

# 江西省铁路航空投资集团有限公司企业债 2022 年 度跟踪评级报告

---

项目负责人：王少强 [shqwang@ccxi.com.cn](mailto:shqwang@ccxi.com.cn)

项目组成员：张悦 [yzhang03@ccxi.com.cn](mailto:yzhang03@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 17 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 0713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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 赣铁债 02”、“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”和“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”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

二零二二年六月十七日

**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”、“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”和“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”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、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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	665.32	744.51	898.59	915.41
所有者权益合计（亿元）	312.06	346.93	438.57	439.54
总负债（亿元）	353.26	397.58	460.01	475.87
总债务（亿元）	249.82	297.13	328.32	348.67
营业总收入（亿元）	49.33	62.71	76.20	10.21
经营性业务利润（亿元）	2.29	5.08	2.26	1.08
净利润（亿元）	1.71	2.33	3.67	1.17
EBITDA（亿元）	13.30	15.84	15.46	-
经营活动净现金流（亿元）	37.08	27.60	2.14	-5.04
收现比(X)	0.97	0.90	0.93	1.37
营业毛利率(%)	5.22	9.21	4.75	-0.80
应收类款项/总资产(%)	6.19	6.33	6.50	6.34
资产负债率(%)	53.10	53.40	51.19	51.98
总资本化比率(%)	44.46	46.13	42.81	44.24
总债务/EBITDA(X)	18.78	18.75	21.24	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.90	1.62	2.12	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理，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 2022 年一季报现金流量表补充资料及利息支出，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)*	3.12	8
	收现比(X)*	0.93	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	2.49	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	438.57	8
	总资本化比率(X)	0.43	8
	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
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 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 2019 年~2021 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。**受益于近年来各种资金注入，公司资本实力不断夯实，2021 年末所有者权益为 438.57 亿元，较上年同比增长 26.42%，且同期末公司资产负债率和总资本化比率有所下降，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。**铁路项目建设周期较长，资金投入较大、回收期较长，公司盈利能力较弱。截至 2022 年 3 月末，公司已建成运营的 12 条参控股铁路项目中，参股铁路仅有昌九城际产生投资收益，但受疫情等因素影响昌九城际 2021 年末未产生投资收益，且公司控股的九景衢铁路运营依赖补贴资金。

■ **铁路建设资金需求量大，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 2022 年 3 月末，公司在建及拟建铁路项目尚需投资 240.23 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，致使股东及相关各方支持意愿减弱，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 02/21 赣铁 02 (AAA)	2021/06/25	方华东、钟婷、张悦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 赣铁航债 01/21 赣铁 01 (AAA) 16 赣铁债 02 (AAA)	2021/06/22	方华东、钟婷、张悦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 赣铁航债 01/21 赣铁 01 (AAA)	2021/1/18	方华东、钟婷	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	16 赣铁债 02 (AAA)	2019/06/06	骆传伟、方华东、钟婷	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	16 赣铁债 02 (AA+)	2016/03/18	高哲理、马康达	-	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

## 同行业比较

部分省级铁路投资企业 2021 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	898.59	438.57	460.01	51.19	76.20	3.67	2.14
河南铁投	759.98	514.82	245.16	32.26	25.78	-11.36	-0.98
贵州铁投	708.25	401.66	306.58	43.29	69.85	3.13	4.03

注：“河南铁投”为“河南省铁路建设投资集团有限公司”简称；“贵州铁投”为“贵州铁路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	2021/06/22	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
21 赣铁航债 01/21 赣铁 01	AAA	AAA	2021/06/22	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
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2021/08/03~2026/08/03	附第 3 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”、“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”和“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”募集资金分别为 20 亿元、20 亿元和 20 亿元，募集资金用途分别为支付铁路项目工程款和补充营运资金。截至 2022 年 3 月末，“16 赣铁债 02”、“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”和“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”募集资金分别使用 20 亿元、20 亿元和 19.80 亿元，上述债项未变更募集资金用途，使用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:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、



精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

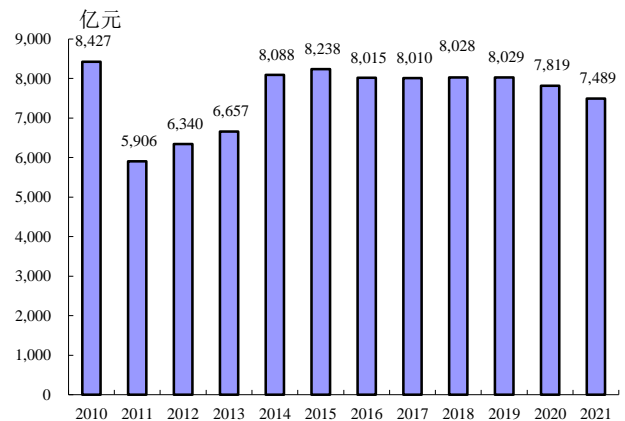
中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 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。2019 年~2021 年，全国铁路固定资产投资完成 8,029 亿元、7,819 亿元和 7,489 亿元。随着铁路大规模建设，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，2019~2021 年，投产新线分别为 8,489 公里、4,933 公里和 4,208 公里，其中高速铁路分别为 5,474 公里、2,521 公里和 2,168 公里。

