

江西省铁路航空投资集团有限公司 2021 年度跟踪 评级报告

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 6 月 22 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0907号

江西省铁路航空投资集团有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 赣铁债 02”、“20 赣铁投 MTN001”、“20 赣铁 01”、“20 赣铁投 MTN002”和“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 赣铁债 02”、“20 赣铁投 MTN001”、“20 赣铁 01”、“20 赣铁投 MTN002”和“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了江西省区域发展环境向好，持续获得外部支持，公司资本实力持续提升、财务杠杆率水平整体有所下降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盈利能力较弱，未来面临一定的资金支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

江西铁航（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	482.82	665.32	744.51	736.65
所有者权益合计（亿元）	202.10	312.06	346.93	347.80
总负债（亿元）	280.72	353.26	397.58	388.85
总债务（亿元）	216.15	249.82	297.13	286.83
营业总收入（亿元）	43.30	49.33	62.71	13.78
经营性业务利润（亿元）	-0.17	2.29	5.08	0.85
净利润（亿元）	1.55	1.71	2.33	1.06
EBITDA（亿元）	6.40	13.30	15.84	--
经营活动净现金流（亿元）	17.09	37.08	27.60	-4.73
收现比(X)	0.99	0.97	0.90	0.95
营业毛利率(%)	7.56	5.22	9.21	3.49
应收类款项/总资产(%)	6.13	6.19	6.33	7.48
资产负债率(%)	58.14	53.10	53.40	52.79
总资本化比率(%)	51.68	44.46	46.13	45.20
总债务/EBITDA(X)	33.78	18.78	18.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.46	1.90	1.62	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，各期财务数据均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将长期应付款中的有息债务计入长期债务；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

江西省铁路航空投资集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	3.20	8
	收现比(X)*	0.94	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.27	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.07	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	346.93	8
	总资本化比率(X)	0.46	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ **江西省区域发展环境向好。**江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力持续增长，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。

■ **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、设立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。

■ **公司资本实力持续提升，财务杠杆率水平整体有所下降。**2020 年以来，公司资本实力继续不断夯实，2020~2021 年 3 月末所有者权益分别为 346.93 亿元和 347.80 亿元；另外，公司资产负债率和总资本化比率整体有所下降，一定程度上释放了公司的再融资空间。

关注

■ **公司盈利能力较弱，且铁路股权的置换使公司存在盈利能力下降的风险。**铁路项目建设周期较长，资金投入较大、回收期较长，盈利能力较弱，截至 2021 年 3 月末，公司已建成运营的 9 条参控股铁路项目中，仅有昌九城际产生投资收益。同时，公司将沪昆客专与九景衢铁路进行股权置换，九景衢铁路纳入合并范围使得公司存在盈利能力下降的风险。

■ **铁路建设资金需求量大，公司在建铁路项目未来面临一定的资金支出压力。**截至 2021 年 3 月末，公司在建铁路项目计划总投资 198.99 亿元，尚需投资 53.87 亿元，未来面临一定的资本支出压力。

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。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位大幅削弱，致使股东及各方支持意愿减弱，股东对公司的支持力度大幅下降；公司主要财务指标及再融资环境均出现明显恶化，流动性压力骤升等。

评级历史关键信息

江西省铁路航空投资集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	21 赣铁航债 01/21 赣铁 01 (AAA)	2021/1/18	方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	20 赣铁投 MTN002 (AAA)	2020/10/15	方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	20 赣铁 01 (AAA)	2020/09/08	方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	20 赣铁投 MTN001 (AAA)	2020/08/18	方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	16 赣铁债 02 (AAA)	2020/06/19	方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	16 赣铁债 02 (AAA)	2019/06/06	骆传伟、方华东、钟婷	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文	
AA+/稳定	16 赣铁债 02 (AA+)	2016/03/18	高哲理、马康达	-	阅读全文	

注：中诚信国际原口径

同行业比较

部分省级铁路投资企业 2020 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	总负债 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
江西铁航	744.51	346.93	397.58	53.40	62.71	2.33	27.60
河南铁投	731.10	504.70	226.40	30.97	5.55	-5.49	-12.58
贵州铁投	623.20	382.51	240.70	38.62	62.55	3.11	5.02
四川铁投	4,203.53	1,267.78	2,935.76	69.84	1,106.65	12.43	30.79

注：“河南铁投”为“河南铁路投资有限责任公司”简称；“贵州铁投”为“贵州铁路投资有限责任公司”简称；“四川铁投”为“四川省铁路产业投资集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 赣铁债 02	AAA	AAA	2020/06/19	20.00	0.60	2016/03/28~2031/03/28	附第 5 年末和第 10 年末发行人票面利率选择权及投资者回售选择权
20 赣铁投 MTN001	AAA	AAA	2020/08/18	10.00	10.00	2020/08/26~2027/08/26	--
20 赣铁 01	AAA	AAA	2020/09/08	20.00	20.00	2020/09/18~2027/09/18	附第 5 年末发行人票面利率选择权及投资者回售选择权
20 赣铁投 MTN002	AAA	AAA	2020/10/15	17.00	17.00	2020/11/02~2023/11/02	--
21 赣铁航债 01/21 赣铁 01	AAA	AAA	2021/1/18	20.00	20.00	2021/02/09~2031/02/09	附第 5 年末发行人票面利率选择权及投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 赣铁债 02”、“20 赣铁投 MTN001”、“20 赣铁 01”、“20 赣铁投 MTN002”和“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”募集资金分别为 20 亿元、10 亿元、20 亿元、17 亿元和 20 亿元，募集资金用途分别为支付铁路项目工程款、偿还公司有息债务及昌景黄项目款。截至 2021 年 3 月末，“16 赣铁债 02”、“20 赣铁投 MTN001”、“20 赣铁 01”、“20 赣铁投 MTN002”和“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”募集资金分别使用 20 亿元、10 亿元、14.8 亿元、17 亿元和 20 亿元，其中“20 赣铁投 MTN002”变更使用用途，但变更后符合国家法律法规及政策要求。

