



2024 年度江西省铁路航空投资集团有限公司信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20241548M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 6 月 12 日至 2025 年 6 月 12 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 12 日

评级对象 江西省铁路航空投资集团有限公司

主体评级结果 AAA/稳定

评级观点

中诚信国际认为江西省综合经济及财政实力处于全国中游水平，潜在的支持能力很强；江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“江西铁航”或“公司”）作为江西省唯一的省级铁路投资主体，区域重要性很高、核心业务具有区域专营性，与江西省政府维持高度的紧密关系，并得到了政府有力的支持。同时，中诚信国际关注到公司铁路投资回收周期较长、盈利能力较弱、铁路建设资金需求量大、在建及拟建铁路项目未来面临一定的资金支出压力、资产质量较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，江西省铁路航空投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **江西省区域发展环境向好。**江西省区位优势、交通便利，经济及财政实力处于全国中游水平，且江西内陆开放型经济试验区的设立将使得江西迎来高质量跨越式发展，向好的区域发展环境为公司业务发展提供了良好的外部条件。
- **区域重要性很高、核心业务具有区域专营性。**公司控股股东为江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”），实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”），目前公司职能定位以及与政府的紧密关系不变，区域重要性很高；另外，公司是江西省唯一的铁路建设及运营主体，核心业务具有区域专营性。
- **持续获得外部支持，有效保障了铁路投资建设的顺利推进。**为了平衡公司铁路投资支出，政府通过铁路建设资金保障、流动性支持、资产注入、财税支持、铁路产业基金及财政补贴等方式给予了公司有力支持，有效保障了铁路建设投资的顺利推进。
- **多元化业务布局有助于提升公司抗风险能力。**公司业务领域已逐步发展为以铁路投资建设和航空产业为主，金融、物流、节能环保、地产开发为辅的多元化业务布局，业务经营的多元化有利于分散单一业务的经营风险，提升公司的抗风险能力。

关注

- **铁路投资回收周期较长，盈利能力较弱。**2024年起公司将昌景黄铁路出表，使得2024年3月末公司资产、净资产明显下降，公司目前无并表在运营铁路，铁路项目建设周期较长、资金投入较大，盈利能力较弱，大部分参股合资铁路尚未产生分红，需持续关注铁路项目投资收益情况。
- **公司在建及拟建铁路项目未来面临一定的资金支出压力。**截至2024年3月末，公司在建及拟建铁路及航空项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
- **资产质量较弱。**公司资产以参股铁路项目股权出资和在建铁路为主，短期变现能力较差，资产流动性较弱，且参股铁路分红较少；另外公司存在一定规模基金股权类投资，但投资收益一般，整体来看资产质量较弱。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

江西铁航（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	898.59	1,031.32	1,110.59	923.20
经调整的所有者权益合计（亿元）	398.56	429.33	463.01	405.32
负债合计（亿元）	460.01	561.98	607.57	477.87
总债务（亿元）	368.43	447.81	528.82	422.47
营业总收入（亿元）	76.20	87.92	62.95	9.81
经营性业务利润（亿元）	2.26	1.36	2.98	1.03
净利润（亿元）	3.67	2.98	3.15	1.15
EBITDA（亿元）	14.92	14.81	7.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.14	22.53	9.31	1.21
总资本化比率（%）	48.04	51.05	53.32	51.04
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.05	1.85	1.11	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中，2021 年和 2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；3、为反映公司债务情况，将各期长期应付款和少数股东权益中的有息债务计入债务核算；4、公司未提供 2024 年一季度财务报表现金流量表补充资料及利息支出相关数据，故相关指标失效；5、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

同行业比较（2023 年数据）

项目	江西铁航	河北交投	山东铁投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	江西省	河北省	山东省
GDP（亿元）	32,200.10	43,944.10	92,068.70
一般公共预算收入（亿元）	3,059.60	4,286.15	7,464.72
所有者权益合计（亿元）	503.02	537.20	1,013.33
资产负债率（%）	54.71	40.08	43.35
净利润（亿元）	3.15	8.55	-5.74

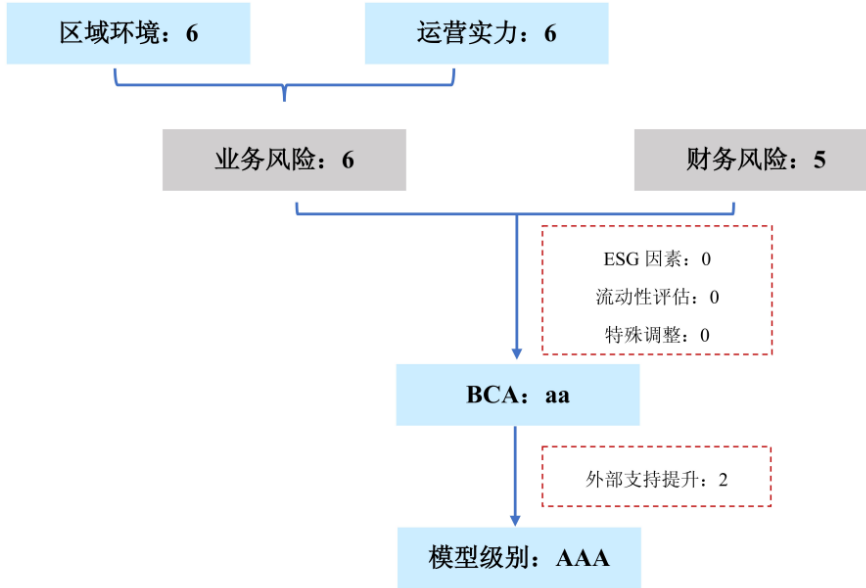
中诚信国际认为，江西省与河北省、山东省的行政地位相当，市场融资环境可比，但江西省的经济财政实力在比较组中相对较弱；公司与可比公司均为当地省政府实际控制的重要的省级铁路投资建设主体，业务运营实力相当；公司权益规模低于比较组平均水平，净利润处于中等水平，财务杠杆虽处于比较组较高水平但仍处于正常区间。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司支持意愿极强。

注：河北交投系“河北建投交通投资有限责任公司”的简称；山东铁投系“山东铁路投资控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 评级模型

江西省铁路航空投资集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 江西省地方政府支持能力很强，江西省地方政府对公司支持意愿极强，主要体现在江西省经济实力处于全国中游水平，区位优势良好，且随着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；江西铁航作为江西省唯一的铁路建设及运营主体，持续获得政府在铁路建设资金保障、流动性支持、资产注入、财税支持、铁路产业基金、财政补贴等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

评级对象概况

公司前身为江西省地方铁路建设集团公司，于 2007 年 11 月 28 日经江西省工商行政管理局批准成立。2022 年 7 月 26 日，公司发布《江西省铁路航空投资集团有限公司控股股东发生变更完成的公告》称，经江西省人民政府同意，将江西省发改委持有的公司 71.1447% 国有股权无偿划转至江西国控，江西国控系江西省国资委下属江西省级国有资本运营平台。截至 2024 年 3 月末，上述事项已完成工商变更登记，江西国控、国开发展基金有限公司、江西省行政事业资产集团有限公司及江西省投资集团有限公司分别持有公司 71.14%、18.37%、7.90% 和 2.58% 的股权¹，公司控股股东为江西国控，实际控制人为江西省国资委。

