

## 江西省铁路投资集团公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；

维持“11赣铁债/11赣铁债”、“16赣铁债01”和“16赣铁债02”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十二日

## 江西省铁路投资集团公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 江西省铁路投资集团公司  
 本次主体信用等级 **AA<sup>+</sup>** 评级展望 稳定  
 上次主体信用等级 **AA<sup>+</sup>** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
11 赣铁债/11 赣铁债	10	2011.9.30-2018.9.30	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 赣铁债 01	10	2016.3.7-2031.3.7	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 赣铁债 02	20	2016.3.28-2031.3.28	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

注：“11 赣铁债”由江西省高速公路投资集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 概况数据

江西铁投（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	287.33	397.67	453.43	457.64
所有者权益合计（亿元）	119.44	145.05	166.01	168.76
总负债（亿元）	167.89	252.62	287.41	288.88
总债务（亿元）	147.76	227.09	242.53	236.49
营业总收入（亿元）	6.29	39.29	47.35	2.23
净利润（亿元）	2.34	2.65	2.77	0.02
EBIT（亿元）	5.75	12.22	4.70	--
EBITDA（亿元）	6.02	12.60	5.08	--
经营活动净现金流（亿元）	4.91	3.22	23.88	8.99
营业毛利率(%)	6.92	2.30	5.28	13.84
总资产收益率(%)	2.04	3.57	1.10	--
资产负债率(%)	58.43	63.52	63.39	63.12
总资本化比率(%)	55.30	61.02	59.36	58.36
总债务/EBITDA(X)	24.55	18.03	47.71	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.58	1.30	2.33	--

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、2018 年一季度财务报表未经审计；3、将 2015~2018 年一季度财务报表长期应付款中的带息债务调入长期债务，以计算债务指标；4、未获得 2018 年一季度现金流量表补充资料相关数据，故相关指标略去。

### 担保主体概况数据

江西高速集团（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	2,470.73	2,650.23	2,806.23	2,839.32
所有者权益合计（亿元）	940.05	1,086.00	1,090.94	1,110.26
总负债（亿元）	1,530.68	1,564.23	1,715.29	1,729.06
总债务（亿元）	1,299.05	1,323.27	1,389.20	1,416.85
营业总收入（亿元）	139.36	140.74	155.82	45.61
净利润（亿元）	5.07	19.94	6.58	18.13
EBIT（亿元）	63.10	--	--	--
EBITDA（亿元）	85.23	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	0.19	97.06	90.19	27.48

### 基本观点

中诚信国际维持江西省铁路投资集团公司（以下简称“江西铁投”或“公司”）的主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“11 赣铁债/11 赣铁债”债项的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，该级别考虑了江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“江西高速集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；维持“16 赣铁债 01”和“16 赣铁债 02”债项的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

2017 年以来，国家对铁路行业高度重视，江西省铁路建设前景广阔，持续增长的江西省经济、财政实力为公司的铁路建设提供了良好的外部条件，江西省政府通过资本金注入、财政补助、土地收益注入、税费支持、地方政府债、设立铁路产业基金以及提供流动性支持等方式为公司铁路建设投资提供了有力的保障等因素对公司信用实力的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司未来投资规模较大或将导致债务规模继续上升、盈利能力较弱等因素对其整体信用状况的影响。

### 优势

- 国家对铁路行业高度重视，江西省铁路建设前景广阔。铁路具有运能大、能耗低、速度快、污染少等特点，未来发展空间较大。根据江西省铁路规划，到 2020 年，江西省铁路运营里程超过 5,000 公里，其中快速铁路里程达到 2,500 公里，形成“五纵五横”的铁路网架。江西省铁路发展空间较大，公司业务前景广阔。
- 持续增长的区域经济为公司铁路建设提供了良好的外部条件。江西省经济保持了较好的发展态势，2017 年江西省实现地区生产总值 20,818.50 亿元，比上年增长 8.9%，不断提高的经济实力为公司投资建设省内铁路提供了有力保障。
- 江西省政府给予公司很大的政策和资金支持。为了平衡公司铁路投资支出，政府通过资本金注入、财政补助、土地收益注入、税费支持、地方政府债、设立铁路产业基金以及提供流动性支持等方式给予了公司有力支持。

### 关注

- 铁路建设资金需求量大，未来债务规模或将继续上升。根据江西省铁路建设规划，目前在建和未来拟建的铁路项目投资规模较大，因此未来投资支出的增长或将导致债务规

营业毛利率(%)	45.18	47.04	48.46	56.55
总资产收益率(%)	2.71	--	--	--
资产负债率(%)	61.95	59.02	61.12	60.90
总资本化比率(%)	58.02	54.92	56.01	56.07
总债务/EBITDA(X)	15.24	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.26	--	--	--

注：1、以上财务数据均按照新会计准则编制，2018年一季报未经审计；2、中诚信国际将计入其他流动负债的短期融资券和超短期融资券调整到短期债务计算相关指标；3、中诚信国际将长期应付款的融资租赁款项调整到长期债务计算相关指标；4、未获得2018年一季度现金流量表补充资料及2016年与2017年财务相关数据，故相关指标略去。

## 分析师

项目负责人：骆传伟 [chwluo@ccxi.com.cn](mailto:chwluo@ccxi.com.cn)

项目组成员：方华东 [hdfang@ccxi.com.cn](mailto:hdfang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018年6月22日

模继续上升。

- **铁路投资回收期较长，盈利能力较弱。**公司目前参建的铁路项目多处于建设期，铁路建设项目建设周期较长，资金投入较大、回收期较长，盈利能力较弱。

## 声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债务融资工具存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募投项目进展情况

根据公司提供的资料，截至2017年末，“11赣铁债/11赣铁债”募集资金总额为10亿元，募集资金已使用完毕，资金用途符合国家规定和所募投资项目要求。

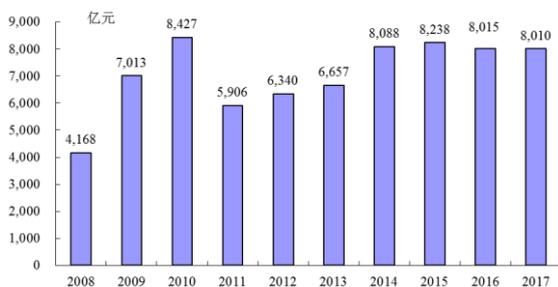
“16赣铁债01”和“16赣铁债02”募集资金分别为10亿和20亿元，募集资金用途为昌吉赣铁路资本金。截至2017年末，募集资金累计用于昌吉赣铁路资本金支出26亿元，其中“16赣铁债01”募集资金已全部使用完毕，“16赣铁债02”募集资金已使用16亿元。

## 基本分析

### 铁路建设有序推进，投资规模稳中有降，路网结构进一步优化

近年来，全国铁路固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）始终保持较大规模。2017年，全国铁路行业固定资产投资完成8,010亿元，其中国家铁路完成7,606亿元，“四纵四横”高铁网提前建成运营。

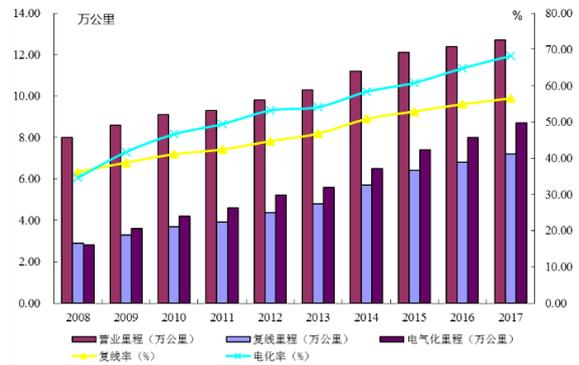
图 1：2008 年~2017 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道统计公报

由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。2017年全年铁路建设共投产新线3,038公里，其中高速铁路2,182公里。