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在持续修复过程中，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。

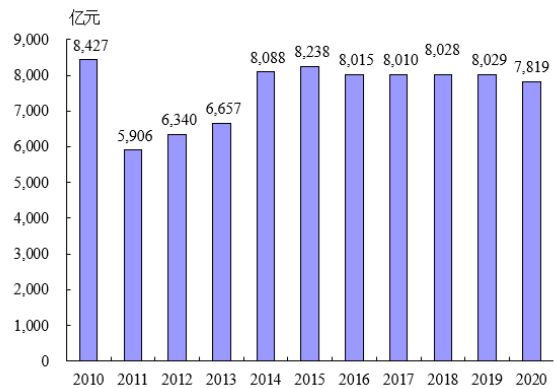
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

铁路建设有序推进，投资规模稳定，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。2018 年~2020 年，全国铁路固定资产投资完成 8,028 亿元、8,029 亿元和 7,819 亿元。随铁路大规模建设，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，且列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。从新线投产里程来看，近年投产新线里程波动变化且高铁在建设占据重要地位，2018~2020 年，投产新线分别为 4,683 公里、8,489 公里和 4,933 公里，其中高速铁路分别为 4,100 公里、5,474 公里和 2,521 公里。

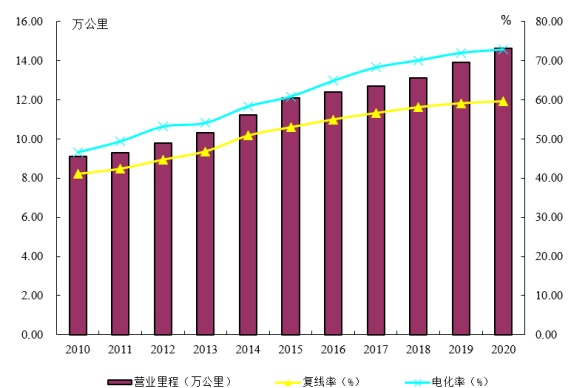
图 1：2010~2020 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

从全国铁路路网建设现状来看，2020 年全国铁路营业里程达到 14.63 万公里，路网密度 152.3 公里/万平方公里。其中国家铁路营业里程 12.8 万公里，复线率 61.6%，电化率 74.9%；西部地区铁路营业里程 5.9 万公里；高速铁路营业里程达到 3.8 万公里，复线率 59.5%，电化率 72.8%。

图 2：2010~2020 年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

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。

“十二五”期间，我国铁路建设有序推进，路网结构进一步优化。“十三五”期间，是我国高铁建设快速发展的时期，“四纵四横”高铁网提前建成，“八纵八横”高铁网加密成型；同时，铁路总体技术水平迈入世界先进行列。

科技创新取得新成果，安全科研方面不断升级；规

章和技术标准不断完善

我国的铁路运输在科技创新方面不断取得新成果，形成了具有自主知识产权的高铁技术体系，运输能力进一步增强。铁路重大科技创新成果库2020年年度共评审入库304项，其中铁路科技项目50项，铁路专利52项、铁路技术标准49项，铁路科技论文153篇。2020年第二届全国创新争先奖中，铁路行业共获奖牌1个、奖章1个、奖状2个。2020年第二十一届中国专利奖中，铁路行业共有30项专利获奖；其中中南大学“铁路大风监测预警系统及方法”、株洲中车时代电气股份有限公司“一种用于动车组的快速粘着控制方法”、中铁工程装备集团有限公司“隧道联络通道用盾构机及其联络通道掘进方法”获中国专利金奖；中车青岛四方机车车辆股份有限公司、中国铁路联合申报的“轨道车辆车头(2014-3)”获外观设计金奖；此外另获中国专利银奖4项，中国专利优秀奖21项，外观设计优秀奖1项。此外另获中国专利银奖4项中国专利优秀奖21项，外观设计优秀奖1项。铁路行业“TB/T3487-2017《交流传动电力机车》等2项标准”荣获2020年中国标准创新贡献奖标准项目奖三等奖。

重要技术制定标准方面，2020年经国家标准委审批发布《标准轨距铁路限界》系列标准、《机车车辆火灾报警系统》等铁道国家标准17项。发布铁道行业标准（技术标准）公告9批69项和5项标准修改单。发布铁道行业标准（工程建设标准）公告7批，《市域（郊）铁路设计规范》和铁路工程施工安全系列技术规程等工程建设标准15项。局部修订工程建设标准3项。发布铁路工程造价标准公告2批。发布《钢轨断面检测量具检定规程》等铁道行业计量规程规范4项。

此外，我国铁路运输积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。2020年国家铁路能源消耗折算标准煤1,548.83万吨，比上年减少87.27万吨，下降5.33%。旅客发送量受疫情影响大幅下降，客车上座率低，造成单位运输工作量综合能耗4.39吨

标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.45吨标准煤/百万换算吨公里，增长11.3%。单位运输工作量主营综合能耗4.32吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.48吨标准煤/百万换算吨公里，增长12.6%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量1,634吨，比上年减排98吨，降低5.6%，二氧化硫排放量3,271吨，比上年减排2,014吨，降低38.1%。

