大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

江西省高速公路投资集团有限责任公司

主体与 2018 年度第六期中期票据信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

◆ 评定等级

发债主体：江西省高速公路投资集团有限责任公司			
中期票据信用等级	**AAA**		
主体信用等级	**AAA**	**评级展望**	**稳定**
债项概况：			
注册总额：20 亿元		本期发债额度：20 亿元	
本期票据期限：于发债主体依照约定赎回之前长期存续			
偿还方式：每年付息一次，附递延条款			
发行目的：偿还公司的有息债务			

◆ 主要观点

大公确定江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“江西高速”或“公司”）信用等级为 AAA，评级展望为稳定，2018 年度第六期中期票据债项信用等级为 AAA。本次评级结果表明江西高速所处偿债环境良好；财富创造能力极强；可用偿债来源充裕；偿债能力极强，债务安全度高。主要理由阐述如下：

1、新型城镇化为经济发展的新增长点，我国高速公路建设里程持续增加，但交通运输需求有所放缓，未来国家将继续完善路网规划，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

2、公司受江西省交通运输厅的委托对全省将近 90%的高速公路的收费经营实行管理，在省内高速公路的经营上具有特殊垄断性地位；新建高速公路通车以及路网效应的不断增强将为未来通行费收入的进一步增长提供有力支撑。

3、公司货币资金充足，经营性现金流与债务收入是公司流动性偿债来源的主要构成，偿债来源对财富创造能力的偏离度较低；清偿性偿债来源以高速公路路产为主，价值较高，对公司债务偿付的保障能力很强。

4、公司货币资金充裕、经营性现金流稳定、获得外部支持力度大、拥有较强的债务融资能力，流动性还本付息能力较好；可变现资产对公司存量债务保障能力很强；盈利对债务和利息的覆盖能力有所提高。

◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、江西省及周边省份经济总量保持稳定增长，公路运输需求持续提高，公司高速公路业务的发展面临较好的发展环境;

2、公司运营江西省绝大部分高速公路，在江西省高速公路行业中具有主导地位;

3、公司运营路产总体质量较好，通车里程的增加及路网规模的完善为通行费收入的增长提供有力支撑;

4、公司持续得到交通运输厅和江西省政府在财政补贴等多方面的有力支持。

主要风险/挑战:

1、公司负债增长较快，有息债务占比较高，债务负担较重;

2、近年来公司财务费用规模较大，在一定程度上影响公司盈利水平。

◆ 展望

随着通车里程的不断增加，公司通行费收入将持续增长并持续获得政府有力的支持。综合考虑，大公对未来1~2年江西高速的信用评级展望为稳定。

◆ 主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
总资产	2,839.32	2,806.23	2,650.23	2,470.73
所有者权益	1,110.26	1,090.94	1,086.00	940.05
总有息债务	1,442.27	1,403.78	1,323.27	1,220.21
营业收入	45.61	155.82	140.74	139.36
净利润	18.13	6.58	14.89	5.07
经营性净现金流	27.48	90.19	97.06	0.19
毛利率	56.55	48.46	47.04	45.18
总资产报酬率	1.28	2.65	2.80	2.55
债务资本比率	56.50	56.27	54.92	56.48
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	-	1.71	1.65	1.26
经营性净现金流/总负债	1.60	5.50	6.27	0.02

注：公司提供了2015~2017年及2018年1~3月财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015~2017年财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2016年数据采用的是2017年审计报告的期初数，公司2018年1~3月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人：谷蕾洁　　评级小组成员：季梦洵 肖冰
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email : dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座29层

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年七月二十四日

发债情况

本期票据情况

江西高速已在银行间债券市场发行金额为20亿元人民币的中期票据，本期票据为2018年度第六期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期票据采取实名制记账式，面值100元，在上海清算所进行登记托管，于本期票据第3个和其后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期票据。本期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变，如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，并自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率，本期票据采用单利按年计息，每年付息一次。除非发生强制付息事件，本期票据的每个付息日，公司可自行选择将全部或部分当期利息以及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一利息支付日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。利息递延下的限制事项是指若公司选择递延支付利息，则直至递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向普通股股东分红或向偿付顺序劣后于本期票据的证券进行付息或减少注册资本或向偿付顺序劣后于本期票据的证券进行兑付；强制付息事件是指若公司在本期票据付息日前12个月内向普通股股东分红或向偿付顺序劣后于本期票据的证券进行付息或减少注册资本或向偿付顺序劣后于本期票据的证券进行兑付，则不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。本期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据募集资金拟用于偿还公司的有息债务。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

江西高速前身为江西高速公路发展（控股）有限公司，是由江西省政府出资设立的国有独资公司，江西省交通运输厅代表江西省政府行使出资人权利与义务，初始注册资本为10.00亿元人民币，公司于2009年12月16日更为现名。截至2018年3月末，公司注册资本为人民币95.05亿元，江西省交通运输厅是公司唯一的股东和实际控制人。

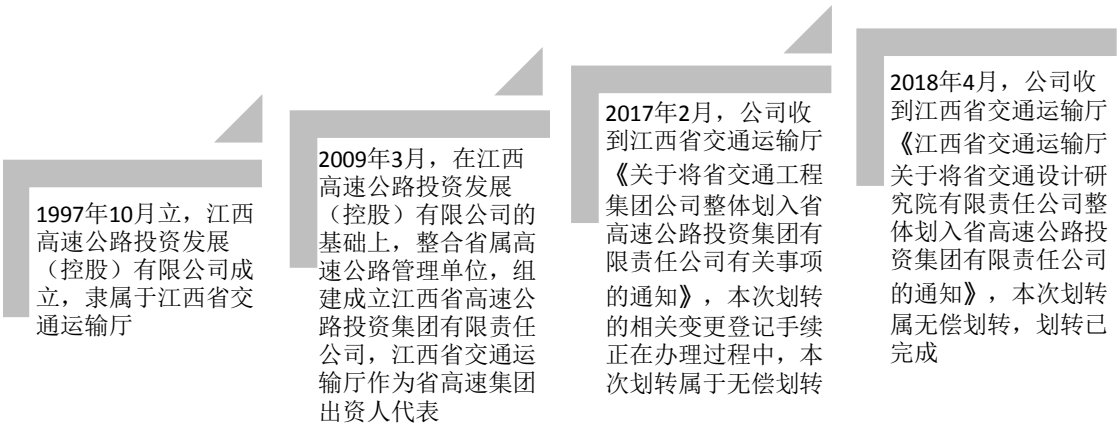


图1　公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

江西省交通运输厅为公司出资方和控股股东，对公司具有实际控制权，公司管理及治理体制较为稳定。公司不设股东会，依法设立董事会，董事会根据出资人江西省交通运输厅的授权范围，决定公司的重大事项。公司董事会由九名董事组成，外部董事三名，均为出资人委派；职工董事一名，由公司职工代表大会选举产生、罢免和补选。公司设董事长一名，董事长为公司法定代表人；设立监事会，监事会成员五名，其中出资人委派三名，职工监事二名，职工监事由公司职工代表大会选举产生、罢免和补选；管理结构框架上，公司设立总部设职能部门11个，分别为党委办公室（党委组织部）、综合事务部、规划建设部、财务管理部、风控审计部、收费管理部、养护管理部（安

全生产办公室）、人力资源部、战略投资部（董事会办公室）、工会（党委宣传部）、纪检监察室，部门设置符合公司业务发展需要。

（二）盈利模式

公司是江西省高速公路投资建设主体，承担了江西省绝大部分高速公路建设与运营管理任务，在江西省高速公路建设与运营中的主体地位突出。截至2018年3月末，江西省高速公路通车总里程5,908公里。公司高速公路运营总里程5,112公里，占江西省高速公路已通车总里程的86.53%。高速公路产业投资大、建设周期长，但营运期盈利来源清晰，并且通行费收入以现金收入为主。2015～2017年，车辆通行费业务收入是公司的主要收入来源，工程收入是公司收入的重要补充。

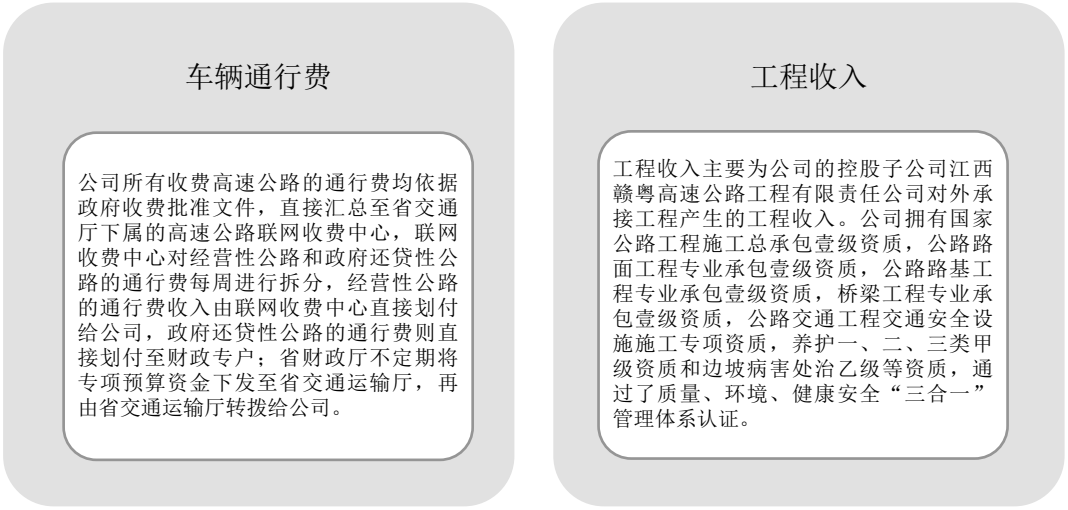


图2　公司主要业务板块盈利模式

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）股权链

截至2018年3月末，公司注册资本为95.05亿元人民币，江西省交通运输厅拥有公司100%股权，为公司的实际控制人。

截至2018年3月末，公司纳入合并报表范围子公司21家，（详见附件3）。在控股子公司中，公司持有江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”，股票代码：600269）51.98%的股权。

