线 8,489 公里，其中高速铁路 5,474 公里。

表 1 中国铁路固定资产投资情况（单位：亿元、公里、个）

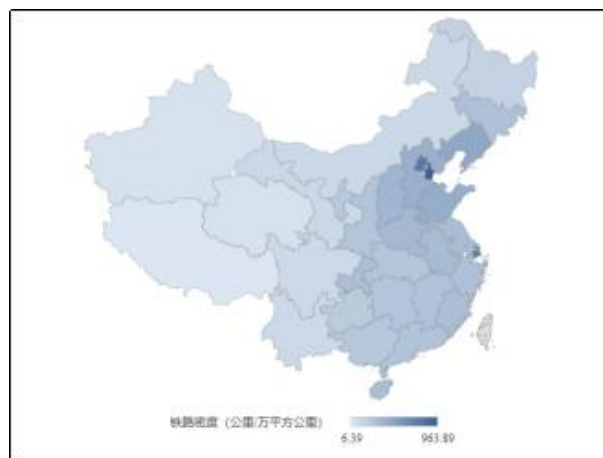
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8,238	8,015	8,010	8,028	8,029
投产新线	9,531	3,281	3,038	4,683	8,489

高铁投产新线	3,306	1,903	2,182	4,100	5,474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合评级根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年末，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 3 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：联合评级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 年末，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 8,000 亿元。

（4）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12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2 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015年12月23日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017年12月14日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163号	扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，具体包括：1. 铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2. 将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1. 建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2. 推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3. 优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4. 以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合评级整理

（5）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。联合评级维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

2. 区域环境分析

江西省经济保持增长，未来铁路投资将保持高位，公司面临良好的外部发展环境。

（1）江西省经济概况

2017—2019 年，江西省经济保持较快增速，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）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）24,757.5 亿元。其中，第一产业增加值 2,057.6 亿元，较上年增长 3.0%；第二产业增加值 10,939.8 亿元，较上年增长 8.0%；第三产业增加值 11,760.1 亿元，较上年增长 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。

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增速分别为 12.1%、11.1%和 9.2%。2019 年，分产业看，第一产业投资下降 22.5%，占全部投资的 1.9%；第二产业投资增长 10.7%，占全部投资的 49.7%；第三产业投资增长 9.5%，占全部投资的 48.4%。从投资主要构成看，基础设施投资增长 8.9%，占全部投资的 17.2%；工业投资增长 10.9%，占全部投资的 49.7%。

铁路运输方面，2018 年江西省铁路运营里程 4,134 公里，其中时速 250 公里及以上高速铁路运营里程 917 公里。截至 2019 年末，江西省铁路营运里程 4,534.7 公里，较年初增加约 400 公里。

2017—2019 年，江西省财政总收入增速波动下降，分别为 9.7%、10.1%和 5.4%。2019 年江西财政总收入 4,001.5 亿元。其中，一般公共预算收入 2,486.5 亿元，较上年增长 4.8%；税收收入占一般公共预算收入的比重为 70.3%。全年一般公共预算支出 6,402.6 亿元，较上年增长 13.0%。江西省财政自给率为 38.84%。

根据江西省统计局网站披露数据，2020 年 1—6 月，江西省实现生产总值（GDP）11,691.1 亿元，同比增长 0.9%；实现一般公共预算收入 1,438.0 亿元，同比下降 3.1%。

（2）江西省铁路基础设施建设

根据《江西省高铁经济带发展规划（2019—2025 年）》，到 2025 年，江西省高铁营运里程超过 2,100 公里，占全国高速铁路营运里程的比例提高至 5%以上，高铁网密度提高至 120 公里/万平方公里，基本实现省会南昌至各设区市和武汉、长沙、合肥等长江中游城市群 1~2 小时，至上海、杭州、南京、广州、深圳等周边主要城市 3~4 小时，至北京、西安、重庆等重点城市 5 小时左右交通圈。到 2035 年，江西省高铁营运里程超过 3,000 公里，基本形成“五纵四横”高铁经济通道，全省区域经济格局进一步优化，形成内陆双向高水平开放新格局。江西省将依托国家“八纵八横”主通道，稳步推进昌吉赣、昌景黄、赣深、昌九、合九等国家高速铁路主通道项目建设，适时推动高标准建设长赣、昌福（厦）、常岳昌、咸修宜吉、吉武温铁路，积极开展六安至景德镇、景德镇至鹰

潭至瑞金至梅州、赣州至广州赣韶段、吉安至井冈山至衡阳等高铁项目规划研究工作，构建“五纵四横”的高铁经济通道，形成贯通京津冀、长三角、粤港澳大湾区以及成渝和海西等重点经济区的通道。总体看，未来江西省铁路投资将保持高位。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为江西省铁路建设省方出资人代表以及通航产业和空港建设投资主体，承担了省内铁路的建设和航空领域投资的重要职能，区域竞争实力强，业务多元化程度较高。

自成立以来，公司即作为江西省与国铁集团合资铁路的省方出资人代表，是江西省铁路建设的唯一省级投资主体。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。公司依托自身职能定位，形成了“铁路+航空”投资双主业，在江西省区域内竞争实力强；此外，公司向物流、金融、房地产等延伸产业发展，形成相互促进的多元化业务格局。

2. 人员素质

公司主要管理人员具有政府工作经历和企业管理经验，人员构成可满足日常经营管理需要。

截至2020年3月末，公司董事、监事及高级管理人员共14人。

温治明先生，1965年9月生，研究生学历、博士学位；历任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，江西省行政事业单位资产管理中心常务副主任，江西省财政厅党组成员，江西省行政事业单位资产管理中心（行政事业集团）主任（董事长、总经理），江西省金融控股集团有限公司董事长、党委书记；2020年4月起至今任公司党委书记、董事长。

邹洪先生，1970年11月生，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，2013年9月任江西省赣南等原中央苏区振兴发展工作办公室副主任（副厅级）（期间2015年5月—2016年4月在国家发改委基础产业司挂职任副司长），2017年1月任铁投集团公司党委副书记、总经理，2017年5月任铁投集团公司党委副书记、副董事长、总经理；2019年7月起至今任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2020年3月末，公司在职工625人。从文化素质看，硕士及以上学历员工占16.32%、本科学历员工占54.56%、大专及以下员工学历占29.12%。从年龄结构看，30岁以下员工占24.00%、30~50岁员工占66.56%、50岁以上员工占9.44%。

3. 外部支持

近年来，江西省政府通过资本及资产注入、土地收益注入、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，公司资产及所有者权益规模不断扩大，资本实力显著提升。

（1）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—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—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1,700.00万元和

2,420.00 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（原“江西省城镇建设投资有限公司”）100%股权无偿划转至公司，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（25.29 亿元为货币资金，24.60 亿元系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），增加公司实收资本。

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。

（2）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 1,000~1,500 亩、其他设区市 800~1,000 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 18,700 亩，总价约为 66.80 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司已收到返还土地收益 55.82 亿元。

（3）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有限责任公司（以下简称“九景衢铁路公司”）运营亏损，公司收到江西省财政厅拨付的财政补贴资金 5.00 亿元，计入其他收益。

（4）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）文件，江西省政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金（以下简称“铁路基金”），基金总规模 150 亿元，首期设立 50 亿元，其中政府引导资金不低于 20 亿元，特定对象募集资金约为 30 亿元。铁路基金在满足铁路投资项目资金需求的前提下，可进行铁路沿线土地收储开发、矿产资源整合开发等多元化投资，实现铁路基金的保值增值。每期基金存续期满后，公司向基金投资人支付投资回报，如公司按约定时间支付投资回报和回购基金有缺口时，江西省政府将组织国有“四资”（资本、资

产、资源、资金）运作予以支持。2014年4月，铁路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，铁路基金总规模由150亿元扩大至300亿元，基金引导资本由20亿元扩大至不低于60亿元，引导资金扩大的差额由公司筹措解决，该基金主要用于全省铁路建设。铁路产业基金规模扩大后按赣府字〔2013〕39号文精神，报请江西省政府由国有“四资”（资产、资本、资源、资金）给予支持。截至2020年3月末，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。

（5）资本金分摊

2018年6月，江西省发改委印发了关于《赣深客专等4个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知（赣发改铁建〔2018〕593号），明确①赣深客专、安九客专、昌景黄铁路为客运专线，项目省方资本金出资由省财政、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、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。

五、公司管理

1. 治理结构

公司的法人治理结构相对健全清晰，部分董事、监事缺位，但人员配置能够满足经营与管理需要。

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。

公司党委会的设置及任期按党内相关文件规定执行。公司党组织发挥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，国开发展基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员，股东会是公司最高权力机构。

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。董事会对股东会负责。截至本报告出具日，公司现任董事4名，董事暂缺位1人。

公司设监事会，监事会是公司常设监督机构。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。截至本报告出具日，公司现任监事2名，为监事会主席和1名职工监事，监事暂缺位3人。

公司设总经理1人，副总经理4名，总经理助理1~2人，总经理依照法律法规及相关政策进行提名、任免（外聘总经理除外）。总经理对董事会负责，公司的经营活动由董事会授权总经理负责。公司根据业务发展设总会计师、总经济师、总工程师、法务总监等专业性高级管理岗位。需由市场化选聘职业经理人担任的公司高级管理人员，由董事会负责组织实施。

2. 管理体制

公司管理制度较为规范，整体管理运作情况良好。

公司根据国家相关政策法规，结合自身实际情况，制定并不断完善经营业绩考核办法、控股子公司管理办法、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。

子公司管理方面，公司通过向子公司委派董事、经营管理人员和日常监管两条途径行使股东权利。在经营与投资管理方面，公司对子公司实行经营目标责任管理制，子公司经营、投资项目需报公司总经理办公会审议。在财务管理方面，子公司未经公司批准，不得进行任何形式的对外担保，子公司融资和对外担保必须报请公司审议批准。公司对子公司定期或不定期实施审计监督。

工程管理方面，公司制定了《工程项目招标投标管理规定》，公司招标投标工作实行归口管理、分工负责，公司本部工程管理部是招标投标工作业务主管部门，各控股合资公司、子公司是招标投标工作的责任主体。为加强铁路前期工作，确保铁路建设项目前期工作按期完成，公司制定了《铁路项目前期工作费用管理暂行办法》《工程项目建设管理办法》及《省级征迁部门工作经费使用管理暂行办法》，对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、初步设计、施工图设计、征地拆迁等）进行了规范。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，实行“分类管理、分层授权；突出主业，效益优先；适度投资，稳健经营；合规高效，科学决策”的管理原则。

对外担保管理方面，公司参照江西省国有资产监督管理委员会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，应报经公司审核批准；全资、控股子公司未经授权不得向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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事江西省内铁路建设投资，同时开展物流贸易、房地产开发以及航空、港口建设投资、金融投资等多元化经营业务。公司不断调整收入结构，营业收入波动增长，综合毛利率水平波动下降。受当期货物销售业务毛利率较低及国铁运营业务仍处于亏损状态影响，公司 2020 年一季度整体亏损。

公司作为江西省铁路建设省方出资人代表，主要从事江西省内铁路建设投资，包括与国铁集团合资建设铁路，控股及运营国铁、铁路专线等，同时开展物流贸易、房地产开发以及航空、港口建设投资、金融投资等多元化经营业务。2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 2.06%，主营业务收入占比均超过 98%，公司主业突出。

从收入构成看，公司铁路以参股铁路为主，收入主要来源于贸易（货物销售）及房地产销售收入。2017—2019 年，公司货物销售收入持续下降，系公司主动控制贸易规模所致。2018 年，公司新增房地产销售收入，成为公司收入的重要来源。根据 2019 年公司与中铁发展基金股份有限公司（以下简称“中铁发展基金”）、中国铁路南昌局集团有限公司（以下简称“铁路南昌局”）的《路地出资置换协议》，公司以原有沪昆客专的参股股权置换九景衢铁路股权，2019 年末公司已

将九景衢铁路公司纳入合并范围，当期新增 7.64 亿元的国铁运营收入。公司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。

表 3 2017—2019 年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		
	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	99.71	5.30
贸易（货物销售）	44.73	94.45	2.61	26.94	62.21	1.68	24.64	49.95	1.14
铁路专用线运营	0.81	1.71	-2.35	0.98	2.27	4.83	0.42	0.85	1.43
金融商品收入	0.90	1.90	100.00	0.94	2.17	100.00	0.74	1.49	100.00
房地产销售收入	--	--	--	13.08	30.20	5.78	14.77	29.94	26.62
国铁运营	--	--	--	--	--	--	7.64	15.49	-42.32
其他	0.84	1.77	47.44	0.92	2.12	75.67	0.98	1.99	90.20
其他业务收入	0.08	0.17	69.15	0.45	1.03	86.71	0.14	0.29	-20.96
合计	47.35	100.00	5.28	43.30	100.00	7.56	49.33	100.00	5.22

注：公司其他收入包括航空产业收入、基金管理费用收入和融资租赁收入等；其他业务收入包括子公司江西赣铁物流有限公司（以下简称“赣铁物流”）、江西赣铁投资发展有限公司和江西省中泽地产集团有限公司（原“江西赣铁置业有限公司”）的其他业务收入
资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

从毛利率水平看，2017—2019 年，公司货物销售毛利率持续下降，处于较低水平。2019 年，公司房地产销售收入毛利率较上年大幅提升 20.84 个百分点，主要系部分公寓和车位收入利润空间较大所致。2019 年公司新增的国铁运营业务毛利率为负，系九景衢铁路尚处于培育期，处于亏损状态所致。2017—2019 年，公司综合毛利率波动下降，其中 2018 年较上年有所提升主要系受毛利率水平较低的货物销售业务收入占比有所下降，以及新增毛利水平相对较高的房地产销售业务等因素综合影响所致，2019 年较上年有所下降主要系新增的国铁运营业务处于亏损状态所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.25 亿元，较上年同期增长 127.67%，主要来源于货物销售业务收入（7.01 亿元）和国铁运营收入（0.78 亿元）。受当期货物销售业务毛利率较低及国铁运营业务仍处于亏损状态影响，公司综合毛利率降至-5.52%。

2. 业务经营分析

（1）铁路建设

公司参股铁路短期内难以实现大规模分红，控股铁路经营亏损，叠加新冠病毒肺炎疫情影响，2020 年公司参控股铁路运营的亏损程度或将扩大。公司在建、拟建铁路项目投资规模较大，存在一定的资本支出压力，但部分铁路省方出资部分将由省财政、公司和沿途各县市分担，能够有效缓解公司的投资压力。

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，公司主要负责代表江西省向项目公司出资，并参与铁路沿线征地拆迁及协调等，部分铁路线路采用以公司承担征迁费用入股的形式。

截至 2020 年 3 月末，公司参股的已完工铁路共 8 条，分别为昌九城际铁路、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、昌吉赣客专和蒙华铁路，上述项目公司累计完成出资 200.41 亿元（含铁路产业基金出资），参股铁路建成投运后，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。公司参股铁路建成时间较短，加之折

旧和财务费用较大，导致除昌九城际铁路外均处于亏损状态。近年来，公司仅获得昌九城际铁路的累计分红 1.11 亿元，其中 2016 和 2018 年分别为 0.71 亿元和 0.40 亿元。

表 4 截至 2020 年 3 月末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	2007.06—2010.09	39.33	14.73
向莆铁路	246.00	165.52	2007.11—2013.09	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—2015.03	5.00	8.32
赣龙铁路扩能项目	113.70	99.20	2010.10—2015.06	4.70	7.69
武九客专	45.90	70.48	2013.12—2017.12	50.00	18.77
昌吉赣客专	420.00	532.50	2014.12—2019.12	40.00	106.50
蒙华铁路	212.00	163.33	2014.12—2019.09	1.20	8.10
合计	1,418.87	1,371.53	—	—	200.41

资料来源：公司提供

控股铁路

2019 年，按照国铁集团和江西省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”）新建的沪昆客专杭长段项目的征地拆迁、南昌西站站房等出资额 40.08 亿元，与铁路南昌局、中国铁路发展基金分别在九景衢铁路公司新建的九景衢铁路江西段项目资本金出资额 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。九景衢铁路项目于 2013 年 12 月开始建设，2017 年 12 月正式投入运营。由于处于运营初期，2017—2019 年，九景衢铁路公司分别亏损 0.06 亿元、6.34 亿元和 6.26 亿元。2019 年 4 月，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。九景衢铁路建成时间较短，尚处于培育期，收入难以覆盖成本支出，叠加新冠病毒肺炎疫情影响，2020 年亏损程度或将扩大，联合评级将持续关注江西省政府对公司运营铁路的补贴情况。

在建及拟建铁路

在建铁路方面，截至 2020 年 3 月末，公司在建的铁路项目 4 个，公司计划出资 198.85 亿元，公司已累计完成出资 87.35 亿元，2020 年 4—12 月、2021 年及 2022 年分别计划出资 49.92 亿元、33.35 亿元和 28.23 亿元。

表 5 截至 2020 年 3 月末公司在建铁路情况（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		
								2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
兴泉铁路	125.00	2016—2021	80.28	34.48	32.30	50.00	29.05	0.00	3.25	0.00
赣深客专	136.00	2016—2021	177.10	51.40	35.40	40.00	30.47	4.93	0.00	0.00

安九客专	17.00	2016—2022	62.20	20.45	15.55	50.00	12.50	1.19	1.86	0.00
昌景黄铁路	230.00	2018—2022	346.50	15.06	115.60	66.00	15.33	43.80	28.24	28.23
合计	508.00	--	666.08	121.39	198.85	--	87.35	49.92	33.35	28.23

注：上表中公司计划出资包含将由省财政、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，截至 2020 年 3 月末拟建项目尚处于前期规划阶段。

（2）铁路专用线

公司铁路专用线运营收入规模较小，受部分铁路专用线转让事项影响，该板块收入将有所下降。

除与国铁集团的合资铁路外，公司还投资建设了江西省内部分铁路专用线项目。该部分铁路为公司投资运营，主要为铁路干线沿线的企业或者产业基地提供便捷的铁路通道。

截至 2020 年 3 月末，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 6 月，公司以 1.70 亿元的对价实现洋纺扩能改造（一期）专线转让；截至 2019 年末上述交易资金均已全部到账。

截至 2020 年 3 月末，公司负责运营的铁路专用线包括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；2017—2019 年，该专线分别实现运营收入 361.68 万元、3,475.47 万元和 1,854.52 万元。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 年末完工通车，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 3 月末，该项目已完成投资 4.05 亿元，预计将于 2020 年末完工通车。截至 2020 年 3 月末，公司无其他在建及拟建铁路专用线项目。

（3）货物销售

公司贸易板块毛利率水平较低，符合行业特征，随着公司逐步将业务重心转向铁路和航空投资领域，货物销售业务规模有所收缩。

公司贸易业务主要由赣铁物流和江铁国际控股集团有限公司（以下简称“江铁国际”）负责，主要货物品种包括钢材、电解铜等，销售模式为以销定采。

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。供应商方面，2019 年公司前五大供应商为江西省伟梦钢铁贸易有限公司、香港华发投资控股有限公司、江西铜业香港有限公司（以下简称“江西铜业”）、香港通达通股份有限公司和中建材通用技术有限公司，采购金额占总金额的 98.67%，集中度高。

销售方面，公司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；销售方式主要为款到交货与货到验收后付款，以现款结算为主，其他结算方式（承兑汇票）为辅。销售客户方面，2019 年公司前五大客户为南昌市鼎淞贸易有限公司、江西铜业、万祥国际发展有限公司、江西省出版集团公司供应链管理分公司和江西金投创智发展有限公司，合计占销售总额的 93.88%，集中度高。

(4) 房地产开发

公司房地产板块已初具规模，对公司收入和利润形成有效补充，已形成较大规模的预售款，未来收入较有保障。

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 3 月末，公司已完成开发的房地产项目为南昌西客站项目一期、二期住宅及四期部分住宅及公寓的开发，总投资 26.77 亿元，可售面积 34.19 万平方米，已完成销售 33.60 万平方米，累计确认收入 27.84 亿元，累计收到销售回款 40.58 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产项目计划总投资 61.67 亿元，已投资 35.37 亿元。拟建项目为景德镇拓展区东地块项目，计划总投资为 8.54 亿元。公司用于房地产开发业务的储备土地 5.51 万平方米，账面价值 3.31 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司预收账款中预收售房款约 17 亿元，未来收入较有保障。

表 6 截至 2020 年 3 月末公司在建房地产项目情况（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
南昌西客站项目 2—4 期	12.36	9.70	住宅、底商、公寓	15.10
艾溪湖项目	7.74	3.46	住宅、底商	8.93
萍乡高铁站旁项目	6.80	3.92	住宅、底商	13.16
景德镇项目	30.91	16.43	住宅、底商	39.87
景德镇弘文路项目	3.86	1.86	住宅	5.52
合计	61.67	35.37	--	82.58

资料来源：公司提供

(5) 航空投资

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

航空投资主要由子公司江西省航空投资集团有限公司（原“江西航空投资有限公司”，以下简称“江西航投”）负责开展。江西航投成立于 2014 年 2 月，公司持股比例 60.00%，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 40.00%，厦门航空出资 12.00 亿元，占股 60.00%。江西航空于 2016 年 1 月 29 日正式载客运营，截至 2020 年 3 月末机队规模达 11 架（包括 10 架波音 737-800 型飞机，1 架 ARJ-21 型飞机），平均机龄不足 4 年。2019 年，江西航空执飞航班 1.48 万班次，客座率 88.00%，承运旅客 221.00 万人次，飞机利用率 9.40 小时/架·日，实现营业收入 12.65 亿元。

除参与大型航空公司投资外，公司还积极布局通航领域项目投资。2018 年 4 月，江西航投联合亚捷通用航空无锡有限公司、华瑞联合航空技术（北京）有限公司共同发起设立江西快线通航航空有限公司（以下简称“江西快线”），其中江西航投持股 35.00%，为第一大股东。江西快线以南昌昌北国际机场为主运营基地，以瑞士皮拉图斯 PC-12 飞机为主力机型，以现有的“一干六支”运输

机场以及具备运营条件的通航机场为骨干网络，以常态化、多形式开展短途运输业务，打造“江西省域内一小时交通圈”。江西快线于 2019 年 4 月正式商业运行，截至 2020 年 3 月末机队规模 12 架，已开通南昌—赣州、南昌—井冈山及鄂尔多斯—额托克前旗航线，2019 年实现营业收入 0.02 亿元。

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

根据江西省推进空港建设领导小组关于印发《南昌昌北机场三期扩建项目省方资本金筹措方案》的通知（赣空港〔2020〕1 号），南昌昌北机场三期扩建项目省方资本金由省级、南昌市按照 4:6 出资。省方资本金由公司统一代表省方出资，出资金额预计为 52.43 亿元，工程预计 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，多元化经营并进的格局。2018 年以来，公司调整业务结构，进一步发展主业，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2018 年合并财务报表经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年合并财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）江西分所审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部 2006 年发布的《企业会计准则—基本准则》及其后续相关规定编制，会计准则变化对公司财务报表影响不大。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围新增 8 家子公司，同时减少 2 家子公司；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，公司因出售铁路专用线资产减少 1 家子公司（新余洋坊铁路股份有限公司），因股权置换增加 1 家子公司九景衢铁路公司（截至 2019 年末，九景衢铁路公司资产总额 173.94 亿元，所有者权益 90.54 亿元。2019 年，九景衢铁路公司实现营业收入 7.64 亿元，净利润-6.26 亿元。）；2020 年 1—3 月，公司合并范围减少 1 家子公司，系无偿划出。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围内一级子公司 11 家。总体看，公司合并范围新增的九景衢铁路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。

2. 资产质量

受益于九景衢铁路公司纳入合并范围，截至 2019 年末公司资产规模显著增长，以非流动资产为主。公司现金类资产较为充足，非流动资产以铁路线路形成的固定资产和可供出售金融资产为主，规模较大，且收益较低。公司资产流动性一般，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长。截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长

37.80%，资产结构以非流动资产为主。

表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合 增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	126.18	27.83	133.37	27.62	202.05	30.37	26.54	207.15	30.50
货币资金	42.25	9.32	60.91	12.61	121.10	18.20	69.31	124.53	18.33
交易性金融资产	30.42	6.71	0.30	0.06	0.00	0.00	-100.00	0.00	0.00
其他应收款	18.71	4.13	24.22	5.02	36.55	5.49	39.77	36.67	5.40
存货	25.20	5.56	40.22	8.33	36.76	5.52	20.76	38.30	5.64
非流动资产	327.24	72.17	349.46	72.38	463.27	69.63	18.98	472.04	69.50
可供出售金融资产	221.21	48.79	245.57	50.86	236.02	35.48	3.29	243.93	35.92
固定资产	8.89	1.96	5.08	1.05	167.69	25.20	334.42	166.68	24.54
在建工程	90.29	19.91	91.24	18.90	45.22	6.80	-29.23	46.62	6.86
资产总计	453.43	100.00	482.82	100.00	665.32	100.00	21.13	679.19	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 51.50%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长。截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 98.83%，主要系融资规模扩大及收到政府资金注入、补助所致；货币资金中有 4.68 亿元受限资金，受限比例为 3.87%，主要为履约保证金（占 58.31%）、贷款保证金（占 27.91%）等。

2017—2019 年，公司交易性金融资产逐年下降。公司交易性金融资产主要为银行理财产品，于 2018 年和 2019 年逐步赎回。

2017—2019 年，公司其他应收款逐年增长。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 50.90%，主要系新增对兴铁产业投资基金（有限合伙）的基金收益保证金及江西铁旅置业有限公司的资金拆借款项所致。公司其他应收款主要为代垫款、往来款及保证金等，截至 2019 年末按欠款方归集的期末余额前五名的账面余额 30.45 亿元，占其他应收款合计的 80.73%，集中度高。其中，公司代江西大唐国际抚州发电有限责任公司（以下简称“大唐抚州公司”）垫付的向莆铁路投资款（16.78 亿元）账龄较长，对公司资金形成占用，若代垫款难以收回，可用大唐抚州公司持有的向莆铁路股份有限公司（以下简称“向莆铁路公司”）股权充抵欠款。公司其他应收款累计计提坏账准备 1.17 亿元。

表 8 截至 2019 年末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：联合评级根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货波动增长。截至 2018 年末，公司存货较年初增长 59.59%，主要系公

司房地产开发业务持续投资,房地产开发成本增长所致。截至2019年末,公司存货较年初下降8.61%,主要系公司房地产项目结转收入所致;存货主要由开发成本(占98.35%)构成,未计提跌价准备。

2017—2019年,公司非流动资产逐年增长。截至2019年末,公司非流动资产较年初增长32.57%,主要系固定资产增长所致。

2017—2019年,公司可供出售金融资产波动增长。截至2019年末,公司可供出售金融资产较年初下降3.89%。其中,按成本法计量的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,主要系因信托项目的抵质押及保全资产变现能力弱、偿债可能性较低、大股东偿付能力较弱等原因计提的减值准备;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投资管理有限公司的各类投资;按公允价值计量的可供出售权益工具3.94亿元,为公司对九江银行股份有限公司的股权投资。

2017—2019年,公司固定资产波动增长。截至2019年末,公司固定资产较年初增加162.60亿元,主要系九景衢铁路公司并表所致。公司固定资产主要由线路(占82.58%)和电气化供电设备(占5.30%)构成,累计计提折旧7.58亿元;固定资产成新率94.72%,成新率高。

2017—2019年,公司在建工程波动下降。截至2019年末,公司在建工程较年初下降50.44%,主要系九景衢项目完工转入固定资产以及沪昆铁路与九景衢铁路置换所致。公司在建工程主要为昌景黄铁路、合福铁路、赣龙铁路等铁路项目投入未计入权益部分以及资本化利息。公司在建工程未计提减值损失。

截至2020年3月末,公司合并资产总额及构成较年初变化不大。

截至2020年3月末,公司受限货币资金4.70亿元,主要为回购保证金、贷款保证金等。此外,公司质押了昌九城际铁路股份有限公司46.43亿股股权、向莆铁路公司全部股权、京福闽赣铁路客运专线有限公司全部股权、衡茶吉铁路有限责任公司全部股权以获得54亿元金融机构借款。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模波动增长,得益于政府大力支持以及国开发展基金入股事项,2017—2019年公司债务负担明显下降。公司整体债务负担适中,但债务期限结构有待优化,若考虑存续债券回售情况,公司将于2021年存在集中偿付压力。

2017—2019年,公司负债总额波动增长。截至2019年末,公司负债总额较年初增长25.84%,负债结构以非流动负债为主。

表9 公司负债主要构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年末		2018年末		2019年末		年均复合增长率	2020年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	111.86	38.92	87.16	31.05	127.79	36.17	6.88	185.69	50.63
短期借款	20.60	7.17	24.06	8.57	25.06	7.09	10.30	40.06	10.92
应付账款	0.88	0.31	10.04	3.58	23.88	6.76	420.22	16.47	4.49
预收款项	22.65	7.88	19.96	7.11	18.29	5.18	-10.14	17.80	4.85
其他应付款	17.92	6.24	23.74	8.46	32.64	9.24	34.96	26.46	7.22
一年内到期的非流动负债	47.74	16.61	8.32	2.96	26.32	7.45	-25.75	83.46	22.75
非流动负债	175.55	61.08	193.56	68.95	225.48	63.83	13.33	181.10	49.37
长期借款	108.59	37.78	96.57	34.40	75.84	21.47	-16.43	83.97	22.89
应付债券	45.20	15.73	68.20	24.29	73.93	20.93	27.89	21.26	5.79
长期应付款	21.67	7.54	21.87	7.79	51.53	14.59	54.22	53.05	14.46

递延收益	0.09	0.03	6.91	2.46	23.52	6.66	1,485.35	22.10	6.03
负债合计	287.41	100.00	280.72	100.00	353.26	100.00	10.87	366.79	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 46.61%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017—2019 年，公司短期借款逐年增长。截至 2019 年末，公司短期借款较年初增长 4.16%，全部为信用借款。

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长。截至 2019 年末，公司应付账款较年初增加 13.84 亿元，主要系九景衢铁路公司并表所致。公司应付账款全部为应付工程款，账龄以 1 年以内（占 77.93%）和 1~2 年（占 21.95%）为主。

2017—2019 年，公司预收款项逐年下降。截至 2019 年末，公司预收款项较年初下降 8.37%，主要系公司房地产业务确认销售收入所致。公司预收款项主要由预收房款构成。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初增长 37.49%，主要系江铁国际收到商品采购款及九景衢铁路公司并表所致。公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）主要由应付土地款（6.64 亿元）、往来款（9.72 亿元）、预收购房诚意金（4.72 亿元）、工程款和质保金（4.68 亿元）构成。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 216.45%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（11.12 亿元）和一年内到期的应付债券（15.20 亿元）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 16.49%，主要系应付债券、长期应付款和递延收益增长所致。

2017—2019 年，公司长期借款逐年下降。截至 2019 年末，公司长期借款较年初下降 21.47%，主要系国开发展基金对公司存量的专项建设基金余额调整为股权投资及江西省财政厅对公司的借款变更为股权投资所致。公司长期借款主要由信用借款（67.42 亿元）、质押借款（6.60 亿元）和保证借款（1.83 亿元）构成。

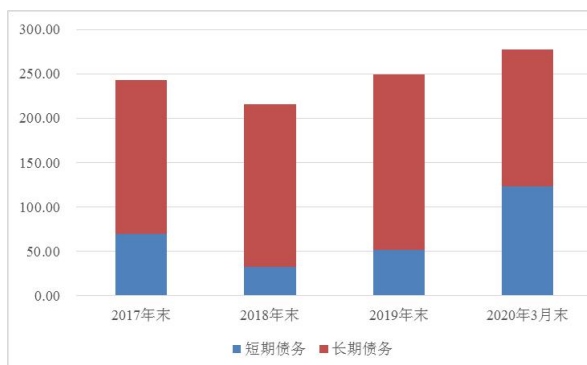
2017—2019 年，公司应付债券逐年增长。截至 2019 年末，公司应付债券较年初增长 8.40%，主要系发行 3.00 亿美元债所致。

2017—2019 年，公司长期应付款逐年增长。截至 2019 年末，公司长期应付款较年初增长 135.68%，主要系新增 29.50 亿元债权投资计划所致。公司长期应付款包括专项应付款 2.87 亿元、用于铁路建设的债权投资计划 48.50 亿元和江铁国际融资租赁有限公司开展售后回租业务收到的融资租赁业务押金 0.17 亿元。本报告将长期应付款中的债权融资计划计入长期债务计算。

2017—2019 年，公司递延收益逐年增长。截至 2019 年末，公司递延收益较年初增长 240.56%，主要系收到政府补贴所致。

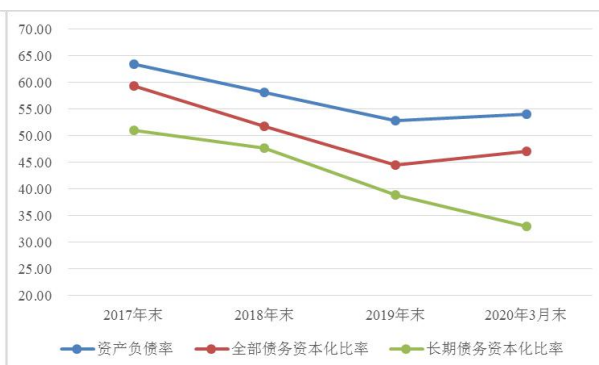
2017—2019 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 1.46%。截至 2019 年末，公司全部债务 249.65 亿元，较年初增长 15.50%。其中短期债务 51.38 亿元（占 20.58%），较年初增长 58.68%；长期债务 198.27 亿元（占 79.42%），较年初增长 7.89%。受益于政府持续的资本注入及国开发展基金入股，2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均连续下降。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.10%、44.44% 和 38.85%，较年初分别减少 5.04 个百分点、7.23 个百分点和 8.77 个百分点。

图4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

图5 公司负债及债务指标分析（单位：%）



资料来源：公司财务报表，联合评级整理

截至2020年3月末，公司负债总额较年初增长3.83%。其中流动负债较年初增长45.31%，非流动负债较年初下降19.68%，主要系部分应付债券于2021年一季度面临回售而转入一年内到期的非流动负债所致。

表10 截至2020年7月末公司存续债券情况（单位：亿元、%）

项目	余额	到期日	票面利率	回售日
美元债	20.95	2022/02/21	4.85	--
18赣铁MTN001	10.00	2023/02/05	5.82	2021/02/05
18赣铁MTN002	13.00	2023/03/20	5.65	2021/03/20
16赣铁债01	10.00	2031/03/07	3.69	2021/03/07
16赣铁债02	20.00	2031/03/28	3.68	2021/03/28
合计	73.95	--	--	--

注：1. 余额为债券实际余额，与应付债券科目余额存在差异；2. 美元债按2020年7月31日汇率6.9848元/美元进行换算

资料来源：Wind

截至2020年3月末，公司全部债务277.25亿元，较年初增长11.05%。其中，短期债务123.53亿元（占44.55%），较年初增长140.41%；长期债务153.72亿元（占55.45%），较年初下降22.47%；债务结构由年初的以长期债务为主转为较为均衡，债务期限结构有待优化。截至2020年3月末，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54.00%、47.02%和32.98%，较年初分别增加0.90个百分点、增加2.57个百分点和减少5.87个百分点，公司整体债务负担适中。从债务到期期限来看，公司到期日（行权日）在2020年4—12月、2021年及2022年的债务分别为33.98亿元、95.94亿元和36.55亿元，若考虑存续债券回售情况，公司于2021年存在集中偿付压力。

受益于政府持续的资本注入及国开发展基金入股，公司所有者权益连续增长，构成以实收资本和资本公积为主，稳定性高。

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长37.10%。截至2019年末，公司所有者权益为312.06亿元，较年初增长54.41%，主要系实收资本增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为91.88%。归属于母公司所有者权益286.71亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占60.90%、29.94%和7.16%。所有者权益稳定性高。

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。2018年，江西省财政厅向公司拨入用于江西省地方铁路建设资金20.00亿元，注入资本金及划入资产0.18亿元。2019年，江西省财政厅向公司增资51.92亿元，国开发展基金54.55亿元借款变更为股权投资，其中增加实收资本36.59亿元。

2017—2019 年，公司资本公积分别为 72.68 亿元、84.94 亿元和 85.85 亿元。2018 年，公司收到南昌市轨道交通转土地收益注入款 4.73 亿元，收到铁路沿线各市县支付的资本金 7.52 亿元。2019 年，国开发展基金 54.55 亿元借款变更为股权投资，增加公司资本公积 17.96 亿元，同时公司收到南昌市政府支付的铁路项目建设资金 8.30 亿元；沪昆铁路与九景衢铁路股权置换，调减公司资本公积 25.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 312.41 亿元，所有者权益规模和结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

公司营业收入波动增长，政府补助和投资收益对利润的贡献程度很高，但投资收益不具持续性，资产减值损失对公司盈利能力产生一定不利影响，盈利能力较弱。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，营业成本与营业收入同趋势变化。2017—2019 年，公司营业利润率波动下降。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
营业收入	47.35	43.30	49.33	2.06	10.25
营业成本	44.86	40.02	46.75	2.09	10.81
费用总额	1.39	3.30	5.19	93.04	0.65
其中：管理费用	1.31	1.49	1.36	1.93	0.22
财务费用	-0.17	1.56	3.55	--	0.41
其他收益	0.002	0.003	5.00	5,179.49	1.20
投资收益	1.16	2.67	2.21	38.04	0.25
资产减值损失	0.61	1.16	2.24	92.54	0.00
利润总额	2.86	1.82	2.54	-5.85	0.19
营业利润率	5.07	7.22	5.02	--	-5.58
总资本收益率	1.18	1.42	1.77	--	--
净资产收益率	1.78	0.84	0.66	--	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司费用总额逐年增长。2019 年，公司期间费用总额较上年增长 57.23%，主要系利息支出增长使得财务费用增长所致。公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 2.94%、7.62%和 10.51%，公司费用控制能力一般。

从利润构成看，2019 年，公司实现其他收益 5.00 亿元，主要为江西省财政厅下发的九景衢铁路公司运营补贴资金，占当年营业利润的 221.27%。2017—2019 年，公司投资收益波动增长，2019 年，公司实现投资收益 2.21 亿元，主要来自处置长期股权投资（江西省金融资产管理股份有限公司股权）产生的投资收益和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益等；投资收益占营业利润的比重为 97.77%，对营业利润影响较大，但不具持续性。2017—2019 年，公司资产减值损失规模逐年扩大，主要为坏账损失和可供出售金融资产减值损失，对公司盈利能力产生一定不利影响。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资本收益率逐年增长，净资产收益率逐年下降。公司整体盈利能力较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.25 亿元；营业利润率为-5.58%，利润总额为 0.19 亿元。

5. 现金流

公司收入实现质量较高，经营活动现金流持续净流入，江西省政府持续向公司注入资金缓解了公司的投资压力，考虑到公司在建及拟建项目未来投资需求较大，公司仍存在一定的筹资压力。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合 增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	55.56	42.92	47.98	-7.07	12.77
收到其他与经营活动有关的现金	32.82	32.13	59.35	34.49	6.42
购买商品、接受劳务支付的现金	45.81	41.61	38.14	-8.75	6.28
支付其他与经营活动有关的现金	18.83	15.97	28.62	23.30	2.59
收回投资收到的现金	71.41	51.82	8.95	-64.61	0.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1.59	3.00	19.56	251.18	16.28
投资支付的现金	147.42	44.36	47.68	-43.13	13.67
吸收投资收到的现金	18.72	32.48	33.59	33.94	0.00
取得借款收到的现金	45.82	60.40	96.67	45.25	48.40
偿还债务支付的现金	27.25	85.07	48.93	34.02	19.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9.71	9.63	11.41	8.44	5.62
经营活动产生的现金流量净额	23.88	17.09	37.08	24.61	9.89
投资活动产生的现金流量净额	-78.80	7.24	-52.37	--	-30.03
筹资活动产生的现金流量净额	27.57	-2.33	70.79	--	23.55
现金收入比	117.34	99.12	97.27	--	124.66

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 90.60 亿元、76.57 亿元和 107.34 亿元，主要为主营业务现金流入、收到的政府补助及往来款。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量分别为 66.72 亿元、59.48 亿元和 70.26 亿元，主要为主营业务现金流出及往来款流出。2019 年，公司收到的政府补助增长较多，带动经营活动现金流入规模增加；往来款流出规模增长较多，带动经营活动现金流出规模增加。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 23.88 亿元、17.09 亿元和 37.08 亿元。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 117.34%、99.12%和 97.27%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量分别为 81.37 亿元、55.12 亿元和 15.83 亿元，主要为收回理财投资形成。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量分别为 160.17 亿元、47.89 亿元和 68.21 亿元。2017 年，公司投资支付的现金 147.42 亿元，规模较大，其中铁路投资项目出资 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，公司投资活动现金净额分别为-78.80 亿元、7.24 亿元和-52.37 亿元，2019 年转为净流出主要系当期收回的理财产品大幅减少所致。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 65.04 亿元、93.23 亿元和 131.45 亿元，主要为公司收到的政府增资款和借款融资。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量分别为 37.47 亿元、95.56 亿元和 60.66 亿元，公司偿还债务规模波动增长。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 27.57 亿元、-2.33 亿元和 70.79 亿元。

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

6. 偿债能力

从偿债能力指标来看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，考虑到公司作为江西省铁路建设省方出资人代表，同时承担了江西省航空领域投资的重要职能，持续获得江西省政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

表 13 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.13	1.53	1.58	1.12
速动比率	0.90	1.07	1.29	0.91
现金短期债务比	1.06	1.90	2.36	1.01
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	2.33	1.46	1.90	--
EBITDA 全部债务比	0.02	0.03	0.05	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均逐年增长。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。若剔除受限的货币资金，公司现金短期债务比为 0.97 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 5.08 亿元、6.40 亿元和 13.30 亿元，连续增长。2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 28.37%）、计入财务费用的利息支出（占 52.22%）和利润总额（占 19.07%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度高，对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 1.30 亿元，担保比率 0.42%，担保对象为福建中原港务有限公司（以下简称“中原港务”）。2017 年因其他方增资扩股，公司对中原港务失去控制不再纳入合并范围，中原港务变为公司参股公司（持股比例 37.56%）。公司或有负债风险较小。

截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度为 715.49 亿元，剩余额度 434.95 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 4 月末，公司（含合并范围内子公司）涉及的重大诉讼案件 5 起，涉及金额约 1 亿元，金额不大，且公司（含合并范围内的子公司）为原告，公司或有负债风险不高。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（授信机构版）》（中征码：3601010002111139），截至 2020 年 8 月 20 日，公司本部无已结清和未结清的不良和关注类信贷信息记录。

7. 母公司财务分析

公司业务以铁路投资为主，资产及债务均集中于母公司，但营业收入主要来源于下属子公司。母公司债务负担适中，营业收入规模小。

公司业务主要由各子公司负责，公司对各子公司委派董监高等人员，对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 531.48 亿元（占合并口径的 79.88%），货币资金为 120.25 亿元。截至 2019 年末，母公司负债总额 233.34 亿元，全部债务 180.84 亿元（占合并口径的 72.44%），其中短期债务 45.30 亿元。截至 2019 年末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.90% 和 37.75%，较年初分别减少 9.61 个百分点和 13.11 个百分点，债务负担适中。截至 2019 年末，母公司所有者权益为 298.15 亿元。

2019 年，母公司营业收入为 0.06 亿元，净利润为 5.81 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 547.21 亿元（占合并口径的 80.57%），所有者权益为 299.88 亿元。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 29.37 万元，净利润 1.65 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司长期债务、全部债务分别为 153.72 亿元和 277.25 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20.00 亿元（含），假设发行规模为 20.00 亿元，相对于公司债务规模，本期债券发债额度对公司债务规模产生一定影响。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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分别由 54.00%、47.02%和 32.98%上升至 55.32%、48.76%和 35.74%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到公司本期债券募集资金拟用于偿还债务，公司实际债务负担小于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.30 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 0.67 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 107.34 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 5.37 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为江西省铁路建设省方出资人代表，同时承担了江西省航空领域投资的重要职能，持续获得江西省政府的大力支持，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

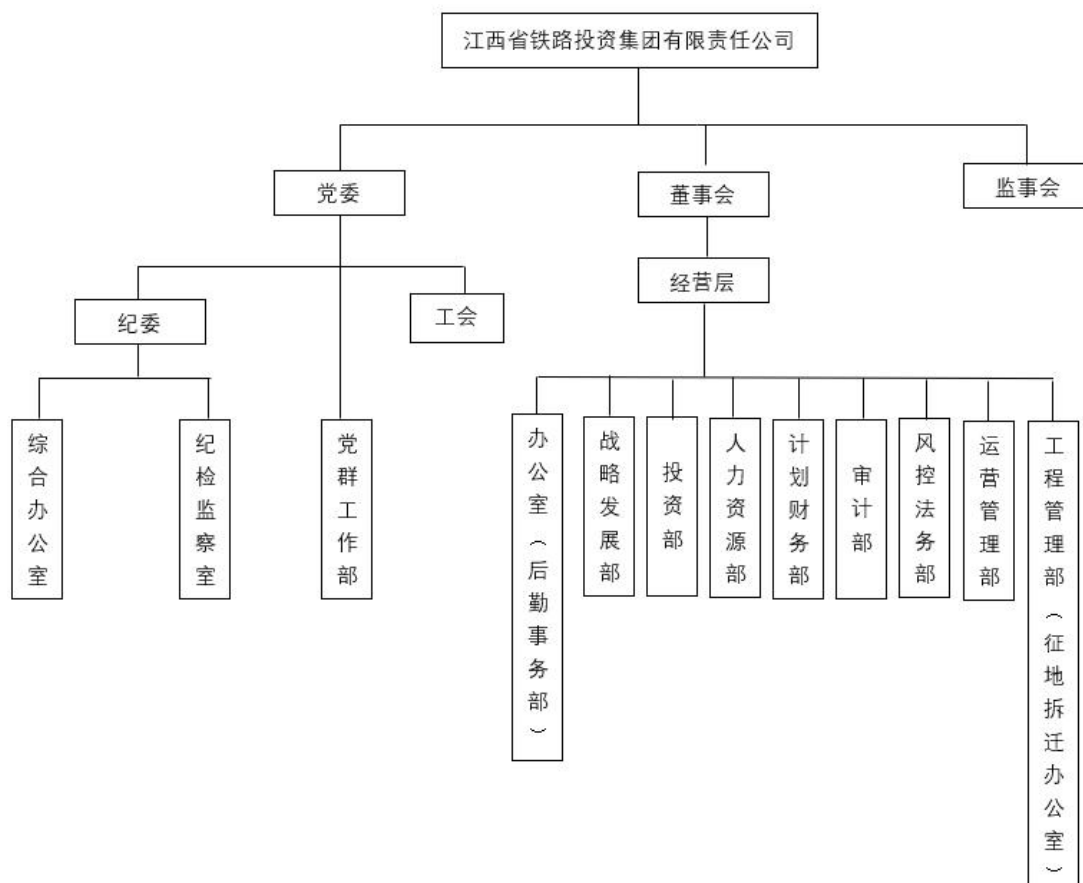
九、综合评价

公司作为江西省铁路建设省方出资人代表以及通航产业和空港建设投资主体，承担了省内铁路的建设投资和航空领域投资的重要职能，区域竞争实力强。公司外部发展环境良好，持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司存在一定的资本支出压力，整体盈利能力较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着铁路投资建设项目的进一步推进，以及航空领域的发展壮大，公司业务规模有望进一步扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 江西省铁路投资集团有限责任公司
组织结构图（截至 2020 年 8 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 江西省铁路投资集团有限责任公司 合并范围内一级子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

序号	企业名称	行业	持股比例 (%)	取得方式
1	江西赣铁物业有限公司	服务业	100.00	投资设立
2	江西省中泽地产集团有限公司	房地产业	100.00	投资设立
3	兴铁资本投资管理有限公司	服务业	100.00	投资设立
4	南昌赣铁艾溪湖置业有限公司	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	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	商贸及运输	100.00	投资设立
7	江铁国际控股集团有限公司	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	建筑业	100.00	其他
9	江西省节能环保投资有限公司	环保业	100.00	其他
10	江铁国际融资租赁有限公司	租赁业	100.00	投资设立
11	九景衢铁路江西有限责任公司	运输	78.84	其他

资料来源：公司提供

附件 3-1 江西省铁路投资集团有限责任公司 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	453.43	482.82	665.32	679.19
所有者权益（亿元）	166.01	202.10	312.06	312.41
短期债务（亿元）	69.74	32.38	51.38	123.53
长期债务（亿元）	172.79	183.77	198.27	153.72
全部债务（亿元）	242.53	216.15	249.65	277.25
营业收入（亿元）	47.35	43.30	49.33	10.25
利润总额（亿元）	2.86	1.82	2.54	0.19
EBITDA（亿元）	5.08	6.40	13.30	--
经营性净现金流（亿元）	23.88	17.09	37.08	9.89
应收账款周转次数（次）	7.20	8.07	10.70	--
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	--
现金收入比率（%）	117.34	99.12	97.27	124.66
总资本收益率（%）	1.18	1.42	1.77	--
净资产收益率（%）	1.78	0.84	0.66	--
营业利润率（%）	5.07	7.22	5.02	-5.58
费用收入比（%）	2.94	7.62	10.51	6.31
资产负债率（%）	63.39	58.14	53.10	54.00
全部债务资本化比率（%）	59.36	51.68	44.44	47.02
长期债务资本化比率（%）	51.00	47.62	38.85	32.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.46	1.90	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.03	0.05	--
流动比率（倍）	1.13	1.53	1.58	1.12
速动比率（倍）	0.90	1.07	1.29	0.91
现金短期债务比（倍）	1.06	1.90	2.36	1.01
经营现金流动负债比率（%）	21.34	19.61	29.01	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.25	0.32	0.67	--

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将长期应付款中的有息债务计入长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3-2 江西省铁路投资集团有限责任公司

主要财务数据及指标（母公司/本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	423.53	437.92	531.48	547.21
所有者权益（亿元）	169.02	203.57	298.15	299.88
短期债务（亿元）	66.56	30.26	45.30	117.10
长期债务（亿元）	164.70	180.44	135.54	82.78
全部债务（亿元）	231.26	210.70	180.84	199.88
营业收入（亿元）	0.41	0.41	0.06	0.003
利润总额（亿元）	3.51	0.33	5.81	1.65
EBITDA（亿元）	3.52	3.93	9.50	--
经营性净现金流（亿元）	9.48	17.64	29.98	-0.22
应收账款周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.001	0.001	0.0001	--
现金收入比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
总资本收益率（%）	0.94	0.96	2.12	--
净资产收益率（%）	2.24	0.18	2.32	--
营业利润率（%）	96.01	87.94	-67.03	-685.31
费用收入比（%）	-358.65	196.11	-1,191.72	-17,581.74
资产负债率（%）	60.09	53.51	43.90	45.20
全部债务资本化比率（%）	57.77	50.86	37.75	39.99
长期债务资本化比率（%）	49.35	46.99	31.25	21.63
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.05	--
流动比率（倍）	1.39	2.32	2.40	1.29
速动比率（倍）	1.39	2.32	2.40	1.29
现金短期债务比（倍）	1.05	2.00	2.65	1.05
经营现金流负债比率（%）	10.56	37.48	40.67	--

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将长期应付款中的有息债务计入长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计；4. 母公司无应收账款，未披露存货跌价准备和利息支出情况，相关指标无法计算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 江西省铁路投资集团有限责任公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年江西省铁路投资集团有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江西省铁路投资集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江西省铁路投资集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江西省铁路投资集团有限责任公司的相关状况，如发现江西省铁路投资集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如江西省铁路投资集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江西省铁路投资集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江西省铁路投资集团有限责任公司、监管部门等。