受公路治超和环保治霾影响，铁路货运回暖；客运铁路成网，尤其是高铁成网使得客运需求持续增长；2020年新冠肺炎疫情让全年客货运量承压，但随着疫情逐步得到控制以及经济复苏，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，全国铁路货运量在连续下跌近5年后，取得正增长。特别是贯彻习近平总书记关于调整运输结构、增加铁路运输量的重要指示精神，制定实施《2018年~2020年铁路货运增量行动方案》，该方案提出：“到2020年，全国铁路货运量将达47.9亿吨，较2017年增长30%，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上”。2018年，铁路货运全力组织西煤东运、北煤南运，加大港口矿石运输“公转铁”力度，大力发展多式联运和铁路专业物流，持续提升中欧班列开行品质，全年货运增量任务目标超额完成。2019年二季度以来，中国铁路继续深化落实中央关于调整运输结构、增加铁路运输量的决策部署，分析货运形势，在全路范围部署并开展货运增运攻坚活动，以煤炭、疏港矿石、氧化铝运输和多式联运为主要方向，全年完成目标。

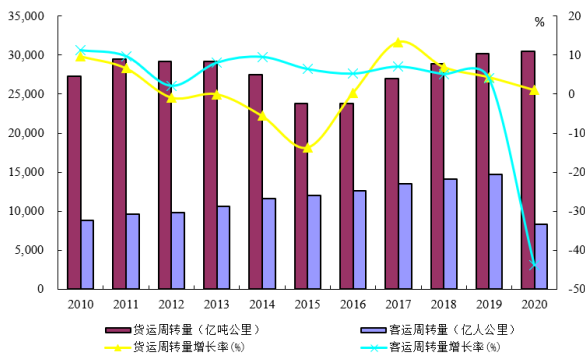
表1：全国铁路客货物运输量

	2018	2019	2020
货物总发送量（亿吨）	40.26	43.89	45.52

其中：国家铁路（亿吨）	31.91	34.40	35.81
货运总周转量（亿吨公里）	28,820.99	30,181.95	30,514.46
其中：国家铁路（亿吨公里）	25,800.96	27,009.55	27,397.83
旅客发送量（亿人）	33.75	36.60	22.03
其中：国家铁路（亿人）	33.17	35.79	21.67
旅客周转量（亿人公里）	14,146.58	14,706.64	8,266.19
其中：国家铁路（亿人公里）	14,063.99	14,529.55	8,258.10

资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

图 3：2010~2020 年全国铁路客货运周转情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

同时，近年来全国铁路持续推进运输供给侧结构性改革，不断优化客运产品结构、加快推进售票服务升级，全面提高铁路服务质量，加之近年客运运力持续增长，铁路客运整体发展持续向好。

2020 年初国内发生新冠疫情，中国铁路调整运力安排加强货物运输组织，全力保障防疫、春耕、生产生活等重点物资运输，打通供应链产业链，主动下浮货运杂费，发挥中欧班列战略通道作用，积极服务企业复工复产，保持了货物发送量的高位运行。2020 年完成货物总发送量完成 45.52 亿吨，同比增长 3.2%；但受疫情防控政策及旅客出行意愿骤降影响，旅客发送量大幅下滑，当年旅客发送量完成 22.03 亿人，同比下降 39.8%。

随着国内疫情逐步得到控制，运输市场需求逐步回暖，中国铁路在常态化疫情防控条件下有序推进铁路重点工作，确保铁路运输安全畅通，深入实施货运增量行动，精准增加客运有效供给。短期看，铁路客货运量承压；长期看，随着经济的企稳回升、经济结构的调整，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑，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得到提高。

江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力继续增长；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、12 个县级市及 61 个县，合计 100 个县级区划。

交通运输方面，截至 2020 年末，江西省铁路营运里程 4,941 公里，“五纵五横”干线铁路网基本形成；江西高速公路十分发达，“四纵六横八射十七联”高速公路规划网基本建成，通车里程达 6,233 公里，居全国第 10 位；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；江西水路天然条件较好，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，内河高等级航道里程达 870 公里，“两横一纵”内河高等级航道基本建成，港口吞吐能力不断提升。

图 4：江西省行政区划图



图片来源：公开资料，中诚信国际整理

2020年以来，江西省地区生产总值（GDP）继续保持增长，2020GDP年为25,691.50亿元，增速为3.8%，受疫情影响较2019年有所下滑。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%。

2020年，江西省一般公共预算收入为2,507.50亿元，其中税收收入占比为67.88%；同期，江西省一般公共预算财政平衡率为37.62%，财政平衡率较2019年有所下滑且自给能力较弱。2020年，江西省政府性基金收入为3,101.50亿元；同年末，江西省政府性债务余额为7,149.13亿元，较2019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。

九景衢铁路后续的运营效益及补亏资金到位的持续性值得关注，且公司在建铁路项目面临一定的资金支出压力

截至2021年3月末，公司已建成投入运营的参控股铁路有9条，分别为昌九城际、向莆铁路、衡茶吉铁路、赣龙复线、合福铁路、武九客专、昌吉赣客专、浩吉铁路和九景衢铁路。其中昌九城际铁路股份有限公司于2018年和2020年分别分红0.40亿元和0.40亿元；截至2021年3月末，其余参股线路均未产生分红。