（四）信用链

截至2018年3月末，公司总有息债务1,442.27亿元，其中短期有息债务268.09亿元。公司债务融资渠道多元，存量债务规模较大，2018年3月末总有息债务占总负债的比例为83.41%，占比很高，公司面临的债务偿还压力较大。截至2017年末，公司银行授信额度3,133.06亿元，已使用额度1,284.37亿元，可用额度1,848.69亿元。

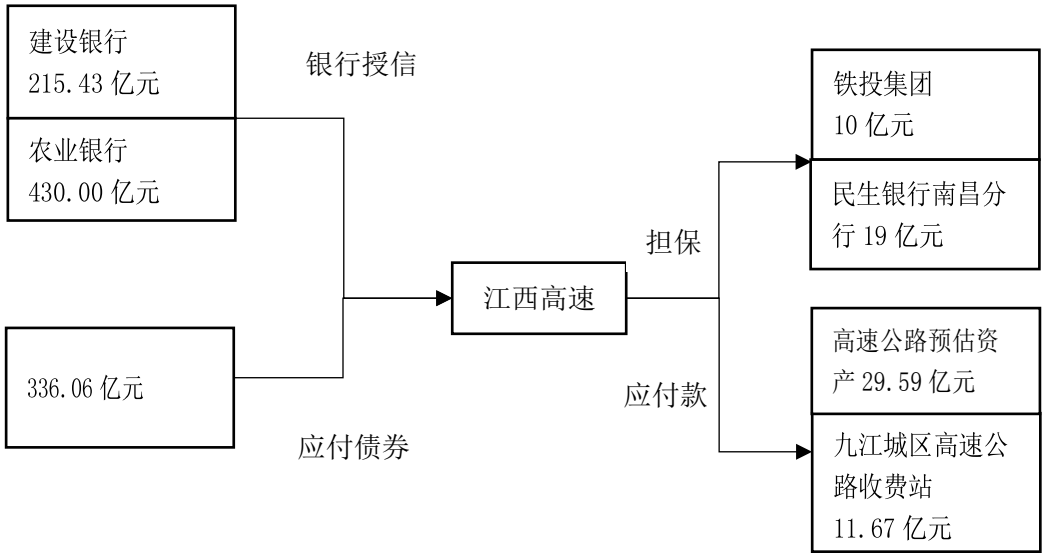


图3　截至2017年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2018年7月5日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司及子公司在债券市场公开发行的债券到期本息均已按时兑付。

偿债环境

中国宏观及政策环境稳健，新型城镇化为经济发展的新增长点，我国高速公路建设里程持续增加，但交通运输需求有所放缓，未来国家将继续完善路网规划，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）宏观与政策环境

中国经济稳健发展，政策连续性较强，为企业各项业务的平稳发展提供了可靠的制度保障。

2018 年是实施"十三五"规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年，中国政府将继续统筹推进"五位一体"总体布局和协调推进"四个全面"战略布局，以适应把握引领经济发展新常态，同时坚持以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，以促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

中央政府审慎的改革态度、较大的政策回旋空间和较强的执行力将为中国实现经济转型提供重要保障。首先，中央政府继续坚持以稳中求进的工作总基调推进改革。其次，中国政府有能力通过实施稳健的货币政策和积极的财政政策保持一定经济增速，从而为结构调整提供稳定的经济增长环境。最后，较强的政策执行能力与统筹能力也将为中国顺利推进结构性改革、实现经济转型提供有力政治保障和现实依据。

（二）产业环境

我国高速公路发展较快，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

交通运输是国民经济发展的基础。交通运输行业也是国家产业政

策重点扶持的基础产业，其中，公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系。高速公路在公路运输中具有重要的地位，是国家产业政策重点扶持的对象。高速公路建设具有投资规模大且需集中投入、回收周期长的行业特点，再加上公路本身具有公共产品特征，整体来看，高速公路行业进入壁垒很高。现阶段我国高速公路具有很强的区域专营优势，竞争程度较低。

1984年12月，国务院确定“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策方针，同年，我国首条高速公路沪嘉高速开工建设。1988年起，为应对亚洲金融危机，我国采取积极财政政策，加大基础设施建设与投资力度，我国高速公路通车建设进入快速发展阶段，1999年，高速公路通车里程首次突破1万公里，2014年末，我国高速公路通车里程达到11.19万公里，成为世界第一。2017年我国新增高速公路6,500多公里，总里程达到13.65万公里。1999～2017年年均复合增长率为14.49%。

为了加快高速公路的发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。根据《2016年全国收费公路统计公报》，截至2016年末，全国收费公路建设累计债务性资金投入为5.23万亿元，债务余额为4.86万亿元，其中全国收费高速公路年末债务余额为4.56万亿元，政府还贷高速公路和经营性高速公路债务余额分别为2.42万亿元和2.14万亿元，我国收费高速公路债务余额规模庞大。由于目前高速公路建设仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。

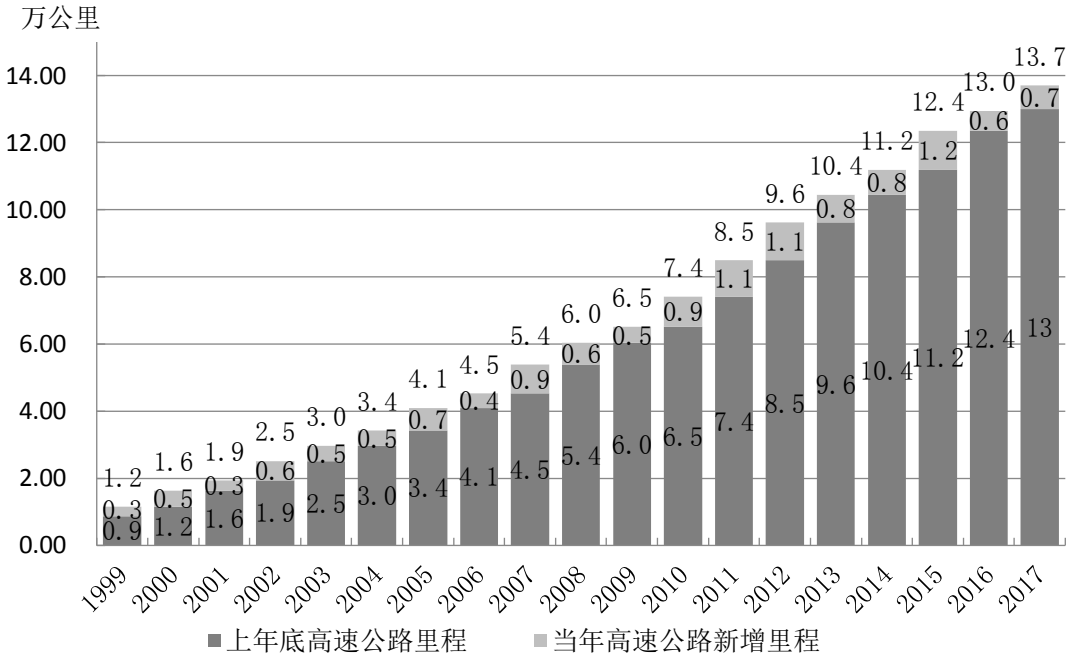


图4　1999～2017年我国高速公路通车里程情况

数据来源:Wind

2017年，我国交通运输需求结构仍以货运需求为主，受宏观经济等因素影响，全年我国公路货物运输周转量为66,771.52亿吨公里，同比增长9.3%，公路旅客运输周转量为9,765.18亿人公里，同比下降4.5%。根据《国家公路网规划（2013～2030年）》，国家高速公路网的建设按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约11.8万公里，另规划远期展望线约1.8万公里。“十三五”期间，我国在高速公路建设方面将加快国家高速公路网剩余路段、瓶颈路段和省际间的断头路的建设，推动高速公路连网发挥规模效益，加快推进高速公路服务于新型城镇化发展战略，加快建设城市群和城市群之间，城市群内部城市和城市间互联互通高速公路网，我国高速公路建设任务仍较重。

总体来看，我国高速公路通车里程增长较快，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

高速公路行业政策性较强，税费改革、减免政策、资本金比例调整以及收费期限的修订等对高速公路经营企业的影响较大；“十三五”期间，高速公路网络将更加趋于完善。

行业政策方面，2009年伴随着燃油税费改革的实施，国务院公布了逐步有序取消政府还贷二级公路收费政策，有助于降低社会运输成本，优化收费公路结构，具有重要意义。

在收费方面，2009年12月，交通运输部发布《关于进一步完善和落实鲜活农产品运输绿色通道政策的通知》，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费；2011年6月，国家交通运输部开展收费公路专项清理工作。2012年7月，交通运输部等部门发布《重大节假日免收小型客车通行费实施方案》，要求重大节假日免收7座及以下载客车辆通行费。以上政策在降低社会运输成本的同时对高速公路经营企业的盈利状况造成一定负面影响。

在建设方面，国家积极推广PPP模式建设高速公路，最大限度的鼓励和吸引社会资本投资，并积极研究探索设立公路交通产业投资基金；同时，为优化投资结构，2015年9月的国务院常务会议确定调整公路建设投资项目最低资本金比例，由25%下调至20%，该调整有助于合理降低投资门槛，提高投资能力，增加有效投资，使得以较少的投资资金启动更大的投资项目。

2015年7月，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》（以下简称“修订稿”）。修订稿基于“用路者付费，差别化负担”的理念，相较2004年出台的《收费公路管理条例》（以下简称“现行条例”）主要作出以下修订：（一）调整两类收费公路的内涵：将通过政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，统一采取发行地方政府专项债券方式筹集建设及改扩建资金，用通行费偿还，纳入政府性基金预算管理；在经营性公路中增加PPP模式，并统一表述为特许经营公路。（二）调整政府收费公路统借统还制度，将举债和偿债主体从交通运输主管部门变更为地方人民政府。（三）调整收费期限：政府收费公路不再规定具体收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限；特许经营公路的经营期限按照收回投资并由合理回报的原则确定，高速公路由不

