

江西省铁路航空投资集团有限公司

2024 年度第二期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3683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 2024 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江西省铁路航空投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，江西省铁路航空投资集团有限公司 2024 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年六月十二日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江西省铁路航空投资集团有限公司

2024 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/12

债项概况 本期债券发行规模为不超过 20.00 亿元（含），期限为 5+5 年（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）；按年付息，到期还本；募集资金拟全部用于偿还公司本部及子公司有息债务。

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。江西省经济和一般公共预算收入持续增长，铁路建设方面，江西省将持续加大高铁规划建设力度，公司外部发展环境良好，且持续获得了有力的外部支持。公司建立了相对完善的法人治理结构，内部管理制度规范，主要管理人员相关专业经验丰富。公司主要负责江西省内铁路的建设投资及运营，同时涉足物流贸易、铁路沿线土地综合开发以及航空建设投资、金融投资等多元化经营业务；公司主要以参股形式参与铁路投资，铁路项目投资回报周期长，后续投资存在一定的资本支出压力，公司大部分参股线路尚未产生分红收益。公司贸易业务利润水平较低，需持续关注贸易对象信用风险及回款风险。公司资产以铁路项目资产为主，资产流动性较弱；所有者权益稳定性一般；公司债务结构以长期债务为主，债务负担适中；投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大，盈利指标表现较好；短期偿债指标表现很好，长期偿债能力指标表现较好，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司持续得到江西省各级政府在资本金注入、土地收益拨付、财政补贴以及铁路产业基金等方面的有力支持。

评级展望 未来，江西省铁路投资仍有较大发展空间，航空产业投资亦将有序推进，公司业务持续性强，并有望继续获得江西省各级政府的支持，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司职能定位下降；发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **外部发展环境良好。**2021—2023 年，江西省经济和一般公共预算收入持续增长，地区生产总值分别为 29619.70 亿元、32074.70 亿元和 32200.10 亿元，一般公共预算收入分别为 2812.23 亿元、2948.30 亿元和 3059.60 亿元；铁路建设方面，江西省将持续加大高铁规划建设力度。
- **公司的区域地位显著。**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，区域地位显著。
- **持续获得政府有力支持。**近年来，公司持续得到江西省各级政府在资本金注入、土地收益拨付、财政补贴以及铁路产业基金等方面的有力支持，公司资本实力持续提升。

关注

- **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大（含省及地方分摊部分尚需投资 223.17 亿元），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。
- **公司铁路项目投资回收期长，利润受投资收益和政府补助影响大。**公司铁路项目投资回收期长，公司大部分参股合资铁路尚未产生分红，贸易业务毛利率整体仍处于较低水平，公司利润主要依赖于投资收益和政府补贴。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208
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	

本次评级打分表及结果

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	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

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

主要财务数据

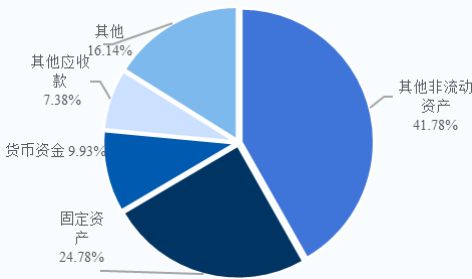
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	169.82	183.18	112.34	104.43
资产总额（亿元）	898.59	1031.32	1110.59	923.20
所有者权益（亿元）	438.57	469.34	503.02	445.33
短期债务（亿元）	65.78	80.32	62.13	60.17
长期债务（亿元）	262.64	327.48	426.69	322.29
全部债务（亿元）	328.42	407.80	488.81	382.46
营业总收入（亿元）	76.20	87.92	62.95	9.81
利润总额（亿元）	5.05	3.97	3.79	1.33
EBITDA（亿元）	15.46	14.65	7.46	--
经营性净现金流（亿元）	2.14	22.53	9.31	1.21
营业利润率（%）	4.28	2.63	6.97	8.48
净资产收益率（%）	0.84	0.64	0.63	--
资产负债率（%）	51.19	54.49	54.71	51.76
全部债务资本化比率（%）	42.82	46.49	49.28	46.20
流动比率（%）	188.02	190.46	218.25	218.40
经营现金流动负债比（%）	1.45	13.17	7.95	--
现金短期债务比（倍）	2.58	2.28	1.81	1.74
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	1.86	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.25	27.84	65.51	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	699.73	826.71	880.44	880.84
所有者权益（亿元）	328.21	354.30	384.32	384.61
全部债务（亿元）	268.76	369.30	379.13	393.98
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	5.55	4.14	-0.18	0.43
资产负债率（%）	53.10	57.14	56.35	56.34
全部债务资本化比率（%）	45.02	51.04	49.66	50.60
流动比率（%）	240.29	276.39	127.98	131.47
经营现金流动负债比（%）	21.49	-4.40	22.14	--

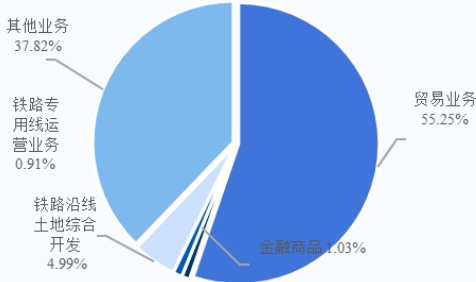
注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末（期间）数，非追溯调整数据；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务数据及公司提供资料整理

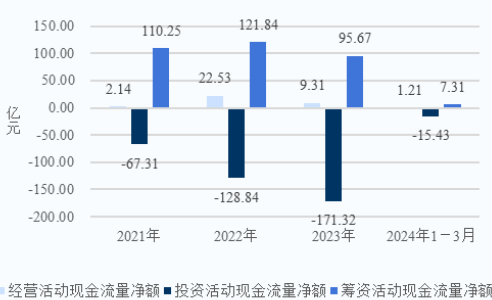
2023 年底公司资产构成



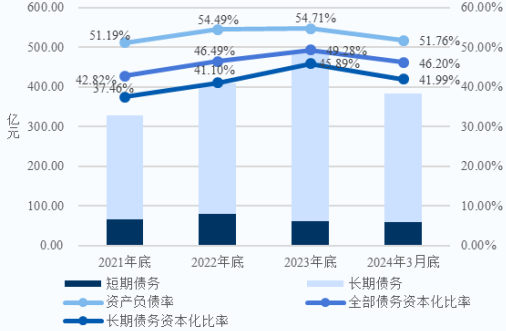
2023 年公司收入构成



2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2021—2024 年 3 月底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	江西省	32200.10	3059.60	1110.59	503.02	62.95	3.79	54.71	49.28	65.51	1.11
广西铁投	AAA	广西省	27202.39	1783.80	2259.35	971.46	391.84	29.88	57.00	/	/	/
广西交投	AAA	广西省	27202.39	1783.80	7076.23	2334.21	667.43	27.04	67.01	/	/	/
华远陆港	AAA	山西省	25698.18	3479.10	1547.82	584.92	556.86	8.58	62.21	/	/	/

注：广西铁路投资集团有限公司简称为广西铁投，广西交通投资集团有限公司简称为广西交投；华远国际陆港集团有限公司简称为华远陆港；“/”代表数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/03/12	迟腾飞 程畅威	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2017/08/25	历 剑 郝一哲 马玉丹	基础设施投资建设企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述评级方法/模型通过链接可查询；2018 年以前的评级方法及模型无编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：迟腾飞 chitf@lhratings.com