此外，九景衢铁路于2019年亏损6.26亿元，根据《江西省财政厅关于下达省铁路投资集团公司财政补贴的通知》（赣财预指[2019]6号），江西省财政厅下达财政补贴资金5.00亿元，用以弥补九景衢铁路2019年的运营亏损；2020年公司亦收到3.70亿元财政补贴资金来弥补运营亏损，未来年度江西省财政厅将根据九景衢铁路实际运营情况拨付财政补贴。中诚信国际将对九景衢铁路的运营效益及公司盈利情况保持持续关注。

表2：截至2021年3月末公司参控股已建成铁路项目情况

项目名称	公司持股比例	线路起终点	主要内容	建设时间
昌九城际	39.33%	南昌北-九江	新建铁路长131.27公里	2007.06~2010.09
向莆铁路	9.13%	南昌西-福州、永泰-莆田	新建铁路长246公里	2007.11~2013.09
衡茶吉铁路	8.90%	吉安南-衡阳东	新建铁路长65公里	2008.12~2013.12
赣龙铁路扩能改造	4.70%	赣州-龙岩	新建线路长125公里	2010.10~2015.06
合福铁路	5.00%	婺源-福州	新建线路长184公里	2009.12~2015.03
武九客专	50.00%	武汉-九江	新建线路长45.9公里	2013.12~2017.12
九景衢铁路	78.84%	九江-景德镇-衢州	新建线路长245公里	2013.12~2017.12
昌吉赣客专	40.00%	南昌-赣州西	新建线路长420公里	2014.12~2019.12
浩吉铁路	1.20%	浩勒报吉-吉安	新建线路长212公里	2014.12~2019.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年3月末，公司在建铁路项目4个，包括赣深客专、安九客专、兴泉铁路和昌景黄铁路，涉及江西省内项目总投资666.08亿元，其中公司计

划出资198.99亿元，截至2021年3月末公司已完成出资145.12亿元，尚需投资53.87亿元，面临一定的资金压力。

除在建项目外，江西省还有昌九客专、瑞梅铁路、长赣铁路、铜九铁路和吉抚武温铁路等拟建项目，目前拟建项目尚处于前期规划阶段。

表 3：截至 2021 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	江西段已投资额	公司投资计划	参股比例	公司已出投资	公司计划出资		
								2021.4-12	2022	2023
兴泉铁路	125.00	2016~2021	80.28	66.08	32.30	50%	29.05	3.25	-	-
赣深客专	136.00	2016~2021	177.10	124.20	35.40	40%	35.47	-	-	-
安九客专	17.00	2016~2022	62.20	38.68	15.69	50%	13.99	1.70	-	-
昌景黄铁路	230.00	2018~2022	346.50	118.10	115.60	66%	66.61	29.72	19.27	-
合计	508.00	-	666.08	347.06	198.99	-	145.12	34.67	19.27	-

注：兴泉铁路增加征地拆迁资金 4.30 亿元，故公司投资计划调整为 32.30 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受运输需求有限及转让铁路专用线资产等因素影响，公司铁路专用线盈利能力较弱

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 2021 年 3 月末，公司铁路专用线主要系樟新盐化铁路专线（以下简称“盐化专线”）及萍乡工业陶瓷基地专用线。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；萍乡工业陶瓷基地专用线项目总投资约 4.10 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 4.30 亿元，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 4：近年来公司各专线运量情况表（万吨）

	2018	2019	2020	2021.1-3
洋坊专线	1,991.31	835.14	-	-
建陶专线	72.99	-	-	-
盐化专线	95.49	124.59	150.56	39.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司航空产业投资建设尚处于初步阶段；2020 年以来公司贸易板块业务规模大幅增加，贸易（货物销售）与铁路沿线土地综合开发收入等是公司收入的重要来源

航空投资业务方面，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。江西航产的参股子公司江西航空有限公司 2019 年和 2020 年分别已执飞航班 1.48 万（班次）和 1.12 万（班次），客座率分别为 88.00% 和 74.70%，承运旅客分别为 221.00 万人次和 133.58 万人次，飞机利用率分别为 9.40（小时/架日）和 7.3（小时/架日），分别实现营业收入 12.65 亿元和 8.22 亿元；受疫情影响，各营业指标均有所下滑。通航产业方面，截至 2020 年末，江西航产的参股子公司江西快线通勤航空有限公司机队规模为 12 架，已于 2019 年 4 月正式商业运行，目前已开通南昌-赣州、南昌-井冈山、山西吕梁-大同及鄂尔多斯-鄂托克前旗航线等，2019 年和 2020 年分别产生营业收入 0.02 亿元和 0.12 亿元。

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，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，江西航投、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，工程预计于2022年开工。

公司物流贸易业务主要由江西赣铁物流有限公司和江铁国际承担。公司依托铁路资源优势，开展了钢材、电解铜、防水材料、农产品等大宗商品贸易业务。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。近年来公司贸易板块业务规模有所波动，2018~2019年受国际贸易业务处于转型升级时期影响，收入规模有所收缩；2020年以来贸易业务发展迅速，当年贸易收入增加至40.36亿元。

公司铁路沿线土地综合开发业务主要由公司子公司江西省中泽地产集团有限公司承担，截至2021年3月末，公司已完成南昌西客站项目一至四期住宅、配套商业及公寓的开发，总投资39.13亿元，可销售面积48.82万平方米，已完成销售面积44.68万平方米，累计确认收入37.95亿元，累计收到销售回款41.03亿元。截至2021年3月末，公司房地产在建项目计划总投资88.44亿元，已完成投资71.72亿元；同期末，公司待开发土地面积为8.21万平方米，账面价值为5.05亿元。截至2021年3月末，公司暂无拟建项目，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，未来铁路沿线土地综合开发收入将保持一定规模，但房地产市场受宏观政策调控影响较大，未来项目收益具有一定的不确定性。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司在建房地产项目情况（平方米、亿元）