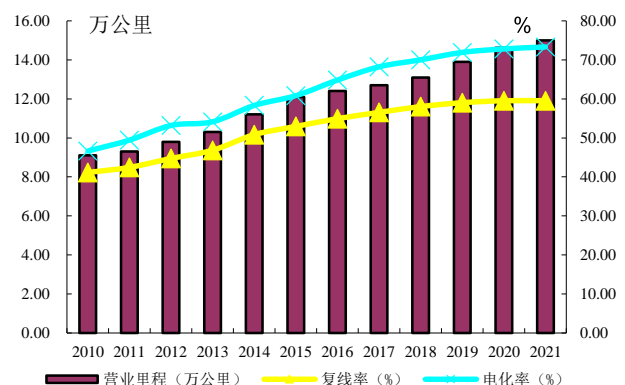
图 1：2010 年~2021 年全国铁路固定资产投资情况



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，截至 2021 年末，全国铁路营业里程达到 15 万公里，其中，高速铁路营业里程达到 4 万公里；复线率 59.5%；电化率 73.3%；西部地区铁路营业里程 6.1 万公里。全国铁路路网密度 156.7 公里/万平方公里。国家铁路营业里程 13.1 万公里，复线率 61.9%，电化率 75.4%。

图 2：2010 年~2021 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。

### 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。2021 年铁路行业共有“高压

富水长大铁路隧道修建关键技术及工程应用”等 10 个项目获 2020 年度国家科学技术奖，其中国家科学技术进步奖一等奖 1 项、国家科学技术进步奖二等奖 7 项、国家技术发明奖二等奖 2 项。铁路行业共有“一种桥梁用 Q345qDNH 耐候钢的焊接方法”等 35 项专利获第二十二届中国专利奖，其中中国专利金奖 3 项、中国专利银奖 4 项，中国外观设计金奖 1 项。铁路重大科技创新成果库 2021 年度入库 248 项，其中铁路科技项目 42 项、铁路专利 42 项、铁路技术标准 38 项、铁路科技论文 126 篇。

重要技术制定标准方面，发布《铁路客车通用技术条件》等铁道国家标准 9 项，《铁路辙叉结构高度测量器检定规程》铁道国家计量规程规范 1 项。发布《机车车辆非金属材料及室内空气有害物质限量》、《邻近铁路营业线施工安全监测技术规程》等铁道行业标准 39 项，《铁路专用计量器具计量规程规范编写规则》等铁道行业计量规程规范 2 项。发布由我国主持制定的《铁路基础设施 钢轨焊接 第 1 部分：钢轨焊接的通用要求和试验方法》等国际标准组织(ISO)、国际电工委员会(IEC)国际标准 5 项，《铁道货车通用技术条件》等铁道国家标准英文译本 2 项，《调度集中系统技术条件》、《磁浮铁路技术标准(试行)》等铁道行业标准英文译本 47 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。2021 年国家铁路能源消耗折算标准煤 1,580.74 万吨，比上年增加 85.86 万吨，增长 5.7%。单位运输工作量综合能耗 4.07 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.16 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 3.9%；单位运输工作量主营综合能耗 4.02 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.15 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 3.5%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量 1,611 吨，比上年减排 12 吨，二氧化硫排放量 0.2 万吨，比上年减排 0.1 万吨。

**2020 年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，2021 年虽有所回升，但仍未**

**恢复至疫情前水平；公司积极调整运力安排加强货物运输组织，货物发送量保持高位运行；未来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**

铁路货运发送量自 2016 年开始呈逐年增长态势，主要系受交通部和环保部分别推出公路治超和强力治霾等政策所致。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。2018 年 6 月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，旨在通过 3 年努力（2018~2020 年）努力，大幅减少大气污染、改善环境空气质量；政策明确提出，将优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例。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，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。2020 年新冠疫情发生以来，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%。2021 年，中国铁路坚持把以货补客作为全年运输经营的大格局，深入实施货运增量行动，全面优化货运布局，释放煤运大通道运力，大力发展多式联运，促进货运量持续增长，全年货运总发送量进一步增长至 47.74 亿吨。