公司是江西省唯一的省级铁路投资主体，主营业务为投资建设江西省铁路，同时也承担航空产业投资建设职能，此外还开展物流贸易及铁路沿线土地综合开发等业务。

表 1：截至 2024 年 3 月末公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	截至 2024 年 3 月末			2023 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
江西省中泽地产集团有限公司	中泽地产	100.00%	26.19	5.26	79.91%	3.34	0.04
江西省航空产业集团有限公司	航空产业集团	60.00%	24.93	13.49	52.89%	19.74	0.08
江西省中融物资贸易集团有限公司	中融物贸	100.00%	58.19	48.98	15.84%	15.32	1.57
江西省铁路发展有限公司	铁路发展公司	70.77%	36.44	31.94	12.35	0.39	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

2024 年一季度中国经济增长好于预期，GDP 同比增长 5.3%，环比增长 1.6%，皆较上年四季度有所加快。从生产角度看，第二产业特别是制造业对经济增长的贡献率较上年显著提升，第三产业的贡献率边际回落。从支出角度看，最终消费对经济增长的贡献率为 73.7%，但较上年四季度有所下行，货物和服务净出口的贡献率由负转正，资本形成的贡献率保持稳定。

中诚信国际认为，当前经济增长好于预期主要来自于工业生产的加快，其背后是出口回升以及设备更新政策效应显现之下制造业投资显著加快，特别是装备制造与高技术制造主要行业的投资增速普遍超过 10%，民间投资增长也略有改善。但与此同时，经济保持较高增长的可持续性依然不够牢固。从外部环境看，美欧对于中国出口“新三样”发起贸易挑战，装备制造出口面临不确定性；从增长动能看，消费特别是服务消费恢复性增长的势头有所放缓，房地产开发投资依然在大幅下滑，新旧动能转换仍需时间；从微观预期看，GDP 平减指数延续为负，微观感受与宏观数据

¹ 根据公司 2019 年与股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）、江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”）签订的《股权转让协议》，国开基金将按协议约定日期分批次将其持有的公司股权有偿转让至江西投资，截至 2023 年末国开基金持有公司股权比例降至 15.93%，江西投资持股比例升至 4.98%；同期末江西省国有资本运营控股集团有限公司对公司增资 0.17 亿元，持股比例升至 71.20%，江西省行政事业资产集团有限公司对公司的持股比例为 7.89%。由于目前上述事项工商变更尚未完成，本次股权结构以截至 2024 年 3 月末工商信息为准。

之间的偏差仍存；从债务压力看，在名义增长较低背景下宏观杠杆率或将进一步上行，加剧了经济金融的脆弱性，制约了稳增长政策的发力空间。

中诚信国际认为，中国宏观政策将持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。财政政策继续“加力提效”，坚持用好政策空间，优化政策工具组合，其中新增专项债的加快发行以及超长期特别国债的落地，将持续支撑二至四季度的基建投资，结构性减税降费将重点支持新质生产力持续蓄能。货币政策保持宽松并更加注重“精准有效”，在保持流动性合理充裕的同时兼顾价格水平预期目标的实现，并引导社会综合融资成本稳中有降。此外，大规模设备更新和消费品以旧换新政策或将持续推动生产与消费形成良性循环。

综合以上因素，中诚信国际维持对于 2024 年中国经济同比增长 5% 左右的预期。从中长期来看，新质生产力有助于推动新旧动能平稳转换与经济高质量发展，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

基础设施投融资（以下简称“基投”）行业政策松紧周期随着经济环境的变化而有所调整，2023 年在“一揽子化债政策”的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2024 年一季度，基投行业政策延续“控增化存”的主基调，2024 年全国政府工作报告提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实‘一揽子化债’方案”，化债政策要求得到进一步的落实，统筹兼顾债务风险化解和基投行业转型与高质量发展实现稳步推进。

在本轮政策影响下，基投企业融资成本延续下行趋势，弱区域、弱资质基投企业的流动性压力有所缓释，但受新增融资渠道全面收紧的影响，相关主体利息支出压力仍较大。目前各地化债进度及成效出现一定的分化，加之地方财政收支平衡压力仍较大，弱区域弱资质的基投企业短期内能获得的支持力度有限，非标融资纠纷和负面舆情频现，仍面临较大的非标融资滚续压力，且高成本的境外融资偿债付息压力亦不容忽视。

2024 年二季度基投行业政策主基调预计将延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。政策将加速驱动基投企业转型，对转型企业自身实力提出更高的要求，转型中的政企关系演化亦有必要动态审视；在政策影响下，基投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，资源优势突出区域和政策支持领域的基投企业具备更好的转型发展优势，而弱区域短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出，或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

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。江西为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地，与上海、广州、厦门、

南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离，大多在六百至七百公里之内。境内高速公路里程突破 6,234 公里，出省主要通道全部高速化。京九线、浙赣线纵横贯穿全境。航空和水运便捷。截至 2023 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。江西省矿产资源丰富，有“世界钨都”、“稀土王国”、“中国铜都”、“有色金属之乡”的美誉，是亚洲超大型的铜工业基地之一；江西境内河网密集，有中国第一大淡水湖-鄱阳湖，是中国淡水渔业重点省份之一，农业在全国占有重要地位；江西的红色文化亦驰名中外，与此同时，江西省拥有庐山、井冈山、三清山、婺源江湾、景德镇古窑等十个国家 5A 级旅游景区，旅游资源丰富。产业方面，江西省传统产业集中在产业链前端，产品附加值有限；进入新世纪以来，江西大力实施以新型工业化为核心的发展战略，有色产业、电子信息、医药、汽车、航空、食品、纺织、光伏、锂电、钢铁、石化、建材等产业呈现了良好的发展势头。未来计划重点发展有色金属、电子信息产业，争取十四五期间主营业务收入过万亿，同时根据自身优势承接沿海产业转移，并通过“链长制”加强产业集聚，推动产业链转型升级。

2022 年 2 月，《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》（以下简称“《实施方案》”）获国务院批复同意并于 2022 年 3 月由国家发改委正式印发，批复称，长江中游城市群发展要彰显江西、湖北、湖南三省优势和特色，以培育发展现代化都市圈为引领，优化多中心网络化城市群结构，提升综合承载能力，打造长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极、具有国际影响力的重要城市群。《实施方案》提出健全基础设施网络，铁路方面规划建设南昌、九江、赣州等几大交通枢纽，建设长沙至赣州、常德至岳阳至九江、南昌至九江等铁路。