项目名称	公司占股	用地面积	建筑面积	总投资	已投资	项目性质
南昌西客站南地块项目	100%	41,317	122,085	7.74	4.83	商住
景德镇项目（北）	100%	82,097	211,138	11.28	5.08	商住
景德镇项目（南）	100%	133,566	387,814	19.63	16.67	商住
南昌西客站项目	100%	197,274	671,053	39.13	36.95	商住、办公
萍乡项目	100%	54,843	167,337	6.80	5.56	商住
景德镇弘文路	100%	30,477	76,971	3.86	2.63	住宅
合计	-	539,574	1,636,398	88.44	71.72	-

注：表中景德镇项目（南）新增景德镇西山路以东40亩地块开发；此外，南昌西客站项目包括一期至四期，项目已完工但未完成投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融投资方面，运营主体为兴铁资本投资管理有限公司（以下简称“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。

总的来看，公司航空投资业务尚处于初步发展阶段，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；近年来公司贸易板块业务规模呈波动上升趋势，贸易（货物销售）及铁路沿线土地综合开发收入是公司

收入的主要来源，金融投资业务规模较小但能对公司收入形成一定补充。

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2018年财务报告、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）江西分所审计并出具标准无保留意见的2019年、2020年财务报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，分析时2018~2020年财务数据均为审计报告期末数，2021年一季度财务数据为财务报表期末数，各期财务报表均执行新会计准则。

公司营业总收入继续保持呈上升趋势，但盈利能力较弱；且利润总额对投资收益和政府补助依赖性较强

2020年以来，公司营业总收入继续呈上升趋势；受公司贸易业务转型升级影响，近年来公司贸易（货物销售）收入呈波动上升趋势；2020年，受益于房地产项目稳步推进，公司铁路沿线土地综合开发收入规模较为稳定；2020年国铁运营收入下降至3.69亿元，主要系当年受疫情影响所致；此外，金融商品收入主要系兴铁资本固收业务所产生的收入。其他收入主要系供应链等货物销售、融资租赁、基金管理费用收入等业务，对公司营业收入形成一定的补充。2021年1~3月，公司营业总收入为13.78亿元，其中贸易（货物销售）收入和供应链等销售收入分别为6.24亿元和5.97亿元。

2020年公司营业毛利率较2019年上升近4个百分点，主要系当期铁路沿线土地综合开发收入毛利率较大所致；2020年铁路专线毛利率进一步下滑为-4.00%，主要系疫情影响收入下滑所致；此外，受九景衢铁路建设时间较短、尚处于培育期影响，公司国铁运营毛利率为负；另外受疫情影响，2020年铁路客运量大幅减少使得国铁运营亏损幅度进一步扩大，中诚信国际将持续关注江西省政府对公司运营铁路后续的补贴情况。2021年1~3月，公司营业毛利率为3.49%，较2020年同期相比由负转正。

表6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
贸易（货物销售）	1.68	1.14	0.39	-
铁路专用线运营	4.83	1.43	-4.00	-
金融商品收入	100.00	100.00	100.00	100.00
铁路沿线土地综合开发收入	5.78	26.62	44.95	-
国铁运营	-	-42.32	-56.71	-2.11
其他	79.28	75.95	23.44	6.20
营业毛利率	7.56	5.22	9.21	3.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年，公司期间费用仍主要系管理费用和财务费用；其中管理费用主要系工资及福利、中介咨

询费等；公司财务费用主要为债务融资利息支出，受公司融资影响，呈波动变化趋势。2020年，公司期间费用率为6.99%，较2019年下降3.52个百分点，主要系融资费用下降所致。2021年1~3月，公司期间费用率为0.92%，较上年同期小幅上升0.38个百分点，主要当期融资规模较大所致。总体来看，近年来公司期间费用率有所下降，费用管控能力有所加强。

2020年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。资产减值损失主要系可供出售金融资产损失和坏账损失，其中资产减值损失主要系兴铁资本的信托项目计提的减值准备。投资收益主要系处置长期股权投资产生的投资收益及持有可供出售金融资产期间取得的投资收益；2020年公司取得投资收益2.06亿元，主要系收到昌九城际及南昌农村商业银行股份有限公司分红、兴铁资本收到国开发展基金有限公司分红等。公司利润总额对政府补助依赖性仍较强，2020年，公司收到政府补助资金3.86亿元，其中收到江西省财政厅用于弥补九景衢铁路亏损的运营补贴资金3.70亿元。2021年1~3月，公司利润总额为1.15亿元，其中经营性业务利润为0.85亿元，同期投资收益为0.27亿元。

2020年，公司收现比指标虽小幅下降，但仍维持在较好水平，主要系公司货物（销售）、国铁运营及铁路沿线土地综合开发业务回款情况良好所致。2021年1~3月，公司收现比指标小幅上升至0.95倍。

表7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
管理费用	1.49	1.36	1.46	0.31
财务费用	1.56	3.55	2.72	0.56
期间费用合计	3.30	5.19	4.38	0.92
期间费用率	7.62	10.51	6.99	6.69
营业总收入	43.30	49.33	62.71	13.78
经营性业务利润	-0.17	2.29	5.08	0.85
投资收益	2.67	2.21	2.06	0.27
资产减值损失	-1.16	-2.24	-4.28	-
政府补助金	0.40	5.06	3.86	-
利润总额	1.82	2.54	3.12	1.15