客运方面，2020 年以前，受建成铁路线路增多，运力持续增长，以及持续推进供给侧结构性改革，



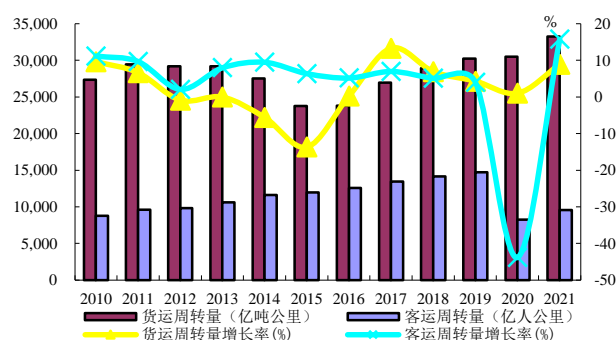
不断优化客运产品结构、加快推进售票服务升级，全面提高铁路服务质量影响，旅客发送量呈逐年增长态势。2020 年以来，受疫情防控政策及旅客出行意愿骤降影响，旅客发送量大幅下滑，当年旅客发送量为 22.03 亿人，同比下降 39.8%，2021 年旅客发送量回升至 26.12 亿人，但较疫情前仍处于相对低位状态。

表 1：全国铁路客货运输量

	2019	2020	2021
货物总发送量（亿吨）	43.89	45.52	47.74
其中：国家铁路（亿吨）	34.40	35.81	37.26
货运总周转量（亿吨公里）	30,181.95	30,514.46	33,238.00
其中：国家铁路（亿吨公里）	27,009.55	27,397.83	29,950.01
旅客发送量（亿人）	36.60	22.03	26.12
其中：国家铁路（亿人）	35.79	21.67	25.33
旅客周转量（亿人公里）	14,706.64	8,266.19	9,567.81
其中：国家铁路（亿人公里）	14,529.55	8,258.10	9,559.09

资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

图 3：2010 年~2021 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

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；同时随着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。

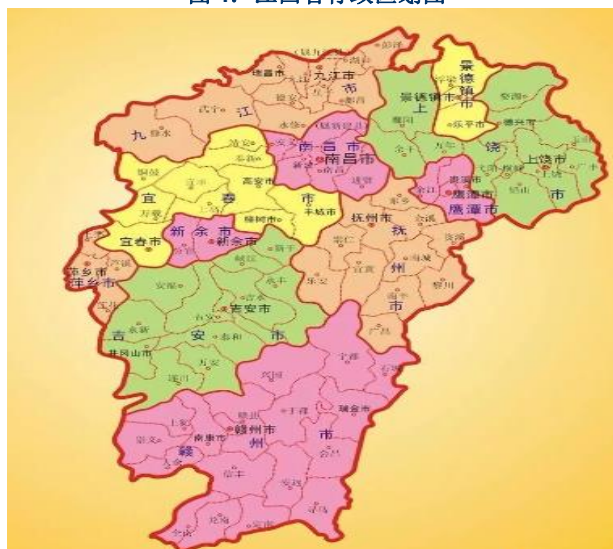
**江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力持续增长；同时，受益于江西内陆开放型经济试验区的设立，江西迎来高质量跨越式发展的重大机**

## 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 2021 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

2021 年以来，江西省地区生产总值（GDP）继续保持增长，2021 年 GDP 为 29,619.70 亿元，增速为 8.8%，其中第一产业增加值为 2,334.29 亿元，同比增长 7.3%，两年平均增长 4.8%；第二产业增加

值为 13,183.21 亿元，同比增长 8.2%，两年平均增长 6.1%；第三产业增加值为 14,102.17 亿元，同比增长 9.5%，三次产业结构为 7.9:44.5:47.6，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 7.3%、40.4%和 52.3%，人均 GDP 为 65,560 元，增长 8.8%。

2021 年，江西省一般公共预算收入为 2,812.30 亿元，其中税收收入占比为 68.61%；同期，江西省一般公共预算财政平衡率为 41.49%，财政平衡率同比略有上升但自给能力始终较弱。2021 年，江西省政府性基金收入为 2,971.80 亿元，受土地市场行情影响较上年有所减少。

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，铁路方面规划建设长沙至赣州、常德至岳阳至九江、南昌至九江等铁路。江西省已形成一横一纵的高速铁路网络，未来铁路规划将建设南昌、九江、赣州等几大交通枢纽，为江西省的经济高质量发展打下良好基础。

**2022 年 3 月公司发布公告称控股股东将变更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”），实际控制人将变更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”），目前尚未完成工商变更登记。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**

产权结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 202.78 亿元，江西省发改委、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%、19.58%、7.90%和 1.38%的股权，公司控股股东及实际控制人均为江西省人民政府，其授

