

2021 年度江西省交通投资集团有限责任公司信用 评级报告

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：王少强 shqwang@ccxi.com.cn

钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2021 年 7 月 9 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象的主体等级。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]1724M 号

江西省交通投资集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的主
体信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，
贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月九日

评级观点：中诚信国际评定江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“江西交投”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了江西省经济持续发展为公司发展提供了良好的外部环境、政府支持力度强、公司路产在江西省内主导优势明显以及业务多元化发展等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的投资压力、期间费用侵蚀公司利润以及近年来债务规模持续增长、存在一定短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况的影响。

概况数据

江西交投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,148.51	3,304.87	3,411.28	3,480.12
所有者权益合计（亿元）	1,227.66	1,285.68	1,321.84	1,308.24
总负债（亿元）	1,920.85	2,019.18	2,089.45	2,171.88
总债务（亿元）	1,526.59	1,527.28	1,634.60	1,732.63
营业总收入（亿元）	230.68	280.95	287.37	82.23
经营性业务利润（亿元）	16.27	21.54	-2.32	18.48
净利润（亿元）	25.26	20.75	11.69	19.62
EBITDA（亿元）	135.29	134.12	125.05	-
经营活动净现金流（亿元）	129.00	197.88	125.67	-19.87
营业毛利率(%)	39.68	36.34	26.59	46.96
总资产收益率(%)	3.24	3.01	2.54	-
资产负债率(%)	61.01	61.10	61.25	62.41
总资本化比率(%)	55.43	54.29	55.29	56.98
总债务/EBITDA(X)	11.28	11.39	13.07	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.98	1.90	1.81	-

注：1、公司根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度整理，各期财务数据均使用期末数；2、各年度财务报告均依据新会计准则编制；3、将公司各期财务报告“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算；将公司各期财务报告“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算；4、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，相关指标失效。

正面

■ **江西省经济持续发展，为公司提供良好外部环境。**近年来，江西省经济保持稳定增长，2020 年全省完成生产总值 25,691.50 亿元，较上年增长 3.8%。持续增强的区域经济为公司各项业务开展提供了良好的外部环境。

■ **政府支持力度强。**公司作为江西省最重要的高速公路建设运营主体，得到江西省在资产和资金注入、补贴以及专项债方面的大力支持。

■ **公司路产在江西省内主导优势明显，通行费收入稳步增长。**截至 2021 年 3 月末，公司已通车收费公路总里程为 5,354 公里，占江西省高速公路通车里程比重接近 90%，在江西省内主导优势明显，通车里程和通行费收入持续增长。

■ **多元化发展提升抗风险能力。**公司形成以路桥业务为主，公路工程、成品油销售、房地产销售为辅的多元化业务发展模式，提升了公司的综合抗风险能力。

关注

■ **公司面临较大的投资压力。**截至 2021 年 3 月末，公司在建和拟建高速公路项目总投资规模较大，公司未来几年仍面临较大的投资压力。

■ **期间费用侵蚀公司利润。**2018~2020 年，公司期间费用合计分别为 75.58 亿元、80.77 亿元和 83.06 亿元，逐年增长；同期期间费用收入占比分别为 32.77%、28.75%和 28.90%，对公司利润形成一定侵蚀。

■ **债务规模持续增长，存在一定短期偿债压力。**近年来公司债务规模持续增长，截至 2021 年 3 月末公司总债务为 1,732.63 亿元；同期末，公司短期债务规模为 352.08 亿元，面临一定的短期债务压力。

评级展望

中诚信国际认为，江西省交通投资集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，受外部支持力度大幅减弱；受高铁及其他高速公路分流等因素影响，公司核心路产通行费收入持续大幅下滑；公司财务杠杆比率大幅提升。

同行业比较

同类型企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
江西交投	3,411.28	1,321.84	61.25	1,634.60	287.37	11.69	125.67
湖北省交通投资集团有限公司	4,968.66	1,419.30	71.43	3,169.61	332.49	17.22	41.62
成都交通投资集团有限公司	1,397.61	523.04	62.58	354.68	78.04	5.08	7.48
重庆高速公路集团有限公司	2,155.38	661.16	69.32	1,301.72	231.49	0.44	84.34

资料来源：中诚信国际整理

公司概况

江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“江西交投”或“公司”）前身是成立于1997年10月的江西省高速公路投资发展（控股）有限公司。江西省高速公路投资发展（控股）有限公司是以江西省高等级公路管理局的经营性资产为基础成立的国有独资公司，初始注册资本为10.00亿元。后经历多次注资、名称及股东变更，并于2021年1月11日发布了《关于江西省高速公路投资集团有限责任公司名称变更为江西省交通投资有限责任公司的进展公告》，公司名称变更为现名。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为95.05亿元，江西省交通运输厅和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有公司90.00%和10.00%的股权，公司控股股东及实际控制人均为江西省交通运输厅。

公司主要从事江西省内高速公路的投资、建设和运营，高速公路服务区经营及交通基础设施的建设，建筑工程施工，建筑材料批发，房地产开发经营等业务。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	股权比例
江西公路开发有限责任公司	公路开发公司	100.00%
江西赣粤高速公路股份有限公司	赣粤高速	52.51%
江西省交通工程集团有限公司	交通工程集团	100.00%
江西高速集团财务有限公司	高速集团财务	98.43%
江西省高速资产经营有限责任公司	资产经营	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从

生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修

复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料

主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程的 3.4%。按技术等级划分，高速公路 14.28 万公里，一级公路 1.86 万公里，二级公路 0.87 万公里，独立桥梁及隧道 1,024 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 9.39 万公里，占全国收费公路里程的 54.9%；经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 1：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

运输量方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路

的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影

响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。

表 2：2020 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
运输总量	196,618.3	-1.0	470.6	-0.5	19,251.4	-45.5	96.7	-45.1

资料来源：《2020 年国民经济和社会发展统计公报》，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院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），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2019 年，全国完成公路建设投资 2.19 万亿元，

比上年增长 2.6%。其中，高速公路建设完成 11,504 亿元，同比增长 15.4%；普通国省道建设完成投资 4,924 亿元，同比下降 10.3%；农村公路建设完成投资 4,663 亿元，同比下降 6.5%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2018 年末，全国收费公路累计建设投资总额 88,823.5 亿元，比上年末净增 6,479.5 亿元，增长 7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资 44,870.5 亿元，经营性公路累计建设投资 43,953.0 亿元。

截至 2019 年末，全国收费公路债务余额 61,535.3 亿元。按技术等级分，高速公路 58,044.6 亿元，一级公路 2,190.6 亿元，二级公路 102.6 亿元，独立桥梁及隧道 1,197.6 亿元，占比分别为 94.3%、3.6%、0.2% 和 1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 33,147.7 亿元，经营性公路 28,387.6 亿元。2019 年，全国收费公路通行费收入为 5,937.9 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿还债务本金的资金为 3,559.8 亿元，除支付当年 2,816.9 亿元利息外，还可还本 742.9 亿元。

表 3：2019 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	13,947.3	32,602.6	46,549.9	33,147.7
经营性公路	15,870.8	32,675.4	48,546.1	28,387.6
合计	29,818.1	65,278.0	95,096.0	61,535.3

注：(1)+(2)=(3)。

资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入

大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 4：2020 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标

省级高速集团	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
江苏交通控股有限公司	441.42	26.55	6,219.62	59.37
陕西省交通建设集团公司	99.44	62.32	3,126.52	70.90
北京市首都公路发展集团有限公司	102.91	16.45	2,311.42	58.65
安徽省交通控股集团有限公司	361.30	25.24	2,693.92	64.60
重庆高速公路集团有限公司	231.49	22.36	2,155.38	69.32
上市公司	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
宁沪高速	80.32	41.65	610.96	45.91
赣粤高速	50.66	28.47	353.65	49.82
四川成渝	54.59	35.65	404.63	59.14
中原高速	50.77	32.40	474.76	74.81
福建发展高速	23.26	50.31	161.81	24.44

注：陕西省交通建设集团公司对高速公路不计提折旧，营业毛利率高；

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府

和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。经过多年以来的政策实施，总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。

表 5：近年来收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，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。2010年12月1日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在2012年5月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共20天）免费通行，免费车辆为7座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路PPP项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在2015年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

自2015年7月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《收费公路管理条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力持续增强；同时，受益于江西内陆开放型经济试

验区的设立，江西迎来高质量跨越式发展的重大机遇

江西省位于中国东南部，长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北毗湖北、安徽而共接长江，江西区位优势、交通便利。江西境内有中国第一大淡水湖-鄱阳湖，也是亚洲超大型的铜工业基地之一，江西的红色文化亦驰名中外。截至2020年末，江西省辖11个地级市、27个市辖区、11个县级市及62个县，合计100个县级区划。

交通运输方面，截至2019年末，江西省铁路营运里程4,534.70公里，其中高速铁路位居全国第三；江西高速公路十分发达，全省境内线路密集，纵横交错，通车里程达6,120公里，位居全国第9位；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

公里国道升级改造和 1.6 万公里路面养护改造工程；航空方面，江西民用航空形成一个以南昌为核心，赣州、九江等城市连接全国和世界各地的航空运输网；水运方面，江西水路运输发达，南昌、九江为重要内河港口，九江港是江西省第一大港口、长江十大港口之一，水运干线形成以赣江和信江为两纵，长江和昌江为两横的格局，通航里程 4,937 公里。

图 2：江西省行政区划图



图片来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，江西省地区生产总值（GDP）逐年增长，2018~2020 年分别为 21,984.80 亿元、24,757.50 亿元和 25,691.50 亿元，GDP 增速分别为 8.7%、8.0% 和 3.8%。2020 年，江西省三次产业结构为 8.7:43.2:48.1，三次产业对 GDP 增长的贡献率为 5.0%、52.1% 和 43.0%。其中，第一产业增加值 2,241.6 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 11,084.8 亿元，增长 4.0%；第三产业增加值 12,365.1 亿元，增长 4.0%。

2018~2020 年，江西省一般公共预算收入分别为 2,372.30 亿元、2,486.50 亿元和 2,507.50 亿元，其中税收收入占比分别为 70.10%、70.30% 和 67.88%；同期，江西省一般公共预算财政平衡率分别为 41.84%、38.84% 和 37.62%，财政平衡率逐年

下滑且自给能力较弱。2018~2020 年，江西省政府性基金收入分别为 2,568.60 亿元、2,537.42 亿元和 3,101.50 亿元。截至 2020 年末，江西省政府性债务余额为 7,149.13 亿元，较上年增加 33.60%。

2020 年 4 月 25 日，国家发改委正式印发了《江西内陆开放型经济试验区建设总体方案》（以下简称《总体方案》），明确了试验区三大战略定位、六大主要任务，支持江西高标准高质量建设试验区，形成内外联动、双向互济的全面开放新格局。《总体方案》明确了试验区功能布局：南昌都市圈重点打造成为对接长江经济带的先行区，赣南地区重点打造成为对接粤港澳大湾区的桥头堡，赣东北地区重点对接长三角地区和海峡两岸两岸城市群，赣西地区重点对接长株潭城市群和成渝城市群，集中力量打造南昌、赣州、九江、上饶四大开放门户。设立江西内陆开放型经济试验区，是江西实现高质量跨越式发展的重大机遇。

业务运营

公司作为江西省内最重要的高速公路投资建设、运营主体，承担了江西省内绝大部分高速公路的投融资和建设任务；营业收入主要由车辆通行服务收入、公路工程收入、成品油销售收入、材料销售收入和房地产销售收入构成。

表 6：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
车辆通行费	146.50	150.58	130.91	45.35
公路工程	42.19	66.20	88.20	19.92
成品油销售	15.83	24.20	27.98	11.19
房地产销售	8.61	20.15	12.81	0.12
高速服务区	3.21	5.53	4.31	1.24
材料销售	10.62	9.16	19.33	2.47
其他	3.69	4.44	3.18	1.77
合计	230.65	280.27	286.72	82.06
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
车辆通行费	63.52	53.73	45.66	55.26
公路工程	18.29	23.62	30.76	24.27
成品油销售	6.87	8.63	9.76	13.64
房地产销售	3.73	7.19	4.47	0.15
高速服务区	1.39	1.97	1.50	1.51
材料销售	4.61	3.27	6.74	3.01
其他	1.6	1.59	1.11	2.16
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、尾数差异为四舍五入所致；2、公司其他收入主要包括租金收入、高速服务区收入等；3、公司主营业务收入中高速服务区收入为子公司江西畅行高速公路服务区开发经营有限公司的高速公路服务区收入，其他业务收入中高速服务区收入为公路开发公司和赣粤高速的服务区收入；4、主要板块营业收入未包含利息收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是江西省最重要的路产运营主体，行业主导地位明显，随着江西省车流量的增长和路网效应的显现，通行费收入呈增长趋势；但受疫情影响，2020年通行费收入有所下降

公司是江西省内最重要的高速公路运营主体，截至 2021 年 3 月末，公司已通车收费公路总里程为 5,354 公里，占江西省高速公路通车里程比重接近 90%。公司在江西省高速公路行业主导优势明显。

截至 2021 年 3 月末，公司已通车收费公路 51 条（鹰瑞高速北段及南段单独核算），其中收费还

贷公路 16 条，经营性高速 35 条。运营主体方面，公司本部负责管理 16 条政府还贷高速公路以及 18 条经营性高速公路，子公司公路开发公司负责管理 9 条经营性高速公路，赣粤高速负责管理 8 条经营性高速公路。

收费期限方面，德上高速、抚吉高速、吉莲高速、赣崇高速以及井睦高速作为江西省高速公路差异化收费试点路段，收费期限尚未确定，其余路产收费期限到期年份均在 2025 年及以后，公司近期无路产收费权到期压力。此外，公司现有路产单公里投资（路产总投资/主线收费里程）为 4,613.97 万元/公里，因江西省高速公里投资建设布局超前，其路产平均单公里建造成本相对较低。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司已通车路产情况（%、公里、亿元、万元/公里）

管理主体	编号	项目名称	持股比例	主线收费里程	收费期限	公路性质	总投资	单公里投资
	1	泰井高速	100.00	63	2005.01~2030.01	经营性	24.86	3,946.03
	2	乐温高速	100.00	70	2005.11~2025.10	收费还贷	33.01	4,715.71
	3	温沙高速	100.00	172	2004.08~2034.07	收费还贷	38.92	2,198.87
	4	鹰瑞高速（北）	100.00	220	2010.09~2030.09	收费还贷	127.60	5,800.00
	5	鹰瑞高速（南）	100.00	89				
	6	昌金高速	100.00	168	2004.06~2034.05	收费还贷	35.53	2,114.88
	7	景婺黄高速	100.00	150	2006.11~2026.10	收费还贷	60.72	4,048.00
	8	武吉高速	100.00	286	2008.01~2028.01	收费还贷	131.58	4,600.70
	9	石吉高速	100.00	191	2010.09~2030.09	收费还贷	100.83	5,279.06
	10	泰赣高速	100.00	128	2004.01~2034.01	收费还贷	32.05	2,503.91
	11	瑞赣高速	100.00	129	2009.04~2029.04	收费还贷	56.17	4,354.26
	12	永武高速	100.00	104	2011.09~2031.09	收费还贷	41.85	4,024.04
	13	隘瑞高速	100.00	29	2011.10~2031.10	收费还贷	14.51	5,003.45
	14	昌北机场高速	100.00	3	1999.01~2030.03	收费还贷	1.19	3,966.67
公司本部	15	德上高速	51.00	62	2012.12.31~	经营性	47.92	7,729.03
	16	抚吉高速	100.00	179	2012.12.31~	经营性	94.55	5,282.12
	17	吉莲高速	100.00	106	2012.12.31~	收费还贷	52.51	4,953.77
	18	赣崇高速	60.00	88	2012.12.31~	收费还贷	68.95	7,835.23
	19	井睦高速	100.00	43	2013.10.28~	经营性	32.76	7,618.60
	20	萍洪高速	100.00	34	2014.12~2044.12	经营性	24.83	7,302.94
	21	万宜高速	100.00	37	2014.12~2044.12	经营性	20.21	5,462.16
	22	金抚高速	100.00	40	2015.9~2045.9	经营性	19.93	4,982.50
	23	昌宁高速	100.00	249	2016.1~2045.12	经营性	173.93	6,985.14
	24	昌栗高速	100.00	221	2016.1~2045.12	经营性	114.39	5,176.02
	25	昌宁高速南昌连接线	100.00	12	2017.1~2047.1	经营性	14.41	12,008.33
	26	宁安高速	100.00	215	2017.1~2047.1	经营性	150.07	6,980.00
	27	安定高速	100.00	39	2017.1~2047.1	经营性	26.19	6,715.38
	28	定南联络线	100.00	39	2017.1~2047.1	经营性	26.19	6,715.38
	29	东昌高速	100.00	152	2017.1~2047.1	经营性	99.73	6,561.18
	30	铜万高速	100.00	69	2017.1~2047.1	经营性	61.26	8,878.26
	31	修平高速	100.00	80	2017.1~2047.1	经营性	50.80	6,350.00

	32	广吉高速	100.00	190	2019.1~2039.1	收费还贷	126.24	6,644.21
	33	抚州东外环	100.00	23	2019.12~2049.12	经营性	20.12	8,747.83
	34	宜丰联络线	100.00	25	2020.12~2050.11	经营性	25.75	10,300.00
赣粤高速	1	昌九高速	51.98	137	1998.04~2030.03	经营性	25.79	1,882.48
	2	昌樟高速	51.98	105	1999.07~2044.03	经营性	13.45	1,280.95
	3	温厚高速	51.98	36	1999.01~2028.12	经营性	8.09	2,247.22
	4	九景高速	51.98	148	2000.11~2030.11	经营性	31.45	2,125.00
	5	彭湖高速	51.98	64	2010.09~2040.09	经营性	20.50	3,203.13
	6	昌泰高速	39.85	148	2003.06~2033.06	经营性	22.41	1,514.19
	7	昌奉高速	73.33	39	2011.12~2041.12	经营性	17.53	4,494.87
	8	奉铜高速	73.33	131	2012.10~2042.10	经营性	69.53	5,307.63
公路开发公司	1	梨温高速	100.00	245	2002.12~2032.12	经营性	39.69	1,620.00
	2	景鹰高速	100.00	203	2007.11~2037.11	经营性	61.92	3,050.25
	3	德昌高速	100.00	205	2011.09~2041.09	经营性	98.88	4,823.41
	4	祁浮高速	100.00	16	2012.08~2042.08	经营性	6.32	3,950.00
	5	九江绕城高速	100.00	47	2014.12~2044.12	经营性	31.33	6,665.96
	6	都九高速星子至九江段	100.00	0	2014.12~2044.12	经营性	12.48	--
	7	都九高速都昌至星子段	100.00	66	2017.1~2047.1	经营性	44.55	8,640.91
	8	上万高速	100.00	76	2017.1~2047.1	经营性	46.88	6,168.42
	9	广船高速	100.00	22	2017.1~2047.1	经营性	21.90	9,954.55
合计	--	--	--	5,354	--	--	2,496.07	4,662.07

注：上表中昌樟高速总投资规模不包括昌樟高速改扩建投资。因昌樟高速改扩建，根据江西省发展改革委、江西省交通运输厅《关于同意重新核定南昌至樟树高速公路收费年限和药湖大桥收费标准有关事项的批复》（赣发改收费【2015】1441号），延长昌樟高速公路收费期限14年零9个月。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017年，公司建成东昌高速、定宁高速、铜万高速、修平高速、昌宁连接线、广船高速、上万高速、都九高速都昌至星子段，新增通车里程717公里。2019年，公司建成广吉高速和抚州东外环高速，新增收费里程212公里。2020年，公司建成宜丰联络线，新增收费里程25公里。随着收费里程不断增长、新通车路产车流量的自然增长以及路网效应释放，公司通行费收入与车流量呈增长趋势，2020年受疫情影响有所下降。

2018~2020年，公司路产通行费收入分别为146.50亿元、150.58亿元和130.91亿元，同期日均车流量分别为57.03万辆/日、62.65万辆/日和54.64万辆/日，2020年受疫情影响有所下降。路产分流方面，受分流影响武吉高速和石吉高速车流量呈下滑趋势；沪昆高速江西段，昌金高速和梨温高速车流量稳步增长；其他路产受分流影响不大。收入规模方面，鹰瑞高速（北段及南段合并）、昌金高速、泰赣高速、瑞赣高速、昌九高速、昌樟高速、梨温

高速、景鹰高速收入规模较大。但同时中诚信国际也注意到部分路产通车时间较短，且江西省高速公路路网存在梨温高速、鹰瑞高速、泰赣高速、昌樟高速日均车流量较高，而铜万高速、广船高速、祁浮高速等路产日均车流量以及通行费收入相对较低的情况，路产收入规模较不均衡。

此外，2020年春节期间，受疫情影响导致的交通管制和延迟复工等因素影响，公路客运量短期内下降明显；另根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自2020年5月6日起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。上述因素叠加下，2020年，公司通行费收入有所下滑，当年实现通行费收入130.91亿元。

车辆结构方面，公司路产车辆结构以客车为主，梨温高速、鹰瑞高速、泰赣高速、昌金高速、昌九高速和昌泰高速的货车占比高于其他路段。

表 8：近年来公司通行费收入及车流量情况（辆/日、万元）

所属	编号	路段名称	日均车流量	通行费收入
----	----	------	-------	-------

单位		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
公司直属	1 泰井高速	2,697	2,642	2,794	2,552	3,621.51	3,479.62	3,703.42	2,518.61
	2 乐温高速	29,482	28,203	30,340	24,272	36,965.59	35,883.98	37,118.52	32,988.59
	3 温沙高速	13,767	16,459	16,357	11,683	38,738.78	46,712.31	46,714.66	39,007.34
	4 鹰瑞高速	51,168	59,671	57,480	40,343	133,837.34	160,684.07	149,082.35	141,307.97
	5 昌金高速	23,427	25,112	31,995	21,171	74,612.21	83,320.50	82,828.16	69,312.50
	6 景婺黄高速	9,245	10,615	11,491	8,709	31,450.33	31,930.86	34,639.51	29,091.58
	7 武吉高速	11,905	9,419	8,920	20,302	62,787.48	62,711.85	56,431.75	55,818.12
	8 石吉高速	8,478	9,662	5,491	6,832	32,801.02	36,539.50	26,210.60	27,678.79
	9 泰赣高速	34,149	36,759	37,620	29,764	87,752.49	94,250.63	94,341.19	85,407.68
	10 瑞赣高速	21,037	25,180	25,868	15,767	45,121.29	55,178.57	56,156.52	38,390.43
	11 隘瑞高速	10,113	11,132	11,855	5,618	4,865.91	5,254.08	5,607.30	4,830.55
	12 永武高速	5,277	5,001	5,369	4,539	9,811.26	10,284.58	10,065.67	8,791.17
	13 昌北机场高速		合并至昌九高速		22,958	1,469.35	1,753.40	1,807.44	1,475.74
	14 德上高速	3,633	4,159	4,756	3,942	4,742.76	5,522.36	5,715.67	4,498.41
	15 抚吉高速	4,442	4,712	4,909	4,095	16,308.40	16,345.62	16,759.64	12,706.74
	16 赣崇高速	4,784	5,677	6,101	5,078	8,931.74	10,515.95	11,291.53	8,207.33
	17 吉莲高速	5,708	7,201	7,322	5,707	13,834.32	18,286.66	16,888.71	11,861.70
	18 井睦高速	1,889	1,861	2,078	1,484	1,609.64	1,726.21	1,805.10	1,459.49
	19 萍洪高速	5,792	6,348	5,890	4,501	4,261.84	4,695.65	4,291.48	2,900.91
	20 万宜高速	5,156	6,490	7,851	4,957	3,030.10	3,620.04	4,012.87	3,351.12
	21 金抚高速	5,067	6,584	8,319	7,448	3,404.36	4,440.11	5,450.32	5,275.07
	22 昌宁高速	2,120	5,861	8,646	8,056	11,887.60	17,101.49	23,615.29	17,319.17
	23 昌栗高速	7,663	15,772	18,967	14,305	26,879.08	29,978.43	32,931.84	32,143.22
	24 东昌高速	14,942	17,375	17,839	13,904	39,885.15	48,009.72	49,164.93	41,739.33
25 定宁高速	9,360	13,645	16,661	17,634	43,141.24	62,544.45	64,057.03	52,572.05	
26 铜万高速	1,273	950	2,421	764	1,520.83	1,269.43	1,503.59	941.56	
27 修平高速	861	1,733	4,756	1,397	1,166.13	2,475.00	3,545.64	1,944.85	
28 广吉高速	--	--	8,548	3,415	--	--	14,499.03	6,697.42	
29 药湖大桥	--	--	--	--	--	--	4,688.33	4,582.63	
30 昌宁连接线	--	5,022	5,572	7,227	233.87	1,576.15	1,649.20	1,698.40	
31 抚州东外环	--	--	--	1,323				520.08	
32 宜丰联络线	--	--	--	8				5.23	
赣粤高速	1 昌九高速	33,753	32,733	30,862	38,665	81,546.77	77,890.08	76,244.01	80,329.61
	2 昌樟高速	42,540	40,394	42,416	26,186	64,878.74	60,546.13	55,113.79	50,339.67
	3 温厚高速		合并至昌樟高速		11,944	11,112.67	9,957.77	10,308.48	7,860.33
	4 昌泰高速	25,474	25,991	25,745	20,674	69,140.91	69,462.54	68,299.17	61,946.50
	5 九景高速	21,050	22,159	22,948	15,230	62,195.93	64,048.52	63,048.18	41,995.35
	6 彭湖高速	6,867	9,256	12,524	7,111	7,873.94	12,356.24	14,581.88	11,255.14
	7 昌奉高速	8,926	10,996	11,861	10,840	15,701.50	17,580.66	18,869.33	14,375.49
	8 奉铜高速	4,850	4,951	4,993	2,935				
公路开发	1 梨温高速	35,755	40,567	45,418	28,872	156,799.58	183,958.25	187,769.69	156,832.44
	2 景鹰高速	13,116	15,971	18,224	13,129	44,849.88	54,600.88	63,739.03	56,994.75
	3 德昌高速	9,357	10,664	14,466	12,277	39,470.41	45,413.65	53,585.15	47,281.81
	4 祁浮高速	2,078	3,598	3,512	2,110	774.41	957.81	1,064.31	832.91
	5 都昌至九江高速	596	1,129	11,466	18,512	796.36	1,529.81	6,058.99	11,936.77
	6 九江绕城高速	1,682	2,819	3,213	3,694	1,965.79	3,010.15	3,356.12	4,645.58
	7 广船高速	647	805	1,659	1,218	246.17	317.06	739.36	871.19
	8 上万高速	3,564	5,058	5,706	5,309	5,090.52	7,319.58	8,620.80	8,026.09
	9 定南联络线	--	--	--	7,951	--	--	--	6,724.61
合计		503,690	570,336	626,473	546,412	1,307,115.20	1,465,040.35	1,505,843.16	1,309,292.02

注：上表中将鹰瑞高速北段及南段通行量及通行费收入合并统计；宁安高速、安定高速及定南连接线通行量及通行费收入合并统计；都九高速星子至九江段以及都九高速都昌至星子段通行量及通行费收入合并统计；广吉高速及广吉连接线通行量及通行费收入合并统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入确认模式上，江西省高速公路通过建立统一的高速公路收费系统，在省内路网实行联网收费、统一管理、按实结算的收费制度。具体来看，江西省交通厅下属的高速公路联网收费中心对经营性公路和政府还贷公路的通行费每周进行拆分，公司运营的经营性高速公路的通行费收入由联网收费中心直接划付给公司，政府还贷公路的通行费则直接划付至财政专户，由江西省财政厅不定期将专项预算资金下发至江西省交通运输厅，再由江

西省交通运输厅转拨给公司用于其运营管理的政府还贷性公路的还本付息和支付日常运营管理费用。收费标准方面，2019年12月，江西省财政厅、江西省交通运输厅、江西省发展和改革委员会联合以赣发改收费字[2019]115号文发布了《关于调整我省收费公路车型分类及车辆通行费收费标准有关事项的通知》，对全省车辆通行费车型分类及收费标准进行了明确，江西省高速公路分别按照载客类和载货类车辆的不同标准收费。

表 9：公司路产现行通行费标准

计价方式	车型分类	收费标准
载客类车辆按车型分类（元/车公里）	≤9座	0.45
	10座-19座	0.80
	20座-39座	1.15
	≥40座	1.50
载重类车辆（元/吨公里）	货车基准费率为0.450元/车公里；六轴以上超限运输货车，在六轴货车收费系数的基础上，按照每增加一轴，收费系数增加0.4（0.180元/公里）的方法计收。	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，根据《江西省高速公路投资集团有限责任公司工程养护预算管理办法》，公司路产的养护规划和养护成本控制由下属各养护单位报送公司汇总后报江西省交通厅批准后实施。2018年~2020年，公司养护费用支出合计分别为12.01亿元、16.83亿元和23.55亿元，2020年公司平均养护成本为39.36万元/公里，较2019年大幅上升主要系随着高速公路使用时间增长，路面磨损程度增加，当年增加了路面养护工程、桥梁安全防护能力提升工程、隧道提质升级工程等相关投入。未来三年，公司运营的高速公路无大修计划。