近年来江西省经济体量处全国中游水平，2023 年，江西省实现地区生产总值（GDP）32,200.10 亿元，GDP 增速为 4.10%，人均 GDP 为 71,216 元，同比增长 4.10%。2023 年，江西省三次产业结构为 7.6:42.6:49.8，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 8.1%、48.7%和 43.1%。2024 年一季度，江西省地区生产总值 7,351.30 亿元，同比增长 4.00%，经济实力稳步提升。

表 2：2023 年全国各省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,260,582.00		8.94		216,784.37	
广东省	135,673.16	1	10.70	7	13,851.30	1
江苏省	128,222.20	2	15.05	3	9,930.18	2
山东省	92,068.70	3	0.00	11	7,464.72	5
浙江省	82,553.00	4	12.50	5	8,600.02	3
四川省	60,132.90	5	7.18	20	5,529.10	7
河南省	59,132.39	6	6.01	24	4,512.05	8
湖北省	55,803.63	7	9.55	9	3,692.26	11
福建省	54,355.10	8	12.99	4	3,591.87	12
湖南省	50,012.90	9	7.59	14	3,360.50	15
上海市	47,218.66	10	0.00	2	8,312.50	4
安徽省	47,050.60	11	7.68	13	3,938.96	10
河北省	43,944.10	12	5.93	26	4,286.15	9
北京市	43,760.70	13	20.00	1	6,181.10	6
陕西省	33,786.07	14	8.54	12	3,437.36	14
江西省	32,200.10	15	7.12	21	3,059.60	17
辽宁省	30,209.40	16	7.21	19	2,754.00	18
重庆市	30,145.79	17	9.41	10	2,440.70	19
云南省	30,021.12	18	6.41	22	2,149.44	21

广西壮族自治区	27,202.39	19	5.40	29	1,783.80	24
山西省	25,698.18	20	7.40	15	3,479.15	13
内蒙古自治区	24,627.00	21	10.27	8	3,083.40	16
贵州省	20,913.25	22	0.00	28	2,078.25	22
新疆维吾尔自治区	19,125.91	23	7.38	16	2,179.69	20
天津市	16,737.30	24	12.28	6	2,027.34	23
黑龙江省	15,883.90	25	0.00	30	1,395.97	25
吉林省	13,531.19	26	0.00	27	1,074.80	26
甘肃省	11,863.80	27	4.79	31	1,003.50	27
海南省	7,551.18	28	7.30	18	900.69	28
宁夏回族自治区	5,314.95	29	7.30	17	502.26	29
青海省	3,799.06	30	6.39	23	381.31	30
西藏自治区	2,392.67	31	6.00	25	236.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和产业结构的不断优化为江西省财政实力形成了有力的支撑，近年来一般公共预算收入稳步提升，财政实力居全国中游，但税收收入占比有所下降且自给能力持续较弱。政府性基金收入是江西省地方政府财力的重要补充，受土地市场行情影响，近年来呈减少趋势。再融资环境方面，江西省广义债务率处于全国中上游水平，同其可支配财力基本匹配；同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差处于中下游水平，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：近年来江西省地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	29,619.67	32,074.70	32,200.10
GDP 增速（%）	8.80	4.70	4.10
人均 GDP（万元）	6.56	7.09	7.12
固定资产投资增速（%）	10.80	8.60	-5.90
一般公共预算收入（亿元）	2,812.30	2,948.30	3,059.60
政府性基金收入（亿元）	2,971.80	2,252.00	2,114.60
税收收入占比（%）	68.61	60.68	66.08
公共财政平衡率（%）	41.49	40.45	40.79

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：江西省政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为江西省合资铁路省方唯一出资人代表及航空产业发展投融资主体，业务区域专营性很强；近年来公司职能定位稳定，业务领域已逐步发展为以铁路投资建设和航空产业为主，金融、物流、节能环保、地产开发为辅的多元化业务布局；铁路项目建设方面每年均有一定规模的项目投资支出，公司业务稳定性和可持续性很强，同时也存在一定资本支出压力，业务风险整体处于很低水平。

值得注意的是，2024 年起公司将昌景黄铁路出表，目前无并表在运营铁路，且铁路项目建设周期较长、资金投入较大，盈利能力较弱，大部分参股合资铁路尚未产生分红，需持续关注铁路项目投资收益情况；另外，公司资产以项目投资形成的非流动资产为主，项目投资回收期较长，对公司资产流动性造成一定影响。

表 4：公司 2021~2023 年及 2024 年 1~3 月营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023			2024 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易业务	50.85	66.73	0.71	55.33	62.94	3.67	34.78	55.25	1.41	5.23	53.37	2.29

铁路沿线土地综合开发收入	11.67	15.31	10.11	9.59	10.90	8.76	3.14	4.99	17.51	0.00	0.00	--
铁路专用线运营	0.24	0.31	-54.17	0.39	0.44	-2.56	0.57	0.91	-24.56	0.06	0.61	-50.00
国铁运营	4.14	5.43	-30.19	3.38	3.84	-80.18	--	0.00	--	--	0.00	--
金融商品	0.67	0.88	100.00	0.60	0.68	100.00	0.65	1.03	100.00	0.16	1.63	100.00
其他	8.63	11.33	32.33	18.63	21.19	9.55	23.81	37.82	12.60	4.35	44.39	13.79
营业收入/营业毛利率	76.20	100.00	4.75	87.92	100.00	2.88	62.95	100.00	7.23	9.81	100.00	8.67
投资收益	3.25		2.23			1.18			0.31			

注：1、其他业务包括国际货运代理业务和航空业务等；2、各项业务收入加总数与合计数存在差异、营业毛利率与附表二存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

国铁运营业务

2024 年起公司将昌景黄铁路出表，目前无并表在运营铁路，且参控股铁路项目分红水平仍处于低位；公司在建及拟建铁路项目未来有较大规模投资，业务稳定性及可持续性很强，但面临一定的资金压力。

铁路投资方面，公司合资建设国家铁路主要通过与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）协商出资成立项目公司来进行。在项目公司中，国铁集团一般作为控股方，公司作为参股方，由项目公司负责项目筹划、融资、建设和运营管理。公司作为江西省合资铁路省方唯一出资人代表，负责使用和管理省政府投入铁路建设的各项资金，并筹措部分铁路建设资金，铁路建成投产后项目收益分配采用股份比例分配，公司以投资收益实现资金平衡。

在建铁路项目资本金来源方面，根据江西省发展改革委关于印发《赣深客专等 4 个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知，赣深客专、安九客专、昌景黄铁路为客运专线，项目省方资本金出资由省财政、公司、沿线市县按 4:3:3 比例分担；兴泉铁路为普速铁路，项目省方资本金出资由省财政、公司、沿线市县按 4:4:2 比例分担。另外，根据 2022 年江西省财政厅印发的《2022-2030 年财政支持铁路建设运营政策方案》（以下简称“《方案》”），2022 年起，江西省新开工铁路项目省方资本金筹措方式明确为省级与铁路沿线市县按 4:6 分担，其中铁路沿线市县负担部分，按铁路途径正线里程、境内投资总额、设区市境内站点数各占三分之一权重在相关设区市之间分摊。同时，《方案》明确了铁路运营亏损补贴制度，对江西铁航拥有路权的铁路建设债务融资利息支出按 70% 比例予以贴息支持，所需资金由省与市县按 4:6 分担，其中市县负担部分，按铁路里程覆盖率、客运量、站点数、常住人口和 GDP 各占 3:3:2:1:1 权重在各设区市之间分摊。此外，为体现对革命老区的倾斜支持，《方案》明确对西部政策延伸县负担的资本金和贴息资金部分，按 10% 转由省财政负担。