权江西省发改委履行出资人职责。

2022 年 3 月 25 日，公司发布《江西省铁路航空投资集团有限公司控股股东及实际控制人拟发生变更的公告》称，经江西省人民政府同意，拟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。截至目前，上述事项尚未完成工商变更登记，后期完成工商登记变更后，公司控股股东将变更为江西国控，实际控制人将变更为江西省国资委。

公司已建立了由党委会、股东会、监事会和经营层组成的健全的法人治理结构；同时，公司重视内部控制体系的建设，根据公司经营管理的特點，制定并不断完善了内部控制制度，在风险控制、财务与资金管理、工程项目管理、投资经营与资产管理及人力资源管理等方面建立了一套详细的管理制度体系。

**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，且公司在建及拟建铁路项目面临一定的资金支出压力**

截至 2022 年 3 月末，公司已建成投入运营的参控股铁路有 12 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、九景衢铁路、兴泉铁路、赣深铁路和安九客专。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，但受疫情等因素影响 2021 年未产生投资收益；截至 2022 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~2022 年 3 月公司分别收到 3.70 亿元、3.70 亿元和 3.40 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 情况保持持续关注。  
诚信国际将对九景衢铁路的运营效益及公司盈利

表 2：截至 2022 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
兴泉铁路	50.00%	兴国-泉州	新建线路长 125 公里	2016.12~2021.09
赣深铁路	40%	赣州-深圳	新建线路长 136 公里	2016.12~2021.12
安九客专	50%	安庆-九江	新建线路长 17 公里	2016.12~2021.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建铁路项目为昌景黄铁路，涉及江西省内项目总投资 350.20 亿元，其中公司计划出资 115.60 亿元，同期末公司已完 出资 96.02 亿元，尚需投资约 19.58 亿元；同期末，公司拟建铁路项目为昌九客专和瑞梅铁路拟建项

目，江西省内总投资分别为 315.90 亿元和 116.73 亿元，资本金占比分别为 50%和 76%，公司计划出资 137.71 亿元和 82.94 亿元。整体来看，截至 2022 年 3 月末，公司在建及拟建项目尚需投资 240.23 亿元，待投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

表 3：截至 2022 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		
								2022.4-12	2023	2024
昌景黄铁路	230.00	2018~2023	350.20	194.44	115.60	66%	96.02	4.1	7.74	7.74
合计	230.00		350.20	194.44	115.60		96.02	4.1	7.74	7.74

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 2022 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 2022 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）

	2019	2020	2021	2022.1-3
洋坊专线	835.14	-	-	-
建陶专线	-	-	-	-
盐化专线	124.59	150.56	169.00	27.62

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；2021 年以来公司贸易板块业务规模呈波动增加趋势，物资供应（国际贸易）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。2021 年江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”）的参股公司江西航空有限公司已执飞航班 0.82 万（班次），客座率为 79.60%，承运旅客 182.00 万人次，飞机利用率为 6.26（小时/架日），实现营业收入 9.67 亿元，2020 年受疫情影响，各营业指标较不理想，但随着疫情防控成效逐步显现，2021 年各营业指标同比有所回升。通航产业方面，截至 2022 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 11 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 10 条航线，2021 年和 2022 年一季度分别产生营业收入 0.37 亿元和 0.10 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，工程预计于 2022 年开工。

2021 年公司新增客货代理业务，由子公司江西国际货运航空有限公司负责运营。公司通过采购航空公司舱位，销售舱位给下游货代企业，收取包舱费用和收取货运代理费。

公司物资供应（国际贸易）业务主要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”）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。2021 年和 2022 年一季度物资供应（国际贸易）业务收入分别实现 33.69 亿元和 2.89 亿元，其中 2021 年该业务收入同比有所减少，主要系受疫情及市场行情影响，与在港企业开展的大宗商品贸易业务规模减少所致。

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（以下简称“中泽地产”）承担，截至 2022 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 49.29 万平方米，已完成销售面积 44.67 万平方米，累计确认收入 38.19 亿元，累计收到销售回款 41.25 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司房地产在建项目计划总投资 56.88 亿元，已完成投资 40.96 亿元，已回款 25.83 亿元；同期末，公司无待开发土地，且暂无拟建项目，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 2022 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	7.09	商住
景德镇项目（北）	100%	82,097	211,138	11.28	5.12	商住

景德镇项目（南）	100%	133,566	387,814	19.63	15.89	商住
红谷滩金融中心项目	100%	16,666	81,141	7.57	2.66	商业
萍乡项目	100%	54,843	167,337	6.80	6.44	商住
景德镇弘文路	100%	30,477	76,971	3.86	3.76	住宅
合计	-	358,966	1,046,486	56.88	40.96	-