图 2：2008 年~2017 年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报

2017年，全国铁路营业里程达到12.7万公里，比上年增长2.4%。路网密度132.2公里/万平方公里，比2016年增加3.0公里/万平方公里。其中，复线里程7.2万公里，比2016年增长5.4%，复线率56.5%，比上年提高1.6个百分点；电气化里程8.7万公里，比上年增长7.8%，电化率68.2%，比上年提高3.4个百分点。西部地区营业里程5.2万公里，比上年增长1,663.5公里，增长3.3%。高铁里程达到2.5万公里，较2016年末增加3,000多公里。

总体来看，新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站陆续建成提高了铁路的运输能力，缓解了运能不足的压力，并部分缓解了通道“瓶颈”制约，路网质量得到提高。

### 受公路治超影响，铁路货运近五年来首现回暖，客运需求持续增长；长期来看，经济缓慢复苏对能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑

自2016年三季度以来，交通部和环保部分别推出的公路治超和强力治霾新政带来铁路货运的回暖。2016年8月30日交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，该标准严格限制货车重量最高不能超过49吨，自实施以来导致公路煤炭运输价格有所提升，公路煤炭货源开始回归铁路。2017年，全国铁路货运量在连续下跌近5年后，取得正增长。此外，全国客运需求仍然保持较快增长，铁路货运和客运发展向好。

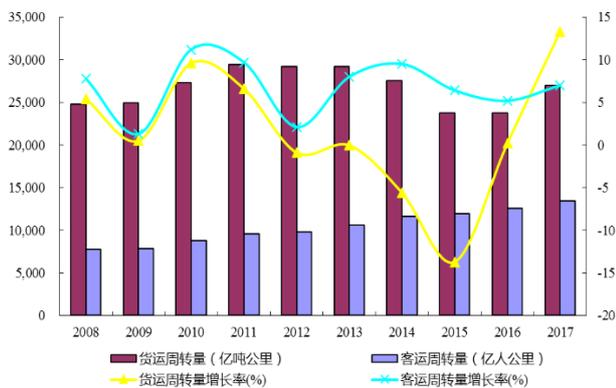
2017年，全国铁路货运总发送量完成36.89亿

吨，比 2016 年增加 3.57 亿吨，同比增长 10.7%，其中，国家铁路 29.19 亿吨，同比增长 10.1%。全国铁路货运总周转量完成 26,962.20 亿吨公里，比 2016 年增长 3,169.94 亿吨公里，同比增长 13.3%。其中，国家铁路 24,091.70 亿吨公里，比 2016 年增长 13.2%，集装箱、商品汽车、散货快运送量比上年分别增长 47.9%、58.0%和 9.3%。总体看，国家对于交通行业污染的治理力度逐渐加大，煤炭、钢铁等大宗商品逐渐由公路运输转向铁路运输，带来铁路货运行业的复苏。

客运需求方面，全国铁路旅客发送量完成 30.84 亿人，比 2016 年增加 2.70 亿人，同比增长 9.6%。其中，国家铁路 30.38 亿人，同比增长 9.6%。全国铁路旅客周转量完成 13,456.92 亿人公里，比上年增加 877.63 亿人公里，同比增长 7.0%。其中，国家铁路 13,396.96 亿人公里，同比增长 6.9%。

全国铁路总换算周转量完成 40,419.1 亿吨公里，比 2016 年增加 4,047.6 亿吨公里，增长 11.1%。其中，国家铁路 37,488.66 亿吨公里，比上年增长 10.9%。短期内，货运周转量回暖，客运量随着高铁网络完善将进一步大幅增长。长期看，随着经济的企稳回升、经济结构的调整，以及铁路路网结构的不断完善和机车车辆品质结构的不断优化，未来我国铁路运量及运输效率或将进一步提高。

图 3：2008 年~2017 年全国铁路客货运周转情况



资料来源：铁道统计公报

从长远看，我国国土幅员辽阔、人多地少、能源相对缺乏，而铁路具有运能大、能耗低、绿色环保、速度快、占地少等特点，发展铁路运输非常适宜，铁路未来发展潜力和空间依然较大。同时，与

世界主要国家相比，我国按国土面积计算的铁路网密度和按人口计算的铁路密度还较低。2017 年末，我国路网密度为 132.2 公里/万平方公里。随着近年铁路建设和经济结构调整，东部路网紧缺已大大缓解，中西部地区路网建设的空间仍较大。因此，未来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇，国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

## 铁路发展规划

“十二五”期间我国铁路完成固定资产投资 3.58 万亿元、新线投产 3.05 万公里，较“十一五”分别增长 47%、109%，投资规模和投产规模达到历史高位。“四纵四横”高速铁路基本建成，中西部路网骨架加快形成，综合枢纽同步完善，路网规模不断扩大，结构日趋优化，质量大幅提升，铁路建设取得显著成绩。

2016 年 7 月 13 日，国家发展改革委、交通运输部和中國鐵路總公司正式印發《中長期鐵路網規劃》（以下簡稱“《規劃》”），本次規劃是對前期《中長期鐵路網規劃》的修編，是我國鐵路基礎設施的中長期空間布局規劃，是推進鐵路建設的基本依據，和指導我國鐵路發展的綱領性文件。規劃期為 2016 年~2025 年，遠期展望到 2030 年。《規劃》通過擴大完善鐵路基礎設施網絡和提升運輸服務水平，支撐和引領經濟社會相關領域深度融合發展。

图 4：中国高速铁路中长期（2030 年）规划示意图



资料来源：《中长期铁路网规划》

“十二五”规划建设目标的全面实现，为“十三五”发展奠定了良好基础。2017 年 11 月，国家

发改委联合交通运输部、国家铁路局和中国铁路总公司正式印发《铁路“十三五”发展规划》。“十三五”时期是现代化建设和交通强国建设新时代，铁路改革发展将以服务人民为根本，以供给侧结构性改革为主线，加强铁路基础设施网络建设，提升运输服务品质。到 2020 年，全国铁路营业里程预计达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，复线率和电气化率分别达到 60% 和 70% 左右。

表 1：“十三五”铁路发展目标

目标	2020 年规划目标
路网建设	<b>高速铁路扩展成网。</b> 在建成“四纵四横”主骨架的基础上，基本形成高速铁路网络。
	<b>干线路网优化完善。</b> 中西部路网规模达到 9 万公里左右。对外通道建设有序推进，与周边国家铁路互联互通取得积极进展。
运输服务	<b>城际、市域（郊）铁路有序推进。</b> 城际和市域（郊）铁路规模达到 2,000 公里左右。
	<b>综合枢纽配套衔接。</b> 建设支线铁路约 3,000 公里，基本实现客运“零距离”换乘和货运“无缝化”衔接。
	<b>覆盖范围更为广泛。</b> 全国铁路网基本覆盖城区常住人口 20 万以上城市，高速铁路网覆盖 80% 以上的大城市。
	<b>旅客出行更为便捷。</b> 动车组列车承担旅客运量比重达到 65%。实现北京至大部分省会城市之间 2~8 小时通达，相邻大中城市 1~4 小时快速联系，主要城市群内 0.5~2 小时便捷通勤。
信息化建设	<b>货物运输更为高效。</b> 全程物流服务体系初步形成。铁水、铁公、铁空等多式联运比重大幅提升。
	<b>客货服务网络化。</b> 客运网上售票比例达 80%，实现货物受理、电子支付、物流追踪等货运业务网上办理。
	<b>运输组织智能化。</b> 以铁路地理信息平台为依托，基本实现运输生产全过程信息化。
	<b>安全监控自动化。</b> 实现安全生产动态信息的实时监测监控，提升铁路运输安全监测专业化、自动化水平。

资料来源：中诚信国际整理

“十三五”仍然是铁路改革发展关键时期。铁路发展将紧扣国计民生，继续保持良好态势。“十三五”期间，铁路建设将重点围绕 7 项重点任务，主要包括完善铁路设施网络，提升技术装备水平，改善铁路运输服务，强化安全生产管理，推进智能化现代化，推动铁路绿色发展，加强国际交流合作。其中在铁路建设方面将以推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等重大国家战略为引领；以中西部干线铁路、高速铁路等建设为重点，推进重点地区和重点方向铁路建设，继续实施既有线及枢纽配套改造，发展城际和市域（郊）铁路，推动对外骨干通道建设。

表 2：“十三五”铁路建设重点项目

类型	重点项目
高速铁路	建成北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口、石家庄至济南、济南至青岛、郑州至徐州、宝鸡至兰州、西安至成都、商丘至合肥至杭州、武汉至十堰、南昌至赣州等高速铁路。 建设沈阳至敦化、包头至银川、银川至西安、北京至商丘、太原至焦作、郑州至济南、郑州至万州、黄冈至黄梅、十堰至西安、合肥至安庆至九江、徐州至连云港、重庆至黔江、重庆至昆明、贵阳至南宁、长沙至赣州、赣州至深圳、福州至厦门等高速铁路。
干线铁路	建成哈尔滨至佳木斯、青岛至连云港、九江至景德镇至衢州、黔江至张家界至常德、怀化至邵阳至衡阳、南宁至昆明、重庆至贵阳、衢州至宁德、丽江至香格里拉、敦煌至格尔木、库尔勒至格尔木、蒙西至华中铁路煤运通道等干线铁路。 建设西宁至成都、和田至若羌、拉萨至林芝、酒泉至额济纳、兴国至永安至泉州、金华至宁波、攀枝花至大理等干线铁路。 实施成昆线、焦柳线、集通线、京通线、京原线等电化或扩能改造。
互联互通及口岸铁路	建成同江铁路大桥，建设大理至瑞丽、玉溪至磨憨、防城港至东兴等铁路；规划研究中巴、中吉乌等铁路境内段，临沧至清水河等铁路。 建成同江等铁路口岸，规划建设瑞丽、磨憨、东兴等铁路口岸；规划研究红其拉甫、吐尔杂特（伊尔克什坦）等铁路口岸。

资料来源：《铁路“十三五”发展规划》

根据中国铁路总公司 2018 年工作目标，预计铁路建设将保持较大投资规模，贯彻落实推进“一带一路”建设部署和区域发展总体战略及京津冀协同发展、长江经济带发展等战略，继续推进以中西部地区为重点的铁路建设力度，2018 年计划完成固定资产投资 7,320 亿元，投产新线 4,000 公里，其中，高铁 3,500 公里。从高铁方面来看，在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，实施一批客流支撑、发展需要、条件成熟的高速铁路项目，构建便捷、高效的高速铁路网络，拓展服务覆盖范围，缩短区域间的时空距离。

中诚信国际认为，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、《中长期铁路网规划》（2016 年）以及《铁路“十三五”发展规划》政策的陆续出台，体现了国家对铁路行业的高度重视和支持，为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础，对于缓解未来煤炭、客运运输的紧张状况将起到积极作用。

## 江西省经济保持平稳发展，为公司业务发展提供良好的经济基础

2017年，江西省经济继续保持较快发展，全年实现地区生产总值（GDP）20,818.5亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业增加值1,953.9亿元，增长4.4%；第二产业增加值9,972.1亿元，增长8.3%；第三产业增加值8,892.6亿元，增长10.7%。三次产业结构由上年的10.3：47.7：42.0调整为9.4：47.9：42.7。三次产业对GDP增长的贡献率分别为5.0%、47.0%、48.0%。人均生产总值45,187元。2017年江西省全社会固定资产投资22,085.3亿元，比上年增长12.1%。其中，固定资产投资（不含农户）21770.4亿元，增长12.3%。

图5：2012年-2017年江西省经济发展情况



资料来源：江西省国民经济和社会发展统计公报

2017年，江西省全年完成货物运输量154,353.0万吨，比上年增长11.8%；货物周转量4,217.1亿吨公里，增长8.2%。旅客运输量62,997.2万人，增长2.5%；旅客周转量1,000.3亿人公里，增长3.1%。机场旅客吞吐量1,415.5万人，增长34.4%。

截至2017年末，公路通车里程162,285公里，比上年末增加376公里。其中，高速公路通车里程5,916公里。铁路营运里程4,137公里，增加228公里。截至2017年末，民用汽车保有量473.3万辆，增长16.2%；民用轿车保有量265.0万辆，增长17.7%，其中，私人轿车252.4万辆，增长18.8%。

总体来看，江西省经济保持稳步增长，为公司业务发展提供了良好的经济基础和外部条件。

## “十三五”期间江西省将开建四条铁路，完

## 成建设八条铁路，江西省铁路发展空间较大

根据江西省2016年公布的“十三五”规划纲要，“十三五”期间江西省有四条铁路争取开工：昌景黄高铁（南昌—景德镇—黄山）、渝长厦（重庆—长沙—井冈山—厦门）高铁、鹰梅铁路（鹰潭—瑞金—梅州）、吉抚武铁路（吉安—抚州—武夷山—温州）。八条铁路将在“十三五”期间建成：合安九铁路、昌吉赣客专、昌赣深客运专线、武九客运专线、九景衢铁路、蒙华铁路江西段、吉永泉铁路、皖赣铁路（改造工程）。

到2020年，江西省铁路运营里程超过5,000公里，其中快速铁路里程达到2,500公里，形成“五纵五横”的铁路网架，即南昌至省内各设区市和长江中游城市群中心城市1至2小时，至上海、广州等周边主要城市3至4小时，至北京6小时交通圈。

“十三五”时期，江西省将把高铁新城建设与新型城镇化、农业人口转移、棚户区改造和“双创”园区建设等工作有机结合起来。同时，加快高铁与其他交通运输方式无缝对接，加快公共服务配套设施建设。

整体来看，目前江西省内的铁路建设提升空间较大，未来建设任务较多，为公司的铁路建设提供了充足业务保障。

## 公司建设项目较多，未来资本支出将保持较大规模，江西省政府给予公司很大支持

公司作为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，包括与中国铁路总公司合资建设铁路以及建设及运营铁路专线等。截至2017年末，江西铁投建成投入运营管理的铁路9条，分别为昌九城际、向莆铁路、衡茶吉铁路、沪昆客专、赣龙复线、京福闽赣铁路、赣韶铁路、武九客专和九景衢铁路，其中武九客专和九景衢铁路为2017年新增线路。截至2017年末，公司获得昌九城际铁路股份有限公司分红0.40亿元，其余8条线路均未产生分红。

表3: 截至2017年末公司已建成合资铁路项目情况

项目名称	公司参股比例	线路起终点	主要内容	境内总估算(亿元)	建设时间
昌九城际	40.00%	南昌北-九江	新建铁路长 131.27 公里	79.96	2007.6-2010.9
向莆铁路	7.72%	南昌西-福州 永泰-莆田	新建铁路长 246 公里	165.52	2007.11-2013.9
衡茶吉铁路	8.90%	吉安南-衡阳东	新建铁路长 65 公里	25.76	2008.12-2013.12
沪昆客专	12.00%	玉山南-萍乡北	新建线路长 546 公里	642.75	2010.4-2014.12
赣龙铁路扩能改造	省方负责征地拆迁	赣州-龙岩	新建线路长 125 公里	99.20	2010.10-2015.6
合福铁路	5.00%	婺源-福州	新建线路长 184 公里	234.78	2009.12-2015.3
赣韶铁路	省方负责征地拆迁	南康-韶关	新建线路长 62.2 公里	23.88	2009.8-2014.8
武九客专	50%	武汉-九江	新建线路长 45.9 公里	70.48	2013.12-2017.12
九景衢铁路	40%	九江-景德镇-衢州	新建线路长 245 公里	196.25	2013.12-2017.12

资料来源: 公司提供及《2018年江西省铁路项目手册》

“十三五”期间公司参与安九客专、赣深客专等多条拟建和续建项目, 涉及江西省内项目总投资3,227.2亿元, 其中资本金出资905.3亿元, 其中, 公司代表江西省预计出资金额达520.4亿元。截至2018年3月末, 公司在建项目5个, 包括昌吉赣客专线、赣深铁路、安九高铁和兴泉铁路等, 涉及江

西省内项目总投资1,012.38亿元, 其中公司计划资本金出资193.55亿元, 截至2018年3月末公司已完成资本金出资117.15亿元。2018年~2020年, 公司计划资本金出资额分别为30.00亿元、27.15亿元和23.35亿元, 面临一定的投资压力。

表4: 截至2018年3月末公司在建项目建设资金情况(公里, 亿元)

项目名称	江西段里程	建设期	江西段总投资	江西段已完成投资额	公司计划资本金出资	资本金占比	公司已完成资本金出资	未来三年资本金出资计划		
								2018	2019	2020
昌吉赣客专	420.00	2014-2019	532.50	287.28	106.50	40%	98.00	8.50	--	--
蒙西煤运通道	215.20	2014-2019	160.30	84.92	8.10	共16个股东, 集团公司占股1.2%	5.10	1.60	1.47	--
兴泉铁路	125.00	2016-2020	80.28	7.83	28.00	50%	6.05	7.40	9.50	9.35
赣深铁路	136.00	2016-2020	177.10	10.31	35.40	40%	4.90	9.00	11.50	10.00
安九铁路	17.00	2016-2020	62.20	8.00	15.55	50%	3.10	3.50	4.68	4.00
<b>合计</b>	<b>913.20</b>	<b>--</b>	<b>1,012.38</b>	<b>398.34</b>	<b>193.55</b>	<b>--</b>	<b>117.15</b>	<b>30.00</b>	<b>27.15</b>	<b>23.35</b>

资料来源: 公司提供及《2018年江西省铁路项目手册》

其中, 昌吉赣客专是昌赣深客运专线一部分, 北起南昌, 南至赣州, 设计时速350公里/小时, 江西省段铁路全长420公里, 江西段总投资532.5亿元, 资本金占比40%, 公司计划资本金出资106.5亿元。截至2018年3月末, 该项目已完成投资287.28亿元, 公司已完成资本金出资98.00亿元。

蒙西煤运通道起自内蒙古自治区鄂尔多斯市浩勒报吉, 途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西等7省(区), 终至江西省吉安市, 是“北煤南运”新的国家战略运输通道, 线路全长1,817公里, 其中江西省内线路长215.20公里, 设计时速120公里/小时。江西段项目总投资为160.30

亿元。该项目共有16个股东, 集团公司占股1.2%, 公司计划资本金出资8.10亿元。截至2018年3月末, 该项目已完成投资84.92亿元, 公司已完成资本金出资5.10亿元。

赣深铁路北起赣州, 南至深圳, 是国家骨干干线——京九客运专线(京九高铁)的内地最南段部分, 赣深铁路向南接入香港西九龙车站, 向北接驳昌赣高铁、经昌九, 合安九, 合蚌, 连接上京沪高铁, 成为近期(2020年)实际开通运行的南北京九高铁大干线, 全线长450公里, 其中江西省内线路全长136公里, 设计时速350公里/小时。赣深铁路于2016年开工建设, 预计2020年可建成通车, 其

中江西省段总投资 177.10 亿元，项目资本金比例为 40%，公司计划资本金出资 35.40 亿元。截至 2018 年 3 月末，该项目江西段已完成投资额为 10.31 亿元，其中，公司完成资本金出资 4.90 亿元。

安九铁路北接合安、合蚌、京沪、宁安高铁，南连武九、昌九、昌吉赣、赣深等高铁，是北京—合肥—安庆—南昌—深圳南北快速客运通道和上海—南京—安庆—九江—武汉沿江东西快速客运通道的重要组成部分。安九高铁自新安庆西站（含）至九江枢纽庐山站（含），正线全长 169 公里，其中江西境内正线长 17 公里，设计时速 350 公里/小时。安九铁路于 2017 年开工建设，预计 2020 年可建成通车，其中江西省段总投资 62.2 亿元，项目资本金比例为 50%，公司计划资本金出资 15.55 亿元。截至 2018 年 3 月末，该项目江西段已完成投资额为 8.00 亿元，其中公司完成资本金出资 3.10 亿元。

兴泉铁路是江西省兴国县至福建省泉州市的国家 1 级铁路，是蒙华铁路的东延线，西起赣州市兴国县，由京九线兴国站引出向东经于都、宁都、石城，然后进入福建省三明市宁化、清流、明溪、三明、永安、大田，在永安与鹰厦铁路相交，再经德化、永春、安溪、南安等市县，终至泉州市，正线全长 495.867 公里，设计时速 160 公里/小时。兴泉铁路于 2016 年开工建设，预计 2020 年可建成通车，其中江西省段总投资 80.28 亿元，项目资本金比例为 50%，公司计划资本金出资 28.00 亿元。截至 2018 年 3 月末，该项目江西段已完成投资额为 7.83 亿元，其中，公司完成资本金出资 6.05 亿元。

除在建项目外，江西省还有瑞梅铁路、铜九铁路电气化、昌景黄铁路、长赣铁路、昌九客专和吉抚武温铁路等 13 个拟建项目，目前，拟建项目处于前期规划阶段。上述拟建项目在江西省省内的里程共约 2,004.50 公里，江西省出资额约 1,919.00 亿元，公司计划资本金出资约为 651.00 亿元，未来投资压力很大。

铁路投资资金压力很大，投资期很长，短期难以通过项目公司盈利获取分红。公司未来需支付的铁路项目建设资金规模较大。因此，为了使公司资金收支平衡，江西省政府给予了公司很强的支持，

通过资本金注入、财政补助、土地收益注入、税费支持、地方政府债、设立铁路产业基金以及提供流动性支持等方式给予公司支持。

土地收益方面，根据《江西省铁路建设资金筹措有关问题专题协调会议纪要》（赣府厅字[2008]158 号），由铁路沿线市县合理提供铁路站场周边及沿线土地资产或对应土地收益注入公司，其中南昌市 1,000~1,500 亩、其他设区市 800~1,000 亩、县市 150~200 亩。铁路沿线的土地资源具有交通上的便利性，在公司与地方协商中要求市级土地价值一般不低于每亩 25 万元，县级不低于 15 万亩，总面积共计 18,700 亩，总价约为 39.25 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司已收到返还土地收益 44.80 亿元，剩余 233.5 亩土地指标，剩余土地指标价值约 7 亿元。2015 年~2017 年，公司分别获得土地收益资金 1.25 亿元、4.91 亿元和 5.32 亿元。

根据《江西省人民政府关于设立江西省铁路产业投资基金的批复》（赣府字[2013]39 号），江西省政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金（以下简称“铁路基金”），基金总规模 300 亿元，其中政府引导资金已到位 13 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。截至 2018 年 3 月末，基金实际到位资金 77.34 亿元；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 62.6 亿元。截至 2018 年 3 月末，该基金资产总额 78.17 亿元，负债总额为 0，净资产 78.17 亿元，累计完成对外投资 64.81 亿元，其中铁路投资 41.34 亿元，多元化投资 23.47 亿元。

总体来看，公司作为江西省铁路投资主体，承担了较大规模的铁路投资，目前参建的铁路项目多处于建设期，且公司参建的铁路采取参股的方式，收益仅体现在分红上，考虑到铁路项目建设周期较长，资金投入较大、回收期较长，未来公司投

资压力较大。

## 多元化发展稳步推进，物流贸易成为公司主要收入来源之一，通航产业正在规划发展

除铁路投资主业外，公司还从事物流贸易、房地产开发及航空投资、通航产业、金融投资等业务。

物流贸易业务方面，公司依托铁路资源优势，开展了钢材、化工产品等贸易业务。公司钢材贸易业务主要以代理服务为主，受理购货商的钢材采购委托，在其缴足保证金后按合同量向钢材供应商购买，购货商可在 2 个月内提货并补齐资金，同时向其收取一定比例的资金占用费。此外，公司通过租

用仓储用地开展仓储业务。2017 年，公司实现物流贸易业务收入 44.73 亿元，其中钢材贸易收入达 17.60 亿元。

房地产业务方面，根据“赣财预[2008]214 号文件”，各地方将以土地或土地收益来平衡铁路建设的资金需求，公司利用此方面优势，可获取部分优质土地资源。目前，公司已初步形成多类型地产开发布局，房地产项目计划总投资 85.16 亿元，已完成投资 33.18 亿元。中诚信国际关注到未来公司该板块投资规模较大，且房地产市场受宏观政策调控影响较大，未来项目收益具有很强的不确定性。

表 5: 截至 2018 年 3 月末公司房地产项目建设情况

	公司占股 比 (%)	用地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	总投资额 (亿元)	已完成 投资 (亿元)	主要用途
艾溪湖项目	100	30,000	70,000	6.12	2.25	商住、办公、酒店
景德镇项目(北)	51	82,097	250,000	13.00	5.06	商住
景德镇项目(南)	100	106,667	380,000	20.00	8.58	商住
南昌西客站项目	100	197,274	671,053	39.13	16.01	商住、办公
萍乡项目	51	54,843	167,337	6.91	1.28	商住
<b>合计</b>	--	<b>470,881</b>	<b>1,538,390</b>	<b>85.16</b>	<b>33.18</b>	--

资料来源：公司提供

航空投资方面，按照江西省政府工作部署，公司会同江西省投资集团、江西省财政投资集团和南昌旅游集团共同出资组建江西航空投资有限公司，于 2014 年 2 月 26 日挂牌成立江西航空投资有限公司（以下简称“江西航空投资”），公司持有其 40% 股权，2016 年 5 月公司对其增资 4,000 万元，持股比例增至 60%。2014 年 8 月，江西省政府与厦门航空有限公司签署《合作备忘录》，江西航空投资有限公司与厦门航空有限公司共同组建江西航空有限公司（以下简称“江西航空”）。其中，江西航空投资出资 8 亿元，占比 40%；厦门航空有限公司出资 12 亿元，占比 60%。江西航空于 2015 年底实现首飞，2016 年 1 月 29 日实现首航，2017 年 1~12 月，江西航空已执飞航班 6,796（班次），客座率 86.1%，承运旅客 122.15 万人次，飞机利用率 8.7（小时/架日）；营业收入 5.72 亿，经营亏损 0.74 亿元。

通航产业方面，2017 年，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）负责江西省通航产业的建设，具体由江西航空投资负责。根据各县经济基础、资源条件等因素进行综合评判，根据不同情况分别采用直投、PPP、EPC 三种投资模式。2018 年 4 月，成立江西快线通勤航空有限公司，目前暂未进行项目投资。此外，公司拟建项目有通航机场项目、通航小镇项目、“一千六支”机场属地化项目等约 9 个项目，项目总投资 115.1 亿元。整体来看，未来通航产业会成为公司重要的业务板块，但中诚信国际也关注到公司面临较大的投资压力。

金融投资方面，公司于 2013 年 5 月独资成立兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“兴铁资本”），注册资本 1.31 亿元，旗下设立兴铁富江投资管理有限公司（以下简称“兴铁富江”）作为铁路建设基金的投资管理公司，主要为了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，实现铁路资金的保值增值。截至 2017 年末，

兴铁资本资产总额 30.6 亿元，负债总额 22.89 亿元，所有者权益总额 7.71 亿元，资产负债率为 74.8%，实现净利润 0.44 亿元；截至 2018 年 3 月底，兴铁资本资产总额 27.4 亿元，负债总额 19.68 亿元，所有者权益总额 7.72 亿元，资产负债率为 71.82%，一季度实现净利润-0.03 亿元。

总的来看，公司多元化业务资产规模占公司总资产比例较小。未来公司将继续依托其政策和资源优势，推进以铁路建设与航空投资为主业带动下的多元化发展，公司多元化业务将能为铁路投资提供一定的资金支持。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年财务报告以及未经审计的 2018 年一季

度财务报表。

## 盈利能力

2017 年，公司收入结构未发生重大变化，主要由货物销售、铁路专用线运营和金融商品收入构成。公司营业总收入为 47.35 亿元，其中主营业务收入 47.28 亿元，较 2016 年增加 8.00 亿元，主要系货物销售收入增长所致。2018 年一季度，公司实现营业总收入 2.23 亿元，较去年同期大幅减少 12.21 亿元，主要系公司调整贸易发展战略，当年贸易收入同比大幅度下降所致。毛利率方面，公司毛利率由 2016 年的 2.30% 上升至 5.28%，主要系当年公司金融商品收入新增 0.90 亿元收入，且毛利率较高所致。

表 6：2015 年~2018 年 3 月公司营业总收入构成（亿元）

类别	2015	2016	2017	2018.3
主营业务收入	6.22	39.28	47.28	2.23
贸易（货物销售）	5.19	37.88	44.73	1.76
铁路转运线运营	0.56	0.72	0.81	0.18
金融商品收入	--	--	0.90	0.22
其他	0.48	0.68	0.84	0.07
其他业务收入	0.07	0.01	0.08	--
合计	6.29	39.29	47.35	2.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，近年来公司期间费用有所下降。公司销售费用规模较小，2017 年受公司货物销售业务规模上升影响，当期销售费用上升至 0.25 亿元；受工资及福利上升影响，公司管理费用上升至 1.31 亿元；财务费用方面，由于公司 2017 年政府贴息较 2016 年上升，当年利息支出下降，导致当年财务费用下降。同时，随着公司 2017 年营业收入的上升，公司三费收入占比由 2016 年的 3.74% 下降至 2.94%。

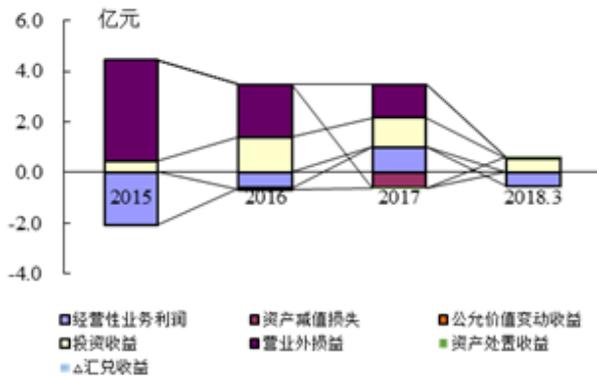
表 7：2015 年~2018 年 3 月公司三费占比情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	0.12	0.16	0.25	0.05
管理费用	0.49	0.82	1.31	0.25
财务费用	1.71	0.49	-0.17	0.55
三费合计	2.32	1.47	1.39	0.84
营业总收入	6.29	39.29	47.35	2.23
三费收入占比（%）	36.80	3.74	2.94	37.92

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受公司当期营业收入上升及期间费用降低的影响，2017 年公司实现利润总额 2.86 亿元，较 2016 年小幅增加；经营性业务利润为 1.01 亿，较 2016 年有明显好转，扭亏为盈。作为江西省重要的铁路投资建设主体，江西省财政近年来给予公司较大支持，政府补助成为公司利润总额的重要组成部分。2017 年，公司获得政府补助收入 1.34 亿元，较 2016 年下降 0.68 亿元。此外，投资收益也是公司利润的有益补充，2017 年公司获得投资收益 1.16 亿元，主要由公司当期多元化投资以及理财产品投资收益构成。2018 年一季度，公司实现利润总额 0.05 亿元，其中经营性业务利润为 -0.55 亿元。

图 6：2015 年~2018 年 3 月公司利润总额构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司收入来源主要为贸易收入，利润来源主要依靠江西省政府的财政补贴，政府资金补贴的到位情况对公司的利润水平影响较大，公司自身盈利能力偏弱。

## 偿债能力

随着在建铁路项目的推进，公司资产规模不断上升，截至 2017 年末，公司资产总额增加至 453.43 亿元，较 2016 年末增加 55.75 亿元，主要系以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产与可供出售金融资产大幅增长所致。其中，以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 2017 年新增 30.42 亿元，主要系公司购买的银行理财产品；可供出售金融资产 221.21 亿元，较上年增加 46.80 亿元，主要系公司新增对昌吉赣客专线江西有限责任公司、兴泉铁路项目等投资所致。截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 457.64 亿元。

所有者权益方面，截至 2017 年末，公司所有者权益为 166.01 亿元，较 2016 年末增加 20.96 亿元，主要系公司根据《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》收到各市县区的土地收益金 5.47 亿元和根据《昌吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》收到的各县市分摊的项目资本金 13.12 亿元所致。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 168.76 亿元。

负债方面，截至 2017 年末，公司短期借款、预收款项和长期借款增长，使得公司总负债由

2016 年末的 252.62 亿元增长至 287.41 亿元。截至 2017 年末，公司长期借款为 108.59 亿元，较去年增加 13.79 亿元，主要系公司新增国开行国家专项基金贷款；截至 2017 年末，公司短期借款为 20.60 亿元，较去年增加 10.49 亿元；同期，公司预收款项 22.65 亿元，较去年增加 12.34 亿元，主要系预收房款增加所致。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化率为 63.39% 和 59.36%；截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 288.88 亿元，资产负债率为 63.12%。

截至 2017 年末，公司总债务为 242.53 亿元，较 2016 年增加 15.44 亿元，长短期债务比为 0.40 倍。由于公司当前仍有较多项目处于建设阶段或拟建阶段，公司资金需求量较大，未来还将面临很大的资本支出压力。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 236.49 亿元。

2017 年，公司经营活动产生现金流入 90.60 亿元，同期，经营活动产生现金流出 66.72 亿元，公司当期经营活动现金流量净额为 23.88 亿元，较 2016 年大幅增加 20.66 亿元，主要系公司当期支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致，其中包括往来款及代付款项、手续费等。由于公司近年持续推进铁路项目建设，投资活动净现金流呈现大额流出态势。2017，筹资活动净现金流规模较 2016 年大幅下降 54.58 亿元，主要系主要系 2017 年公司融资金额较 2016 年下降较大，导致筹资活动现金流入同比下降较大。

表 8：2015 年~2018 年 3 月公司现金流情况（亿元）

	2015	2016	2017	2017.8
经营活动产生现金流入	28.65	94.28	90.60	21.14
经营活动产生现金流出	23.73	91.06	66.72	12.15
经营活动净现金流	4.91	3.22	23.88	8.99
投资活动产生现金流入	1.35	17.21	81.37	40.64
投资活动产生现金流出	43.00	65.46	160.17	15.55
投资活动净现金流	-41.65	-48.25	-78.80	25.10
筹资活动产生现金流入	74.24	101.11	65.04	32.64
其中：吸收投资收到的现金	1.47	18.87	18.72	0.08
借款收到的现金	72.77	82.02	45.82	6.55
筹资活动产生现金流出	71.41	18.97	37.47	41.55
其中：偿还债务支付的现金	64.01	10.54	27.25	35.52

筹资活动净现金流	2.83	82.15	27.57	-8.90
现金及现金等价物净增加额	-33.90	37.11	-27.34	25.18

资料来源：公司财务报告

从偿债能力指标来看，2017年，受公司财务性利息支出下降影响，当期EBITDA较2016年大幅下降至5.08亿元，进而总债务/EBITDA较2016年有所恶化，为47.71倍；同期，EBITDA利息保障倍数为2.33倍，较2016年略有增强。

表9：2015年~2018年3月公司主要偿债指标

	2015	2016	2017	2018.3
长期债务（亿元）	141.38	200.67	172.79	195.33
总债务（亿元）	147.76	227.09	242.53	236.49
EBITDA（亿元）	6.02	12.60	5.08	--
经营活动净现金流（亿元）	4.91	3.22	23.88	8.99
总债务/EBITDA（X）	24.55	18.03	47.71	--
经营净现金流/总债务（X）	0.03	0.01	0.10	--
EBITDA利息倍数（X）	1.58	1.30	2.33	--
经营净现金流/利息支出（X）	1.29	0.33	10.94	--

资料来源：公司财务报告

债务到期方面，2018年4月~2021年公司预计有143.26亿元借款到期，中诚信国际关注到公司2018年和2020年还款压力较重。

表10：2018年4月~2021年公司债务到期情况（亿元）

	2018.4~12	2019	2020	2021
债务到期金额	36.91	7.76	41.78	56.81

资料来源：公司提供

对外担保方面，截至2018年3月末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至2018年3月末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值共计56.13亿元，占总资产比例为12.38%。

截至2018年3月末，公司共获取银行授信额度313.00亿元，尚未使用的银行授信额度为158.53亿元。

整体来看，随着江西省铁路建设项目的逐步推进，公司仍面临一定资本支出压力，债务本息偿还尚需依靠江西省财政拨付的铁路建设专项资金及相关财政补助等。随着公司长期债务逐步进入偿还期，其对政府资金支持的依赖将进一步增加，中诚信国际将继续关注江西省政府向公司拨付铁路建设专项资金及财政补助等资金到位情况。

## 偿债保障措施

江西省高速公路投资集团有限责任公司为“11赣铁债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

江西高速集团前身为江西高速公路投资发展(控股)有限公司(以下简称“江西高速投资”)。江西高速投资是1997年成立的国有独资公司，根据江西省人民政府《关于同意江西省高速集团有限责任公司组建方案的批复》(赣府字[2009]29号文件)，江西省政府决定在江西高速投资的基础上，合并江西赣粤高速公路股份有限公司(以下简称“赣粤高速”，原江西高速投资控股51.98%)和江西公路开发总公司(以下简称“江西公路开发”)等企业，负责省内高速公路建设，管理省内收费还贷高速公路以及高速公路的服务区、广告等资产。截至2018年3月末，江西高速集团注册资本95.05亿元，拥有全资子公司15家和控股子公司4家，参股子公司8家，其中赣粤高速和江西公路开发是核心企业，江西省交通运输厅是其唯一的股东和实际控制人。2017年2月，根据相关文件，江西省交通工程集团公司整体划入公司。

截至2018年3月末，江西高速集团已建成48条高速公路项目，其中15条为政府还贷性高速公路，33条为经营性高速公路；公司运营管理高速公路运营总里程5,112公里，占江西省高速公路通车总里程的86.5%，在江西省高速公路行业中具有主导地位。

2017年，江西高速集团运营主要高速公路日均车流量分别为50.37万辆。同期，江西高速集团实现通行费收入随之增加，分别为130.71亿元。随着在建高速公路陆续竣工通车及路网效应的逐步显现，江西高速集团高速公路日均车流量稳步上升，带动通行费收入持续增长；但部分高速公路通车时间较短，通行费收入规模较小，车流量培育仍需时间。

截至2018年3月末，江西高速集团共有5个在建高速公路项目，主要系昌九改扩建、广昌至

吉安、抚州东外环、萍乡至莲花和铜鼓至万载高速公路宜丰联络线等公路，规划建设里程合计 400.8 公里，概算总投资 325.06 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司已累计投入 82.29 亿元，未来尚需投入资金 242.77 亿元。总体来看，江西高速集团未来投资规模仍然较大，筹资压力仍然较重。根据江西省高速公路的发展规划，未来江西省高速公路建设以路网加密、改扩建项目为主，大规模的、同时进行的投资建设预计有所减少，但公司道路养护投入等将相应上升，江西高速集团未来资本支出压力较大。

截至 2017 年末，江西高速集团总资产 2,806.23 亿元，所有者权益 1,090.94 亿元，资产负债率为 61.12%，2017 年营业总收入 155.82 亿元，同比增长 15.08 亿元，经营活动净现金流为 90.19 亿元。

截至 2018 年 3 月末，江西高速集团总资产 2,839.32 亿元，所有者权益 1,110.26 亿元，资产负债率为 60.90%。2018 年 1~3 月实现营业收入 45.61 亿元，经营活动净现金流为 27.48 亿元。

总的来看，作为江西省高速公路投资建设和管理运营主体，江西高速集团在江西省高速公路行业中居于垄断地位，获得江西省政府在资产注入、资本金补助、财政补贴等方面的持续支持。近年来，江西省区域经济快速发展，高速公路投资规模不断扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。江西高速集团管理水平较高，管理风险较低。随着运营高速公路收费里程持续增长，江西高速集团资产规模和营业收入保持稳定增长，但公司有息债务规模上升较快，盈利能力对政府补贴依赖大。

综上，江西高速集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为“11 赣铁债”提供强有力的保障。

## 过往债务履约情况

根据公司提供材料，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息。公司严格遵守贷款合同约定，按时归还银行贷款本息，截至本评级报告出具之

日，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 评级展望

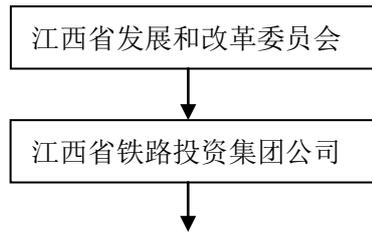
2017 年以来，国家对铁路行业高度重视，江西省铁路建设前景广阔，持续增长的江西省经济、财政实力为公司的铁路建设提供了良好的外部条件，江西省政府通过资本金注入、财政补助、土地收益注入、税费支持、地方政府债、设立铁路产业基金以及提供流动性支持等方式为公司铁路建设投资提供了有力的保障等因素对公司信用实力的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司未来投资规模较大或将导致债务规模继续上升、盈利能力较弱等因素对其整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上，中诚信国际维持江西省铁路投资集团公司主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定；维持“11 赣铁债/11 赣铁债”债项的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**；维持“16 赣铁债 01”和“16 赣铁债 02”债项的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

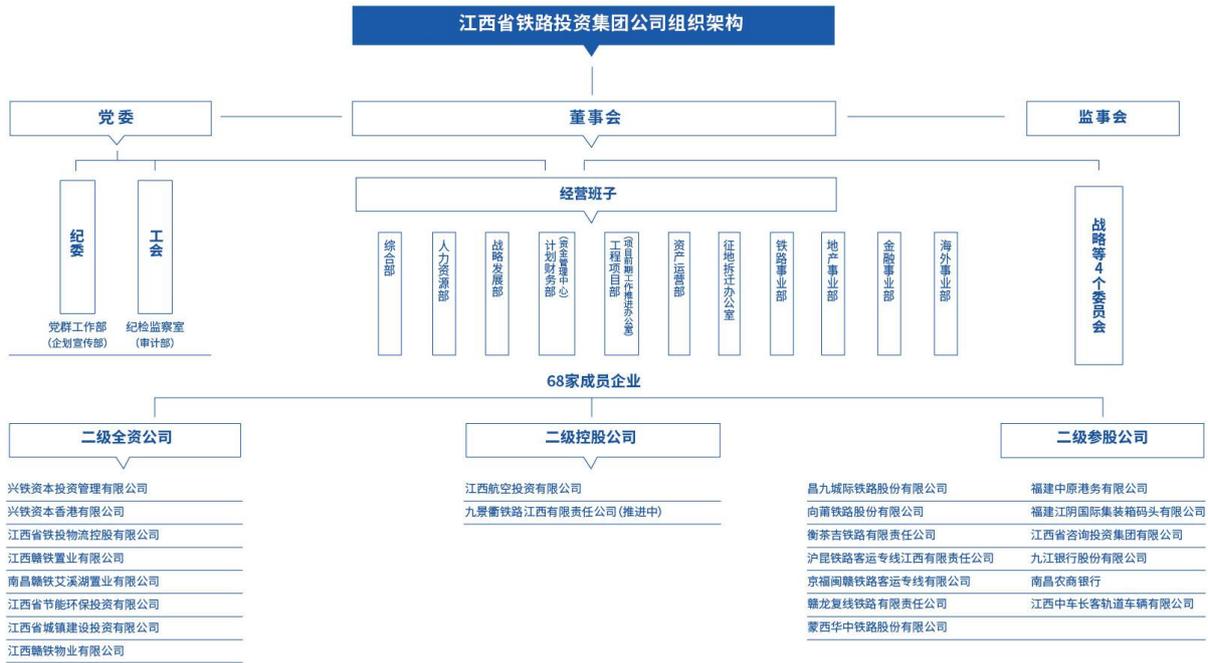
附一：江西省铁路投资集团公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	企业名称	持股比例 (%)
1	江西赣铁投资发展有限公司	100
2	江西赣铁物流有限公司	100
3	江西赣铁物业有限公司	100
4	江西省城镇建设投资有限公司	100
5	江西赣铁置业有限公司	100
6	兴铁资本投资管理有限公司	100
7	南昌赣铁艾溪湖置业有限公司	100
8	高安赣铁投资有限公司	100
9	江西萍实铁路发展股份有限公司	51
10	新余洋坊铁路股份有限公司	51
11	江西樟新盐化铁路发展股份有限公司	60
12	江西赣铁防水保温工程有限公司	100
13	江西赣铁物产实业有限公司	55
14	赣冶国际贸易(上海)有限公司	60
15	江西赣铁仓储管理有限公司	100
16	庐山莲花湖度假酒店	100
17	萍乡赣铁置业有限公司	51
18	景德镇赣铁置业有限公司	51
19	景德镇北鼎置业有限公司	51
20	南昌赣铁置业有限公司	100
21	兴铁资本香港有限公司	100
22	兴铁香江投资有限公司	51
23	江西省铁投物流控股有限公司	100
24	江西航空投资有限公司	60
25	江西省节能环保投资有限公司	100
26	江西萍实物流股份有限公司	60
27	兴铁富江投资管理有限公司	100
28	江西航投国际旅行社有限公司	100
29	江西瑞景铁路发展股份有限公司	54.55
30	兴铁江富（上海）股权投资管理有限公司	100
31	江西航投文旅发展有限公司	100
32	江西省赣城置业有限公司	100
33	江西省宜春赣城投资有限公司	100
34	江西省农业发展投资有限公司	100
35	江西省燕山高效生态农业园有限公司	100
36	南昌赣铁物产机械设备有限公司	100

资料来源：公司提供

附二：江西省铁路投资集团公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：江西省铁路投资集团公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	291,509.51	662,648.77	422,477.49	695,492.92
交易性金融资产	0.00	0.00	304,225.00	30,735.00
应收账款净额	15,968.12	78,674.81	50,853.60	28,946.53
其他应收款	195,762.72	188,176.25	187,074.42	197,179.11
存货净额	157,849.43	186,668.13	252,025.99	291,525.44
可供出售金融资产	1,183,030.40	1,744,054.22	2,212,131.40	2,212,995.79
长期股权投资	56,645.13	33,624.00	57,301.15	57,301.15
固定资产	54,525.82	89,625.39	88,854.24	88,061.72
在建工程	881,484.23	901,556.50	902,948.95	905,062.21
无形资产	10,641.41	10,573.74	5,015.15	5,036.38
总资产	2,873,336.22	3,976,716.04	4,534,284.24	4,576,351.08
其他应付款	99,581.43	83,634.35	135,663.42	149,768.55
短期债务	63,876.59	264,176.50	697,417.31	411,684.97
长期债务	1,413,764.95	2,006,738.02	1,727,901.90	1,953,252.40
总债务	1,477,641.54	2,270,914.52	2,425,319.21	2,364,937.37
净债务	1,186,132.03	1,608,265.75	2,002,841.72	1,669,444.45
总负债	1,678,916.67	2,526,171.50	2,874,140.05	2,888,756.35
财务性利息支出	33,885.97	94,335.05	18,332.16	--
资本化利息支出	4,301.02	2,649.34	3,490.77	--
实收资本	655,733.60	658,153.60	659,153.60	659,153.60
少数股东权益	23,844.07	88,743.02	62,640.46	61,807.43
所有者权益合计	1,194,419.54	1,450,544.54	1,660,144.19	1,687,594.73
营业总收入	62,910.61	392,910.80	473,549.08	22,281.47
三费前利润	2,542.46	8,558.20	23,988.88	2,996.75
营业利润	-16,093.22	7,288.19	15,638.32	133.42
投资收益	4,513.84	14,058.81	11,598.81	5,570.51
营业外收入	39,762.61	20,830.03	13,793.79	391.58
净利润	23,394.34	26,531.57	27,666.16	222.75
EBIT	57,549.99	122,175.04	46,961.78	--
EBITDA	60,189.27	125,967.32	50,838.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金	58,973.43	456,422.13	555,645.87	125,653.54
收到其他与经营活动有关的现金	206,932.68	448,729.92	328,153.90	73,508.04
购买商品、接受劳务支付的现金	74,704.88	452,467.31	458,071.17	51,346.32
支付其他与经营活动有关的现金	154,088.60	441,935.86	188,286.14	65,499.15
吸收投资收到的现金	14,720.00	188,686.49	187,219.90	800.00
资本支出	37,616.12	15,524.56	15,862.99	16,919.94
经营活动产生现金净流量	49,139.98	32,206.73	238,767.02	89,893.52
投资活动产生现金净流量	-416,460.98	-482,516.29	-787,952.54	250,973.73
筹资活动产生现金净流量	28,333.81	821,450.72	275,749.88	-89,042.05
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	6.92	2.30	5.28	13.84
三费收入比(%)	36.80	3.74	2.94	37.92
总资产收益率(%)	2.04	3.57	1.10	--
流动比率(X)	3.20	2.29	1.13	1.43
速动比率(X)	2.46	1.93	0.90	1.11
资产负债率(%)	58.43	63.52	63.39	63.12
总资本化比率(%)	55.30	61.02	59.36	58.36
长短期债务比(X)	0.05	0.13	0.40	0.21
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.01	0.10	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.77	0.12	0.34	--
经营活动净现金/利息支出(X)	1.29	0.33	10.94	--
总债务/EBITDA(X)	24.55	18.03	47.71	--
EBITDA/短期债务(X)	0.94	0.48	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	4.56	2.51	0.61	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.58	1.30	2.33	--

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、2018 年一季度财务报表未经审计；3、将 2015~2018 年一季度财务报表长期应付款中的带息债务调入长期债务，以计算债务指标；4、未获得 2018 年一季度现金流量表补充资料相关数据，故相关指标略去。

#### 附四：江西省高速公路投资集团有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	1,301,686.90	1,249,418.31	1,241,850.82	1,419,666.24
交易性金融资产	0.00	0.00	5,000.00	5,001.94
应收账款净额	126,713.46	113,454.62	101,046.18	86,363.38
其他应收款	218,755.38	174,015.62	214,252.28	266,891.26
存货净额	155,342.04	186,896.19	422,828.03	431,106.09
可供出售金融资产	181,778.03	279,894.95	251,364.62	228,452.83
长期股权投资	727,101.55	795,205.51	814,241.17	841,112.61
固定资产	18,162,835.48	20,302,449.68	23,932,303.23	23,833,793.08
在建工程	3,076,642.41	3,003,527.68	648,446.37	827,359.19
无形资产	13,515.09	14,544.62	13,967.37	13,749.75
总资产	24,707,258.58	26,502,307.54	28,062,253.57	28,393,170.77
其他应付款	624,433.86	574,596.67	404,312.22	370,378.89
短期债务	3,596,794.20	1,875,491.17	2,462,877.45	2,430,777.30
长期债务	9,393,748.47	11,357,181.52	11,429,109.80	11,737,747.68
总债务	12,990,542.67	13,232,672.69	13,891,987.25	14,168,524.98
净债务	11,688,855.78	11,983,254.38	12,650,136.43	12,748,858.74
总负债	15,306,803.35	15,642,258.31	17,152,877.89	17,290,571.06
财务性利息支出	539,886.57	--	--	--
资本化利息支出	134,334.71	--	--	--
实收资本	950,505.12	950,505.12	950,505.12	950,505.12
少数股东权益	702,575.04	775,588.25	798,430.81	802,542.67
所有者权益合计	9,400,455.24	10,860,049.23	10,909,375.68	11,102,599.71
营业总收入	1,393,563.49	1,407,382.09	1,558,181.72	456,055.79
三费前利润	601,109.61	648,266.05	750,470.58	256,895.56
营业利润	-10,399.27	143,347.39	87,744.11	156,768.02
投资收益	-7,268.30	112,767.64	59,994.65	21,911.80
营业外收入	142,269.25	101,081.71	58,223.13	65,903.54
净利润	50,671.77	199,379.96	65,769.88	181,335.90
EBIT	630,991.71	--	--	--
EBITDA	852,340.23	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,299,327.19	1,557,746.64	1,754,584.12	452,908.04
收到其他与经营活动有关的现金	208,981.25	179,812.77	80,230.02	210,701.03
购买商品、接受劳务支付的现金	458,537.38	448,114.65	542,798.08	197,471.91
支付其他与经营活动有关的现金	807,388.83	49,689.93	114,539.29	103,131.69
吸收投资收到的现金	16,600.00	1,264,750.00	88,866.67	50,000.00
资本支出	2,136,912.12	1,864,616.42	1,201,321.08	354,497.19
经营活动产生现金净流量	1,896.22	970,561.40	901,916.93	274,830.50
投资活动产生现金净流量	-2,133,889.62	-1,727,313.06	-1,107,519.97	-363,700.29
筹资活动产生现金净流量	2,387,968.16	704,351.69	194,150.89	266,295.60
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	45.18	47.04	48.46	56.55
三费收入比(%)	43.44	42.98	44.79	37.80
总资产收益率(%)	2.71	--	--	--
流动比率(X)	0.36	0.46	0.42	0.48
速动比率(X)	0.33	0.41	0.34	0.39
资产负债率(%)	61.95	59.02	61.12	60.90
总资本化比率(%)	58.02	54.92	56.01	56.07
长短期债务比(X)	0.38	0.17	0.22	--
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	0.07	0.06	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.00	0.52	0.37	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.00	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	15.24	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.36	0.67	0.50	0.58
EBITDA 利息倍数(X)	1.26	--	--	--

注：1、以上财务数据均按照新会计准则编制，2018 年一季度未经审计；2、中诚信国际将计入其他流动负债的短期融资券和超短期融资券调整到短期债务计算相关指标；3、中诚信国际将长期应付款的融资租赁款项调整到长期债务计算相关指标；4、未获得 2018 年一季度现金流量表补充资料及 2016 年与 2017 年财务相关数据，故相关指标略去。

## 附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附七：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。