根据 2019 年公司与中铁发展基金股份有限公司、中国铁路南昌局集团有限公司的《路地出资置换协议》，公司以原有沪昆客专的参股股权置换九景衢铁路股权，成为九景衢铁路控股股东，并将其纳入合并范围。但由于公司无法对九景衢铁路进行实际管控，故 2022 年底公司将九景衢铁路出表，但仍为九景衢铁路单一大股东；出于同样的原因，2024 年初昌景黄铁路建成并投入运营后公司将其出表，但仍为其单一大股东，截至 2024 年 3 月末，公司已建成投入运营的铁路有 13 条，其中九景衢铁路、昌景黄铁路由公司控股，其他均为参股铁路，同期末，公司累计收到参股

铁路昌九城际铁路分红 1.51 亿元，其余线路均未产生分红，整体来看公司铁路项目建设周期较长、资金投入较大，盈利能力较弱，大部分参股合资铁路尚未产生分红，需持续关注铁路项目投资收益情况。

表 5：截至 2024 年 3 月末公司已建成铁路项目情况

项目名称	公司持股比例	线路起终点	江西段里程	建设时间
昌九城际	39.33%	南昌北-九江	131.27 公里	2007.06~2010.09
向莆铁路	9.13%	南昌西-福州、永泰-莆田	246 公里	2007.11~2013.09
衡茶吉铁路	8.90%	吉安南-衡阳东	65 公里	2008.12~2013.12
赣龙铁路扩能改造	4.70%	赣州-龙岩	125 公里	2010.10~2015.06
合福铁路	5.00%	婺源-福州	183 公里	2009.12~2015.03
武九客专	50.00%	武汉-九江	46 公里	2013.12~2017.12
九景衢铁路	78.84%	九江-景德镇-衢州	245 公里	2013.12~2017.12
昌吉赣客专	40.00%	南昌-赣州西	420 公里	2014.12~2019.12
浩吉铁路	1.20%	浩勒报吉-吉安	212 公里	2014.12~2019.09
兴泉铁路	50.00%	兴国-泉州	127.3 公里	2016.12~2021.09
赣深铁路	40%	赣州-深圳	136 公里	2016.12~2021.12
安九客专	50%	安庆-九江	17 公里	2016.12~2021.12
昌景黄铁路	66%	南昌-黄山	230 公里	2018.12~2023.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，公司在建铁路项目 2 个，包括昌九客专和瑞梅铁路，涉及江西省内项目总投资 432.64 亿元，公司作为省方唯一出资人代表，资金来源主要包括省财政、沿线市县财政出资以及公司自筹，上述项目尚需公司投资 112.80 亿元；同期末，公司拟建铁路项目为长赣铁路，江西段里程为 297.34 公里，江西省内计划总投资为 536.20 亿元，资本金占比为 77.51%，公司计划资本金出资 110.37 亿元。整体来看，截至 2024 年 3 月末，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

表 6：截至 2024 年 3 月末公司在建铁路项目建设资金情况（公里、亿元、%）

项目名称	江西段里程	建设期	江西段总投资	公司投资计划	参股比例	公司已出投资	未来出资计划		
							2024.4~12	2025	2026
昌九客专	138.00	2022-2026	315.90	137.71	76.88	71.68	41.28	20.00	4.75
瑞梅铁路	164.00	2022-2026	116.74	82.94	74.39	36.17	15.20	25.00	6.57
合计	302.00	--	432.64	220.65	--	107.85	56.48	45.00	11.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除与中国国家铁路集团有限公司的合资铁路外，公司还投资建设部分铁路专用线项目，主要为铁路干线沿线的企业或产业基地提供便捷铁路通道。截至 2024 年 3 月末，公司铁路专用线主要为樟新盐化铁路专线（以下简称“盐化专线”）及萍乡工业陶瓷基地专用线（以下简称“工业陶瓷专线”）。其中樟新盐化铁路专线于 2012 年正式投入运营，项目设计运力近期为 354 万吨/年，远期为 935 万吨/年；工业陶瓷专线项目总投资约 4.10 亿元，于 2021 年 1 月正式投入运营，项目设计运力近期为 135 万吨/年，远期为 340 万吨/年。此外，江西省建陶基地专用线（以下简称“建陶专线”）已于 2018 年 6 月以 1.20 亿元的对价实现股权转让；洋纺扩能改造（一期）专线（以下简称“洋坊专线”）已于 2019 年 6 月以 1.70 亿元的对价出售给新余钢铁集团有限公司。总体来看，上述铁路专用线的建设投用提升了沿线重要资源和产业生产点的运输能力，但产业基地和相关企业

运输需求有限，运力不饱和，公司铁路专用线盈利能力较弱。

表 7：近年来公司各专线运量情况表（万吨）

	2021	2022	2023	2024.1~3
盐化专线	169.00	170.06	188.85	38.00
工业陶瓷专线	4.15	17.47	30.26	4.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易业务

贸易业务为公司营业收入的主要来源，上下游客户集中度略高，可能使其面临一定的业务波动风险，同时亦需关注资金占用情况。

公司贸易业务主要包括由江西赣铁物流有限公司和江铁国际融资租赁有限公司（以下简称“江铁国际”）负责的铁路、市政等工程项目物资供应业务，以及子公司江西省城镇建设投资集团有限公司、江西省节能环保投资有限公司、江西中盛融资租赁股份有限公司、江西中盛供应链金融股份有限公司和江西省中融物资贸易集团有限公司等负责的供应链等销售业务。公司依托铁路资源优势，开展了钢材、电解铜、水泥、农产品等商品贸易业务，贸易业务范围分为国内和国外，国内贸易业务主要依托于国铁项目开展，国际贸易系与在港企业开展电解铜等大宗商品贸易。公司贸易主要以代理服务为主，受代理购货商的采购委托按合同量向供应商购货，通过采购及销售的差价赚取贸易收入。

近年来贸易业务为公司的主要收入来源，但由于 2023 年公司业务规划调整后续不再开展盈利较低的国际贸易业务，且受市场行情影响钢材需求大幅下降，使得当期公司贸易业务收入同比大幅减少，但仍处于微利状态。整体来看，公司贸易业务上下游客户集中度略高，可能使其面临一定的业务波动风险，同时亦需关注资金占用情况。