项目组成员：张 宇 zhangyu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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。后经多次增资，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，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）将对公司的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，江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）将其所持公司 10.00% 的股权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，国开发展基金持股相应调整为 19.58%。2021 年，公司以资本公积转增实收资本，增加公司实收资本 28.00 亿元；同期，江西省财政厅对公司注入国有企业资本金 0.21 亿元，其中增加江西省发改委实收资本 0.13 亿元，增加资本公积 0.08 亿元。2022 年 7 月 26 日，公司发布《江西省铁路航空投资集团有限公司控股股东发生变更完成的公告》：经江西省人民政府同意，将江西省发改委持有的公司 71.14% 国有股权无偿划转至江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”），江西国控系江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）下属江西省级国有资本运营平台。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 202.65 亿元，实收资本 203.04 亿元，江西国控、国开发展基金、江西省行政事业资产集团有限公司及江西省投资集团有限公司分别持有公司 71.14%、18.37%、7.90% 和 2.58% 的股权¹，公司控股股东为江西国控，实际控制人为江西省国资委。

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。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设综合办公室、人力资源部和战略发展部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 13 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1110.59 亿元，所有者权益 503.02 亿元（含少数股东权益 116.96 亿元）。2023 年，公司实现营业总收入 62.95 亿元，利润总额 3.79 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 923.20 亿元，所有者权益 445.33 亿元（含少数股东权益 58.77 亿元）。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.81 亿元，利润总额 1.33 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩区樟树街 555 号；法定代表人：温治明。

二、本期债项概况

公司计划发行不超过 20.00 亿元（含）的 2024 年度第二期中期票据，期限为 5+5 年（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），按年付息，到期还本。本期债项募集资金拟全部用于偿还公司本部及子公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落

¹ 2023 年，江西国控对公司增资 0.17 亿元，此外，根据公司 2019 年与股东国开发展基金和江西省投签订的《股权转让协议》，国开发展基金将按协议约定日期分批次将其持有的公司股权有偿转让至江西投资，截至 2023 年底，公司实收资本 203.04 亿元，其中国开发展基金持有公司股权比例降至 15.93%，江西省投持股比例升至 4.98%，江西国控持股比例升至 71.20%，江西省行政事业资产集团有限公司对公司的持股比例为 7.89%，截至本报告出具日，上述股权变更尚未完成工商登记。

地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。完整版行业分析详见《2023 年城市基础设施建设行业分析》。

铁路是国家重要的交通基础设施和民生工程，在促进乡村振兴、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本等方面具有重要作用。长距离、大运量、绿色环保等是铁路运输的主要优势，铁路发展受到中央和地方政府的高度重视。随着铁路大规模建设，中国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度持续增加。根据中国国家铁路集团有限公司 2023 年统计公报，截至 2023 年底，全国铁路路网密度增至 165 公里/万平方公里。但全国各地地区路网密度差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路路网密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路路网密度较低，中国铁路网络仍有待完善。2023 年，中国铁路客运量创 2019 年以来新高；中国铁路积极适应市场形势变化，全力推动增运上量，货运量实现平稳增长。2023 年，中国铁路投资额实现触底反弹，改变了此前年度投资规模连降趋势。

长期来看，随着城镇化水平和居民消费水平的提高，中国铁路客运需求有望保持增长；中国经济长期向好的基本趋势将对铁路货物运输需求形成有力支撑，伴随铁路向现代物流转型的进一步实现，货运指标将保持平稳增长。同时，中国铁路网络仍有较大投资空间，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。国家对铁路行业的发展高度重视并给予各项政策支持，整体看，中国铁路行业发展前景良好。完整版铁路运输行业分析详见《2024 年铁路运输行业分析》。

2 区域环境分析

2021—2023 年，江西省经济体量和一般公共预算收入持续增长，铁路建设方面，“十四五”期间，江西省将持续加大高铁规划建设力度。公司经营发展的外部环境良好。

图表 1 • 江西省主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	29619.70	32074.70	32200.10
GDP 增速（%）	8.8	4.7	4.1
固定资产投资增速（%）	10.8	8.6	-5.9
三产结构	7.9:44.5:47.6	7.6:44.8:47.6	7.6:42.6:49.8
人均 GDP（万元）	6.56	7.09	7.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据江西省国民经济和社会发展统计公报，2021—2023 年，江西省地区生产总值持续增长，增速有所下降。固定资产投资方面，2021—2023 年，江西省全年全社会固定资产投资增速持续下降，2023 年增速由正转负。分产业看，2023 年江西省第一产业投资下降 9.9%；第二产业投资下降 18.0%；第三产业投资增长 5.6%。分经济类型看，民间投资下降 18.0%，基础设施投资增长 19.1%，社会领域投资增长 21.4%。

根据江西省人民政府于 2024 年 1 月份发布的《政府工作报告》，2023 年江西省昌景黄高铁通车，成为全国首个所有设区市通时速 350 公里高铁的省份，共青城通用机场通航，全省首座万吨级码头—国家能源集团九江发电公司煤码头、信丰至南雄高速公路、花桥水利枢纽工程、华润江中现代中药生产基地等投产投运，南城通用机场、康山蓄滞洪区安全建设工程、赣能上高电厂、联通（江西）产业互联网等开工建设，省大中型项目投资完成年计划的 105%。

铁路运输方面，2023 年，江西省铁路旅客运输量为 12701.8 万人，同比增长 98.9%；铁路货物运输量为 5129.4 万吨，同比下降 1.3%。

图表 2 • 江西省主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	2812.20	2948.30	3059.60
一般公共预算收入增速（%）	12.2	4.8	3.8
税收收入（亿元）	1929.33	1788.9	2021.8
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	68.60	60.68	66.08
一般公共预算支出（亿元）	6778.87	7289.07	7500.6
财政自给率（%）	41.49	40.45	40.79
政府性基金收入（亿元）	2972.54	2251.99	2114.6
地方政府债务余额（亿元）	9013.3	10859.5	12710.9

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据江西省财政决算及预算执行报告，2021—2023 年，江西省一般公共预算收入持续增长，增速持续下降。2021—2023 年，江西省税收收入波动增长，占一般公共预算收入比重一般，江西省一般公共预算收入质量一般。同期，江西省一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较弱。同期，受土地市场行情影响，江西省政府性基金收入持续下降。截至 2023 年底，江西省政府债务余额 12710.9 亿元，控制在中央核定江西省地方政府债务限额以内，江西省政府债务负担较重。

根据《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，江西省将持续加大高铁规划建设力度，计划建成赣深、昌景黄、昌九等高速铁路，计划开工建设常岳昌等铁路项目，提高南昌对外运输高铁通道能力，完善南昌“米”字形高铁网络，进一步提升南昌铁路枢纽地位；优化路网结构方面，江西省将加快长赣等铁路建设，推进六安景、赣郴等铁路项目前期工作，做好景鹰瑞、赣广等铁路规划研究，逐步填补赣西、赣东南等地区铁路空白。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是江西省铁路建设的省方出资人代表，同时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。

自成立以来，公司即作为江西省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“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建设事项，赋予了公司在江西省航空领域投资的重要职能。公司承担了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。公司依托自身职能定位，已形成“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非常强的竞争实力。

2 人员素质

公司管理人员拥有丰富的管理经验。

截至本报告出具日，公司董事、监事及高级管理人员共 18 名，其中党委书记兼董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 4 名，均具有丰富的管理经验。

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，江西省行政事业单位资产管理中心（江西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有限公司董事长、党委书记；2020 年 4 月起任公司党委书记、董事长。

刘震华先生，1969 年 8 月出生，中共党员，研究生学历；历任江西省发改委设计审查处副处长，江西省铁路建设办公室副主任，江西省发改委交通运输协调处处长，江西省交通运输厅党委委员、副厅长；2024 年 5 月起任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至 2024 年 3 月底，公司在职工 748 人，硕士及以上学历员工 120 人，本科学历员工 467 人，大专及以下学历员工 161 人。从年龄结构来看，30 岁以下员工 139 人，30~50 岁员工 519 人，50 岁以上员工 90 人。