收现比	0.99	0.97	0.90	0.95
-----	------	------	------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年来公司资本实力持续提升，财务杠杆率水平整体有所下降；但公司绝大部分资产为铁路项目的投入，回收周期较长，资产流动性欠佳

随着铁路项目的持续推进及合并范围的增加，2020 年以来公司总资产规模仍呈增长趋势。公司资产仍以非流动资产为主，2020~2021 年 3 月末非流动资产占总资产的比重分别为 73.78% 和 76.15%。公司非流动资产主要由其他非流动资产、固定资产和在建工程构成，2021 年 3 月末占非流动资产比例分别为 42.62%、28.32% 和 16.75%。2020 年末可供出售金融资产主要系昌吉赣客专、兴泉铁路项目、武九客专及昌九城际的投入。2020 年末固定资产中线路及电气化供电设备金额分别为 138.48 亿元和 8.89 亿元；同期末在建工程大幅增加 67.65 亿元，主要系昌景黄铁路投资大幅增加所致。截至 2021 年 3 月末，公司总资产较上年末小幅减少 1.06% 至 736.65 亿元；其中同期末可供出售金融资产大幅降至 0.00 亿元，主要系公司将对昌吉赣客专、兴泉铁路项目、武九客专及昌九城际的投入调整至“其他非流动资产”核算所致。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。2020 年末公司所有者权益较 2019 年增加 34.87 亿元，主要系新增国铁集团对昌景黄铁路项目出资 29.00 亿元使得少数股东权益增加以及公司收到昌景黄铁路项目地方政府专项债 14.40 亿元等所致。截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益较上年末小幅增长至 347.80 亿元。

2020 年以来公司总负债亦呈扩张态势，但受益于公司资本实力显著提升，公司资产负债率和总资本化比率呈波动下降趋势，一定程度上释放了公司的再融资空间。从债务结构来看，2020 年公司债务虽仍以长期债务为主，但短期债务占比有所上升。截至 2021 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 0.16 倍，债务结构有所优化。

从资产收益性看，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，公司资产收益性较弱；从资产流动性看，公司资产以非流动资产为主，资产流动性欠佳。

截至 2020 年末，公司应收类款项/总资产为 6.33%；同期末其他应收款中江西大唐国际抚州发电有限责任公司垫付的向蒲铁路投资款及兴铁产业投资基金基金（有限合伙）代垫的基金收益保证金分别为 16.78 亿元和 11.34 亿元，前五名占其他应收款总额的比重为 78.40%。截至 2021 年 3 月末，应收类款项/总资产为 7.48%，较上年末有所增加。总体来看，公司应收类款项对资金虽占用较少，但呈增加趋势。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	60.91	121.10	116.92	72.84
其他应收款	24.22	36.55	36.48	39.91
可供出售金融资产	245.57	236.02	245.77	0.00
固定资产	5.08	167.69	159.28	158.85
在建工程	91.24	45.22	112.87	93.96
总资产	482.82	665.32	744.51	736.65
实收资本	86.09	174.60	174.65	174.65
资本公积	84.94	85.85	85.97	86.29
少数股东权益	7.03	25.35	58.61	58.02
所有者权益	202.10	312.06	346.93	347.80
短期债务/总债务	0.15	0.21	0.31	0.16
资产负债率	58.14	53.10	53.40	52.79
总资本化比率	51.68	44.46	46.13	45.20
应收类款项/总资产	6.13	6.19	6.33	7.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司铁路投资建设对资金需求较大，筹资活动现金流入维持在较高规模；公司未来几年债务分布均匀但具有一定规模，后续债务偿还情况值得关注

2020 年公司经营活动净现金流流入较上年有所下降，主要系受疫情影响导致国铁运营收入下降所致。公司投资活动净现金流受理产品及兴铁资本固收业务规模影响有所波动，2020 年投资活动净现金流继续呈大幅流出状态。2020 年以来，公司筹资继续维持高位，公司筹资活动净现金流呈大幅流入状态。2021 年以来，2021 年 1~3 月，公司经营活

动净现金流较上年同期大幅减少为流出 4.73 亿元，主要系公司支付的其他单位的往来款大幅增加所致；投资活动现金净流出规模较上年同期有所收窄，主要系当期收到到期投资所致；筹资活动现金流入仍维持在高位，但由于当期所偿还债务较多，使得筹资活动净现金流转为流出，但公司经营及投资资金需求仍主要依赖于对外筹资。

2020 年公司 EBITDA 同比大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强；经营活动净现金流对债务本息的保障能力受净流入下滑影响覆盖能力有所下滑，但对债务利息仍处于较好水平。

截至 2021 年 3 月末，公司债务以长期债务为主，符合公司铁路投资长回收周期特点；短期债务规模较 2020 年末虽大幅下降，但仍有一定规模。

表 9：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	17.09	37.08	27.60	-4.73
投资活动净现金流	7.24	-52.37	-88.53	-26.48
筹资活动净现金流	-2.33	70.79	58.06	-12.04
EBITDA	6.40	13.30	15.84	-
EBITDA 利息覆盖倍数	1.46	1.90	1.62	-
经营活动净现金流利息覆盖系数	3.90	5.28	2.83	-
短期债务	32.28	51.38	92.41	46.44
货币资金/短期债务	1.88	2.36	1.27	1.57
总债务	216.15	249.82	297.13	286.83
总债务/EBITDA	33.78	18.78	18.75	-
经营活动净现金流/总债务	0.08	0.15	0.09	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司总债务为 297.13 亿元，2021~2024 年分别到期 94.17 亿元、40.97 亿元、35.24 亿元和 12.19 亿元，公司未来到期债务分别相对均匀，但具有一定规模，中诚信国际将持续关注公司债务偿还情况。