表 8：2023 年贸易业务主要供应商和客户情况（亿元、%）

供应商	采购金额	占比
江西赣软贸易有限公司	5.10	14.87
安徽聆聆能源供应链管理有限公司	5.07	14.79
江西乐邦贸易有限公司	4.99	14.54
江西联湾实业有限公司	2.30	6.70
江西省伟梦钢铁贸易有限公司	1.75	5.11
合计	19.21	56.01
销售客户	销售金额	占比
江西巨源矿业有限公司	5.64	16.22
中铁大桥局集团第五工程有限公司	5.14	14.78
山西潞安矿业（集团）张家港国际贸易有限公司	5.12	14.73
江西奕源矿业有限公司	3.99	11.48
南昌市鼎淞贸易有限公司	1.75	5.04
合计	21.65	62.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路沿线土地综合开发业务

受市场行情影响，近年来公司铁路沿线土地综合开发业务收入呈持续下降态势，房地产项目仍有一定规模待售，需关注房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响。

公司铁路沿线土地综合开发业务主要由子公司中泽地产负责，根据相关政策，各地方可以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获取铁路站场周边及沿线土地资源，并开展房地产开发业务，目前房地产项目主要分布于南昌市、萍乡市和景德镇市。

从业务开展情况来看，受市场行情影响，近年来公司铁路沿线土地综合开发业务收入呈波动下降态势。截至 2024 年 3 月末，公司已完工房地产项目主要为南昌西客站项目、萍乡赣铁和园项目和景德镇弘文路项目，上述项目均处于尾盘销售阶段，且资金回笼情况尚可；同期末，公司房地产在建项目计划总投资 30.69 亿元，尚需投资 6.80 亿元，其中景德镇凤凰城项目已实现回款 11.25 亿元，其余在建项目尚未实现销售收入；同期末公司暂无拟建房地产项目，未来房地产开发项目存在一定的不确定性。随着公司房地产项目的推进，预计未来铁路沿线土地综合开发收入仍将保持一定规模，但房地产市场受宏观政策调控影响较大，需持续关注房地产项目去化情况。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司已完工房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资	可销售面积	已销售面积	已确认收入	已回款金额
南昌西客站项目一至四期住宅、配套商业及公寓	39.13	37.29	48.36	44.90	38.63	41.98
南昌西客站南地块项目	7.74	7.50	9.32	8.06	7.97	8.62
萍乡赣铁和园项目	7.00	6.87	12.83	10.27	5.71	6.47
景德镇弘文路项目	5.50	5.26	5.12	5.12	3.71	3.70
合计	59.37	56.92	75.63	68.35	56.02	60.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2024 年 3 月末公司在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	已确认收入	已回款	项目性质
景德镇凤凰城项目	59.90	23.12	20.96	10.76	11.25	商住
红谷滩金融中心项目	8.11	7.57	2.93	0.00	0.00	商业
合计	68.01	30.69	23.89	10.76	11.25	--

注：红谷滩金融中心项目已投资金额为土地拍卖款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

多元化业务板块

近年来国际货运代理业务受新增航线且航班量增加影响收入快速增长，对公司营收贡献逐年提升；航空产业投资建设尚处于初步阶段，随着通航业务的发展及拟建航空项目逐步进入投资开发阶段，未来或将面临一定资金压力；2023 年金融投资业务收入同比有所增长，但仍需关注可能面临的投资风险。

公司其他业务主要包括国际货运代理业务、航空业务等。按照江西省政府工作部署，公司会同江西省财政投资集团有限公司和江西南昌旅游集团有限公司及江西省鄱阳湖融资租赁有限公司共同出资组建江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”），其主营业务为对航空业的投资、飞机租赁及购买、房地产开发、酒店管理及航空物流园服务等。2023 年江西航产参股 40% 的公司江西航空有限公司已执飞航班 1.88 万（班次），客座率为 86.40%，承运旅客为 236 万人次，飞机利用率为 7.60（小时/架日），实现营业收入 17.70 亿元，较上年大幅增长。通航产业方面，截至 2024 年 3 月末，江西航产的参股公司江西快线通勤航空有限公司机队规模为 15 架，于 2019 年 4 月正式商业运行，2023 年实现营业收入 0.15 亿元，目前已停运。此外，公司国际货运代理业务

由子公司江西国际货运航空有限公司负责运营，通过采购航空公司舱位，销售舱位给下游货代企业，并收取包舱费用和收取货运代理费，2023 年国际货运代理业务实现收入 19.89 亿元，同比大幅增加 62.50%，占总营业收入的 31.60%，主要系当期新增航线且航班量增加所致。

航空基础设施建设方面，根据江西省委省政府决策部署，由公司与江西省机场集团成立合资公司南昌昌北国际机场有限公司，作为昌北国际机场三期扩建项目法人主体及运营管理主体；其中，子公司江西航产、兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“兴铁资本”）作为公司出资代表合计持股 49.00%，江西省机场集团持股 51.00%。昌北国际机场三期扩建项目计划总投资 240.00 亿元（以实际批复为准），其中资本金比例为 50.00%，拟通过民航发展基金、地方财政资金解决，其余 50.00% 为自筹，截至 2024 年 3 月末已投资 6.44 亿元。公司航空业务尚处于初步发展阶段，随着通航业务的发展及航空项目的持续投入，未来或将面临一定资金压力。

公司金融投资业务运营主体为子公司兴铁资本，兴铁资本旗下设立子公司兴铁富江投资管理有限公司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。2023 年实现金融股权投资收益 0.65 亿元、基金管理费收入 0.18 亿元、融资租赁收入 1.58 亿元，2024 年 1~3 月金融股权投资收益 0.16 亿元、基金管理费收入 0.04 亿元、融资租赁收入 0.52 亿元，整体金融投资业务收入同比均有所增长，但仍需关注可能面临的投资风险。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，2021~2023 年受益于政府的持续支持，公司所有者权益稳步增长，资本实力不断增强，但债务规模亦随着项目建设投入持续攀升；2024 年 3 月末受昌景黄铁路项目出表影响，公司资产、权益及债务规模均有一定幅度下降。另外公司经营获现能力尚可，EBITDA 能够对利息进行有效覆盖，财务杠杆仍处于适中水平。

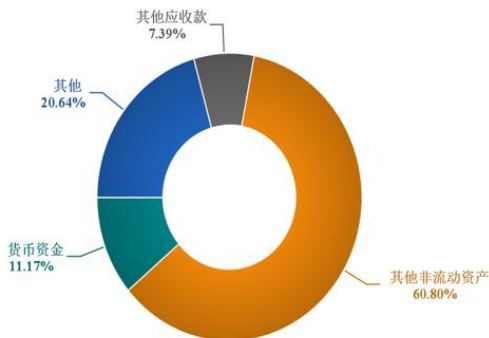
资本实力与结构

公司的平台地位重要，2021~2023 年资产规模持续攀升，但 2024 年 3 月末受昌景黄铁路项目出表影响资产有所减少，整体来看公司资产收益性一般，流动性欠佳，资产质量一般；受部分铁路项目出表影响，公司债务规模和财务杠杆均呈波动状态，但财务杠杆仍处于适中水平，债务结构以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