3 信用记录

公司本部及下属重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913600006674989789），截至 2024 年 5 月 9 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据公司提供的江西省中融物资贸易集团有限公司（以下简称“中融物贸”）的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91360000309198297N），截至 2024 年 4 月 25 日，中融物贸无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了相对完善的法人治理结构。

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

公司设股东会，股东会是公司最高权力机构，股东会行使职权主要包括：修改公司章程；增加或减少注册资本；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%等重大事项。

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。

公司设董事会。董事会成员 5 名，其中非职工董事由出资人任命，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。监事会成员 5 名，其中非职工监事由出资人任命，2 名职工监事由职工代表大会选举产生；监事会每届任期 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，对董事及高级管理人员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。

截至本报告出具日，公司除 1 名监事缺位外，其余董事会成员、监事会成员及高级管理人已经全部到位。

2 管理水平

公司建立了较为健全的内部管理体系。

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《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《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，公司本部工程管理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。为确保公司铁路建设项目前期工作按期完成，公司制定了《铁路前期工作管理办法》《铁路征地拆迁工作管理办法》，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、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《企业国有资产法》和相关规定，结合公司实际情况，制定了《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。具体规定包括：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，应报经公司本部审核批准；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。

子公司管理方面，对于子公司的各类事项，公司划分为审批事项、事前备案事项以及事后备案事项三类。其中，子公司制定下一年度投资计划、年度预算编制、战略规划编制与修订、薪酬制度、薪酬总额和薪酬激励机制的设置与调整等 22 项事项须报公司本部审批；子公司在劳动用工管理制度、社会保障福利标准的编制与修订、投资管理制度的制定与修订等 18 项事项须向公司本部进行事前备案；子公司进行中层管理人员及以下人员的任免、投资项目立项、决策、实施计划和调整、落实“三重一大”决策事项的有关情况等 24 项事项后，须在一定时间内向公司本部进行事后备案。

七、经营分析

1 经营概况

公司主要负责江西省内铁路的建设投资及运营，同时涉足物流贸易、铁路沿线土地综合开发以及航空建设投资、金融投资等多元化经营业务。2021—2023 年，受贸易业务收缩影响，公司营业总收入波动下降，综合毛利率波动增长。

公司收入构成方面，由于公司主要以参股的形式参与国家铁路的投资，公司收入主要来源于贸易业务、铁路沿线土地综合开发收入和国际货运代理收入，2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，其中 2023 年贸易业务收入下降幅度较大，主要系公司主动收缩业务规模所致。截至 2022 年底，九景衢铁路²不再纳入公司合并范围，故自 2023 年起，公司不再确认国铁运营收入。毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率波动增长，其中 2023 年毛利率上升较大，主要系公司不再确认亏损较为严重的国铁运营收入、收缩毛利较低的贸易业务以及铁路沿线土地综合开发和其他业务毛利率增长所致。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.80 亿元，相当于上年全年的 15.58%，构成以贸易收入和其他业务收入为主。同期，公司毛利率小幅上升至 8.67%。

² 截至 2022 年底，公司持有江西省铁路发展有限公司（九景衢铁路项目投资运营主体）78.84%股权，九景衢铁路已开通运营，因考虑到九景衢铁路在运行后对铁路的维护、车票定价及年度预算均由国铁集团负责，公司没有参与该铁路线路的重大经营决策，基于该事实情况，截至 2022 年底，江西省铁路发展有限公司-九景衢铁路相关资产不再纳入公司合并范围，九景衢铁路由公司控股铁路调整为公司参股铁路。

图表 3 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
贸易业务	50.85	66.73	0.71	55.33	62.94	3.67	34.78	55.25	1.41	5.23	53.37	2.29
铁路专用线运营业务	0.24	0.31	-54.17	0.39	0.44	-2.56	0.57	0.91	-24.56	0.06	0.61	-50.00
金融商品	0.67	0.88	100.00	0.60	0.68	100.00	0.65	1.03	100.00	0.16	1.63	100.00
铁路沿线土地综合开发（房地产）	11.67	15.31	10.11	9.59	10.91	8.76	3.14	4.99	17.51	0.00	0.00	--
国铁运营	4.14	5.43	-30.19	3.38	3.84	-80.18	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
其他	8.63	11.33	32.33	18.63	21.19	9.55	23.81	37.82	12.60	4.35	44.39	13.79
合计	76.20	100.00	4.75	87.92	100.00	2.88	62.95	100.00	7.23	9.81	100.00	8.67

注：“0.00”表示当期未确认收入，“--”代表不适用；公司金融商品收入主要为公司通过认购固收类资管业务所获得的收益；其他收入包括航空产业收入（主要为国际货运代理收入）、运输收入、物业收入、咨询收入、融资租赁收入等
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 业务经营分析

（1）国家铁路投资

公司代表江西省人民政府与国铁集团合作进行江西省内过境铁路的建设投资，主要以参股形式获取投资收益。公司铁路项目投资回报周期长，除昌九城际铁路股份有限公司实现分红外，其余参股线路均未产生分红收益。公司在建及拟建铁路投资项目未来建设资金需求大，存在资本支出压力。

① 参股铁路

公司代表江西省人民政府与国铁集团成立项目公司，由项目公司负责铁路项目的筹划、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人民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。

铁路项目资本金来源方面，根据江西省发改委印发的《赣深客专等 4 个铁路项目省方资本金筹措方案》及江西省财政厅印发的《2020—2030 年财政支持铁路建设运营政策方案》，铁路项目资本金出资由江西省财政、公司和沿线市县按政府按比例分担。

截至 2024 年 3 月底，公司已完工的参股铁路 13 条，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 2024 年 3 月底，除昌九城际铁路股份有限公司于 2022 年实现分红 1.50 亿元，其余参股线路均未产生分红。

图表 4 • 截至 2024 年 3 月底公司参股的已完工铁路情况（单位：公里）

项目名称	江西段里程	建设期	公司持股比例	线路起终点
昌九城际铁路	131.27	2007 年 6 月至 2010 年 9 月	39.33%	南昌北-九江
向莆铁路	246.00	2007 年 11 月至 2013 年 9 月	9.13%	南昌西-福州、永泰-莆田
衡茶吉铁路	65.00	2008 年 12 月至 2013 年 12 月	8.90%	吉安南-衡阳东
赣龙铁路扩能项目	125.00	2010 年 10 月至 2015 年 6 月	4.70%	赣州-龙岩
合福铁路	183.00	2009 年 12 月至 2015 年 3 月	5.00%	婺源-福州
武九客专	46.00	2013 年 12 月至 2017 年 12 月	50.00%	武汉-九江
九景衢铁路	245.00	2013 年 12 月至 2017 年 12 月	78.84%	九江-景德镇-衢州
昌吉赣客专	420.00	2014 年 12 月至 2019 年 12 月	40.00%	南昌-赣州西
浩吉铁路	212.00	2014 年 12 月至 2019 年 9 月	1.20%	浩勒报吉-吉安

兴泉铁路	127.30	2016 年 12 月至 2021 年 9 月	50.00%	兴国-泉州
赣深客专	136.00	2016 年 12 月至 2021 年 12 月	40.00%	赣州-深圳
安九客专	17.00	2016 年 12 月至 2021 年 12 月	50.00%	安庆-九江
昌景黄铁路	230.00	2018 年 12 月至 2023 年 12 月	66.00%	南昌-黄山
合计	2183.57	--	--	--