得超过25年变更为不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以超过30年的特许经营期限；对改扩建工程，可重新核定偿债期限或经营期限。（四）实行高速公路长期收费模式：政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，可实行养护管理收费。（五）进一步规范收费公路转让。如上述修改内容获得通过，将有利于高速公路经营企业盈利水平的提高以及企业的持续经营。但修订稿的正式颁布时间和政策落实具有一定的不确定性。

表1　我国历年主要高速公路行业政策汇总

发布时间	政策	文件号	主要内容
2004.9	收费公路管理条例	国务院令第417号	收费公路实行“统一管理、统一贷款、统一还款”，规定收费期限
2008.12	关于实施成品油价格和税费改革的通知	国发【2008】37号	取消公路养路费、公路运输管理费等六项收费；提高成品油消费税单位税额，从量计征
2009.2	关于转发逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知	国办发【2009】10号	逐步取消政府还贷二级公路收费
2009.12	关于进一步完善和落实鲜活农产品运输绿色通道政策的通知	交公路发【2009】784号	推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费
2011.6	关于开展收费公路专项清理工作的通知	交公路发【2011】283号	对违规收费的路段以及存在违规行为的路段和收费站进行清理和纠正
2012.7	关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知	国发【2012】37号	春节、清明节、劳动节、国庆节，节假日免收7座以下（含7座）载客车辆通行费
2015.5	关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见	交财审发【2015】67号	积极利用社会资本参与交通运输基础设施建设、运营和管理，积极推广PPP模式
2015.9	关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知	国发【2015】51号	调整公路建设投资项目最低资本金比例，由25%下调至20%

资料来源：根据相关官方网站整理

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十三五”时期，我国交通运输发展处于支撑全面建成小康社会的攻坚期、优化

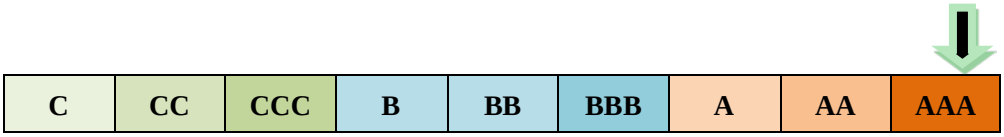
网络布局的关键期、提质增效升级的转型期，将进入现代化建设新阶段。到2020年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。“十三五”时期将继续完善高速公路网络，加快推进由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设，有序发展地方高速公路，加强高速公路与口岸的衔接。

综合而言，高速公路行业政策性较强，税费改革、减免政策、资本金比例调整以及收费期限的修订等政策对高速公路经营企业的影响较大，从近年来政策变动趋势及导向来看，未来政策将围绕控制行业新增债务规模、改革交通运输行业投融资体制和缓解到期债务压力为重点，保障行业积极健康稳定发展。

财富创造能力

公司受江西省交通运输厅的委托对全省将近90%的高速公路的收费经营实行管理，在省内高速公路的经营上具有特殊垄断性地位；新建高速公路通车以及路网效应的不断增强将为未来通行费收入的进一步增长提供有力支撑。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



（一）市场需求

近年来，江西省经济总量保持增长，公路运输需求持续提升，地区高速公路网络不断完善，公司高速公路业务面临较好的发展环境。

江西省是长江三角洲、海西经济区和珠江三角洲三个经济区货物、人员进入内陆的必经通道，公司的业务发展面临良好的外部环境。2017年，江西省地区生产总值为20,818.5亿元，增长率为8.9%，受国家经济增速放缓影响，增速稍有回落，江西省周边省份地区生产总值增速均高于全国平均水平。

表2 2017年江西省周边省份及中部省份经济发展情况(单位：亿元、%)

主要指标	区域GDP		公共财政预算收入	
	数值	增速	数值	增速
河南省	44,988.16	7.80	3,397.00	10.40
湖北省	36,522.95	7.80	3,248.44	8.40
浙江省	51,768.00	7.80	5,803.38	10.30
湖南省	34,590.56	8.00	2,756.70	4.90
安徽省	27,518.70	8.50	2,812.30	5.21
江苏省	85,900.90	7.20	8,171.53	4.60
广东省	89,879.23	7.50	11,315.21	10.90
江西省	**20,818.50**	**8.90**	**2,246.90**	**4.40**

数据来源：2017年各省国民经济和社会发展统计公报

江西省公路运输量及周转量持续保持增长，我国经济增速放缓对中西部地区的车流量影响较大，江西省主要交通运输统计指标增速总体有所放缓。江西省汽车保有量增势强劲，2017年末，民用汽车保有量473.3万辆，同比增长16.2%；民用轿车保有量265.0万辆，同比增长17.7%。

表3 2017年江西省客货运量及客货周转量情况

指标	单位	数值	增速（%）
旅客运输量	亿人	6.3	2.5
其中：公路	亿人	5.3	-1.6
旅客周转量	亿人公里	1,000.3	3.1
其中：公路	亿人公里	277.3	-1.8
货物运输量	亿吨	15.4	11.8
其中：公路	亿吨	13.8	12.4
货物周转量	亿吨公里	4,217.1	8.2
其中：公路	亿吨公里	3,432.0	9.0

数据来源：2017年江西省国民经济和社会发展统计公报

2017年，江西省财政总收入2,246.90亿元，同比增长4.40%，财政总收入占生产总值的比重为10.79%，同比下降5.81个百分点。其中，一般公共预算收入2,246.90亿元，同比增长4.40%。江西省财政收入的较快增长为地区交通基础设施建设提供良好支撑，截至2018年3月末，江西省高速公路通车里程为5,908公里。根据《江西省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间，江西省将实施1,000公里高速公路的建设工程，全面打通出省高速通道，建成“四纵六横八射十七联”高速公路网，并实施4,000公里国省道

升级改造和1.6万公里路面养护改造工程。截至目前，江西省高速公路网已基本形成。

总体来看，2017年以来，随着江西省经济总量保持增长，公路运输需求不断提升以及地区高速公路网络的持续完善，公司高速公路业务面临较好的发展环境。

（二）产品和服务竞争力

近年来，公司所持路产较多且总体质量较好，宁安高速等高速公路通车盈利，通车里程的增加以及路网效应的不断增强将为未来通行费收入的进一步增长提供有力支撑。

截至2018年3月末，江西省高速公路通车总里程5,908公里。公司高速公路运营总里程5,112公里，占江西省高速公路已通车总里程的86.53%，公司在江西省高速公路网中居于主导地位。公司持有路产较多，部分路段属于国家主要公路骨架、路网组成部分，较为成熟，路产质量较好，通行量较为饱和，2015年以来，公司所持路产通行费收入持续上涨。公司所持路产中，温沙高速、武吉高速是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线（以下简称“五纵七横”）之一，隘瑞高速和赣崇高速均属于国家“71118”公路规划网（以下简称“71118”）中厦门至成都中在江西境内的一段，鹰瑞高速是江西省高速公路“三纵四横”主骨架（以下简称“三纵四横”）部分。此外，德上高速、抚吉高速、赣崇高速和吉莲高速于2012年通车，井睦高速于2013年通车，正处于车流量培育期，未来通行费收入有望有所增加。子公司开发公司所属梨温高速公路是国家重点规划的“五纵七横”国道主干线之一，是公司通行费收入最高的路段之一。景鹰高速公路是“三纵四横”的组成部分，也是国家高速公路网“71118”中的“纵4线”的组成部分。子公司赣粤高速主要经营的高速公路中，昌九高速、昌樟高速和昌泰高速属于江西省“三纵四横”中的“中纵”；2017年，以上路段对公司的通行费收入贡献较大。

表4　2017年公司新增高速公路运营情况（单位：公里、亿元）

路段名称	通车里程	路产性质	投资概算	单公里造价	建设周期
船顶隘至广昌	22	收费还贷	21.90	1.05	2014.09～2017.01
南昌至宁都高速公路南昌连接线	12	收费还贷	14.41	1.18	2014.12～2017.01
宁都至安远	164	收费还贷	109.77	0.67	2014.12～2017.01
安远至定南	52	收费还贷	40.30	0.78	2014.12～2017.01
宁都至定南高速公路定南联络线	38	收费还贷	26.19	0.69	2014.12～2017.01
上饶至万年	76	收费还贷	46.88	0.62	2014.12～2017.01
都昌至九江高速公路都昌至星子段	43	收费还贷	44.55	0.89	2014.12～2017.01
修水至平江	80	收费还贷	50.80	0.64	2014.12～2017.01
东乡至昌傅	152	收费还贷	99.73	0.66	2014.12～2017.01
铜鼓至万载	69	收费还贷	61.26	0.89	2014.12～2017.01
合计	**708**	-	**515.79**	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2017年，新增10条高速公路开始通车，昌宁高速南昌连接线是昌宁高速公路与南昌市快速道路网衔接的重要干道，起于南昌市南外环高速公路，终于在建的昌宁高速冈上至宁都段，同时与沪昆高速温厚段十字交叉。宁安高速是江西省“四纵、六横、八射”公路网主骨架中的重要的南北向高速公路之一，与泉南高速、昌宁高速、寻全高速、安定高速相连。安定高速及定南联络线宁都至定南（赣粤界）高速公路，北接在建的南昌至宁都高速公路，南与广东省规划建设的河惠莞高速公路对接，是连接鄱阳湖生态经济区、赣南原中央苏区与珠三角地区的赣粤省际快速运输通道重要组成部分，将南昌—宁都—定南（赣粤界）高速公路在定南联络线枢纽互通与大广高速龙河联络线连接起来。东昌高速是江西高速公路网“四纵六横八射”规划中的其中一“横”，连接沪昆线、福银线、昌宁线、樟吉线等多条高速公路及国道、省道，是江西省连接周边省份、加强对外联系的高效公路。铜万高速北连南昌至铜鼓高速公路、中连南昌至上栗高速公路、南连南昌至萍乡高速公路（上海至昆明国家高速公路一段），并通过铜鼓至万载高速公路宜丰联络线与大庆至广州国家高速公路相连，可增强江西西北部各横线之间的相互联系和应急保障能力，未来可分担沪昆国家高速公路和杭长国家高速公路共线段持续增长的交通压力，路网功能

十分明显，在江西省及国家公路网中具有十分重要的地位和作用。修平高速是“四纵六横八射”公路网主骨架中的第“二横”中婺源至修水高速公路的西段，是江西省地方加密高速公路。东接大广高速公路，西与湖南省规划的平江至怀化高速公路对接，是连接鄱阳湖生态经济区与长株潭城市群的赣湘省际快速运输通道，对于推动赣湘两省的经济联系起重要作用。上万高速公路属于江西地方加密高速公路，途经横峰县、弋阳县、贵溪市和万年县，与沪昆高速、德昌高速相接，是连接上饶到万年的快速通道，该项目的建成有助于赣东地区经济互联互通。广船高速是江西广昌至福建建宁高速公路的一部分，是海峡经济区通往中西部地区的重要通道，该项目的建成有助于加强海峡地区与中西部地区的经济交流，推动地方经济发展。新增高速公路有利于增强路网效应，进一步提升公司整体路段车流量，将为公司未来通行费收入的增长提供有力支撑。

综合来看，公司作为江西省高速公路建设和运营主体，路产较多且总体质量较好，预计未来1～2年，随着新通车路段车流量的上升，公司路网规模的日益完善，通行费收入将持续保持增长。

随着公司大部分建设路段的通车，未来公司在建项目资本支出压力有所缓解。

2017年，宁安高速、安定高速等10条高速公路建成通车，公司在建项目资本支出压力有所缓解。截至2018年3月末，公司在建高速公路（包括公司直属、全资与控股公司、参股公司的在建高速公路项目）总里程约为400.80公里；概算总投资约325.06亿元；累计完成投资82.29亿元，未完成投资额242.77亿元（详见附件6）。

（三）盈利能力

近年来，随着江西省地方经济迅速发展，汽车保有量持续增加，以及江西省高速公路迅速发展，成网效应显现，公司营业收入持续增长，主要来源于车辆通行费收入的增长。

公司营业收入由车辆通行费业务、工程业务、成品油销售业务、材料销售业务以及其他业务收入组成，车辆通行费收入是营业收入的主要来源。受益于公司新建高速公路陆续建成通车，车流量和通行费

收入持续增长，2015～2017年，公司营业收入分别为139.36亿元、140.74亿元和155.82亿元。

近年来，随着公司经营管理路产里程增多以及江西省路网效应持续增强，公司车辆通行费收入保持增长。2015～2017年通行费收入增速分别为5.71%、7.84%与16.89%，对营业收入及毛利润有较大的贡献。2017年，由于新通车路段开始计提折旧，以及原有路段因车流量增加导致折旧费用增长，车辆通行服务成本同比增长20.85%，使得车辆通行费毛利率同比有所下降。

表5　2015～2017年及2018年1～3月公司营业收入及毛利润情况　（单位：亿元、%）

业务板块	2018年1～3月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**45.61**	**100.00**	**154.57**	**100.00**	**140.74**	**100.00**	**139.36**	**100.00**
车辆通行费	38.71	84.88	130.71	84.56	111.82	79.45	103.69	74.40
工程收入	0.66	1.46	7.55	4.89	4.56	3.24	7.20	5.17
成品油销售	4.48	9.82	8.18	5.29	7.60	5.40	7.80	5.60
材料销售	0.28	0.62	4.24	2.75	12.07	8.58	16.46	11.81
其他业务	1.47	3.22	3.89	2.52	4.69	3.33	4.20	3.02
毛利润	**25.79**	**100.00**	**75.00**	**100.00**	**66.21**	**100.00**	**62.96**	**100.00**
车辆通行费	24.92	96.61	71.74	95.65	63.02	95.19	60.14	95.51
工程收入	0.28	1.08	1.38	1.84	0.72	1.09	0.60	0.95
成品油销售	0.27	1.05	0.68	0.90	0.63	0.95	0.56	0.89
材料销售	0.01	0.04	0.04	0.06	0.23	0.34	0.26	0.41
其他业务	0.31	1.22	1.16	1.55	1.61	2.44	1.41	2.24
毛利率		**56.55**		**48.52**		**47.04**		**45.18**
车辆通行费		64.37		54.89		56.36		58.00
工程收入		41.73		18.32		15.79		8.33
成品油销售		6.05		8.26		8.29		7.18
材料销售		3.80		1.01		1.91		1.58
其他业务		21.37		29.83		34.33		33.57

数据来源：根据公司提供资料整理

工程收入主要为子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“工程公司”）对外承接高速公路工程建设产生的收入。工程公司拥有的专业资质较多[1]，可承担路桥施工项目类型较多，使得工程收入成为公司营业收入的重要补充。由于2017年工程公司路面维护保养工程、路基工程及桥梁工程项目收入增加，该项收入同比增加

[1]工程公司拥有国家公路工程施工总承包壹级资质，公路路面工程专业承包壹级资质，公路路基工程专业承包壹级资质，桥梁工程专业承包壹级资质，公路交通工程交通安全设施施工专项资质，养护一、二、三类甲级资质和边坡病害处治乙级等资质。

2.99亿元。工程收入毛利率较2017年同期增长了2.53%，受益于此，公司整体毛利率水平略有增长，2018年1~3月，工程业务实现收入0.66亿元。

成品油销售收入由赣粤高速子公司江西高速实业开发有限公司负责运营，主要来自高速公路服务区加油站产生的成品油零售收入。2015~2017年成品油零售收入分别为7.80亿元、7.60亿元、8.18亿元，2018年1~3月，成品油销售业务收入为4.48亿元。

材料销售业务方面由全资子公司江西省高速公路投资集团材料有限公司（以下简称“高速材料”）负责，高速材料主营业务为钢材、沥青等工程物资采购与销售业务，材料销售业务毛利率水平很低，拉低公司综合毛利率水平。2016年材料销售业务营业收入同比减少4.39亿元，主要是材料销售中的沥青收入年末未确认。2017年材料销售业务营业收入同比减少7.83亿元，主要是江西省高速公路大规模的建设阶段已经结束，建筑材料市场需求减少所致。

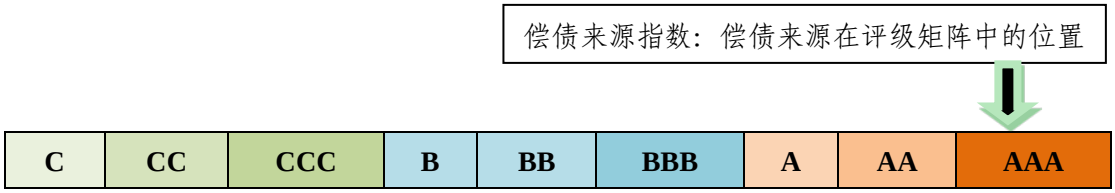
公司其他业务主要为房地产业务和高速服务区业务。房地产销售业务收入主要来源于孙公司江西嘉圆房地产开发有限责任公司与江西恒泰路桥工程有限公司，主要对高速公路沿线城镇进行房地产开发。高速服务区业务由公司全资子公司江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司负责，主要包括高速公路服务区经营权、加油站、设备租赁业务，2015~2017年及2018年1~3月分别实现高速服务区业务收入1.46亿元、1.53亿元、1.63亿元和0.65亿元。

综合来看，公司收入主要来源于车辆通行费收入，近年来保持稳定增长。预计未来，随着公司运营路产的增加和路网效应的逐步增强，公司通行费将继续保持增长。

大公测算了公司2018年营业收入情况。随着江西省地方经济迅速发展，汽车保有量持续增加，以及江西省高速公路迅速发展，成网效应显现，加之全国道路运输车辆超限超载治理工作展开，规范的运输环境将增加公司车辆收费业务的收入，降低高速公路养护成本；根据公司提供资料，未来公司将拓展金融板块业务，给公司盈利能力带来不确定性风险。整体来看，预计2018年公司营业收入继续增加。

偿债来源

公司货币资金充足，经营性现金流与债务收入是公司流动性偿债来源的主要构成，偿债来源对财富创造能力的偏离度较低；清偿性偿债来源以高速公路路产为主，价值较高，对公司债务偿付的保障能力很强。



（一）盈利

近年来，公司营业收入与毛利率保持增长；财务费用规模较大，一定程度上影响公司盈利水平；投资收益和补贴收入是公司利润的重要补充。

近年来，随着公司高速公路运营里程的不断增加以及江西省路网贯通效应的不断增强，以通行费收入为主的营业收入呈稳定增长趋势。

公司期间费用较高，2015～2017年及2018年1～3月，公司期间费用分别为60.54亿元、60.50亿元、69.79亿元与17.24亿元，占营业收入的比重分别为43.44%、42.99%、44.79%与37.80%，其中，财务费用持续保持较高规模，主要是由于公司有息负债规模较大所致，预计未来1～2年财务费用将维持较高水平。

表6　2015～2017年及2018年1～3月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	45.61	155.82	140.74	139.36
通行费收入	38.71	130.71	111.82	103.69
毛利率	56.55	48.46	47.04	45.18
期间费用	17.24	69.79	60.50	60.54
管理费用	1.65	6.77	5.42	5.16
财务费用	15.41	62.60	54.68	54.98
投资收益	2.19	6.00	11.28	-0.61
营业利润	15.68	8.77	14.33	-0.50
营业外收入	6.59	5.82	10.11	14.23
净利润	18.13	6.58	14.89	5.07
总资产报酬率	1.28	2.65	2.80	2.65
净资产收益率	1.63	0.60	1.37	0.54