作为江西省唯一的铁路建设及运营主体，公司地位重要，随着铁路项目的持续推进以及政府在资金注入方面的支持，2021~2023 年公司资产规模保持增长，但 2024 年 3 月末受昌景黄铁路出表影响，资产规模较上年末减少 16.87%。公司资产主要由业务开展过程中形成的其他应收款、固定资产和其他非流动资产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 70%。其中，其他应收款主要包括应收代付兴铁产业基金合伙人最低保证收益、应收江西大唐国际抚州发电有限责任公司向莆铁路出资款等。其他权益工具投资主要为对兴铁产业投资基金（有限合伙）、南昌农村商业银行股份有限公司、九江银行股份有限公司等股权投资；2023 年末其他非流动金融资产较上年末大幅增加 23.74 亿元，主要系公司投资认购光大信托产品所致。2024 年 3 月末受昌景黄项目出表影响，公司其他应收款、固定资产、其他非流动资产等科目均出现大幅变动。

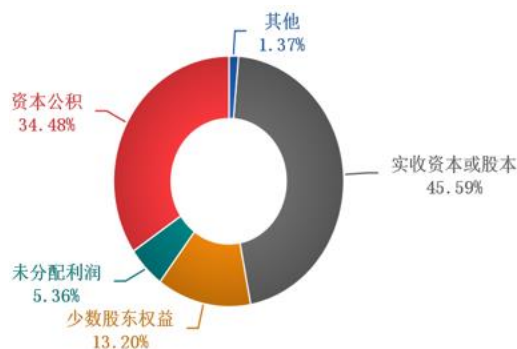
从资产收益性来看，公司存在一定规模基金股权类投资，能够获得一定投资收益，但可能面临潜在投资风险，且考虑到公司资产中绝大部分为铁路项目的建设投入，而铁路项目回收周期长、回收收益较低，故公司资产收益性一般，且资产流动性欠佳。

图 1：截至 2024 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要系有息债务，其占总负债的比重约 87%。随着铁路建设项目的推进，公司对外融资需求进一步提升，2021~2023 年债务规模持续上升，2024 年 3 月末受昌景黄铁路出表影响，债务规模较上年末减少 20.11%，且递延收益、少数股东权益等科目均有不同程度变动。此外，截至 2024 年 3 月末公司递延收益为 46.04 亿元，主要为收到的尚未确认为收益的政府补贴。公司少数股东权益规模较大，截至 2024 年 3 月末规模为 58.77 亿元，其中 40.01 亿元为公司发行的并表 ABN 产品²。近年来受益于政府在资金注入方面的持续支持，公司资本公积有所增长，但叠加昌景黄铁路出表影响，2024 年 3 末经调整的所有者权益³较上年末有所下滑。财务杠杆方面，2021~2023 年公司债务规模持续扩张使得财务杠杆亦逐步攀升，但 2024 年 3 月末由于昌景黄铁路出表使得财务杠杆有所回落，整体仍处于适中水平，随着铁路项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司财务杠杆率预计将继续上升。

表 11：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总额	898.59	1,031.32	1,110.59	923.20
经调整的所有者权益	398.56	429.33	463.01	405.32
总债务	368.43	447.81	528.82	422.47
短期债务占比	17.85	17.94	19.31	23.71
资产负债率	51.19	54.49	54.71	51.76
总资本化比率	48.04	51.05	53.32	51.04

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量和主营业务获现情况尚可，但由于 2023 年收到其他公司往来款规模有所减少使得当期经营活动现金净流入规模大幅下降，且持续大规模的项目建设投入和对外投资加大了公司资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性。

² 该并表 ABN 产品将于 2024 年 9 月 29 日到期。

³ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为因发行并表 ABN 产品形成的少数股东权益，2023 年末和 2024 年 3 月末调整项金额均为 40.01 亿元。

近年来公司国际货运代理收入持续攀升，与贸易业务共同成为公司主要收入来源，但受贸易业务规模收缩影响公司 2023 年营业收入同比下降约 28.40%，且由于主营业务回款情况尚可，整体使得公司销售商品、提供劳务收到的现金规模基本能够与营业收入相匹配，2023 年收现比指标为 0.91 倍，2024 年一季度升至 1.04 倍。

公司经营活动净现金流受项目建设收支以及其他与经营活动有关的现金收支影响较大，由于收到其他公司往来款规模有所减少，2023 年经营活动现金流净流入规模同比大幅减少；2024 年 1~3 月经营活动净现金流仍呈小幅净流入状态。近年来公司经营活动净现金流在各期波动很大，整体看，公司经营活动获现能力总体表现一般。

受项目建设和对外投资投入规模持续增加影响，近年来公司投资活动现金流均呈现大幅净流出状态，2023 年资金缺口在 170 亿元左右，根据公司对主营业务板块的投资计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍为净流出态势。

整体来看，公司经营活动获现能力一般，投资活动的资金缺口较大，加之债务偿还金额规模较大，进一步加剧了公司对外部融资的需求，且 2023 年现金及现金等价物净减少规模较大，公司主要依赖于银行借款、债券发行和政府拨付的铁路建设资金来弥补资金缺口。总体来看，公司通过经营收入、外部债务融资等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	2.14	22.53	9.31	1.21
投资活动产生的现金流量净额	-67.31	-128.84	-171.32	-15.43
筹资活动产生的现金流量净额	110.25	121.84	95.67	7.31
现金及现金等价物净增加额	45.08	15.52	-66.34	-6.92
收现比	0.93	0.94	0.91	1.04

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

近年来公司债务规模受部分铁路项目出表影响呈一定波动性，但债务结构仍较为合理；2023 年公司经营活动现金流净流入和 EBITDA 均大幅减少，但受益于政府财政贴息补助，公司利息支出规模有所下降，经营活动净现金流和 EBITDA 仍能够对利息形成有效覆盖，整体保障能力较好。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有少量非标借款，债务类型及渠道较多元；公司债务以长期为主，近年来短期债务占比虽持续攀升，但整体来看债务期限结构仍较为合理。

表 13：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	平均融资成本	融资余额	1 年以内到期	1~3 年到期	3 年以上到期
银行借款	3.38%	211.86	60.17	81.83	69.86
债券融资	3.98%	160.61	80.01	60.60	20.00
非标融资	5.55%	50.00	0.00	0.00	50.00
合计	--	422.47	140.18	142.43	139.86