资料来源：公司提供

② 在建及拟建铁路

截至 2024 年 3 月底，公司在建的合资铁路项目 2 个，其中昌九客专和瑞梅铁路于 2022 年开工建设。江西省方出资部分将由江西省财政、公司和沿途各市县分担，能够有效缓解公司的投资压力；公司拟建铁路项目主要为长赣铁路，公司计划投资金额 110.37 亿元（含省及地方分摊部分），存在资本支出压力。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司在建铁路情况（单位：公里、亿元）

项目名称	江西段里程	建设期	江西段总投资	公司投资计划	公司参股比例	公司已投资	未来两年投资计划	
							2024 年 4 —12 月	2025 年
昌九客专	138.00	2022 年至 2027 年	315.90	137.71	76.88%	71.68	41.28	20.00
瑞梅铁路	164.00	2022 年至 2026 年	116.73	82.94	74.39%	36.17	15.20	25.00
合计	302.00	--	432.63	220.65	--	107.85	56.48	45.00

注：公司计划出资部分含公司及江西省各级财政计划出资，2022 年起，江西省新开工铁路项目资本金筹措方式为省级与铁路沿线市县按 4:6 分担；公司对昌九客专和瑞梅铁路持股比例超过 50%，但由于上述铁路的运营维护、车票定价及年度预算均由国铁集团负责，公司没有参与该铁路线路的重大经营决策，基于该事实情况，上述铁路为公司参股投资铁路

资料来源：公司提供

（2）铁路专用线

随着萍乡工业陶瓷基地专用线逐渐培育成熟，公司铁路专用线运量持续增长，公司铁路专用线运量受沿线企业或产业基地经营情况影响较大，未来尚有较大增长空间。

除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货运服务。

截至 2024 年 3 月底，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，该专用线已于 2021 年 1 月通车，设计运力近期为 135 万吨/年，远期为 340 万吨/年。公司无其他在建及拟建铁路专用线项目。

2021—2023 年，随着专用线业务的逐渐培育，公司铁路专用线运量持续增长，但实际运量较设计运力仍有较大差距，公司铁路专用线运量受沿线企业或产业基地经营情况影响较大，未来尚有较大增长空间。受运量未满足负荷运载及折旧成本高等因素影响，公司铁路专用线业务持续亏损，其中 2023 年亏损幅度大幅增加，主要系调整铁路专用线分类及折旧年限，进而调增 2023 年折旧成本所致。

图表 6 • 公司铁路专用线运量情况表（单位：万吨）

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年
樟新盐化铁路专线	169.00	170.06	188.85
萍乡工业陶瓷基地专用线	4.15	17.47	30.26
合计	173.15	187.53	219.11

资料来源：公司提供

（3）贸易业务

贸易板块为公司带来了较大规模的收入及现金流入；2023 年，公司主动对贸易业务规模进行了收缩，仍需持续关注贸易对象信用风险及回款风险。

公司贸易业务主要包括由江西赣铁物流有限公司等负责的铁路、市政等工程项目物资供应业务以及由江西中盛供应链金融股份有限公司（以下简称“中盛供应链”）和江西省中融物资贸易集团有限公司等负责的供应链销售业务，主要贸易品种包括钢材、煤炭、水泥、电解铜、防水材料、农产品等。

采购方面，公司以国内采购为主，通过特定筛选流程后确定贸易供应商；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，公司销售客户主要为钢材、煤炭经销商及铁路、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。

2021—2023 年，公司贸易业务收入波动下降，其中 2023 年下降幅度较大，主要系公司主动收缩业务所致，业务毛利率处于较低水平。公司贸易业务供应商和客户集中度较高（均超过 50%），涉及部分民营企业且存在失信被执行情况，需关注相关风险。

图表 7 • 2023 年公司贸易业务主要供应商和客户情况（单位：亿元）

供应商名称	主要贸易产品	贸易金额	客户名称	主要贸易产品	贸易金额
江西赣钦贸易有限公司	煤炭	5.10	江西巨源矿业有限公司	煤炭	5.64
安徽瞪羚能源供应链管理有限公司	煤炭	5.07	中铁大桥局集团第五工程有限公司	钢材	5.14
江西乐邦贸易有限公司	钢材	4.99	山西潞安矿业(集团)张家港国际贸易有限公司	煤炭	5.12
江西联湾实业有限公司	煤炭	2.30	江西奕源矿业有限公司	煤炭	3.99
江西省伟梦钢铁贸易有限公司	钢材	1.75	南昌市鼎淞贸易有限公司	钢材	1.75
合计	--	19.21	合计	--	21.65

注：公司主要供应商中江西赣钦贸易有限公司、安徽瞪羚能源供应链管理有限公司、江西乐邦贸易有限公司、江西联湾实业有限公司和江西省伟梦钢铁贸易有限公司均为民营企业，其中江西省伟梦钢铁贸易有限公司为失信被执行人；公司主要客户中江西巨源矿业有限公司和江西奕源矿业有限公司为民营企业
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）铁路沿线土地综合开发

铁路沿线土地综合开发板块对公司收入和利润形成补充。2021—2023 年，铁路沿线土地综合开发收入持续下降，已完工项目销售情况较好，需关注公司房地产后续销售情况。

铁路沿线土地综合开发方面，根据《江西省财政厅、江西省发改委、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用于土地综合开发。公司房地产开发项目均为自主投资，采用滚动开发模式，销售方式分为机关单位等定向团购以及市场化销售。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。

截至 2024 年 3 月底，公司已完成南昌西客站项目、萍乡赣铁和园项目和景德镇弘文路项目，已完成投资 56.93 亿元，总可销售面积 75.63 万平方米，已完成销售面积 68.35 万平方米，累计确认收入 55.99 亿元，累计收到销售回款 60.76 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产开发项目未来尚需投资 6.79 亿元，公司暂无拟建房地产开发项目。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司在建房地产情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	物业类型	已确认收入	已回款
景德镇凤凰城项目	59.90	23.12	20.96	住宅、底商	10.76	11.25
红谷滩金融中心	8.11	7.57	2.93	商务	0.00	0.00
合计	68.01	30.69	23.90	--	10.76	11.25

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（5）航空投资

公司航空投资主要由子公司江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”）负责开展，除通过参股形式参与大型航空公司投资外，公司同时布局通航领域项目投资，随着项目逐步进入投资建设阶段，公司航空投资或面临一定资金压力。

江西航产成立于 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，经江西省人民政府授意，江西航产与厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）共同出资成立江西航空有限公司（以下简称“江西航空”），其中江西航产出资 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 2024 年 3 月底，江西航空机队规模达 16 架（包括 11 架波音 737—800 型飞机，5 架 ARJ—21 型飞机）。2023 年，

江西航空执飞航班 1.88 万班次，客座率 86.4%，承运旅客 236 万人次，飞机利用率 7.6 小时/架日，实现营业总收入 17.7 亿元。2024 年 1—3 月，江西航空实现营业总收入 4.80 亿元。江西航空计入公司其他非流动资产核算，2023 年末实现相关投资收益。

除参与大型航空公司投资外，公司还布局了通航领域项目投资。2018 年 4 月，江西航产联合亚捷通用航空无锡有限公司、华瑞联合航空技术（北京）有限公司共同发起设立江西快线通勤航空有限公司（以下简称“江西快线”），其中江西航产持股 35.00%。江西快线以南昌国际机场为主运营基地，以瑞士皮拉图斯 PC-12 飞机为主力机型，以现有的“一干六支”运输机场以及具备运营条件的通航机场为骨干网络开展短途客运业务。江西快线于 2019 年 4 月 28 日正式运行，2023 年实现营业收入 0.15 亿元。截至 2024 年 3 月末机队规模 15 架（其中租赁北方快线 4 架），由于经营情况欠佳，已处于停运状态。