表 10：截至 2020 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021	2022	2023	2024
到期金额	94.17	40.97	35.24	12.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司获得的各类银行授信总额为 404.82 亿元，其中未使用授信额度为

289.96 亿元，备用流动性充足。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 1.01 亿元，占净资产的比重较小，对外担保对象为福建中原港务有限公司。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产包括向银行质押以取得长期借款的昌九城际公司 46.43 亿股股权、向蒲公司全部股权、京福闽赣公司全部股权、衡茶吉全部股权和受限的货币资金 3.43 亿元。

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 28 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

公司作为江西省唯一的铁路建设运营主体，地位仍然十分重要，继续获得政府大力支持

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。

公司是江西省唯一的铁路建设及运营主体，具备很强的区域专营性，地位十分重要。

从获得的支持情况来看，上级股东主要从铁路建设资金保障、流动性支持、资产注入、财税支持、设立铁路产业基金、财政补贴六个维度进行支持：1) 根据 2015 年 10 月 31 日江西省发展改革委员会牵头制定的《昌吉赣及蒙华铁路省方资本金筹措分摊的方案》，由铁路沿线市县向公司支付资本金，2018~2019 年，公司收到各市县的铁路资本金分别为 7.52 亿元和 16.93 亿元；此外，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；截至 2021 年 3 月末，公司已收到返还土地收益 61.84 亿元，剩余土地指标价值约 1.20 亿元；

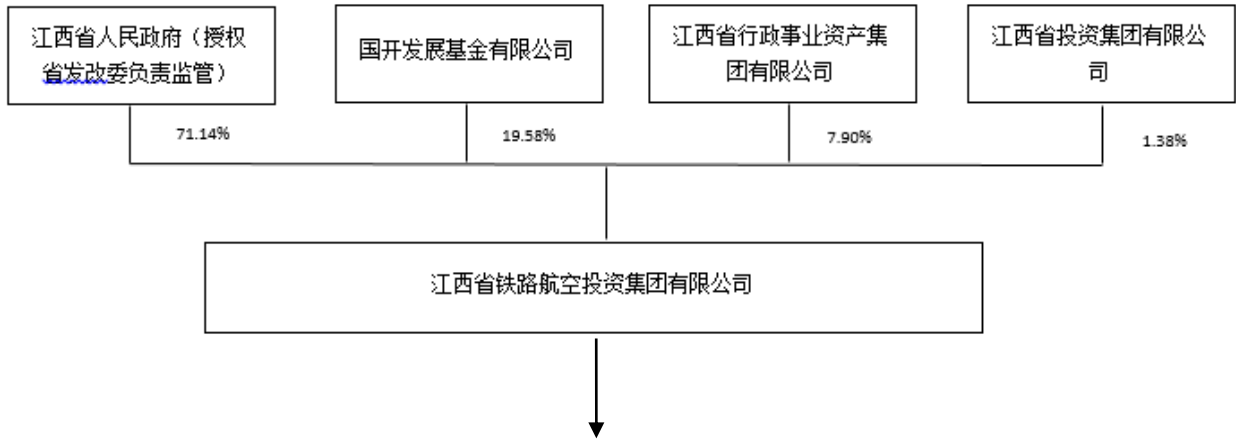
2) 2018~2019 年, 公司收到各项税费支持资金分别为 2.39 亿元和 4.41 亿元; 3) 根据《江西省人民政府关于设立江西省铁路产业投资基金的批复》(赣府字[2013]39 号), 江西省政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金, 基金总规模 300.00 亿元, 认缴资金 288.75 亿元, 其中社会资本后续募集资金已获机构投资者审批认购 226.15 亿元, 配套的引导资本募集资金约为 62.60 亿元。截至 2021 年 3 月末, 该基金累计完成对外投资 80.00 亿元, 其中投资铁路项目 49.34 亿元, 包括昌吉赣项目 39.34 亿元、安九客专 4.10 亿元和赣深客专 5.90 亿元, 投资多元化业务 30.66 亿元; 4) 公司及下属子公司继续获得政府补助, 一定程度上充实了利润规模, 2020 年, 公司获得政府补助 3.86 亿元。

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铁路建设的职能, 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。