注：1、1 年内到期的债券融资包含 40.01 亿元的并表 ABN 产品；2、上表中 1 年以内到期债务规模与附表中短期债务数据存在差异，主

要系上表中 1 年以内到期债务将债券回售考虑在内。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年公司 EBITDA 持续减少，主要系当期获得财政贴息补助使得费用化利息支出有所下降，且折旧、投资收益同比均有所减少所致。2023 年公司经营活动现金流净流入规模和 EBITDA 虽大幅下滑，但始终能够对利息形成有效覆盖。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 97.78 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 1,041.67 亿元，尚未使用授信额度为 569.34 亿元，备用流动性较为充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2024 年 3 月末在手债券批文有 50 亿元额度尚未使用，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总债务	368.43	447.81	528.82	422.47
短期债务占比	17.85	17.94	19.31	23.71
EBITDA	14.92	14.81	7.42	--
EBITDA 利息保障倍数	2.05	1.85	1.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.29	2.81	1.39	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产主要包括质押的向莆、衡茶吉、京福闽赣公司和昌九城际公司价值 46.43 亿元的股权，以及长期应收款质押 12.51 亿元等资产，合计 71.20 亿元约占当期末总资产的 7.71%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额为 1.48 亿元，占同期末净资产的比例较小，或有负债风险较小。或有事项方面，2023 年末公司存在多件未决诉讼案件，且公司均为原告，未决诉讼案件后续有待关注。

表 15：截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保起止时间	担保金额
1	江西中馨城市发展建设有限公司	混合所有制企业	2022/12/16-2025/12/15	7,202.43
2	江西南山御泉天然矿泉水有限公司	混合所有制企业	2022/10/19-2027/10/19	3,319.20
3	江西南山御泉天然矿泉水有限公司	混合所有制企业	2023/05/24-2027/10/19	750.00
4	江西省中正建材集团有限公司	混合所有制企业	2022/09/21-2024/09/20	1,122.8
5	江西省中正建材集团有限公司	混合所有制企业	2023/03/24-2025/03/24	2,000.00
6	江西省中正建材集团有限公司	混合所有制企业	2023/07/12-2024/07/17	400.00
合计			--	14,794.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司无未结清和无已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

中诚信国际认为，江西省政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

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；近年来江西省综合经济及财政实力处于全国中游水平，具备向区、域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

同时，江西省政府对公司的支持意愿极强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性很高：公司作为江西省航空产业发展投融资平台以及唯一的省级铁路投资主体，具备很强的区域专营性，与其他平台公司的职能定位有所区分、各自分工明确，公司区域重要性很高。
- 2) 与政府的关联度很高：目前公司控股股东为江西国控，实际控制人为江西省国资委，公司职能定位以及与政府的紧密关系未发生变化，公司在股权结构、战略规划、高管任命和业务开展等方面与省政府具有很高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：政府主要从铁路建设资金保障、流动性支持、资产注入、财税支持、铁路产业基金、财政补贴六个维度对公司进行支持，对公司资本支出和还本付息提供了有力支撑。铁路建设资金方面，2023 年公司收到的昌赣客专沿线市县出资款 31.95 亿元、昌九客专项目南昌市及九江市出资 41.31 亿元；瑞梅铁路项目、赣深客专项目由赣州市分担的资本金出资 13.00 亿元、1.28 亿元。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，2023 年公司收到土地收益 33.88 亿元。财税支持方面，2023 年，公司收到留抵退税资金 6.62 亿元。另外，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，基金总规模 300.00 亿元，认缴资金 288.75 亿元，其中社会资本后续募集资金已获机构投资者审批认购 226.15 亿元，配套的引导资本募集资金约为 62.60 亿元。截至 2024 年 3 月末，该基金累计完成对外投资 80.00 亿元，其中投资铁路项目 49.34 亿元，包括昌吉赣项目 39.34 亿元、安九客专 4.10 亿元、赣深客专 5.90 亿元和航空投资项目 7.19 亿元，投资多元化业务 23.47 亿元。此外，公司及下属子公司持续获得政府补助，一定程度上充实了利润规模，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司分别获得财政贴息补助 13.72 亿元和 3.16 亿元。

表 16：截至 2023 年末江西省级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
江西省国有资本运营控股集团有限公司（简称“江西国控”）	江西省国资委 90%	江西省重要的国有资本投资运营平台，2021 年以前主要有新钢、建工两大板块，2022 年进行战略重组，江西铜业、江西港航、江西交投、江西水投划入公司	6,166.79	2,191.26	64.47	6,366.38	93.02	146.00
江西省交通投资集团有限责任公司（简称“江西交投”）	江西省交通厅 90%	江西省最重要的高速公路建设运营主体	4,418.47	1,556.89	64.76	465.88	31.43	791.00
江西省投资集团有限公司	江西省国资委 90%	江西省重点打造的国有资本投资运营平台之一，旗下有电力、天然气、路	1,628.21	510.96	68.62	502.18	4.33	200.00

桥、建材、煤炭等业务板块

江西省铁路航空投资集团有限公司	江西国控 71.14%	江西省唯一的省级铁路投资主体，承担江西省铁路和航空产业投资建设职能	1,110.59	503.02	54.71	62.95	3.15	140.60
江西省水利投资集团有限公司	江西国控 90%	江西省唯一的省级水利基础设施建设主体	806.39	257.87	68.02	76.78	5.82	152.89
江西赣粤高速公路股份有限公司	江西交投 47.52%	江西交投下属高速公路建设、运营的上市公司	358.69	195.24	45.57	74.92	12.16	59.00
江西省港航建设投资集团有限公司	江西省港口集团有限公司 100%	江西省省级水运投融资平台，承担着江西省政府授权的省内水运基础设施建设和港航物流发展任务	--	--	--	--	--	--
江西省旅游集团股份有限公司	江西国控 37%	江西省是唯一的省属国有控股旅游投资平台	355.38	60.23	83.05	108.04	-0.25	22.47
江西省出版传媒集团有限公司	中共江西省委宣传部 100%	江西省唯一国有控股的大型出版集团	444.95	263.42	40.80	125.78	22.83	35.00
江西省金融控股集团有限公司	江西省财政资产中心 59.24%	江西省属地方金融机构的投资人和金融资产管理平台	784.27	243.54	68.95	121.98	9.55	135.85

注：1、江西省港航建设投资集团有限公司无公开存续债券，无公开披露财务数据；2、债券余额为公司本部存续债券规模，截至 2024 年 6 月 3 日 Choice 查询数据。

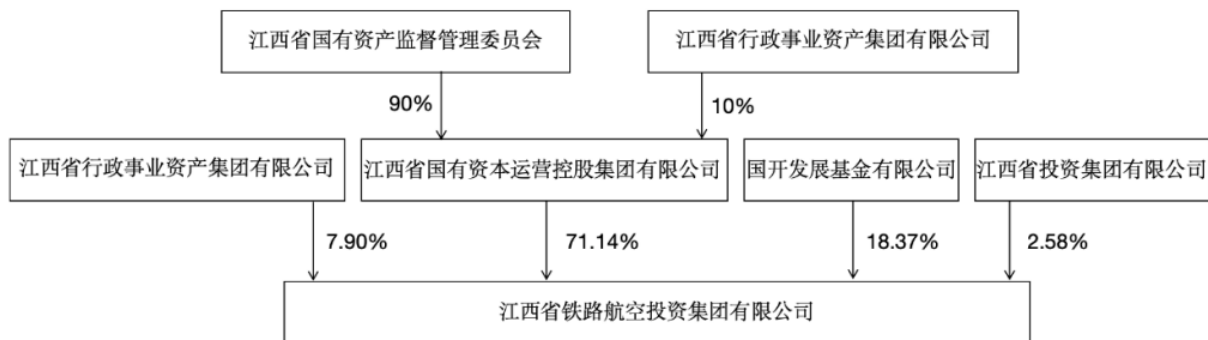
资料来源：Choice 公开数据，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，江西省政府支持能力很强，对公司支持意愿极强，可为公司带来极强的外部支持。