公司货运代理业务由子公司江西国际货运航空有限公司负责运营，通过采购航空公司舱位，销售舱位给下游货代企业，并收取包舱费用和货运代理费。2023 年，公司确认国际货运代理收入 19.89 亿元，计入公司其他业务收入。

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有限公司（以下简称“省机场集团”）成立南昌昌北国际机场有限公司，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，其中公司持股 49.00%，省机场集团持股 51.00%。昌北国际机场三期扩建项目计划总投资 240.00 亿元（以实际批复为准），其中资本金比例为 50.00%，拟通过民航发展基金、地方财政资金解决，其余 50.00%为自筹，截至 2024 年 3 月底，项目已投入 6.44 亿元。

3 未来发展

公司定位明确，未来将在聚焦主业的基础上，进一步布局多元化业务发展。

公司已逐渐形成了以铁路投资为主，多元化经营并进的业务格局。同时，在铁路投资的基础上，江西省人民政府进一步明确了公司在江西省内航空建设领域的主导地位。未来，公司将进一步调整业务结构，逐步从铁路投资转为“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

公司提供了 2021—2023 年度合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年报表进行审计，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年及 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年 3 月底，公司有纳入合并报表范围内一级子公司 13 家。合并范围变化方面，2022 年，江西省铁路发展有限公司-九景衢铁路不再纳入公司合并范围，该事项对公司财务数据的可比性产生一定的影响（相关铁路资产不再计入公司固定资产，公司对江西省铁路发展有限公司-九景衢铁路项目投入计入其他非流动资产核算）。2023 年，公司合并范围一级子公司未发生变化。2024 年 1—3 月，公司昌景黄铁路项目完工，相关资产及负债不再纳入公司合并范围，公司对昌景黄铁路项目投入计入其他非流动资产核算，对公司财务数据的可比性产生较大的影响（减少固定资产、长期借款、少数股东权益，增加其他非流动资产）。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，以铁路项目资产为主；流动资产中现金类资产较为充足；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。截至 2024 年 3 月底，公司资产规模较去年底有所下降，主要系昌景黄铁路项目完工后出表所致。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，主要系铁路项目持续投入所致。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	277.07	30.83	325.80	31.59	255.60	23.01	231.88	25.12
货币资金	163.65	18.21	177.90	17.25	110.23	9.93	103.15	11.17
其他应收款	42.16	4.69	81.53	7.91	81.95	7.38	68.24	7.39
非流动资产	621.52	69.17	705.52	68.41	854.99	76.99	691.31	74.88
其他权益工具	35.61	3.96	35.63	3.46	34.66	3.12	34.07	3.69

其他非流动金融资产	0.00	0.00	21.27	2.06	45.01	4.05	45.65	4.95
固定资产	157.29	17.50	10.06	0.98	275.19	24.78	7.30	0.79
在建工程	148.41	16.52	232.16	22.51	14.18	1.28	13.78	1.49
其他非流动资产	247.21	27.51	388.18	37.64	463.99	41.78	561.29	60.80
资产总额	898.59	100.00	1031.32	100.00	1110.59	100.00	923.20	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

(1) 流动资产

截至 2023 年底，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限金额为 2.42 亿元，主要为履约保证金；同期末公司货币资金较上年底大幅下降 38.04%，主要系对铁路项目出资所致。

截至 2022 年底，公司其他应收款较上年底增长 93.39%，主要系九景衢铁路不再纳入合并范围，增加对九景衢铁路其他应收所致。截至 2023 年底，公司其他应收款较上年底变化不大；账龄方面，账龄 1 年以内的款项占 16.59%，账龄 1 至 2 年的款项占 39.38%，账龄 3 年以上的款项占 44.03%，整体账龄较长；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占其他应收款合计的 27.18%，集中度较低，主要为往来款。其中，公司代垫江西大唐国际抚州发电有限责任公司对莆铁路投资款 16.78 亿元，账龄已超过五年，公司未对其计提坏账准备；公司其他应收款累计计提坏账准备余额 1.89 亿元，计提比例 2.26%。

图表 10 • 公司 2023 年底主要其他应收账款明细

名称	款项性质	期末余额（亿元）	占其他应收款期末余额的比例
江西中馨城市发展建设有限公司	往来款	2.24	2.67%
江西捷瑞航空技术有限公司	往来款	0.80	0.96%
江西大唐国际抚州发电有限责任公司	往来款	16.78	20.02%
福州汉昇投资发展有限公司	往来款	1.22	1.45%
福建中原港务有限公司	往来款	1.75	2.08%
合计	--	22.79	27.18%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(2) 非流动资产

截至 2023 年底，公司其他权益工具投资较上年下降 2.73%，其他权益工具投资主要由 13.00 亿元对兴铁产业投资基金（有限合伙）、8.88 亿元对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）、4.68 亿元对南昌农村商业银行股份有限公司和 2.59 亿元对九江银行股份有限公司等股权投资构成。

截至 2023 年底，公司其他非流动金融资产较上年底大幅增长 111.59%，全部为公司投资的信托产品（投资范围主要为铁路相关产业基金）。

截至 2022 年底，公司固定资产较上年大幅下降 93.61%，主要系九景衢铁路不再纳入公司合并范围所致。截至 2023 年底，公司固定资产较上年大幅增加 265.13 亿元，主要系昌景黄铁路项目从在建工程转固所致。

截至 2022 年底，公司在建工程较上年底大幅增长 56.43%，主要系昌景黄铁路等在建项目持续投入所致。截至 2023 年底，公司在建工程较上年底大幅减少 217.98 亿元，主要系昌景黄铁路项目从在建工程转固所致。

公司其他非流动资产主要包括公司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。截至 2022 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 57.02%，主要系九景衢铁路不纳入公司合并范围后，相关资产计入其他非流动资产核算所致。截至 2023 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 19.53%，主要系公司对昌九客专项目持续投入及公司购入复兴号动车组所致。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 16.87%，主要系昌景黄铁路项目完工后，相关铁路资产不再计入固定资产（昌景黄铁路项目不并表减少铁路项目相关固定资产 267.52 亿元），公司对昌景黄铁路项目投入计入其他非流动资产（增加 94.10 亿元）所致。

截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例低。

图表 11 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2.42	0.22%	履约保证金

其他非流动资产	46.43	4.18%	质押借款
存货	2.67	0.24%	抵押贷款
长期应收账款	8.41	0.76%	应收账款质押
应收账款	0.10	0.01%	应收账款质押
长期股权投资	0.28	0.02%	股权质押
合计	60.30	5.43%	--

资料来源：公司审计报告

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，以实收资本、资本公积和少数股东权益为主，所有者权益稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，主要系政府投入铁路项目资本金使得资本公积持续增长所致。截至 2023 年底，公司所有者权益中，实收资本、资本公积和少数股东权益分别占 40.36%、30.53%和 23.25%，其中少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年底，公司实收资本较上年底增加 0.09 亿元，主要系 2022 年江西省财政转入公司资本金 0.15 亿元，其中计入实收资本 0.09 亿元（计入江西国控股权投入），计入资本公积 0.06 亿元。截至 2023 年底，公司实收资本较上年底增加 0.17 亿元，主要系 2023 年省财政转入公司资本金 0.32 亿元，其中计入实收资本 0.17 亿元（计入江西国控股权投入），计入资本公积 0.15 亿元。

截至 2022 年底，公司资本公积较上年底大幅增加 41.37 亿元，主要系根据江西省发改委文件，南昌市政府及九江市政府投入昌九客专项目资本金款 41.31 亿元所致。截至 2023 年底，公司资本公积较上年底大幅增加 31.91 亿元，主要系根据江西省发展和改革委员会文件，公司收到江西省、市投入的铁路项目资本金 18.00 亿元以及收到江西省财政厅专项债券资金 17.40 亿元所致。

截至 2022 年底，公司少数股东权益较上年底下降 8.73%，主要系九景衢铁路出表减少公司少数股东权益 15.63 亿元所致。截至 2023 年底，公司少数股东权益较上年底变化不大，公司少数股东权益主要由国铁集团对昌景黄铁路项目出资、赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）（系公司发行并表 ABN 产品）及公司子公司其他股东享有的净资产构成。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	202.78	46.24	202.87	43.22	203.04	40.36	203.04	45.59
资本公积	80.29	18.31	121.65	25.92	153.56	30.53	153.56	34.48
未分配利润	23.25	5.30	23.22	4.95	23.22	4.62	23.86	5.36
归属于母公司所有者权益合计	312.69	71.30	354.45	75.52	386.06	76.75	386.56	86.80
少数股东权益	125.89	28.70	114.89	24.48	116.96	23.25	58.77	13.20
所有者权益合计	438.57	100.00	469.34	100.00	503.02	100.00	445.33	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较上年底大幅下降 49.75%，主要系昌景黄铁路项目出表，公司少数股东权益减少 59.50 亿元所致。

（2）负债

2021—2023 年末，公司负债总额持续增长，公司债务结构以长期债务为主，整体债务负担适中。

2021—2023 年末，公司负债总额持续增长，主要系融资规模扩大所致。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	147.36	32.03	171.06	30.44	117.11	19.28	106.17	22.22
短期借款	31.30	6.80	45.57	8.11	30.38	5.00	34.37	7.19

应付账款	42.50	9.24	44.93	8.00	23.80	3.92	9.37	1.96
其他应付款	15.09	3.28	24.63	4.38	27.75	4.57	33.73	7.06
一年内到期的非流动负债	31.70	6.89	31.95	5.68	30.33	4.99	25.80	5.40
非流动负债	312.65	67.97	390.92	69.56	490.46	80.72	371.69	77.78
长期借款	88.85	19.31	156.88	27.92	276.07	45.44	169.28	35.42
应付债券	123.70	26.89	120.60	21.46	100.60	16.56	100.60	21.05
长期应付款	53.29	11.59	53.55	9.53	53.33	8.78	53.08	11.11
递延收益	46.15	10.03	59.33	10.56	60.10	9.89	46.04	9.63
负债总额	460.01	100.00	561.97	100.00	607.57	100.00	477.87	100.00

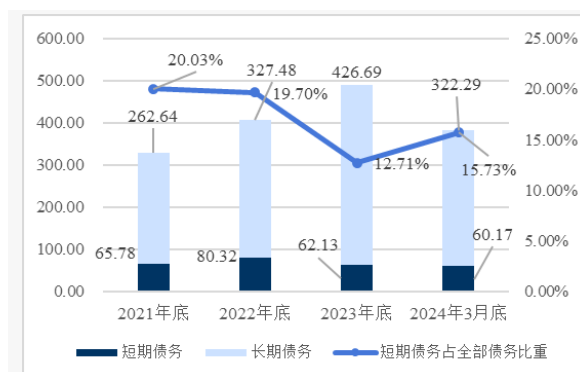
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季报整理

截至 2023 年底，公司经营性负债主要体现在关联方及同区域国有企业的往来款形成的其他应付款以及工程、材料款形成的应付账款。

有息债务方面，本报告已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长。截至 2023 年底，公司全部债务 488.81 亿元，其中短期债务 62.13 亿元，长期债务 426.69 亿元，公司短期债务占比较低，债务结构较好。从债务指标来看，2021—2023 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均持续增长。

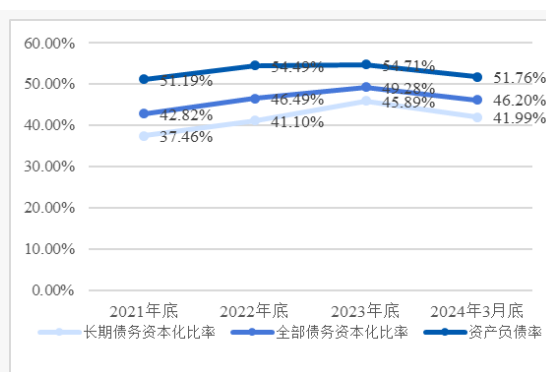
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底大幅下降 21.35%，主要系长期借款大幅下降所致（昌景黄铁路出表后，相应借款减少）。同期末，公司全部债务较上年底下降 21.76%，短期债务占比有所上升，但仍处于较低水平。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 2.94 个百分点、3.08 个百分点和 3.91 个百分点。整体看，公司债务负担适中。

图表 14 • 公司债务结构（亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

图表 15 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2024 年 3 月底，公司 1 年以内到期债务为 60.17 亿元，占全部债务的 15.73%，短期集中兑付压力不大。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，基于铁路投资和物流贸易行业特点，业务利润水平较低，投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大。

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，主要系贸易及铁路沿线土地综合开发业务收入下降所致，营业利润率波动增长。

公司其他收益主要系为弥补铁路运营亏损，江西省财政厅拨付公司财政补贴资金，2021—2023 年，公司其他收益波动较大，占公司利润总额比例分别为 74.29%、123.19%和 18.34%。

公司投资收益主要来自其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入及资产处置收益，2021—2023 年，公司投资收益持续下降，占公司利润总额比例分别为 64.38%、56.26%和 31.11%。

2021—2023 年，公司利润总额持续下降，投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大；受利润总额持续下降影响，公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降。

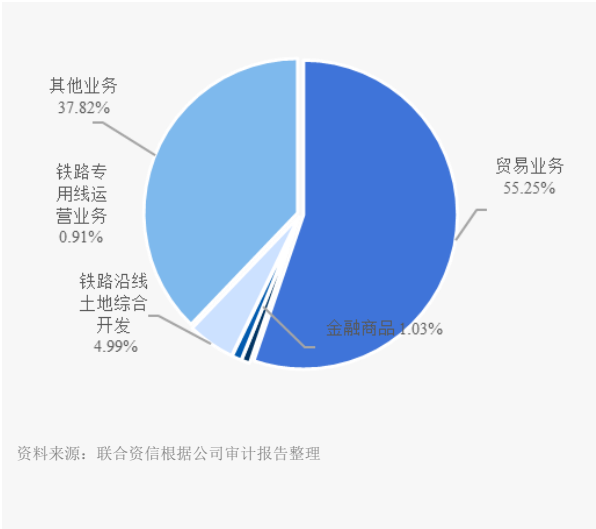
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.81 亿元，相当于 2023 年的 15.58%，利润总额 1.33 亿元。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	76.20	87.92	62.95	9.81
营业成本	72.58	85.39	58.41	8.95
期间费用	4.75	5.84	2.10	0.06
其他收益	3.75	4.89	0.70	0.26
投资收益	3.25	2.23	1.18	0.31
利润总额	5.05	3.97	3.79	1.33
营业利润率（%）	4.28	2.63	6.97	8.48
总资本收益率（%）	1.38	1.12	0.63	--
净资产收益率（%）	0.84	0.64	0.63	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季度及公司提供资料整理