2015～2017 年，公司的总资产报酬率分别为 2.65%、2.80%与 2.65%，净资产收益率分别为 0.54%、1.37%和 0.60%。公司净利润对政府补助依赖度较高，2015～2017 年及 2018 年 1～3 月，公司分别收到财政补助 13.35 亿元、9.62 亿元、6.73 亿元和 11.50 亿元。2017 年政府补助同比下降 2.89 亿元，主要是政府补助递延到 2018 年 1 季度所致。2015～2017 年及 2018 年 1～3 月，公司投资收益分别为-0.61 亿元、11.28 亿元、6.00 亿元与 2.19 亿元，2016 年，公司投资收益大幅增加，成为营业利润和净利润的重要补充，主要为子公司赣粤高速转让持有的国盛证券股份有限公司 20.01%股权获得投资收益 5.47 亿元，以及对江西银行股份有限公司投资获得收益 3.46 亿元；2017 年公司没有大规模处置金融资产，投资收益主要是对江西银行投资获得收益，公司投资收益同比下降 5.28 亿元。

预计未来 1～2 年，伴随着江西省出省高速公路通道接通，高速公路里程、车流量将继续增加，公司收入将保持增长。

（二）自由现金流

公司经营性净现金增幅较大，对债务的保障能力增强；投资性净现金流出维持较大规模。

公司经营性净现金流来源于通行费收入和补贴收入，近年来大幅波动，2015 年，公司将之前收到的施工单位履约保证金退回，支付投标保证金使得经营性净现金流大幅减少。2016 年，公司经营性净现金流同比大幅增加 96.87 亿元，主要是较 2015 年公司无大规模履约保证金退回。2017 年，公司经营性净现金流同比下降 6.87 亿元，新增对联网中心的代收代付业务，由于时间差导致经营活动流出增加。同期，经营性净现金流/总负债为 5.26%，经营性净现金流利息保障倍数为 1.40 倍，对债务的保障能力较强。

2015～2017 年，公司投资性净现金流持续增加，随着新建高速公路通车，在建高速公路有所减少，所需外购厂方设备有所减少，投资性净现金流流出规模明显减少。

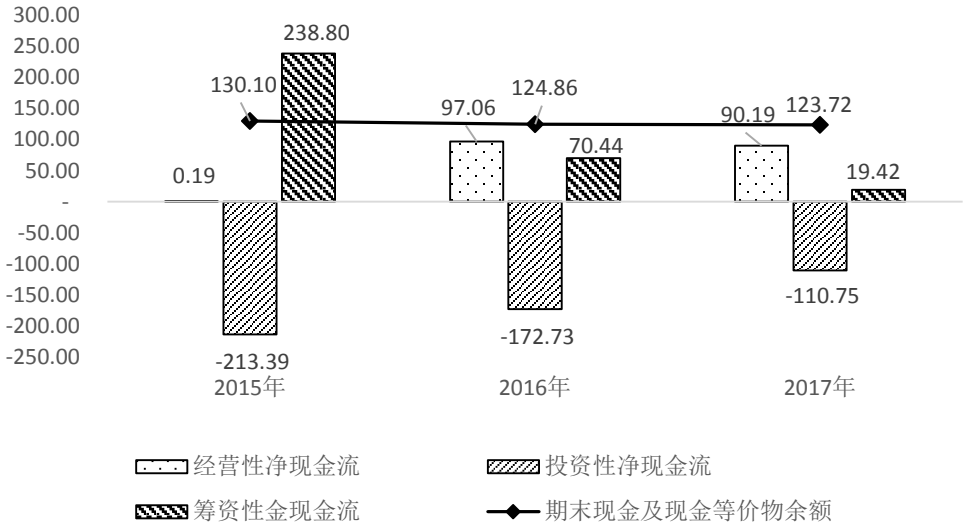


图5　2015～2017年现金流和期末现金及现金等价物余额情况（单位：亿元）

截至2018年3月末，公司在建高速公路（包括公司直属、全资与控股公司、参股公司的在建高速公路项目）总里程约为400.80公里；概算总投资约325.06亿元；累计完成投资82.29亿元，未完成投资额242.77亿元。公司在建房地产项目概算投资28.10亿元，累计完成投资20.33亿元（在建房地产项目明细详见附件6）。综合来看，随着公司大部分建设路段的通车，未来公司在建项目资本支出压力有所缓解，经营性现金流对未来资本支出的覆盖程度一般。

预计未来1～2年，随着新建高速公路陆续建成通车，车流量和通行费收入将有一定增长，经营性净现金流获取能力将有所增强，公司未来两年投资规模较大，投资性净现金流将维持净流出状态。

（三）债务收入

公司融资渠道较为多元，以银行借款和发行债券为主，债务融资能力较强，债务收入对缓解公司流动性压力贡献很大。

公司融资渠道多元，主要有银行借款、债券融资和融资租赁等，借款期限结构以长期为主。公司长期借款主要来是主要是以高速公路收费权质押担保的借款；截至2017年末，公司存续债券包括公司债券、中期票据与短期融资券。

2015～2017年，随着公司所需新建公路数量有所减少，所需筹资相应减少，预计未来建设项目较大的投资规模无法以经营性净现金流满足，筹资性净现金流将有较大的流入规模。债务收入是公司可用偿

债来源的重要组成部分，公司债务偿还对融资能力依赖程度较高。

表7　2015～2017年及2018年1～3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
筹资性现金流入	131.07	525.36	702.77	833.63
借款所收到的现金	101.07	456.17	458.94	746.72
筹资性现金流出	104.44	505.94	632.33	594.83
偿还债务所支付的现金	86.29	434.52	562.11	521.59

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来1～2年，公司债务收入将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的投入，公司债务收入将保持增长，是债务偿还的主要来源。

（四）外部支持

公司运营江西省绝大部分高速公路，在江西省高速公路行业中具有主导地位，持续得到交通运输厅和江西省政府在车购税补助、财政补贴等方面的有力支持。

作为江西省交通基础设施投资建设主体，公司承担着江西省绝大部分高速公路建设任务和运营业务，在江西省高速公路网中居于主导地位；截至2018年3月末，公司运营高速总里程为5,112公里，占江西省高速公路已通车总里程86.53%。

公司自成立以来得到江西省政府在车购税补助及财政补贴等多方面的有力支持。根据江西省人民政府办公厅抄告单赣府厅抄字【2011】19号以及江西省交通运输厅赣交财审字【2010】50号《关于授权你司代行我省高速公路车购税中央补助资金出资人职责的通知》，2015～2017年，公司分别收到财政部拨付的车购税补助资金14.46亿元、16.65亿元与8.00亿元；根据江西省人民政府《关于继续给予江西赣粤高速公路股份有限公司财政支持优惠政策的批复》（赣府字【2002】6号文）以及《江西省人民政府关于进一步加快交通运输事业发展意见》（赣府发【2013】10号），2015～2017年，公司分别收到财政补助13.35亿元、9.62亿元和6.73亿元，其中包括江西省财政厅财政支持款、高速公路专项补贴资金以及其他补助等。

预计未来1～2年，公司在江西省高速公路行业重要地位不会改变，公司还将获得江西省政府和江西省交通运输厅的有力支持。

（五）可变现资产

近年来，随着公司高速公路建设业务的持续推进，资产规模保持增长；公司货币资金保有量较高，可为债务偿付提供充足保障；可变现资产中，以公路路产为主的固定资产可变现价值较高。

近年来随着公司建设项目的推进，公司资产规模持续增长，2015～2017年末，公司总资产逐年增长，其中非流动资产是总资产的主要组成部分。2017年末公司资产规模为2,806.23亿元，同比增长155.99亿元。

公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款、存货及其他流动资产为主。货币资金主要为银行存款，2015～2017年末货币资金总额分别130.17亿元、124.94亿元和124.19亿元，分别占当年资产总额的5.27%、4.71%和4.43%。2016年末，公司货币资金较上年末减少5.23亿元，主要是随着项目的逐渐完成，公司货币资金逐渐减少，2017年末公司货币资金同比变化基本不大。截至2018年3月末，公司货币资金存量总额为141.97亿元，占当年资产总额的5.00%，较2017年末增加33.09亿元。预付账款在资产总额中占比较小，2015～2017年末预付款项分别为8.04亿元、4.43亿元与2.15亿元，公司预付款项逐年降低，主要是由于公司新建项目逐步完工，工程预付款减少所致。2015～2017年末，其他应收款净额分别为21.88亿元、17.40亿元和21.43亿元，分别占同期资产总额的0.95%、0.66%和0.76%。2017年末，其他应收款同比增加4.02亿元，公司其他应收款主要为与江西省交通运输厅、江西省公路管理局的往来款，其中与江西省交通运输厅往来款占其他应收款总额的58.03%。存货主要为开发成本、开发产品与已完工未结算的资产，同比增加23.59亿元，主要是以九龙湖项目与九江八里湖项目为主的开发成本增加所致。其他流动资产主要为公司购买的理财产品，截至2017年末，其他流动资产5.98亿元，同比增加5.61亿元。

公司非流动资产以固定资产和在建工程为主，其中固定资产以高速公路路产为主，固定资产在非流动资产中占比维持在较高水平。2015～2017年末，随着在建项目的逐渐推进，非流动资产规模逐年稳步增长。2016年末，公司固定资产规模同比增长213.96亿元，为昌

宁高速公路和昌栗高速公路建成通车由在建工程转入固定资产，2017年末，固定资产同比增加362.99亿元，主要由于东昌高速公路项目、铜万高速公路项目、宁安高速公路项目、安定高速公路项目、定南联络线项目、修平高速公路项目、上万高速公路项目、广船高速公路项目、都九二期高速公路项目和昌宁高速公路南昌连接线项目由在建工程转固定资产所致。2018年3月末，公司固定资产较上年末略有下降，主要是公司所持公路资产折旧所致。随着公司大部分高速路段项目的完工转固，公司在建工程规模近年来持续减少，2017年末，在建工程同比减少235.51亿元。

表8　2015～2017年末及2018年3月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	141.97	5.00	124.19	4.43	124.94	4.71	130.17	5.27
预付款项	3.25	0.11	2.15	0.08	4.43	0.17	8.04	0.33
其他应收款	26.69	0.94	21.43	0.76	17.40	0.66	21.88	0.89
存货	43.11	1.52	42.28	1.51	18.69	0.71	15.53	0.63
其他流动资产	7.26	0.26	5.98	0.21	0.37	0.01	6.63	0.27
流动资产	**231.41**	**8.15**	**206.65**	**7.36**	**177.19**	**6.69**	**195.00**	**7.89**
固定资产	2,383.38	83.94	2,393.23	85.28	2,030.24	76.61	1,816.28	73.51
在建工程	82.74	2.91	64.84	2.31	300.35	11.33	307.66	12.45
非流动资产	**2,607.90**	**91.85**	**2,599.58**	**92.64**	**2,473.04**	**93.31**	**2,275.73**	**92.11**
合计	**2,839.32**	**100.00**	**2,806.23**	**100.00**	**2,650.23**	**100.00**	**2,470.73**	**100.00**

截至2018年3月末，公司受限资产主要是收费权质押的高速公路资产，公司所有权受限制资产对应抵、质押合同金额总计为1,413.20亿元，受限资产规模较大，资产流动性受到一定限制。

整体来看，公司总资产规模较大且不断增加，其中以路产为主的固定资产占比较高。预计未来1～2年，随着在建项目的逐渐推进，公司总资产规模将继续增加。

根据大公测算，截至2017年末，公司可变现资产[2]价值为2,352.53亿元，清偿性偿债来源较为充足。由于公司非货币资产以公路路产为主，资产价值较高，变现能力较强。

[2] 未经专业评估。

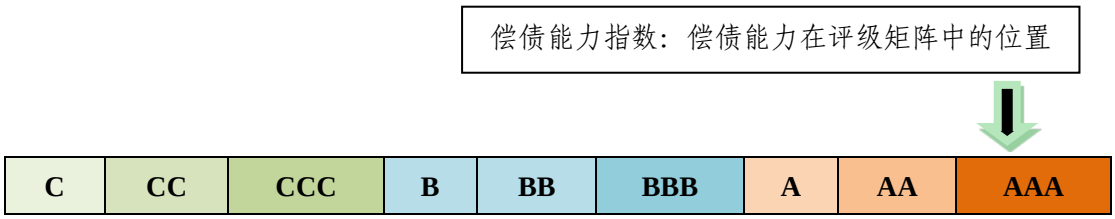
公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流净流入且规模较大，偿债来源对财富创造能力的偏离度较小，偿债来源结构较好；公司融资渠道通畅、政府支持力度较大，债务收入、外部支持、可变现资产等偿债来源充足，对债务偿还形成很好的保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2015～2017年，公司获得经营性净现金流净流入且规模较大，对债务和利息的保障能力较好，公司债务收入渠道通畅，且外部支持力度较好。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流与债务收入是公司债务偿付的主要来源，外部支持充足经营性偿债来源的重要补充。总的来说，公司经营性现金流通畅，财富创造能力对偿债来源的偏离度为1.88倍，偏离度较小，流动性偿债来源总体充足，安全度高。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以货币资金与公路路产为主的固定资产为主，可对公司整体债务偿还形成较强的保障。整体来看，公司偿债来源充足，安全度高。

偿债能力

公司货币资金充裕、经营性现金流稳定、获得外部支持力度大、拥有较强的债务融资能力，流动性还本付息能力较好；可变现资产对公司存量债务保障能力很强；盈利对债务和利息的覆盖能力有所提高。



（一）存量债务分析

近年来，随着在建高速公路投入规模的增加，公司的负债规模持续增加，有息负债占比较高。

高速公路建设所需资金主要依靠外部债务融资来满足，近年来，随着公司工程项目建设持续推进，使得公司负债规模逐年扩大，负债结构以非流动负债为主。

公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。其中短期借款近年来有所波动，2016 年末，短期借款同比减少 24.07 亿元，主要是由于公司在利率下行周期发行中长期债券，偿还短期借款所致；2017 年末，短期借款同比增加 42.84 亿元，主要是公司日常周转资金增加所致。2015～2017 年末及 2018 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 89.21 亿元、113.97 亿元、163.20 亿元和 139.69 亿元，占当年负债总额的 5.83%、7.29%、9.51%和 8.08%，2017 年末应付账款主要为公司对江西省交通工程集团、北京城建道桥建设集团有限公司与中铁十三局集团第一工程有限公司等的应付结算账款，2017 年以来快速增长主要是公司新通车未竣工结算高速公路项目转固预估固定资产所致。2015～2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他应付款分别为 62.44 亿元、57.46 亿元、40.43 亿元、37.04 亿元，其他应付款主要为应付履约质保金及保证金、应付往来及代收款，2017 年末同比减少 17.03 亿元，主要为通车路段结算所致。从账龄来看，公司 1 年以内的其他应付款 13.10 亿元，占比 32.41%；1 至 2 年的占比为 35.14%，1 至 2 年的占比为 9.24%，3 年以上占比 23.21%。2015～2017 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增加，主要为一年内到期的长期借款及一年内到期的非公开定向债务融资工具，2017 年末公司一年内到期的非流动负债同比增加 21.28 亿元，主要由于主要是部分债券与银行借款到期转入所致。其他流动负债主要为短期融资券与超短期融资券。2015～2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他流动负债余额分别为 179.00 亿元、7.11 亿元、0.24 亿元和 25.2 亿元。2016 年末，公司其他流动负债同比大幅减少，主要是公司超短期融资券和短期融资券到期偿还所致，2017 年末，公司其他流动负债较上年末降低 96.56%，主要是公司超短期融资券到期偿还所致。2018 年 3 月末，公司其他流动负债较上年末增加 24.95 亿元，主要是公司发行了“18 赣高速 SCP001”15 亿元和“18 赣高速 SCP002”10 亿元。

表9　2015～2017年末及2018年3月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	138.60	8.02	150.30	8.76	107.47	6.87	131.54	8.59
应付账款	139.70	8.08	163.20	9.51	113.97	7.29	89.21	5.83
其他应付款	37.04	2.14	40.43	2.36	57.46	3.67	62.44	4.08
一年以内到期的非流动负债	102.15	5.91	92.41	5.39	71.13	4.55	43.07	2.81
其他流动负债	25.20	1.46	0.24	0.01	7.11	0.45	179.00	11.69
流动负债合计	**484.68**	**28.03**	**488.30**	**28.47**	**385.01**	**24.61**	**536.21**	**35.03**
长期借款	812.69	47.00	806.43	47.01	802.66	51.31	690.43	45.11
应付债券	361.09	20.88	336.06	19.59	315.99	20.20	245.71	16.05
长期应付款	33.63	1.94	33.86	1.97	20.90	1.34	22.39	1.46
其他非流动负债	1.41	0.08	16.40	0.96	16.45	1.05	16.51	1.08
非流动负债合计	**1,244.38**	**71.97**	**1,226.99**	**71.53**	**1,179.21**	**75.39**	**994.47**	**64.97**
负债总额	**1,729.06**	**100.00**	**1,715.29**	**100.00**	**1,564.23**	**100.00**	**1,530.68**	**100.00**
有息债务合计	**1,442.27**	**83.41**	**1,403.78**	**81.84**	**1,323.27**	**84.60**	**1,220.21**	**79.72**
短期有息负债	268.09	15.50	246.29	14.36	187.55	12.00	263.68	17.23
长期有息负债	1,174.18	67.91	1,157.49	67.48	1135.72	72.61	956.53	62.49

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债。公司长期借款规模较大且逐年增加，以质押借款为主，质押物为高速公路收费权。近年来，公司应付债券规模逐年增加。2016年末公司应付债券较上年同比增加70.29亿元，主要是公司当年发行了“16赣高速MTN001”、“16赣高速MTN002”、“16赣高速MTN003”及“16高速01”。2017年末，公司新增“17赣高速MTN001”与“17赣高速MTN002”，应付债券同比增加20.06亿元。2015～2017年末及2018年3月末，公司长期应付款分别为22.39亿元、20.90亿元、33.86亿元和33.63亿元，2018年3月末，公司长期应付款主要为应付项目预估资产及江西省交通运输厅款项。2015～2017年末及2018年3月末，公司其他非流动负债金额分别为16.51亿元、16.45亿元、16.40亿元和1.41亿元，2018年3月末其他非流动负债较上年末减少14.99亿元，主要为“14赣粤PPN001”15亿元调整至一年内到期非流动负债科目。

近年来，随着公司在建项目的推进，公司有息债务规模持续增加，在总负债中占比较高，债务压力较大。

2015～2017年末及2018年3月末，公司有息负债分别为1,315.84亿元、1,323.24亿元、1,403.78亿元和1,442.27亿元，在总负债中占比分别为79.72%、84.60%，81.84%和83.41%，在总负债中占比较高。从期限结构来看，公司在一年以内到期的有息负债为268.09亿元，占总有息负债的18.58%。

表10　截至2018年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）[3]

期限	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5年	合计
金额	268.09	141.30	147.36	76.06	122.81	686.65	**1,442.27**
占比	18.58	9.80	10.22	5.27	8.52	47.61	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

近年来，公司所有者权益增长较快，资本实力不断增强。

2015～2017年末及2018年3月末，所有者权益总额分别为940.05亿元、1,086.00亿元、1,090.94亿元和1,110.26亿元。2016年末，公司所有者权益同比增加145.84亿元，其中其他权益工具增加108.67亿元，为公司发行的永续定向债务融资工具“16赣高速PPN001”、“16赣高速PPN002”。2017年末，公司所有者权益同比增加4.93亿元，其中资本公积同比有所增加，主要为收到车购税补助资金8.00亿元，其他权益性工具同比没有发生变化；其他综合收益同比降低1.77亿元；未分配利润同比下降4.31亿元，主要是上缴国家收益所致。

截至2017年末，公司对外担保规模较小，被担保企业经营状况良好，风险可控。

截至2017年末，公司对外担保金额为29亿元，担保比率为2.66%。其中，2011年1月30日，公司为江西省铁路投资集团公司（以下简称“铁投集团”）2011年发行的10亿元7年期固定利率企业债券提供全额不可撤销连带责任保证担保，承担保证责任担保的期间为债券存续期间及债券到期之日起两年。2012年4月12日，公司与中国民生银行股份有限公司南昌分行（以下简称“民生银行南昌分行”）签

[3] 表中有息债务不包含公司发行的永续类定向债务融资工具“16赣高速PPN001”60亿元及“16赣高速PPN002”49亿元。

订《反担保保证合同》，根据合同约定：公司为民生银行南昌分行与铁投集团签订的19亿元保险资金债权投资计划提供连带责任保证，承担保证责任的期限为自民生银行南昌分行依主合同约定对外付款之日起及/或担保费支付期限届满之日起两年。铁投集团是江西省内唯一的铁路投资的主体，主营业务是投资建设江西省的铁路，同时开展物流贸易、房地产开发以及港口建设投资等多元化业务。截至2017年末，铁投集团总资产为453.43亿元，净资产为166.01亿元，资产负债率为63.39%，2017年铁投集团实现营业收入47.35亿元，净利润为2.77亿元。

表11　截至2018年3月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保金额	担保起始日	担保到期日	反担保措施
铁投集团	10	2011/01/30	2020/01/29	无
	19	2012/04/12	-	无

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来1～2年，随着公司工程项目建设继续推进，公司的负债规模继续增加，有息负债占比较高。

（二）偿债能力分析

公司货币资金充足，流动性偿债来源以经营性净现金流与债务收入为主，清偿性偿债来源变现能力较好，对公司债务保障能力很强；盈利对利息的覆盖能力很强，综合来看，公司的偿债能力极强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为存货、长期应收款等可变现资产。

公司现金流充裕，流动性偿债来源以以经营性净现金流、债务收入为主，外部支持为补充。2015～2017年，公司经营性现金流持续净流入，对债务的保障程度较强。2015～2017年及2018年1～3月，公司期初现金及现金等价物分别为104.50亿元、130.10亿元、124.86亿元和123.72亿元，现金流充裕。同期，公司筹资性现金流持续净流入，且金额较大，债务融资渠道较多，以银行借款和发行债券为主；截至2017年末，公司银行授信额度3,133.06亿元，已使用额度1,284.37亿元，可用额度1,848.69亿元。公司外部支持主要为政府

补助，对公司流动性偿债来源形成重要补充。2017年，公司流动性来源对流动性损耗的覆盖倍数为1.20倍，流动性还本付息能力较强。

公司清偿性偿债来源为可变现资产。公司可变现资产主要为货币资金以及以公路路产为主的固定资产，公司货币资金充裕，固定资产变现价值较高，2017年公司清偿性偿债来源可变现资产为2,352.53亿元，总负债为1,715.29亿元，对外担保余额为29.00亿元，可变现资产对总负债的覆盖率较好。

2017年，公司EBITDA利息保障倍数为1.71倍，同比继续增长；公司车辆通行费业务利润提升，车辆通行费业务收入为公司利润的主要来源，EBITDA对利息的保障水平较高。

江西省高速公路迅速发展，成网效应显现，预计2018年车辆通行费收入持续增长，将带动公司利润提高，最大安全负债上限受此影响将有所提升，盈利对利息保障能力较强。

表12　2017～2018年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017年	2018年F
清偿性还本付息能力	1.50	1.48
流动性还本付息能力	1.20	1.28
盈利对利息覆盖能力	1.71	1.54

数据来源：大公测算

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力较好，清偿性还本付息能力较强；充裕的货币资金、稳定的经营性现金流流入和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；预计未来盈利能力将继续增长，带动公司最大安全负债数量扩大，公司总体偿债能力极强。

结论

公司偿还债务的能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小，抗风险能力极高。高速公路建设是国家产业政策重点扶持对象，国民经济的持续增长有力拉动了公路运输需求，高速公路行业持续面临良好的发展前景。江西高速经营的高速公路具有较好的区位优势；公司车辆通行费收入持续增长；公司是江西省高速公路投资建设主体，承担了江西省绝大部分高速公路建设与运营管理任务，在江西省高速公

路建设与运营中的主体地位突出，持续得到江西省政府在财政补贴等方面的支持；公司所持路产总体质量较好，通车里程的增加及路网规模的完善将为未来通行费收入的增长提供有力支撑。同时公司有息负债规模持续增长，经营性净现金流对债务的保障能力有所增强。

预计未来1～2年，公司在江西省高速公路建设运营中居主导地位，随着江西省和周边省份经济的持续发展和江西省路网规模的逐步完善，公司通行服务费收入将持续增长，现金流获取能力将有所提升，大公对江西高速的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容:

1） 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后3个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2） 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3） 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

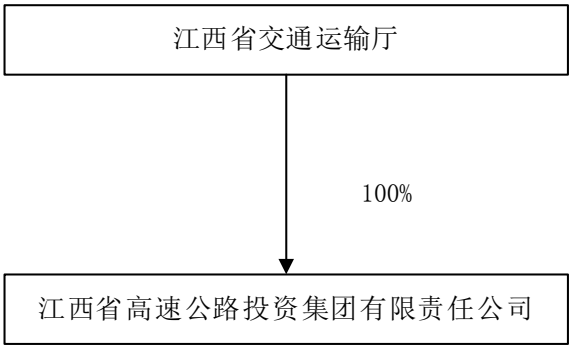
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

附件 2

截至 2018 年 3 月末江西高速股权结构图



附件3

截至2018年3月末江西高速纳入合并报表子公司明细

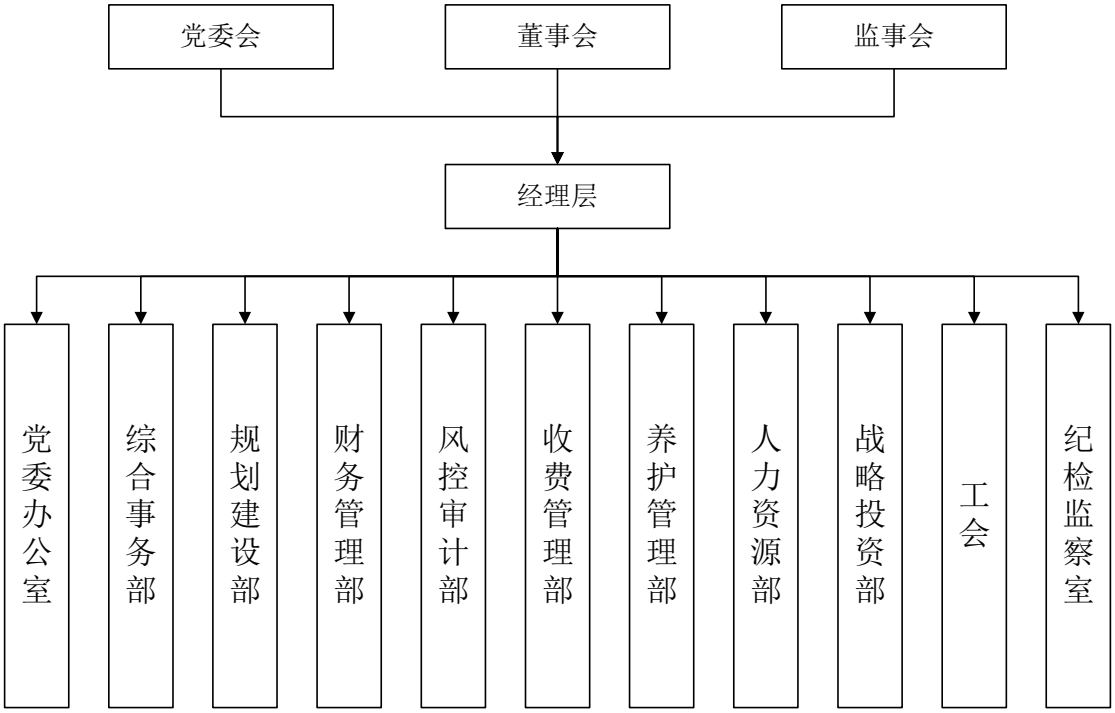
（单位：万元，%）

序号	企业名称	注册资本	持股比例
1	江西公路开发有限责任公司	177,531.10	100.00
2	江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司	2,000.00	100.00
3	江西锦瑞实业发展有限公司	72.80	100.00
4	江西省高速资产经营有限责任公司	50,000.00	100.00
5	江西省高速公路投资集团材料有限公司	5,000.00	100.00
6	江西省天驰高速科技发展有限公司	3,215.00	100.00
7	江西赣粤高速公路工程有限责任公司	21,974.83	100.00
8	江西省嘉和工程咨询监理有限公司	500	100.00
9	江西交通咨询公司	1,200.00	100.00
10	江西省高速集团修平高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
11	江西省高速集团定南高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
12	江西省高速集团广吉高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
13	江西省高速集团东昌高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
14	江西省高速集团铜万高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
15	江西省高速集团宁安高速公路有限责任公司	1,000.00	100.00
16	江西高速传媒有限公司	7,600.00	98.42
17	江西赣粤高速公路股份有限公司	233,540.70	51.98
18	江西省赣崇高速公路有限责任公司	6,000.00	60.00
19	江西高速石化有限责任公司	10,000.00	50.00
20	江西昌铜高速公路有限责任公司	320,000.00	42.31
21	井冈山市景泰酒店管理有限责任公司	14,000.00	21.43

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4

截至 2018 年 3 月末江西高速组织结构图



附件 5-1

江西高速运营路产通行费等情况

（单位：亿元）

所属单位	路段名称	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
公司直属	泰井高速	0.07	0.36	0.35	0.35
	乐温高速	0.96	3.70	3.14	2.92
	温沙高速	1.26	3.87	3.98	4.05
	鹰瑞高速（北）	3.74	13.38	7.47	7.46
	鹰瑞高速（南）	-	-	3.21	3.11
	昌金高速	2.42	7.46	7.20	7.25
	景婺黄高速	1.03	3.15	2.96	3.07
	武吉高速	2.00	6.28	6.17	5.73
	石吉高速	1.09	3.28	3.14	3.06
	泰赣高速	2.39	8.78	7.58	6.58
	瑞赣高速	1.31	4.51	3.42	3.58
	隘瑞高速	0.14	0.49	0.41	0.50
	永武高速	0.27	0.98	0.89	0.90
	昌北机场	0.05	0.15	0.17	0.15
	德上高速	0.13	0.47	0.52	1.38
	抚吉高速	0.48	1.63	1.38	1.07
	赣崇高速	0.26	0.89	0.71	0.64
	吉莲高速	0.49	1.38	1.19	0.89
	井睦高速	0.04	0.16	0.16	0.17
	萍洪高速	0.12	0.43	0.44	0.30
	万宜高速	0.09	0.30	0.25	0.03
	金抚高速	0.13	0.34	0.18	0.02
	昌宁高速	0.45	1.19	0.56	-
	昌栗高速	0.80	2.69	1.89	-
	东昌高速	1.45	3.99	-	-
	宁安高速	1.14	3.55	-	-
	安定高速	0.36	0.76	-	-
	铜万高速	0.03	0.15	-	-
	修平高速	0.05	0.12	-	-
	昌宁连接线	0.04	0.02	-	-

附件 5-2

江西高速运营路产通行费等情况

（单位：亿元）

所属单位	路段名称	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
赣粤高速	昌九高速	2.08	8.15	7.78	7.93
	昌樟高速	1.56	6.49	7.47	6.21
	温厚高速	0.26	1.11	1.85	1.70
	昌泰高速	1.81	6.91	6.03	5.41
	九景高速	1.84	6.22	5.70	5.41
	彭湖高速	0.28	0.79	0.39	0.30
	昌奉高速	0.21	1.57	0.72	0.70
	奉铜高速	0.25	-	0.86	0.90
公路开发	梨温高速	4.56	15.68	16.41	13.19
	景鹰高速	1.46	4.48	4.01	4.43
	德昌高速	1.33	3.95	2.99	4.14
	祁浮高速	0.03	0.08	0.04	0.03
	星子至九江高速	0.02	0.08	0.05	0.04
	九江绕城高速	0.05	0.20	0.14	0.10
	广船高速	0.01	0.02	-	-
	上万高速	0.18	0.51	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件6

截至2018年3月末江西高速重大在建项目情况

（单位：公里、亿元）

序号	项目	公路性质	建设里程	总投资	累计完成投资额
在建高速公路项目					
1	昌九改扩建	经营性	87.80	65.24	21.60
2	广昌至吉安	收费还贷	189.30	126.24	54.26
3	抚州东外环	经营性	22.60	20.12	5.16
4	萍乡至莲花	经营性	76.10	87.71	0.33
5	铜鼓至万载高速公路宜丰联络线	经营性	25.00	25.75	0.94
	合计		**400.80**	**325.06**	**82.29**
在建房地产项目					
1	奉新项目（二期）	-	-	0.26	0.23
2	湾里项目	-	-	4.50	2.20
3	九龙湖项目	-	-	23.34	17.90
	合计	**-**	**-**	**28.10**	**20.33**

数据来源：根据公司提供资料整理

附件7-1

江西高速（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018年1～3月（未经审计）	2017年	2016年	2015年
货币资金	1,419,666	1,241,851	1,249,418	1,301,687
应收账款	86,363	101,046	113,455	126,713
其他应收款	266,891	214,252	174,016	218,755
存货	431,106	422,828	186,896	155,342
流动资产合计	2,314,131	2,066,503	1,771,878	1,950,006
可供出售金融资产	228,453	251,365	279,895	181,778
投资性房地产	30,158	30,672	32,436	34,261
固定资产	23,833,793	23,932,303	20,302,450	18,162,835
在建工程	827,359	648,446	3,003,528	3,076,642
非流动资产合计	26,079,040	25,995,751	24,730,429	22,757,252
资产总计	28,393,171	28,062,254	26,502,308	24,707,259
占资产总额比（%）				
货币资金	5.00	4.43	4.71	5.27
应收账款	0.30	0.36	0.43	0.51
其他应收款	0.94	0.76	0.66	0.89
存货	1.52	1.51	0.71	0.63
流动资产合计	8.15	7.36	6.69	7.89
可供出售金融资产	0.80	0.90	1.06	0.74
投资性房地产	0.11	0.11	0.12	0.14
固定资产	83.94	85.28	76.61	73.51
在建工程	2.91	2.31	11.33	12.45
非流动资产合计	91.85	92.64	93.31	92.11

附件7-2

江西高速（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018年1～3月（未经审计）	2017年	2016年	2015年
短期借款	1,386,038	1,503,038	1,074,650	1,315,389
其他应付款	370,379	404,312	574,597	624,434
应交税费	35,699	41,946	28,979	29,858
一年内到期的非流动负债	1,021,529	924,114	711,286	430,688
流动负债合计	4,846,768	4,883,016	3,850,136	5,362,068
长期借款	8,126,855	8,064,305	8,026,570	6,904,329
应付债券	3,610,892	3,360,607	3,159,992	2,457,052
长期应付款	336,293	338,600	208,989	223,912
非流动负债合计	12,443,803	12,269,862	11,792,122	9,944,736
负债合计	17,290,571	17,152,878	15,642,258	15,306,803
占负债总额比（%）				
短期借款	8.02	8.76	6.87	8.59
其他应付款	2.14	2.36	3.67	4.08
应交税费	0.21	0.24	0.19	0.20
一年内到期的非流动负债	5.91	5.39	4.55	2.81
流动负债合计	28.03	28.47	24.61	35.03
长期借款	47.00	47.01	51.31	45.11
应付债券	20.88	19.59	20.20	16.05
长期应付款	1.94	1.97	1.34	1.46
非流动负债合计	71.97	71.53	75.39	64.97
权益类				
实收资本（股本）	950,505	950,505	950,505	950,505
资本公积	7,048,729	6,998,729	6,911,463	6,744,961
盈余公积	71,121	71,121	71,121	66,468
未分配利润	1,105,094	962,185	1,005,242	910,456
所有者权益	11,102,600	10,909,376	10,860,049	9,400,455

附件7-3

江西高速（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018年1～3月（未经审计）	2017年	2016年	2015年
营业收入	456,056	1,558,182	1,407,382	1,393,563
营业成本	198,162	803,077	745,289	763,959
营业税金及附加	998	4,634	13,827	28,495
销售费用	1,770	4,193	3,902	3,942
管理费用	16,491	67,745	54,262	51,641
财务费用	154,136	625,992	546,799	549,839
公允价值变动收益	1	7,921	-	-
投资收益	21,912	59,995	112,768	-7,268
营业利润	156,768	87,744	143,347	-10,399
营业外收支净额	40,650	25,308	56,033	101,504
利润总额	197,418	113,052	199,380	91,105
所得税	16,082	47,282	50,448	40,433
净利润	181,336	65,770	148,932	50,672
归属于母公司所有者的净利润	169,330	16,259	99,531	22,550
少数股东损益	12,006	49,511	49,401	28,122
占营业收入比（%）				
营业成本	43.45	51.54	52.96	54.82
营业税金及附加	0.22	0.30	0.98	2.04
销售费用	0.39	0.27	0.28	0.28
管理费用	3.62	4.35	3.86	3.71
财务费用	33.80	40.17	38.85	39.46
公允价值变动收益	0.00	0.51	-	-
投资收益	4.80	3.85	8.01	-0.52
营业利润	34.37	5.63	10.19	-0.75
利润总额	8.91	1.62	3.98	7.28
所得税	43.29	7.26	14.17	6.54
净利润	3.53	3.03	3.58	2.90
归属于母公司所有者的净利润	39.76	4.22	10.58	3.64
现金流类				
经营性净现金流	274,831	901,917	970,561	1,896
投资性净现金流	-363,700	-1,107,520	-1,727,313	-2,133,890
筹资性净现金流	266,296	194,151	704,352	2,387,968

附件7-4

江西高速（合并）主要财务指标

（单位：万元）

核心财务指标				
项目	2018年1～3月（未经审计）	2017年	2016年	2015年
EBIT	362,032	744,401	740,980	630,992
EBITDA	-	1,098,954	1,018,968	852,340
总有息债务	14,422,722	14,037,790	13,232,673	12,202,130
毛利率（%）	56.55	48.46	47.04	45.18
营业利润率（%）	34.37	5.63	10.19	-0.75
总资产报酬率（%）	1.28	2.65	2.80	2.55
净资产收益率（%）	1.63	0.60	1.37	0.54
资产负债率（%）	60.90	61.12	59.02	61.95
债务资本比率（%）	56.50	56.27	54.92	56.48
长期资产适合率（%）	90.29	89.17	91.60	85.01
流动比率（倍）	0.48	0.42	0.46	0.36
速动比率（倍）	0.39	0.34	0.41	0.33
保守速动比率（倍）	0.29	0.26	0.32	0.24
存货周转天数（天）	581.75	136.66	82.66	55.41
应收账款周转天数（天）	55.48	24.78	30.72	20.96
经营性净现金流/流动负债（%）	5.65	20.66	21.07	0.05
经营性净现金流/总负债（%）	1.60	5.50	6.27	0.02
经营性净现金流利息保障倍数	1.61	1.40	1.57	0.00
EBIT利息保障倍数（倍）	2.12	1.16	1.20	0.94
EBITDA利息保障倍数（倍）	-	1.71	1.65	1.26
现金比率（%）	29.39	25.53	32.45	24.28
现金回笼率（%）	99.31	112.60	110.68	93.24
担保比率（%）	2.61	2.66	2.67	3.11

附件8

各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
15. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
16. 存货周转天数[4]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[5]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 流动性来源 ＝期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额

[4] 一季度取 90 天。
[5] 一季度取 90 天。

23. 流动性损耗 ＝购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

附件9

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。