注：表中景德镇项目（南）新增景德镇西山以东 40 亩地块开发。

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，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。

其他业务主要包括供应链等销售业务，销售业务主要由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负责，于 2020 年正式开展业务，主要销售钢材、电解铜、煤炭、铝棒、水泥等。2021 年，公司供应商主要为江西省伟梦钢铁贸易有限公司、南昌易维贸易有限公司和江西赣电投资集团有限公司等；销售方主要为江西省佳升实业有限公司、南昌市鼎淞贸易有限公司和江西奕源矿业有限公司等。2021 年以来该业务处于发展初期，业务规模快速扩张，2021 年和 2022 年一季度该业务分别实现收入 17.27 亿元和 5.59 亿元。

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；物资供应（国际贸易）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 年审计报告，经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

无保留意见的 2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，分析时财务数据均为审计报告期末数，各期财务报表均执行新会计准则。

### 2021 年公司营业总收入持续增长，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

2021 年，受益于公司其他收入中供应链等销售业务规模迅速扩张，使得当期公司营业总收入同比大幅上升；受疫情及市场行情影响，公司与在港企业开展的大宗商品贸易业务规模大幅减少，使得公司物资供应（国际贸易）收入同比有所下降；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；此外，融资租赁、基金管理费用收入等其他业务亦对公司营业收入形成一定的补充。2022 年一季度，公司营业总收入为 10.21 亿元，其中物资供应（国际贸易）收入和其他业务中的供应链等销售业务收入分别为 2.89 亿元和 5.59 亿元。2021 年以来公司营业毛利率持续下降，盈利能力较弱，主要系毛利率较低的供应链等销售业务收入占比上升，且收入占比较高的铁路沿线土地综合开发业务因当期确认收入的主要为毛利率较低的团购房所致。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
物资供应（国际贸易）	24.64	40.36	33.69	2.89
铁路专用线运营	0.42	0.25	0.24	0.03
金融商品收入	0.74	0.50	0.47	0.16
铁路沿线土地综合开发收入	14.77	14.06	13.63	0.00
国铁运营	7.64	3.69	4.12	0.94
其他	1.12	3.85	24.05	6.19
合计	49.33	62.71	76.20	10.21
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
物资供应（国际贸易）	1.14	0.39	2.14	1.73
铁路专用线运营	1.43	-4.00	-51.17	-100.00
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	26.62	44.95	13.65	-
国铁运营	-42.32	-56.71	-30.10	-52.13
其他	75.95	23.44	8.07	3.88
营业毛利率	5.22	9.21	4.75	-0.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用；其中管理费用主要为工资及福利、中介咨询费等；公司财务费用主要为债务融资利息支出，2021 年以来有所减少，主要系财政贴息增加所致。2021 年受益于公司收入的大幅增加，三费收入占比较 2020 年有所下降；总体来看，公司期间费用和三费占比近年来均呈下降趋势，费用管控能力有所改善。

2021 年公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。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；2021 年公司实现投资收益 3.25 亿元，同比有所增加，主要系长期股权投资收益和其他权益工具投资在持有期股利收入增加所致；公司对政府补助依赖性较强，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别收到政府补助资金 3.75 亿元和 3.41 亿元，其中公司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分别为 3.70 亿元和 3.40 亿元。

2021 年以来，公司收现比指标持续增长，主要系公司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。2022 年 1~3 月，公司收现比指标上升至 1.37 倍，回款情况较好。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
管理费用	1.36	1.46	1.85	0.42
财务费用	3.55	2.72	2.64	1.74
期间费用合计	5.19	4.38	4.75	2.20
期间费用率	10.51	6.99	6.23	21.57
营业总收入	49.33	62.71	76.20	10.21
经营性业务利润	2.29	5.08	2.26	1.08
投资收益	2.21	2.06	3.25	0.21
资产减值损失	-2.24	-4.28	0.00	0.00
政府补助金	5.06	3.86	3.75	3.41
利润总额	2.54	3.12	5.05	1.20
收现比	0.97	0.90	0.93	1.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021 年以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，2021 年以来公司总资产规模呈增长趋势。公司资产以非流动资产为主，2021~2022 年 3 月末非流动资产占总资产的比重分别为 69.17%和 70.19%。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，2022 年 3 月末占非流动资产比例分别为 39.05%、24.40%和 25.61%，其中其他非流动资产同比大幅增加，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等铁路建设项目的投入由“可供出售金融资产”调整至“其他非流动资产”核算所致；固定资产主要为铁路运输建筑物、传导设备和电气化供电设备等，同期末受折旧影响略有减少；随着铁路建设项目持续投入，公司在建工程同比有所增长。

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。2021 年以来所有者权益持续增加。截至 2021 年末，公司所有者权益较上年末增长 26.42%，其中实收资本较上年末增加 28.13 亿元，主要系资本公积转增实收资本，且江西省财政厅注入的国有企业资本金 0.21 亿元中有 0.13 亿元计入实收资本所致。2021 年，根据赣府发（2014）18 号，江西省人民政府关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的实施意见中铁路建设投资增加资本公积 31.60 亿元，且子公司划转使得资本公积增加 0.42 亿元，但受资本公积转增实收资本、南昌市土地收益注入资金减少资本公积 2.55 亿元和财政性资金冲抵往来款 7.22 亿元影响，当期资本公积同比有所减少。2021 年末公司少数股东权益大幅增加，主要系当期公司发行并表 ABN 产品增加少数股东权益 40.01 亿元、国铁集团对昌景黄铁路项目出资 26.00 亿元计入少数股东权益所致。

2021 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产

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。若考虑到公司 2021 年发行并表 ABN 产品，将其计入债务核算，则截至 2022 年 3 月末调整后总债务为 388.68 亿元，调整后资产负债率和总资本化比率分别为 56.36%和 49.31%，较 2020 年末有所上升。从债务结构来看，2021 年以来公司债务以长期债务为主，债务结构较为合理。

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 2021 年末，公司应收类款项/总资产为 6.50%；同期末其他应收款中应收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为 16.78 亿元，前五名占其他应收款总额的比重为 50.28%。截至 2022 年 3 月末，应收类款项/总资产为 6.34%，较上年末略有降低，总体来看，公司应收类款项对资金占用较少。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	121.10	116.92	163.65	143.76
其他应收款	36.55	36.48	42.16	42.34
可供出售金融资产	236.02	245.77	0.00	0.00
固定资产	167.69	159.28	157.29	156.76
其他权益工具投资	0.00	0.00	35.61	36.35
其他非流动资产	0.00	0.48	247.21	250.91
在建工程	45.22	112.87	148.41	164.55
总资产	665.32	744.51	898.59	915.41
实收资本	174.60	174.65	202.78	202.78
资本公积	85.85	85.97	80.29	80.29
少数股东权益	25.35	58.61	125.89	125.56
所有者权益	312.06	346.93	438.57	439.54
短期债务/总债务	0.21	0.31	0.20	0.17
资产负债率	53.10	53.40	51.19	51.98
总资本化比率	44.46	46.13	42.81	44.24
应收类款项/总资产	6.19	6.33	6.50	6.34

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；2021 年以来公司短期债务规模持续下降，但后续债务偿还情况仍需关注**

2021 年以来公司经营活动净现金流持续减少，且 2022 年一季度经营活动现金流为净流出状态，主要系公司支付的其他单位的往来款大幅增加所致。2021 年以来公司投资活动现金净流出规模有所收窄，主要系收回相关到期投资以及工程预收款规模增加所致。另外，由于 2021 年公司发行并表 ABN 产品并收到国铁集团项目出资规模较大，当期公司筹资活动现金净流入规模大幅增加。

2021 年公司 EBITDA 较上年略有减少，但受益于利息支出规模的下降，EBITDA 对债务利息的覆盖能力有所增强。同期经营活动净现金流大幅减少，其对债务利息的覆盖能力出现下滑，无法形成有效覆盖。

截至 2022 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）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	37.08	27.60	2.14	-5.04
投资活动净现金流	-52.37	-88.53	-67.31	-27.96
筹资活动净现金流	70.79	58.06	110.25	13.43
EBITDA	13.30	15.84	15.46	-
EBITDA 利息覆盖倍数	1.90	1.62	2.12	-
经营活动净现金流利息覆盖系数	5.28	2.83	0.29	-
短期债务	51.38	92.41	65.78	58.84
货币资金/短期债务	2.36	1.27	2.49	2.44
总债务	249.82	297.13	328.32	348.67
总债务/EBITDA	18.78	18.75	21.24	-
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.09	0.01	-0.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2024 年系公司债务到期高峰，但充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持；公司存在一定规模的受限资产，对资产形成一定占用**

截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 348.67 亿元，2022 年 4~12 月及 2023~2025 年分别到期 36.19 亿元、52.16 亿元、74.78 亿元和 63.97 亿元，其中 2024 年到期债务规模较大，中诚信国际将持续关注公司债务偿还情况。

**表 10：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025	2025 及以后
到期金额	36.19	52.16	74.78	63.97	121.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司获得的各类银行授信总额为 510.83 亿元，其中未使用授信额度为 347.08 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.71 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 2022 年 3 月末，公司受限资产 50.60 亿元，占总资产的比例为 5.53%，包括向银行质押以取得长期借款的昌九城际公司 46.43 亿股股权和受限的货币资金 4.27 亿元。

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 20 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及运营主体，具备很强的区域专营性，地位十分重要，在铁路建设资金保障、流动性支持、资产注入、财税支持、设立铁路产业基金、财政补贴等方面得到了政府的大力支持**

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。根据《江西省铁路建设资金筹措有关问题专题会议纪要》（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 2022 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。2021 年，江西省发改委、江西省行政事业资产集团有限公司、江西省投资集团有限公司和国开发展基金有限公司以资本公积转增实收资本的形式增加实收资本 28.00 亿元，同期江西省财政厅注入的国有企业资本金 0.21 亿元中有 0.13 亿元计入实收资本，其余计入资本公积；同期，根据赣府发（2014）18 号，江西省人民政府关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的实施意见中铁路建设投资增加资本公积 31.60 亿元，另外子公司划转亦使得公司资本公积增加 0.42 亿元。

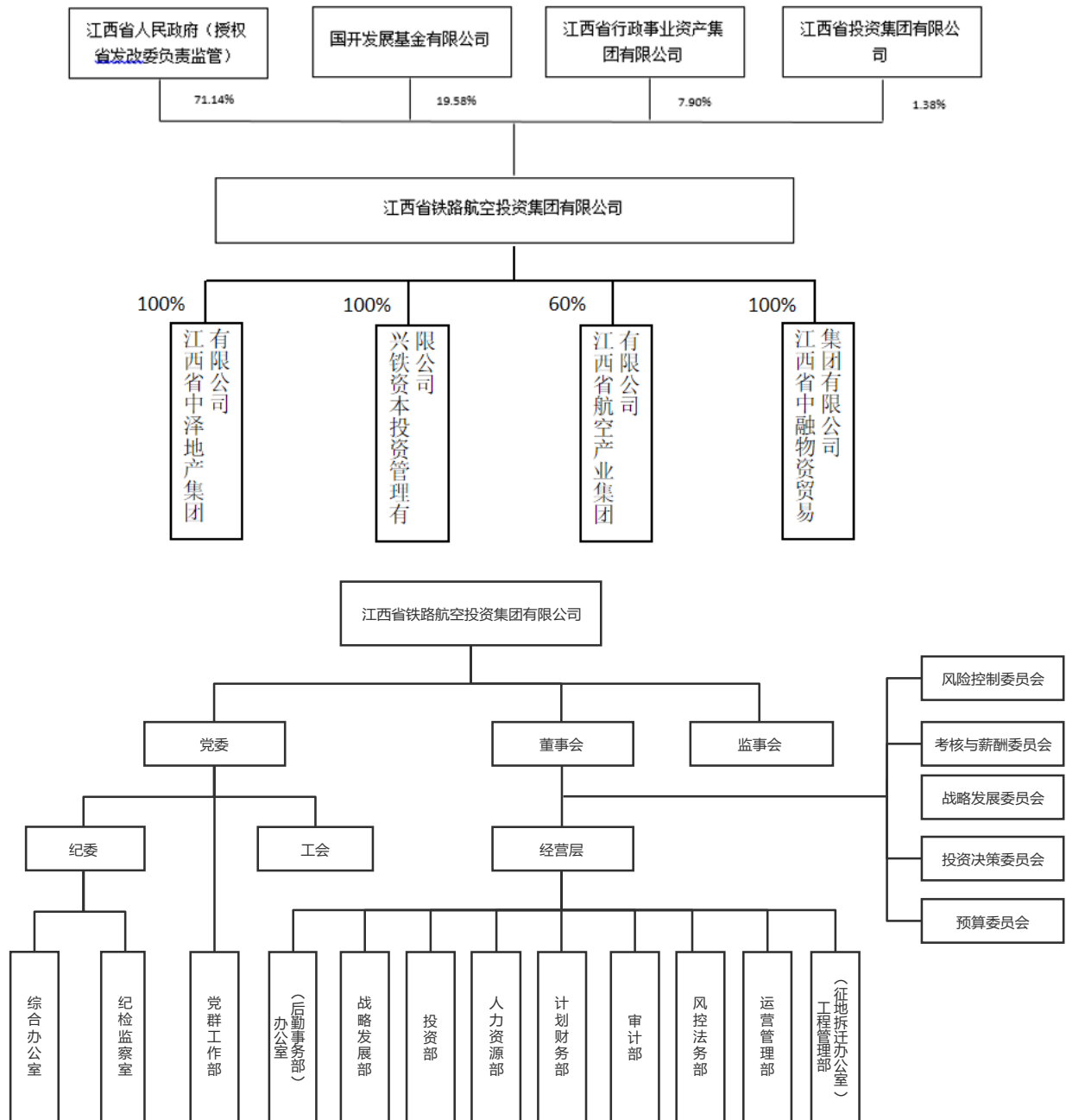
根据《江西省人民政府关于设立江西省铁路产业投资基金的批复》（赣府字[2013]39 号），江西省政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金，基金总规模 300.00 亿元，认缴资金 288.75 亿元，其中社会资本后续募集资金已获机构投资者审批认购 226.15 亿元，配套的引导资本募集资金约为 62.60 亿元。截至 2022 年 3 月末，该基金累计完成对外投资 80.00 亿元，其中投资铁路项目 49.34 亿元，包括昌吉赣项目 39.34 亿元、安九客专 4.10 亿元和赣深客专 5.90 亿元，投资多元化业务 23.47 亿元；6）公司及下属子公司继续获得政府补助，一定程度上充实了利润规模，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别获得政府补助 3.75 亿元和 3.41 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”、“21 赣铁航债 01/21 赣铁 01”和“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”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 2022 年 3 月末）



注：股权结构图仅列示部分子公司。

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,211,018.47	1,169,239.87	1,636,514.53	1,437,612.52
应收账款	26,863.80	28,846.37	97,902.50	97,681.74
其他应收款	365,486.71	364,814.04	421,582.14	423,404.21
存货	367,552.68	274,259.25	217,667.31	224,448.76
长期投资	2,381,922.95	2,479,325.95	385,263.84	408,177.76
在建工程	452,217.18	1,128,703.27	1,484,128.76	1,645,462.19
无形资产	85,102.74	175,658.39	180,981.03	180,769.75
总资产	6,653,234.41	7,445,095.42	8,985,856.60	9,154,128.98
其他应付款	326,437.86	212,669.97	150,885.30	151,180.83
短期债务	513,806.82	924,052.59	657,759.42	588,350.26
长期债务	1,984,386.94	2,047,276.58	2,625,466.29	2,898,378.07
总债务	2,498,193.76	2,971,329.17	3,283,225.71	3,486,728.33
总负债	3,532,621.14	3,975,824.71	4,600,124.08	4,758,725.84
费用化利息支出	69,475.05	94,772.56	69,182.98	-
资本化利息支出	701.50	2,745.60	3,660.61	-
实收资本	1,746,031.12	1,746,453.17	2,027,758.56	2,027,758.56
少数股东权益	253,510.22	586,076.75	1,258,853.26	1,255,579.59
所有者权益合计	3,120,613.27	3,469,270.71	4,385,732.52	4,395,403.15
营业总收入	493,281.94	627,114.30	761,977.00	102,141.38
经营性业务利润	22,940.63	50,831.83	22,637.98	10,826.05
投资收益	22,101.36	20,599.46	32,531.77	2,071.86
净利润	17,052.57	23,252.70	36,663.65	11,651.42
EBIT	94,850.41	125,947.26	119,710.35	-
EBITDA	133,030.75	158,448.20	154,572.78	-
销售商品、提供劳务收到的现金	479,809.28	563,861.79	705,901.36	139,744.71
收到其他与经营活动有关的现金	593,549.56	411,302.47	550,436.77	121,761.97
购买商品、接受劳务支付的现金	381,387.79	533,879.29	714,349.31	162,591.29
支付其他与经营活动有关的现金	286,236.21	135,567.88	468,906.23	131,881.36
吸收投资收到的现金	335,872.21	275,965.00	991,183.00	0.00
资本支出	195,634.70	717,671.35	612,296.97	243,708.64
经营活动产生现金净流量	370,750.08	276,016.16	21,390.48	-50,376.13
投资活动产生现金净流量	-523,740.88	-885,264.98	-673,080.97	-279,634.79
筹资活动产生现金净流量	707,896.66	580,606.38	1,102,537.15	134,286.95

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	5.22	9.21	4.75	-0.80
期间费用率(%)	10.51	6.99	6.23	21.57
应收类款项/总资产(%)	6.19	6.33	6.50	6.34
收现比(X)	0.97	0.90	0.93	1.37
总资产收益率(%)	1.65	1.79	1.46	-
资产负债率(%)	53.10	53.40	51.19	51.98
总资本化比率(%)	44.46	46.13	42.81	44.24
短期债务/总债务(X)	0.21	0.31	0.20	0.17
FFO/总债务(X)	0.03	0.05	0.04	-
FFO 利息倍数(X)	1.20	1.54	1.58	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.28	2.83	0.29	-
总债务/EBITDA(X)	18.78	18.75	21.24	-
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.17	0.23	-
货币资金/短期债务(X)	2.36	1.27	2.49	2.44
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.90	1.62	2.12	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报表整理，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 2022 年一季度报表现金流量表补充资料及利息支出，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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。