公司高速公路建设持续推进，在建及拟建投资规模较大，未来将面临较大的投资压力

截至2021年3月末，公司共有在建高速公路

项目6个，建设里程为625.92公里，计划总投资为844.51亿元，已完成投资420.75亿元，2021年公司需完成投资额231.52亿元。

资金来源方面，在建高速公路项目资本金占比多为25%~35%，公司在建项目资本金主要来自江西省高速公路专项债和公司自有资金，其余部分由公司通过银行借款等方式筹集。

拟建项目方面，公司拟建项目主要包括遂川至大余高速新建工程、昌樟改扩建二期工程、以及沪昆高速梨园至东乡段扩建工程等项目，建设里程约为617.67公里，计划总投资为934.59亿元。

截至2021年3月末，公司在建和拟建高速公路项目总投资规模较大，公司未来几年仍面临较大的投资压力。

表 10：截至 2021 年 3 月末公司主要在建公路项目情况（公里、亿元）

项目名称	路产性质	建设里程	总投资	建设周期	已投资	投资计划		
						2021.4-12	2021	2022
赣皖界至婺源段新建工程	收费还贷	40.75	68.25	2019-2022	31.00	17.50	22.00	--
宜春至遂川高速	收费还贷	194.87	280.81	2019-2022	118.70	76.58	96.00	--
萍乡至莲花	收费还贷	76.07	93.28	2017-2021	89.22	4.05	5.52	--
寻乌至龙川高速	收费还贷	26.86	35.68	--	16.79	12.70	16.00	--

大广高速南康至龙南扩容工程	收费还贷	142.67	199.58	2019~2022	132.69	44.06	55.00	--
大广高速吉安至南康段改扩建	收费还贷	144.71	166.91	--	32.35	29.65	37.00	--
合计		625.93	844.51		420.75	184.54	231.52	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看来，公司作为江西省内最重要的高速公路运营主体，承担江西省大部分高速公路的投资建设任务，随着在建高速公路项目逐步建成通车，公司通行里程保持增长，但未来几年公司仍有部分在建、拟建项目，公司面临较大的投资压力。

公司非路桥业务较大程度补充了公司的收入规模，但成品油销售业务和材料销售业务毛利率水平较低，对公司整体盈利能力贡献较小

公司公路工程业务主要由子公司交通工程集团和交通工程集团子公司江西赣粤高速公路工程有限责任公司（以下简称“赣粤工程公司”）负责经营。

交通工程集团具有公路工程施工总承包特级、桥梁工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级、隧道工程专业承包壹级、公路工程设计行业甲级等资质。2018~2020年，交通工程集团分别签订合同数52个、74个和90个，包括公路工程、市政工程、绿化工程等项目，合同金额分别为67.74亿元、114.33亿元和215.45亿元。交通工程集团承接项目中包括PPP、BT等多种模式，主要BT项目为丰城至厚田一级公路新建BT项目，目前该项目已进入回购期；主要PPP项目包括吉水县樟吉高速吉水连接线改建工程、江西省赣州市崇义县S548线树木园至过埠公路改建工程、安福S438等道路改建工程PPP项目、信丰县公路升级改造PPP项目、龙南县“五桥十路”项目二期工程PPP项目、全南县S454等普通公路PPP项目等项目。

赣粤工程公司具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等资质。2018~2020年，赣粤工程公司分别签订合同数17个、17个和35个，包括路面维护保养工程、路基工程、桥梁工程及市政工程项目，合同金额分别为20.52亿元、9.74亿元和22.03亿元。截至2021年3月末，赣粤工程公司在建外部合同项目共11个，合同金额29.23亿元，主要为新建公路和养护工程。

2018~2020年，公司公路工程收入分别为42.19亿元、66.20亿元和88.20亿元，2018年交通工程集团纳入公司合并范围，公路工程收入呈逐年增长趋势。同期，公司公路工程业务毛利率分别为11.81%、9.54%和11.95%，受工程项目影响呈现一定波动。

公司成品油销售业务由江西高速实业开发有限公司（以下简称“实业开发公司”）和江西高速石化有限责任公司（以下简称“高速石化公司”）负责。实业开发公司目前正经营昌樟高速、昌九高速、九景高速路、昌铜高速和温厚高速的上梅林、雷公坳、木家垄、北港湖、罗家滩、南昌南、铜鼓等11家加油站，高速石化公司目前共经营80家加油站。公司主要向中石化江西石油分公司采购成品油并按照国家统一零售价对外销售。2018年~2020年，公司成品油销售收入分别为15.83亿元、24.20亿元和27.98亿元，毛利率分别为9.27%、11.80%和15.23%。

材料销售业务由江西省高速公路投资集团材料有限公司负责，主要销售沥青、钢材、水泥等。2018年~2020年，公司材料销售收入分别为10.62亿元、9.16亿元和19.33亿元，毛利率分别为5.31%、5.22%和6.45%，2018年以来毛利率呈波动呈增加趋势，但总体来看该业务对公司盈利能力贡献有限。

房地产销售业务由江西嘉圆房地产开发有限责任公司（以下简称“嘉圆公司”）、江西恒泰路桥工程有限公司（以下简称“恒泰公司”）以及交通工程集团负责。嘉圆公司具有二级房地产开发资质，交通工程集团具有（暂定）三级房地产开发资质。嘉圆公司主要是在公司运营高速公路沿线城镇进行房地产开发并向员工定向销售。交通工程集团房地产业务主要由下属江西路通房地产开发有限公司、江西省海威房地产开发有限公司等负责，完工房地产项目包括九龙湖一期项目、望城沁园项目等。2018~2020年，公司房地产销售收入分别为8.61亿元、20.15亿元和12.81亿元，2019年受九龙湖一期项目交付当年收入大幅增加。

截至2021年3月末，公司主要在建房地产项

目主要包括新建中心项目、高安中心项目以及上高花园等项目，总投资规模合计为 83.80 亿元，投资压力尚可。

公司其他业务收入包括高速服务区收入、租金收入等。

中诚信国际认为，公司高速公路建设项目投资规模较大，业务可持续性较强，但存在较大的资本支出压力；路产运营随着路网效应的显现，能够为公司带来较稳定的现金流；另外非路桥业务的多元化发展，为公司收入形成了较好的补充，一定程度上增强了公司抗风险能力，但其中成品油销售业务和材料销售业务毛利率水平较低，对公司整体盈利能力贡献较小。

战略规划与管理

公司法人治理结构、内控制度和组织架构完善，治理与管控水平较好；公司整合梳理收费运营、工程建设、金融产业及路域经济四大板块，促进公司快速稳步发展

公司按照《公司法》和《公司章程》，结合公司实际，明确党委会、董事会、监事会、经理层和各职能部门机构设置、职责权限、人员编制、工作程序和相关要求的制度安排。江西省人民政府授权江西省交通运输厅履行出资人职责，董事会对出资人负责，依法行使公司的经营决策权。按照出资人的有关决议，设立专门委员会，明确各专门委员会的职责权限、任职资格、议事规则和工作程序，为董事会科学决策提供支持。监事会对出资人负责，监督公司董事、经理和其他高级管理人员依法履行职责。组织架构方面，公司根据经营管理的需要设置了党委办公室（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、运营管理部、安全监管部（安全生产办公室）、人力资源部、战略发展部（董事会办公室）、投资管理部、工会（党委宣传部）等职能部门；同时，公司制定了相对完备的管理制度，包括财务管理制度、预算管理制度、融资制度、担保及对外投资制度、对子公司管理制度

等。

“十三五”期间公司将坚持以建设和融资为保障，2020 年公司共承担了 6 个高速公路项目，总里程 625.93 公里，总投资 844.51 亿元，目前江西省高速公路通车里程达到 6,234 公里，基本形成“四纵六横八射十七联”高速公路网。公司将持续推进高速公路建设任务。另外，融资方面公司将多措并举，通过发行中期票据、公司债等中长期债券优化债务结构，完成项目银团贷款，探索应用绿色债券、永续债券、股权融资等新模式。积极争取政策支持资金，力争完成财务公司组建工作，优化资金管控，介入金融市场筹集低成本资金。公路运营方面，公司以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象。完成“十三五”养护规划，研究明确养护管理的基本原则、发展目标、管理模式、组织架构，以及路网养护中心布局、人员设备配备规模和养护工程计划等基本思路，以养护科学决策为依托，进一步提高养护管理水平，构建“全面统一、高效可行”的管养模式。提升收费道口通行能力，逐步推广智慧岗亭建设，实现自助发车道全覆盖。提升环境品位，完成“十三五”服务区布局规划，合理安排改造升级，按照“安全实用、节能环保、整洁美观”的要求，完善停车广场、公共卫生间等服务设施，并提升园林绿化水平。产业板块发展方面，公司以产业和效益为支撑，全力推进提质增效。金融投资板块，完成投资江西银行后续工作，进一步提升集团资产规模和利润水平；加强与省内金融、投资公司合作，做好对保险、基金等产业的投资工作，力争通过参股等方式深度融入资本市场。能源物流板块，组建并运营合资油品公司，按照集团物流发展规划，逐步推进物流项目建设。未来公司将整合梳理收费运营、工程建设、金融产业及路域经济四大板块，促进公司快速稳步发展。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一

季报；各期财务数据均使用财务报表期末数，各期财务报告均按照新会计准则编制。

盈利能力

近年来受益于车辆通行费与公路工程等收入增加，公司营业总收入保持稳步增长趋势，但受疫情影响，2020年车辆通行费收入较上年有所下滑；投资收益与营业外收益对公司利润总额形成较好补充，且公司主营业务获现能力较强

公司营业总收入近年来持续增长，由2018年230.68亿元增长至2020年的287.37亿元；其中，车辆通行费收入受益于路网效应的显现及车流量增加呈增加趋势，但受疫情影响，2020年收入较上年有所下滑；公路工程收入自2018年交通工程集团纳入合并范围影响，收入呈逐年增加态势；受益于公司运营的加油站数量增加及车流量增长带动加油需求增长，成品油销售收入逐年上升；房地产收入亦呈波动趋势，2019年较2018年大幅增长至20.15亿元，主要系公司开发的九龙湖一期等房地产项目当期集中确认收入所致。2021年1~3月，公司营业收入为82.23亿元，同比上年同期大幅增加53.63亿元，主要当年无新冠疫情影响且出行习惯有一定变化，使得车辆通行费大幅增加所致。

近年来公司毛利率整体呈下滑态势，主要系受毛利率一般的公路工程业务收入占比提升以及2020年车辆通行费收入下降所致。其中，车辆通行费毛利率较为稳定，毛利率维持在50%以上，2020年受疫情影响，当年毛利率有所下降；受工程材料材料价格波动影响，公路工程业务毛利率呈波动态势；成品油销售毛利率逐年小幅上升；房地产毛利率有一定波动，2019年较2018年上升至22.83%主要系当期确认收入的房地产项目溢价较高所致。2021年一季度，受收入大幅上升影响，公司营业毛利率为46.96%，较上年同期大幅上升。

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
车辆通行费	55.49	56.41	42.72	70.79
公路工程	11.81	9.54	11.95	13.68

成品油销售	9.27	11.80	15.23	21.43
房地产销售	16.93	22.83	20.98	20.57
高速服务区	28.96	31.63	16.39	3.73
材料销售	5.31	5.22	6.45	8.80
其他业务	22.06	10.80	13.21	52.53
营业毛利率	39.68	36.34	26.59	46.96

注：主要板块营业收入未包含利息收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，其中财务费用主要系费用化利息支出，管理费用主要系职工薪酬和折旧摊销。2018~2020年，受收入规模大幅增加影响，公司三费收入占比呈下滑趋势，但2020年三费收入占比为28.90%，仍处于较高水平，期间费用对公司利润形成一定侵蚀，费用控制能力有待提升。2021年1~3月，公司期间费用合计为20.65亿元，三费收入占比为25.11%。

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。随着公司营业收入增长，公司经营性业务利润呈提升趋势，2019年增加则主要系当年实现较大规模房地产收入所致；2020年经营性业务利润大幅下降为亏损，主要系受疫情影响，当年车辆通行费大幅下降所致。投资收益主要为权益法核算的对江西银行股份有限公司（以下简称“江西银行”）及广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”）等实现的投资收益，营业外收益主要为公司收到的政府补助款，投资收益与营业外收益对公司利润总额形成较好补充。2021年1~3月，公司利润总额为22.37亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为18.48亿元和6.27亿元。

公司车辆通行收费业务的特性决定了公司具有很强的现金获取能力，2018~2020年及2021年1~3月，公司收现比分别为1.00倍、0.97倍、0.99倍和1.04倍，主营业务现金流入能够对公司的资金需求提供一定支撑。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	230.68	280.95	287.37	82.23
三费合计	75.58	80.77	83.06	20.65
三费收入占比(%)	32.77	28.75	28.90	25.11
经营性业务利润	16.27	21.54	-2.32	18.48
其他收益	1.16	1.21	5.43	0.77

营业外损益	4.39	1.83	4.12	0.67
投资收益	5.99	5.07	16.72	6.27
利润总额	32.47	29.54	16.81	22.37
收现比	1.00	0.97	0.99	1.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产和负债规模均呈增长趋势，债务以长期债务为主；同时，公司资产以路产为主，能带来稳定现金流，资产质量较好

随着业务持续发展，公司总资产规模逐年增长，公司资产以非流动资产为主，2018~2021年3月末其占总资产的比重分别为87.84%、86.13%、84.41%和82.36%，主要由固定资产、可供出售金融资产和长期股权投资构成。公司固定资产主要系公路资产及房屋建筑物等，2019年末固定资产同比增长6.33%，主要系当期广吉高速公路项目转固所致；2020年以来受折旧影响，固定资产呈小幅下降趋势。可供出售金融资产方面，2019年末可供出售金融资产大幅增加120.01亿元，主要系公司将原计入“其他非流动资产”科目中的对广发银行的股权投资转入“可供出售金融资产”科目所致。2020年末长期股权投资大幅增长至253.63亿元，主要系将原计入“可供出售金融资产”科目中的对广发银行的股权投资转入“长期股权投资”科目所致。截至2021年3月末，公司总资产同比2020年末小幅增长至3,480.12亿元。

公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具、资本公积及未分配利润构成，受益于公司永续中票发行及累计计入其他综合收益中的可供出售金融资产公允价值变动等共同所致，公司所有者权益呈增长趋势。截至2021年3月末，公司所有者权益较上年末小幅下降1.03%至1,308.24亿元，主要系当期公司偿还永续债导致其他权益工具下降所致。

公司总债务呈扩张态势，但受益于近年来公司资本实力不断夯实，总资本化比率相对稳定；但若考虑到永续债及优先股等其他权益工具，2020~2021年3月末公司总资本化比率分别为

64.02%和64.22%，2020~2021年3月末的资产负债率分别为68.82%和68.74%，杠杆率上升7个百分点左右。从债务结构来看，公司短期债务/总债务比例保持在较低水平，债务以长期债务为主，债务结构符合高速企业项目建设周期长、资金需求量大的特点。

公司资产以非流动资产为主，资产流动性不佳。2020年末公司固定资产占总资产的比例为73.39%，其主要为已完工路产，能够给公司带来稳定的通行车辆费收入，是公司收入的主要来源；且公司拥有对广发银行及江西银行等公司的投资，能产生一定的投资收益；此外，公司还有一定规模的房产，亦能为公司带来房产销售收入作为补充。整体看，公司资产收益性较强，资产质量较好。

公司车辆通行收费业务的特性决定了公司应收类款项较少，2018~2021年3月末，公司应收类款项/总资产分别为2.11%、2.68%、2.91%和3.21%，对公司资金占用较少。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	222.10	151.47	269.08	337.73
其他流动资产	11.50	142.52	82.01	74.99
存货	97.40	92.44	102.35	60.99
固定资产	2,357.69	2,506.94	2,503.41	2,486.97
可供出售金融资产	23.67	143.68	2.55	0.00
长期股权投资	86.92	95.95	253.63	259.92
总资产	3,148.51	3,304.87	3,411.28	3,480.12
实收资本	95.05	95.05	95.05	95.05
其他权益工具	208.29	228.23	258.23	220.23
资本公积	724.55	731.31	741.83	749.83
所有者权益	1,227.66	1,285.68	1,321.84	1,308.24
短期债务/总债务	0.25	0.28	0.21	0.20
总资本化比率	55.43	54.29	55.29	56.98
资产负债率	61.01	61.10	61.25	62.41
应收类款项/总资产	2.11	2.68	2.91	3.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司主要通过筹资活动和经营活动的现金流入来平衡投资活动的现金流出；公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力

公司经营活动净现金流主要来源于车辆通行

费、销售房产、成品油及材料销售等收入，近年经营活动净现金流呈逐年增加态势，但 2020 年受疫情影响导致当年经营活动净现金流大幅下滑；2021 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-19.87 亿元，较上年同期大幅下降且流出，主要系当期支付 38.00 亿元专项债所致。受在建高速公路建设持续投入影响，公司投资活动净现金流持续流出；2020 年以来，公司投资活动现金流流出有所收窄，主要系公司放缓对外投资所致。筹资活动方面，2019 年公司筹资活动净现金流同比大幅减少且呈流出状态，主要系当期吸收投资及借款取得资金减少，同时偿还到期债务规模较大所致；2020 年以来公司加大筹资力度，筹资活动现金流呈大幅净流入状态。

近年来公司 EBITDA 整体呈现下降态势，且总债务规模逐年增长，使得公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力呈下滑态势。由于经营活动净现金流波动变化，经营活动净现金流对债务本息的保障能力呈波动变化趋势。

公司短期债务规模较大，截至 2021 年 3 月末，货币资金/短期债务虽上升至 0.96 倍，但仍不能完全覆盖短期债务，公司面临一定的短期偿债压力。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	129.00	197.88	125.67	-19.87
投资活动净现金流	-219.57	-210.43	-75.34	-1.13
筹资活动净现金流	187.17	-57.80	66.69	90.30
EBITDA	135.29	134.12	125.05	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.98	1.90	1.81	--
经营活动净现金流/总债务	0.08	0.13	0.08	--
经营活动净现金流/利息覆盖倍数	1.89	2.80	1.82	--
短期债务	386.64	432.41	338.95	352.08
货币资金/短期债务	0.57	0.35	0.79	0.96
总债务	1,526.59	1,527.28	1,634.60	1,732.63
总债务/EBITDA	11.28	11.39	13.07	--

注：上表中的债务计算指标未考虑纳入到权益的有息债务；

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司总债务为 1,732.63 亿元，公司债务规模较大；2021 年 4~12 月公司到期债务为 388.91 亿元，短期债务规模亦较大，面临一定的短期偿债压力。

表 15：截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布（亿元）

到期时间	2021.4~12	2022	2023	2024
到期金额	388.92	143.82	154.49	165.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 4,410.33 亿元，其中未使用授信额度为 2,708.32 亿元，备用流动性充足。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,499.71 亿元，占总资产的比例为 43.09%，主要是收费权质押的高速公路资产。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 19.00 亿元，占当期末净资产的比重为 1.45%，为对江西省铁路航空投资集团有限公司（原江西省铁路投资集团有限责任公司）的担保，公司或有负债风险较小。

根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2021 年 5 月 24 日，公司不存在逾期而未偿还的债务。公司各期债券均按期支付本金和利息。

外部支持

支持能力

江西省区位优势、交通便利，江西内陆开放型经济试验区的设立将使得江西省对外主动融入共建“一带一路”，不断拓展对外开放新空间；且近年来江西省综合经济及财政实力持续增强，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

支持意愿

公司作为江西省内最重要的高速公路投资建设、运营主体，承担了江西省内绝大部分高速公路的投融资和建设任务，具备很强的区域专营性，地位十分重要。

从历史获得支持情况来看，上级股东主要从资产及资产注入、财政补贴和专项债资金等方面进行支持：1) 2012 年 6 月，江西省人民政府印发《关于同意省交通运输厅收费还贷高速公路资产和负债移交管理及运作方案》（赣府字【2012】49 号），

批复同意江西省交通运输厅将其投资建设和管理的昌金、温沙、乐温、景婺黄、武吉、泰赣、瑞赣、鹰瑞、石吉、赣州城西段、隘瑞、永武、机场和赣崇共计 14 条收费还贷高速公路的资产和负债以及江西省高等级公路管理局赣州管理处、江西公路管理局沪瑞高速公路昌金管理处、江西公路管理局大广高速公路武吉管理处、江西省公路管理局京福高速公路温沙管理处、江西省公路管理局景婺黄高速公路管理处 5 个管理处移交至公司，移交基准日为 2011 年 12 月 31 日。以上 14 条收费还贷高速公路资产及负债经审计评估后增加公司资本公积 534.33 亿元；2018 年，江西省交通运输厅决定将江西省港航建设投资有限公司下属子公司江西省交通设计研究院有限责任公司整体划入公司；2020 年，江西省交通运输厅机关后勤服务中心将其持有的江西速达实业发展有限公司 35.71% 股权无偿划入公司下属孙公司江西恒硕物业服务有限公司。2) 2018~2020 年公司分别收到车购税补助资金 18.00 亿元、4.93 亿元和 9.00 亿元，计入“资本公积”科目。此外，2018~2020 年公司分别收到政府补助 9.44 亿元、4.25 亿元和 6.13 亿元。3) 公司获得了政府收费公路专项债券资金支持。根据江西省发展和改革委员会《关于明确萍乡至莲花高速公路项目相关事项的函》，明确萍乡至莲花高速公路为政府收费公路，项目资金由公司自筹和政府收费公路专项债券解决。经江西省人民政府同意，江西省财政厅于 2018 年 9 月发行收费公路专项债券，募集资金 43 亿元投入萍乡至莲花高速公路项目，债券期限 5 年，票面利率 3.89%，缓解了公司在该项目上的筹资压力。

中诚信国际认为，鉴于江西省稳步增强的经济及财政实力，且公司将继续承担江西省高速公路投资建设、运营职能，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

评级结论

中诚信国际评定江西省交通投资集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于江西省交通投资集团有限责任公司 跟踪评级安排

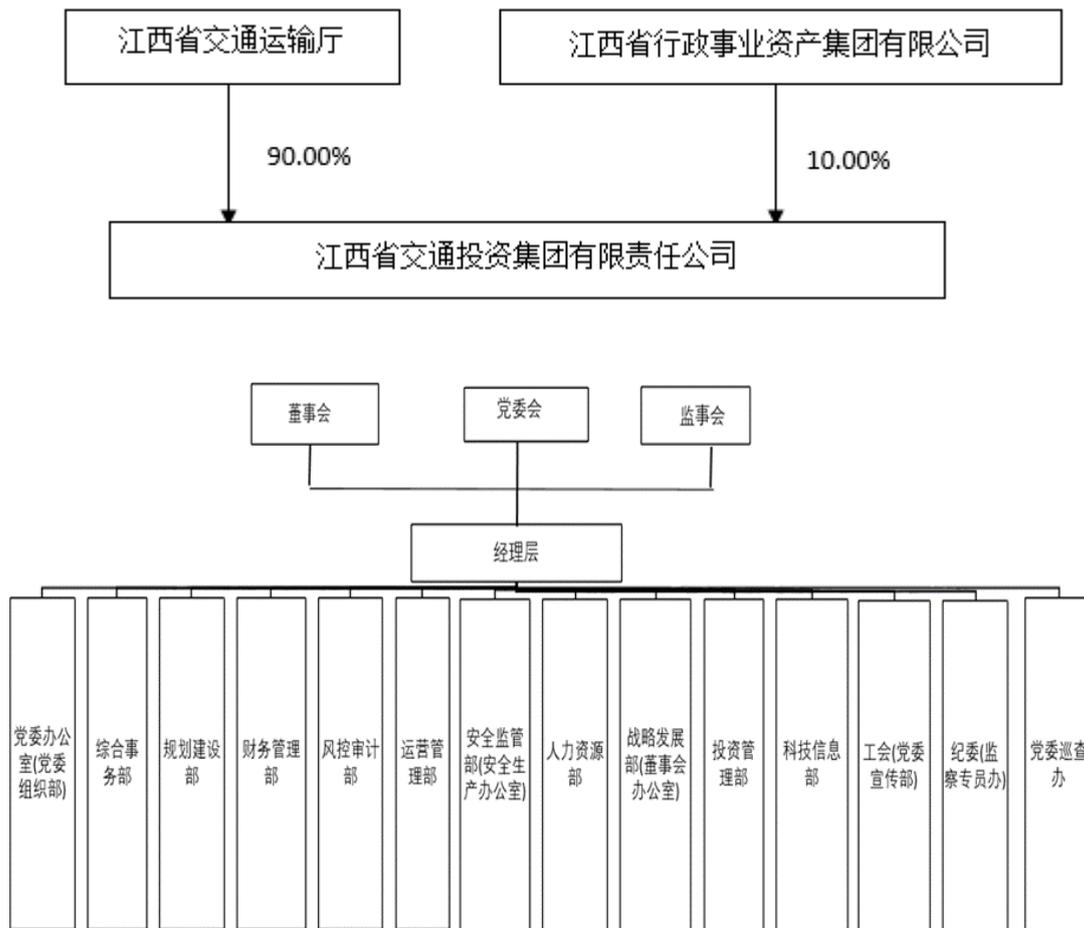
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对江西省交通投资集团有限责任公司进行不定期跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021年7月9日

附一：江西省交通投资集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江西省交通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)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,220,992.50	1,514,674.70	2,690,841.59	3,377,349.19
应收账款	247,066.72	300,776.22	346,331.57	431,237.26
其他应收款	245,884.26	203,193.51	199,440.12	259,302.85
存货	973,958.35	924,420.16	1,023,518.45	609,903.97
长期股权投资	1,105,828.20	2,444,631.44	2,616,326.00	2,676,863.86
在建工程	1,320,940.12	167,719.70	70,188.06	0.00
无形资产	18,494.88	19,583.88	28,836.35	31,481.36
总资产	31,485,127.43	33,048,658.98	34,112,837.58	34,801,209.42
其他应付款	565,808.92	450,289.66	418,954.56	399,261.10
短期债务	3,866,402.47	4,324,088.72	3,389,484.26	3,520,788.18
长期债务	11,399,463.56	10,948,682.29	12,956,526.29	13,805,484.29
总债务	15,265,866.04	15,272,771.01	16,346,010.55	17,326,272.47
总负债	19,208,492.31	20,191,845.31	20,894,470.19	21,718,780.86
费用化利息支出	639,491.69	677,353.57	684,591.76	--
资本化利息支出	43,029.86	30,106.17	7,035.03	--
实收资本	950,505.12	950,505.12	950,505.12	950,505.12
少数股东权益	818,183.16	860,767.27	882,114.85	893,461.95
所有者权益合计	12,276,635.12	12,856,813.68	13,218,367.39	13,082,428.56
营业总收入	2,306,768.72	2,809,494.19	2,873,662.50	822,310.17
经营性业务利润	162,728.60	215,449.15	-23,237.91	184,829.72
投资收益	59,944.54	50,743.27	167,235.59	62,718.74
净利润	252,612.75	207,470.73	116,855.67	196,212.64
EBIT	964,233.41	972,751.67	852,700.87	--
EBITDA	1,352,898.29	1,341,216.92	1,250,544.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,313,508.48	2,713,109.25	2,839,299.27	854,025.73
收到其他与经营活动有关的现金	241,012.82	1,589,383.03	857,354.81	92,732.92
购买商品、接受劳务支付的现金	762,823.94	1,269,308.45	1,620,272.01	536,394.40
支付其他与经营活动有关的现金	122,422.05	561,570.55	388,905.20	489,759.06
吸收投资收到的现金	1,193,633.00	255,183.10	117,000.00	80,000.00
资本支出	1,257,240.23	686,459.49	496,230.21	159,292.71
经营活动产生现金净流量	1,289,953.77	1,978,843.27	1,256,702.52	-198,714.45
投资活动产生现金净流量	-2,195,693.15	-2,104,313.11	-753,446.58	-11,275.88
筹资活动产生现金净流量	1,871,689.41	-578,002.71	666,858.64	903,001.31
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	39.68	36.34	26.59	46.96
期间费用率(%)	32.77	28.75	28.90	25.11
应收类款项/总资产(%)	2.11	2.68	2.91	3.21
收现比(X)	1.00	0.97	0.99	1.04
总资产收益率(%)	3.24	3.01	2.54	--
资产负债率(%)	61.01	61.10	61.25	62.41
总资本化比率(%)	55.43	54.29	55.29	56.98
短期债务/总债务(X)	0.25	0.28	0.21	0.20
FFO/总债务(X)	0.08	0.08	0.06	-0.05
FFO利息倍数(X)	1.74	1.71	1.50	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.89	2.80	1.82	--
总债务/EBITDA(X)	11.28	11.39	13.07	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.31	0.37	--
货币资金/短期债务(X)	0.57	0.35	0.79	0.96
EBITDA利息覆盖倍数(X)	1.98	1.90	1.81	--

注：1、公司根据2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度整理，各期财务数据均使用期末数；2、各年度财务报告均依据新会计准则编制；3、将公司各期财务报告“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算；将公司各期财务报告“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算；4、公司未提供2021年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。