图表 17 • 2023 年公司营业总收入构成



4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金保持净流入，公司收入实现质量较好；投资活动以对铁路项目出资为主，考虑到公司在建及拟建项目的投资需求，未来公司仍存在一定的筹资压力。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	125.64	148.75	90.73	12.86
经营活动现金流出小计	123.50	126.23	81.42	11.66
经营活动现金流量净额	2.14	22.53	9.31	1.21
投资活动现金流入小计	25.76	19.73	14.76	3.13
投资活动现金流出小计	93.07	148.57	186.08	18.56
投资活动现金流量净额	-67.31	-128.84	-171.32	-15.43
筹资活动前现金流量净额	-65.17	-106.32	-162.01	-14.22
筹资活动现金流入小计	234.64	212.49	208.03	28.82
筹资活动现金流出小计	124.38	90.65	112.36	21.51
筹资活动现金流量净额	110.25	121.84	95.67	7.31
现金收入比（%）	92.64	94.41	91.35	104.38

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

经营活动方面，公司经营活动现金流量以经营业务款项收支和往来款为主。2021—2023 年，公司经营活动现金流入量波动下降，2023 年公司销售商品、接受劳务收到的现金 57.50 亿元，同比下降 30.72%，主要系贸易及铁路沿线土地综合开发业务收入下降所致。同期，公司现金收入比基本保持稳定，收现质量较好。同期，公司经营活动现金流出规模波动下降，公司经营活动现金保持净流入。

投资活动方面，2021—2023 年，公司投资活动现金流入量主要为收回投资收到的现金（主要为融资租赁业务回款、固收及股权基金收回本金）及收到其他与投资活动有关的现金；公司投资活动现金流出主要为铁路项目出资等形成的现金流出；公司投资活动现金持续净流出，且净流出规模有所扩大。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口持续扩大。

从筹资活动来看，2021—2023 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，其中，吸收投资收到的现金主要为公司收到的铁路项目资本金及新成立子公司收到其他股东资本金。公司筹资活动现金流出以偿还债务本息支付的现金为主；公司筹资活动现金净流入规模波动下降。考虑到公司在建及拟建项目的投资需求，未来公司仍存在一定的筹资压力。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金呈现净流入，投资活动现金净流出 15.43 亿元，筹资活动现金净流入 7.31 亿元。

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现很好，长期偿债能力指标表现较好，间接融资渠道畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	188.02	190.46	218.25	218.40
	速动比率（%）	173.25	179.18	204.60	203.31
	现金类资产/短期债务（倍）	2.58	2.28	1.81	1.74
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	15.46	14.65	7.46	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.25	27.84	65.51	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.12	1.86	1.11	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季报及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率均持续上升，流动资产对流动负债的保障程度有所提升。截至 2023 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.81 倍。截至 2024 年 3 月底，公司短期偿债指标较上年末变动不大。整体看，公司短期偿债指标表现很好。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 对利息支出保障程度较好，全部债务/EBITDA 指标表现较弱。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 1.05 亿元，被担保对象包括江西中馨城市发展建设有限公司 0.74 亿元、江西南山御泉天然矿泉水有限公司 0.30 亿元，担保比率 0.21%，担保对象均为公司参股公司，公司或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 1041.67 亿元，尚未使用授信额度 569.34 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司业务以铁路投资为主，资产及负债均主要集中于公司本部，但营业总收入主要来源于下属子公司，公司本部对子公司控制能力很强；2023 年，公司本部未实现营业收入，利润主要来自政府补贴。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 880.44 亿元（占合并口径 79.28%），较上年底增长 6.50%，其中流动资产 188.83 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 691.61 亿元，主要由其他非流动资产构成。

截至 2023 年底，公司本部负债合计 496.12 亿元（占合并口径 81.66%），较上年底增长 5.02%，以短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益为主；公司本部资产负债率为 56.35%，全部债务资本化比率 49.66%。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益 384.32 亿元（占合并口径 76.40%），主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2023 年，公司本部未实现营业收入，利润总额亏损 0.18 亿元，其中收到政府补贴 0.63 亿元。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度相对完善。整体来看，公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司基础设施建设、铁路及航空运输等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，公司未发生安全责任事故，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了相对完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为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，持续得到江西省各级政府在资本金注入、土地收益拨付、财政补贴以及铁路产业基金等方面的有力支持。

公司实际控制人系江西省国资委。2021—2023 年，江西省经济和一般公共预算收入持续增长。截至 2023 年底，江西省政府债务余额 12710.9 亿元，控制在中央核定江西省地方政府债务限额以内。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

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金注入、土地收益拨付、财政补贴以及铁路产业基金等方面的有力支持，公司资本实力持续提升。

资本金注入

为支持公司业务开展，江西省各级财政多次对公司进行资本投入，增强公司资本实力。截至 2024 年 3 月底，公司实收资本 203.04 亿元，资本公积 153.56 亿元。

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 2024 年 3 月底，公司已收到土地收益注入资金 61.84 亿元。

政府补贴

2021—2023 年，公司分别收到各类财政补贴 21.69 亿元、31.57 亿元和 10.45 亿元，计入公司递延收益；2021—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司计入当期其他收益的政府补助分别为 3.70 亿元、4.88 亿元、0.69 亿元和 0.26 亿元，以弥补铁路运营亏损而拨付的补助。

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），江西省人民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 150.00 亿元，首期 50.00 亿元，其中政府引导资金不低于 20.00 亿元，特定对象募集资金约为 30.00 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，江西省人民政府将组织国有“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 50.00 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。截至 2024 年 3 月底，基金认缴资金 288.75 亿元，其中社会资本后续募集资金已获机构投资者审批认购 226.15 亿元，配套的引导资本募集资金约为 62.60 亿元。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较小。本期债项发行后，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现一般，经营现金净流量对长期债务保障指标表现弱。

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项计划发行不超过 20.00 亿元（以 20.00 亿元测算，下同），分别相当于 2023 年底公司长期债务和全部债务的 4.69%和 4.09%，对公司现有债务规模影响较小。

截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.71%、49.28%和 45.89%，以公司 2023 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债项发行后，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将分别上升至 55.51%、50.29%和 47.03%，公司债务负担将有所加重，考虑到本期债项募集资金用于偿还公司有息债务，公司的实际债务负担将低于上述测算值。

2 本期债项偿还指标分析

从指标上看，本期债项按上限金额发行后，2023 年，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现一般，经营现金净流量对长期债务保障指标表现弱。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

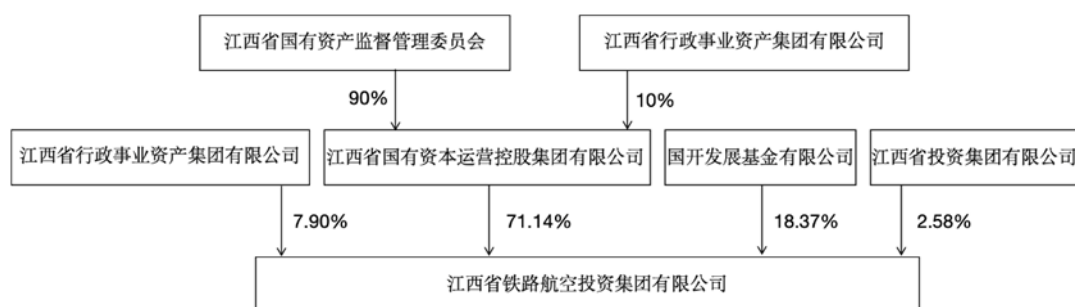
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	446.69
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.20
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.02
发行后长期债务/EBITDA（倍）	59.87

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

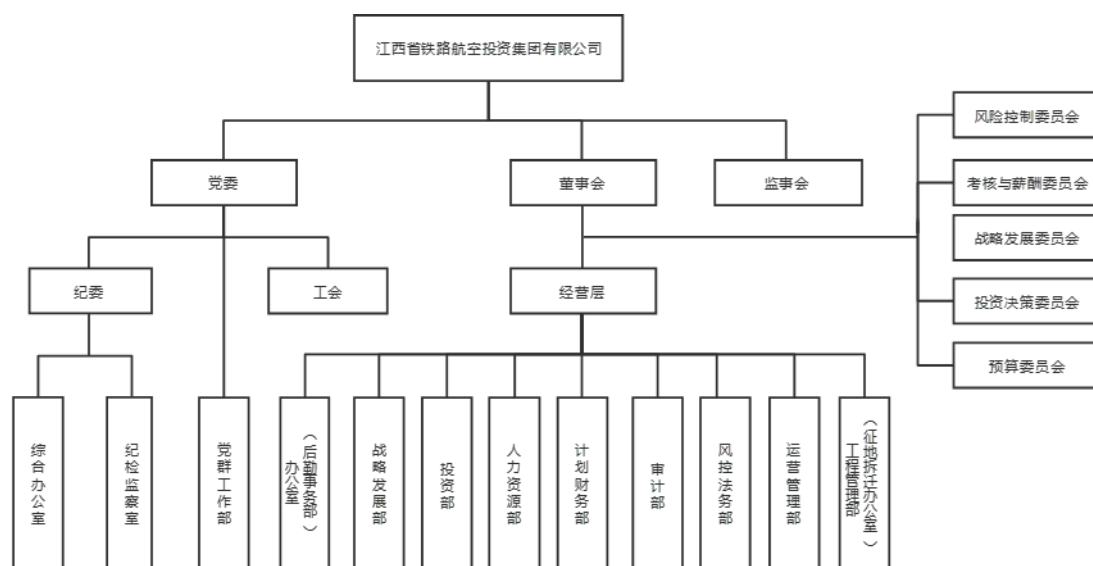
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）³



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

³ 2023 年，江西国控对公司增资 0.17 亿元，此外，根据公司 2019 年与股东国开发展基金和江西省投签订的《股权转让协议》，国开发展基金将按协议约定日期分批次将其持有的公司股权有偿转让至江西投资，截至 2023 年底，公司实收资本 203.04 亿元，其中国开发展基金持有公司股权比例降至 15.93%，江西省投持股比例升至 4.98%，江西国控持股比例升至 71.20%，江西省行政事业资产集团有限公司对公司的持股比例为 7.89%，截至本报告出具日，上述股权变更尚未完成工商登记。

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
江西赣铁物业有限公司	服务业	100.00	--	投资设立
江西省中泽地产集团有限公司	房地产业	100.00	--	投资设立
江西省航空产业集团有限公司	服务业	60.00	--	投资设立
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
江铁国际控股集团有限公司	服务业	100.00	--	投资设立
江西省城镇建设投资集团有限公司	建筑业	100.00	--	其他
江西省节能环保投资有限公司	环保业	100.00	--	其他
江铁国际融资租赁有限公司	租赁业	100.00	--	投资设立
江西省铁路发展有限公司	运输	70.77	--	其他
江西中盛供应链金融股份有限公司	批发业	41.00	--	投资设立
江西中盛融资租赁股份有限公司	租赁业	41.00	--	投资设立
江西省金融管理集团有限公司	服务业	100.00	--	投资设立
赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）	投资	10.03	--	投资设立

注：根据江西中盛供应链金融股份有限公司和江西中盛融资租赁股份有限公司最新章程，发起人一致同意将其纳入公司合并财务报表；公司及公司子公司江西省中融物资贸易集团有限公司分别持有赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）10.01%和0.02%的股权，其中江西省中融物资贸易集团有限公司为执行事务合伙人，根据章程相关约定可对赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）形成控制

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	169.82	183.18	112.34	104.43
应收账款（亿元）	9.79	9.72	9.17	10.20
其他应收款（亿元）	42.16	81.53	81.95	68.24
存货（亿元）	21.77	19.31	15.99	16.02
长期股权投资（亿元）	2.92	2.96	4.44	4.71
固定资产（亿元）	157.29	10.06	275.19	7.30
在建工程（亿元）	148.41	232.16	14.18	13.78
资产总额（亿元）	898.59	1031.32	1110.59	923.20
实收资本（亿元）	202.78	202.87	203.04	203.04
少数股东权益（亿元）	125.89	114.89	116.96	58.77
所有者权益（亿元）	438.57	469.34	503.02	445.33
短期债务（亿元）	65.78	80.32	62.13	60.17
长期债务（亿元）	262.64	327.48	426.69	322.29
全部债务（亿元）	328.42	407.80	488.81	382.46
营业总收入（亿元）	76.20	87.92	62.95	9.81
营业成本（亿元）	72.58	85.39	58.41	8.95
其他收益（亿元）	3.75	4.89	0.70	0.26
利润总额（亿元）	5.05	3.97	3.79	1.33
EBITDA（亿元）	15.46	14.65	7.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	70.59	83.01	57.50	10.24
经营活动现金流入小计（亿元）	125.64	148.75	90.73	12.86
经营活动现金流量净额（亿元）	2.14	22.53	9.31	1.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-67.31	-128.84	-171.32	-15.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	110.25	121.84	95.67	7.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.03	5.90	4.89	--
存货周转次数（次）	2.95	4.16	3.31	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.06	--
现金收入比（%）	92.64	94.41	91.35	104.38
营业利润率（%）	4.28	2.63	6.97	8.48
总资本收益率（%）	1.38	1.12	0.63	--
净资产收益率（%）	0.84	0.64	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	37.46	41.10	45.89	41.99
全部债务资本化比率（%）	42.82	46.49	49.28	46.20
资产负债率（%）	51.19	54.49	54.71	51.76
流动比率（%）	188.02	190.46	218.25	218.40
速动比率（%）	173.25	179.18	204.60	203.31
经营现金流动负债比（%）	1.45	13.17	7.95	--
现金短期债务比（倍）	2.58	2.28	1.81	1.74
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	1.86	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.25	27.84	65.51	--

注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末（期间）数；2. 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径已将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表不适用

资料来源：联合资信根据企业审计报告、2024 年一季度报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	160.17	171.05	98.60	96.31
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	77.41	88.61	88.95	88.34
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	119.94	45.54	45.56	45.56
固定资产（亿元）	0.44	0.43	0.41	0.40
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	699.73	826.71	880.44	880.84
实收资本（亿元）	202.78	202.87	203.04	203.04
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	328.21	354.30	384.32	384.61
短期债务（亿元）	41.68	50.88	80.56	85.41
长期债务（亿元）	227.08	318.42	298.57	308.57
全部债务（亿元）	268.76	369.30	379.13	393.98
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本（亿元）	0.08	0.00	0.00	0.01
其他收益（亿元）	3.70	4.70	0.63	0.25
利润总额（亿元）	5.55	4.14	-0.18	0.43
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	72.87	38.09	53.40	2.43
经营活动现金流量净额（亿元）	21.25	-4.14	32.67	1.70
投资活动现金流量净额（亿元）	-42.96	-62.55	-125.72	-7.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	66.95	79.01	20.78	3.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	*	*	*	--
营业利润率（%）	*	*	*	*
总资本收益率（%）	1.49	1.27	0.51	--
净资产收益率（%）	1.69	1.17	-0.05	--
长期债务资本化比率（%）	40.89	47.33	43.72	44.52
全部债务资本化比率（%）	45.02	51.04	49.66	50.60
资产负债率（%）	53.10	57.14	56.35	56.34
流动比率（%）	240.29	276.39	127.98	131.47
速动比率（%）	240.29	276.39	127.98	131.47
经营现金流动负债比（%）	21.49	-4.40	22.14	--
现金短期债务比（倍）	3.84	3.36	1.22	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算；2. “/”表示数据未获取，“--”代表不适用，“*”代表分母为 0，无意义；3. 本报告公司本部口径已将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件3 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%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。