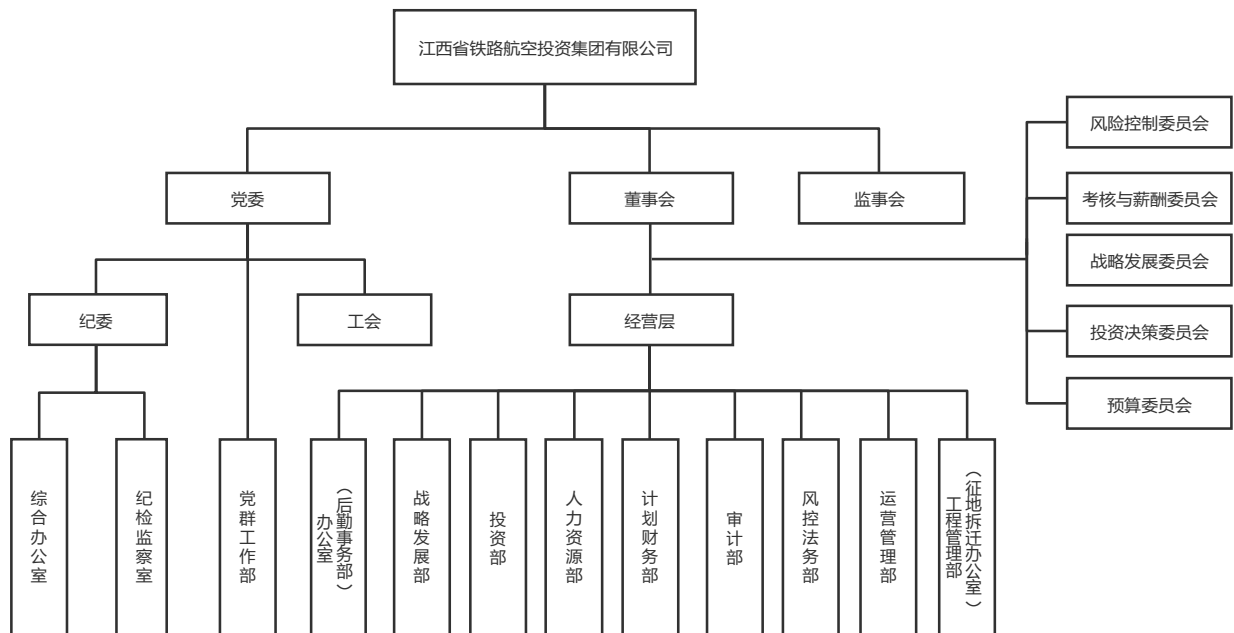
评级结论

综上所述, 中诚信国际维持江西省铁路航空投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“16 赣铁债 02”、“20 赣铁投 MTN001”、“20 赣铁 01”、“20 赣铁投 MTN002” 和 “21 赣铁航债 01/21 赣铁 01” 的债项信用等级为 **AAA**。

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 2020 年末）



全称	持股比例
江西省中泽地产集团有限公司	100.00%
兴铁资本投资管理有限公司	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%
江铁国际控股集团有限公司	100.00%
江西省铁路发展有限公司	78.84%



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	609,060.12	1,211,018.47	1,169,239.87	728,433.99
应收账款	47,374.65	26,863.80	28,846.37	54,354.24
其他应收款	242,211.37	365,486.71	364,814.04	399,083.03
存货	402,197.48	367,552.68	274,259.25	289,252.71
长期投资	2,508,451.52	2,381,922.95	2,479,325.95	384,131.47
在建工程	912,435.73	452,217.18	1,128,703.27	939,568.85
无形资产	4,897.12	85,102.74	175,658.39	175,629.94
总资产	4,828,238.56	6,653,234.41	7,445,095.42	7,366,492.86
其他应付款	237,423.72	326,437.86	212,669.97	205,765.60
短期债务	323,795.64	513,806.82	924,052.59	464,366.28
长期债务	1,837,736.26	1,984,386.94	2,047,276.58	2,403,952.82
总债务	2,161,531.90	2,498,193.76	2,971,329.17	2,868,319.10
总负债	2,807,193.59	3,532,621.14	3,975,824.71	3,888,452.28
费用化利息支出	43,034.74	69,475.05	94,772.56	-
资本化利息支出	740.66	701.50	2,745.60	-
实收资本	860,919.33	1,746,031.12	1,746,453.17	1,746,453.17
少数股东权益	70,315.51	253,510.22	586,076.75	580,175.24
所有者权益合计	2,021,044.97	3,120,613.27	3,469,270.71	3,478,040.58
营业总收入	432,987.91	493,281.94	627,114.30	137,775.38
经营性业务利润	-1,711.21	22,940.63	50,831.83	8,525.08
投资收益	26,654.04	22,101.36	20,599.46	2,713.31
净利润	15,502.40	17,052.57	23,252.70	10,595.36
EBIT	61,256.22	94,850.41	125,947.26	-
EBITDA	63,989.80	133,030.75	158,448.20	-
销售商品、提供劳务收到的现金	429,190.25	479,809.28	563,861.79	131,072.50
收到其他与经营活动有关的现金	321,300.51	593,549.56	411,302.47	161,603.95
购买商品、接受劳务支付的现金	416,136.61	381,387.79	533,879.29	151,107.22
支付其他与经营活动有关的现金	159,739.54	286,236.21	135,567.88	178,071.20
吸收投资收到的现金	324,805.98	335,872.21	275,965.00	0.00
资本支出	30,009.86	195,634.70	717,671.35	211,542.15
经营活动产生现金净流量	170,886.13	370,750.08	276,016.16	-47,311.65
投资活动产生现金净流量	72,359.33	-523,740.88	-885,264.98	-264,848.22
筹资活动产生现金净流量	-23,327.94	707,896.66	580,606.38	-120,368.63

财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	7.56	5.22	9.21	3.49
期间费用率(%)	7.62	10.51	6.99	6.69
应收类款项/总资产(%)	6.13	6.19	6.33	7.48
收现比(X)	0.99	0.97	0.90	0.95
总资产收益率(%)	1.31	1.65	1.79	-
资产负债率(%)	58.14	53.10	53.40	52.79
总资本化比率(%)	51.68	44.46	46.13	45.20
短期债务/总债务(X)	0.15	0.21	0.31	0.16
FFO/总债务(X)	0.02	0.03	0.05	-
FFO 利息倍数(X)	1.09	1.20	1.54	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.90	5.28	2.83	-
总债务/EBITDA(X)	33.78	18.78	18.75	-
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.26	0.17	-
货币资金/短期债务(X)	1.88	2.36	1.27	1.57
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.46	1.90	1.62	-

注：1、中诚信国际根据2018~2020年审计报告及未经审计的2021年一季度整理，各期财务数据均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将长期应付款中的有息债务计入长期债务；3、公司未提供2021年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无效。

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。