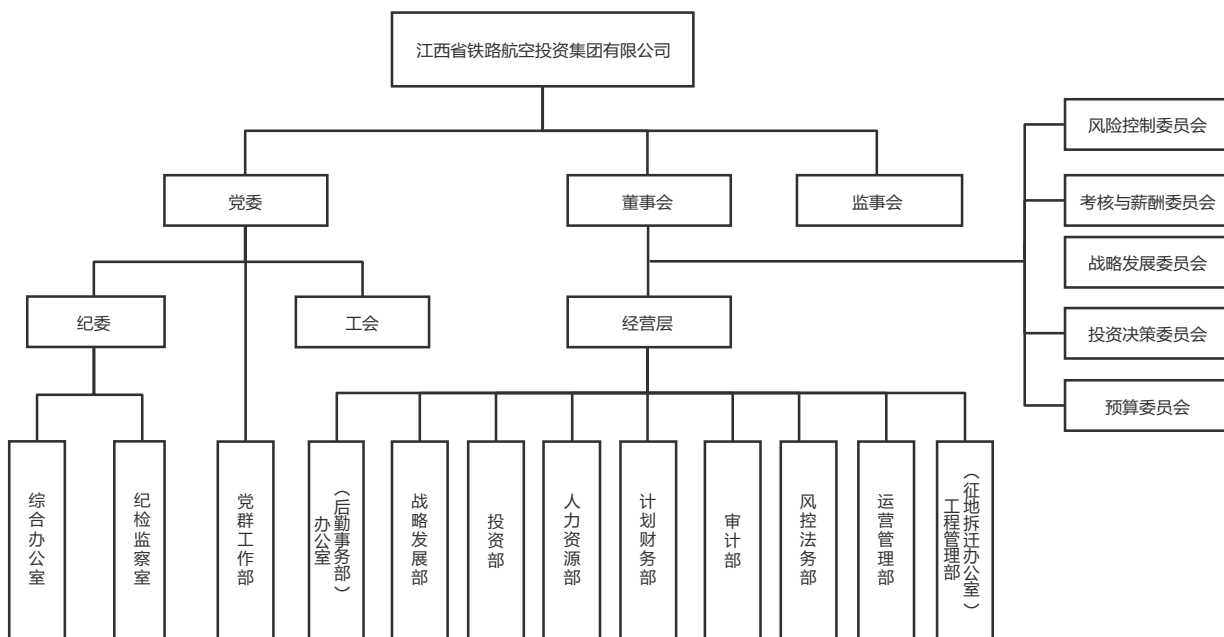
评级结论

综上所述，中诚信国际评定江西省铁路航空投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：江西省铁路航空投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



主要一级子公司名称	持股比例 (%)
江西省中泽地产集团有限公司	100.00%
江西省航空产业集团有限公司	60.00%
江西省中融物资贸易集团有限公司	100.00%
江西省铁路发展有限公司	70.77%



注：本次股权结构图以截至 2024 年 3 月末工商信息为准。

资料来源：公司提供

附二：江西省铁路航空投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,636,514.53	1,779,016.82	1,102,298.63	1,031,501.07
非受限货币资金	1,586,365.07	1,741,556.34	1,078,114.42	1,031,501.07
应收账款	97,902.50	97,241.90	91,740.30	102,037.99
其他应收款	421,582.14	815,314.85	819,485.03	682,446.43
存货	217,667.31	193,085.72	159,896.26	160,206.83
长期投资	385,263.84	598,665.55	842,579.89	846,509.35
在建工程	1,484,128.76	2,321,593.24	141,818.66	137,754.39
无形资产	180,981.03	30,272.67	23,053.70	16,635.66
资产总计	8,985,856.60	10,313,192.94	11,105,891.34	9,231,952.53
其他应付款	150,885.30	246,250.66	277,472.21	337,255.34
短期债务	657,759.42	803,194.38	1,021,353.12	1,001,842.70
长期债务	3,026,495.69	3,674,944.36	4,266,881.53	3,222,873.85
总债务	3,684,255.12	4,478,138.73	5,288,234.65	4,224,716.55
负债合计	4,600,124.08	5,619,759.37	6,075,694.64	4,778,668.01
利息支出	72,843.59	80,224.86	66,938.49	--
经调整的所有者权益合计	3,985,632.52	4,293,333.58	4,630,096.71	4,053,184.51
营业总收入	761,977.00	879,247.22	629,507.79	98,064.41
经营性业务利润	22,637.98	13,586.11	29,848.57	10,280.14
其他收益	37,534.41	48,926.99	6,954.76	2,550.85
投资收益	32,531.77	22,344.96	11,802.34	3,144.00
营业外收入	10,504.50	1,717.70	755.03	13.03
净利润	36,663.65	29,826.46	31,502.61	11,547.00
EBIT	114,312.33	109,629.16	68,197.49	--
EBITDA	149,174.76	148,072.99	74,157.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金	705,901.36	830,060.33	575,045.81	102,364.33
收到其他与经营活动有关的现金	550,436.77	489,704.73	267,271.84	26,254.37
购买商品、接受劳务支付的现金	714,349.31	820,950.26	526,617.82	80,586.24
支付其他与经营活动有关的现金	468,906.23	395,682.06	248,416.27	26,718.17
吸收投资收到的现金	991,183.00	53,776.00	356,055.00	16,986.60
资本支出	612,296.97	824,833.79	777,602.68	13,661.29
经营活动产生的现金流量净额	21,390.48	225,253.25	93,059.67	12,053.37
投资活动产生的现金流量净额	-673,080.97	-1,288,410.23	-1,713,188.17	-154,298.07
筹资活动产生的现金流量净额	1,102,537.15	1,218,382.33	956,676.24	73,109.18
现金及现金等价物净增加额	450,798.49	155,191.27	-663,441.92	-69,155.35
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	4.85	2.88	7.22	8.69
期间费用率（%）	6.34	6.65	3.33	0.60
应收类款项占比（%）	6.50	9.57	9.00	10.06
收现比（X）	0.93	0.94	0.91	1.04
资产负债率（%）	51.19	54.49	54.71	51.76
总资本化比率（%）	48.04	51.05	53.32	51.04
短期债务/总债务（%）	17.85	17.94	19.31	23.71
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.29	2.81	1.39	--
总债务/EBITDA（X）	24.70	30.24	71.31	--
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.18	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.05	1.85	1.11	--

注：中诚信国际根据公司提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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。2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn