

信用评级公告

联合〔2022〕5334号

联合资信评估股份有限公司通过对江西省铁路航空投资集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行综合分析和评估，确定江西省铁路航空投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“18赣铁MTN001”“18赣铁MTN002”“20赣铁投MTN001”“20赣铁01”“20赣铁投MTN002”“21赣铁航MTN001”“21赣铁01/21赣铁航债01”“21赣铁航MTN002”“21赣铁航债02/21赣铁02”和“22赣铁01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十五日

江西省铁路航空投资集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
江西省铁路航空投资集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 赣铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 赣铁 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 赣铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 赣铁 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 赣铁投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣铁航 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣铁航 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02	AAA	稳定	AAA	稳定
22 赣铁 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 赣铁 MTN001	10.00 亿元	3.90 亿元	2023-02-05
18 赣铁 MTN002	13.00 亿元	2.20 亿元	2023-03-20
20 赣铁投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2027-08-26
20 赣铁 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2025-09-18
20 赣铁投 MTN002	17.00 亿元	17.00 亿元	2023-11-02
21 赣铁航 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2026-01-21
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2026-02-09
21 赣铁航 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2028-03-18
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2024-08-03
22 赣铁 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2025-03-11

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”期限为 3+2；“20 赣铁 01”期限为 5+2；“21 赣铁 01/21 赣铁航债 01”期限为 5+5；“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”和“22 赣铁 01”期限为 3+2；“20 赣铁 01”“21 赣铁 01/21 赣铁航债 01”“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”和“22 赣铁 01”上表所列到期兑付日为第一个行权日

评级观点

江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“公司”）是江西省铁路建设省方出资人代表，主要负责江西省内铁路的建设投资。同时，公司作为江西省通航产业和空港建设投资主体，承担了江西省航空领域投资的重要职能。跟踪期内，公司持续得到江西省各级政府在资本金注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金等方面的有力支持，资本实力显著提升；随着铁路项目的持续投资，公司资产规模持续增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在一定资本支出压力、国铁运营持续亏损、利润受投资收益和政府补助影响大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，江西省铁路投资仍将保持高位，航空产业投资亦将有序推进，公司有望持续获得江西省各级政府的大力支持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“18 赣铁 MTN001”“18 赣铁 MTN002”“20 赣铁投 MTN001”“20 赣铁 01”“20 赣铁投 MTN002”“21 赣铁航 MTN001”“21 赣铁 01/21 赣铁航债 01”“21 赣铁航 MTN002”“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”和“22 赣铁 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**2021年，江西省实现地区生产总值（GDP）29619.7亿元，同比增长8.8%；实现一般公共预算收入2812.3亿元，增长12.2%。
- 公司的区域地位显著，持续获得政府大力支持。**公司是江西省铁路及通用航空领域的投资建设主体，区域地位显著；跟踪期内，公司持续得到江西省各级政府在资本金注入、土地收益拨付、财税优惠政策和财政补贴、铁路产业基金以及资本金分摊等方面的有力支持，公司规模不断扩大，资本实力明显提升。

跟踪评级时间：2022年6月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
		经营分析	1	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

迟腾飞 登记编号 (R0150220120003)
高锐 登记编号 (R0150221090008)

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 存在资本支出压力。公司在建、拟建铁路项目投资规模大，同时随着公司对航空领域相关投资的逐步开展，公司存在一定的资本支出压力。
2. 国铁运营业务亏损、利润受投资收益和政府补助影响大。公司铁路项目投资回收期长，其中 2021 年，公司国铁运营收入 4.12 亿元，业务毛利率-30.10%；公司贸易业务毛利率整体仍处于较低水平；公司利润主要依赖于投资收益和政府补贴。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务为 348.84 亿元，较 2020 年底增长 17.40%。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	121.27	118.09	169.82	150.91
资产总额(亿元)	665.32	744.51	898.59	915.41
所有者权益(亿元)	312.06	346.93	438.57	439.54
短期债务(亿元)	51.38	92.41	65.78	58.84
长期债务(亿元)	198.27	204.73	262.64	290.01
全部债务(亿元)	249.65	297.13	328.42	348.84
营业总收入(亿元)	49.33	62.71	76.20	10.21
利润总额(亿元)	2.54	3.12	5.05	1.20
EBITDA(亿元)	13.30	15.84	15.46	--
经营性净现金流(亿元)	37.08	27.60	2.14	-5.04
营业利润率(%)	5.02	8.94	4.28	-1.20
净资产收益率(%)	0.55	0.67	0.84	--
资产负债率(%)	53.10	53.40	51.19	51.98
全部债务资本化比率(%)	44.44	46.13	42.82	44.25
流动比率(%)	158.12	133.93	188.02	190.44
经营现金流流动负债比(%)	29.01	18.93	1.45	--
现金短期债务比(倍)	2.36	1.28	2.58	2.56
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.62	2.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.77	18.75	21.25	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	531.48	602.28	699.73	703.06
所有者权益(亿元)	298.15	301.82	328.21	330.81
全部债务(亿元)	180.84	214.67	268.76	283.93
营业总收入(亿元)	0.06	0.16	0.00	0.00
利润总额(亿元)	5.81	5.61	5.55	2.70
资产负债率(%)	43.90	49.89	53.10	52.95
全部债务资本化比率(%)	37.75	41.56	45.02	46.19
流动比率(%)	240.06	142.84	240.29	282.60
经营现金流流动负债比(%)	40.67	27.48	21.49	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分调整至长期债务及相关指标计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 赣铁 01	AAA	AAA	稳定	2022/2/25	迟腾飞 高锐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02	AAA	AAA	稳定	2021/6/24	马玉丹 赵传第 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
18 赣铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/6/24	马玉丹 赵传第 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
18 赣铁 MTN002							
20 赣铁投 MTN001							
20 赣铁 01							
20 赣铁投 MTN002							
21 赣铁航 MTN001							
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01							
21 赣铁航 MTN002							
21 赣铁航 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/1/28	文中 马玉丹 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01	AAA	AAA	稳定	2021/1/19	马玉丹 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 赣铁航 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/1/6	马玉丹 唐 嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 赣铁投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/10/20	马玉丹 唐 嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 赣铁 01	AAA	AAA	稳定	2020/9/8	张雪 黄静 轩	联合信用评级城市基础设施投资企业信用评级方法	阅读全文
20 赣铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/8/18	马玉丹 唐 嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
18 赣铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/3/13	历剑 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 赣铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/8/25	历剑 郝一哲 马玉丹	城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

江西省铁路航空投资集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江西省铁路航空投资集团有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本概况

2021 年，公司以资本公积转增股本，增加公司实收资本 28.00 亿元；同期，江西省财政厅注入公司国有企业资本金 0.21 亿元，其中增加江西省发展和改革委员会（以下简称“江西省发改委”）实收资本 0.13 亿元，增加资本公积 0.08 亿元。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》（以下简称“公告”）。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省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”），江西国控系江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）下属江西省级国有资本运营平台。截至本

报告出具日，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。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 202.65 亿元，实收资本 202.78 亿元。

跟踪期内，公司经营范围未发生变更。

截至 2021 年底，公司资产总额 898.59 亿元，所有者权益 438.57 亿元（少数股东权益 125.89 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 76.20 亿元，利润总额 5.05 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 915.41 亿元，所有者权益 439.54 亿元（少数股东权益 125.56 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.21 亿元，利润总额 1.20 亿元。

公司注册地址：江西省南昌市红谷滩新区樟树街 555 号；法定代表人：温治明。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，除“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”和“22 赣铁 01”尚未到付息日外，其他存续债券均在付息日正常付息。

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 赣铁 MTN001	10.00 亿元	3.90 亿元	2018-02-05	3+2
18 赣铁 MTN002	13.00 亿元	2.20 亿元	2018-03-20	3+2
20 赣铁投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2020-08-26	7
20 赣铁 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2020-09-18	5+2
20 赣铁投 MTN002	17.00 亿元	17.00 亿元	2020-11-02	3
21 赣铁航 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2021-01-21	5
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2021-02-09	5+5
21 赣铁航 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2021-03-18	7
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2021-08-03	3+2
22 赣铁 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2022-03-11	3+2

资料来源：联合资信整理

“18 赣铁 MTN001”和“18 赣铁 MTN002”均设有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“18 赣铁 MTN001”投资者已回售 6.10 亿元，“18 赣铁 MTN002”投资者已回售 10.80 亿元。截至 2022 年 3 月底，上述债券募集资金均已使用完毕。

截至 2022 年 3 月底，“20 赣铁投 MTN001”“20 赣铁投 MTN002”“21 赣铁航 MTN001”“21 赣铁航 MTN002”“20 赣铁 01”和“21 赣铁 01/21 赣铁航债 01”募集资金均已使用完毕；“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”募集资金已使用 19.80 亿元；“22 赣铁 01”募集资金已使用 8.00 亿元。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突

导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以

2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，

财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主

要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下

行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍

是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 铁路行业

2021年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，铁路投资额较上年有所下降但仍保持较大规模；中国铁路客运指标仍未回升至疫前水平；中国铁路持续实施货运增量行动，货运指标持续增长。长期来看，随着疫情逐步得到控制以及中国经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，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，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至2021年底，中国铁路营业里程15.00万公里，其中高铁4.00万公里；复线率59.5%；电气化率73.30%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

（2）铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据1996年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国铁集团先后与全国31个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着2019年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营由中央企业负责。城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路、铁路专用线建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实

施或由地方委托中央企业实施。

除此之外，中国铁路也在积极探索资产上市等增强自身造血能力的路径。2020年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市；2021年，国铁集团完成金鹰重型工程机械股份有限公司以及中铁特货物流股份有限公司股改上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2017—2021年，中国铁路行业固定资产投资始终保持较大规模。2021年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，中国铁路固定资产投资累计完成7489亿元，较上年（7819亿元）投资有所下降，但仍维持高位。2017—2021年，中国铁路投产新线波动幅度较大且高铁投产新线占比较高。2021年，中国投产新线4208公里，其中高铁投产新线占比为51.52%。

截至2021年底，全国铁路路网密度156.70公里/万平方公里，铁路密度仍落后于主要发达国家水平，同时全国各地单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

表3 中国铁路固定资产投资情况

（单位：亿元、公里、个）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
固定资产投资	8010	8028	8029	7819	7489
投产新线	3038	4683	8489	4933	4208
高铁投产新线	2182	4100	5474	2521	2168
新开工项目数	35	22	26	/	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2017—2019年，受益于高速铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，中国铁路旅客运量及周转量持续增长。2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防

控，全国旅客流动量显著下降。2021年，全国铁路旅客发送量回升至 26.12 亿人，同比增长 18.57%；铁路旅客周转量 9567.81 亿人公里，同比增长 15.75%，仍未回升至疫情前水平。货运量方面，近年来随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2021年，中国铁路深入实施货运增量行动，大力发展多式联运，中国铁路货运总发送量 47.74 亿吨，同比增长 4.88%；铁路货运总周转量 33238.00 亿吨公里，同比增长 8.93%，增速较上年均有所提高。

表 4 全国铁路运输情况
(单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	22.03	26.12
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19	9567.81
全国铁路货运总发送量	36.89	40.26	43.89	45.52	47.74
全国铁路货运总周转量	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46	33238.00

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017年4月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019年12月，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。货运价格变化方面，2018年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，中国铁路还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。2020年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自 2020年3月6日起至6月30日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低

企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

(4) 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了一系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015年12月和 2017年12月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来 30 年的“两步走”战略目标，到 2035 年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到 2050 年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等 9 个方面对未来铁路建设的重点进

行了明确。2021年，国务院先后颁布了《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》以及《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》，上述文件对铁路建设的战略目标在前述纲领性文件的基础上进行了进一步细化，并再次明确了铁路建设坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，科学有序推进铁路规划建设，防范化解债务风险，全面增强铁路安全质量效益、服务保障能力和综合发展实力。

(5) 未来发展

长期而言，随着疫情逐步得到控制以及经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，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，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，我国铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到2035年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛。届时，不同铁路间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好基础。

3. 区域经济环境

2021年，江西省经济保持较快增长，地方一般公共预算收入持续提升；未来江西省铁路投资将保持高位。作为代表江西省方投资建设境内铁路的主要主体，公司面临良好的经营环境。

根据《江西省国民经济和社会发展统计公报》，2021年，江西省地区生产总值（GDP）为29619.7亿元，同比增速为8.8%。其中，2021年第一产业增加值2334.3亿元，增长7.3%；第二产业增加值13183.2亿元，增长8.2%；第三产业增加值14102.2亿元，增长9.5%。三次产业结构由2020年的8.7:43.2:48.1调整为2021年的7.9:44.5:47.6，三次产业对GDP的贡献率

分别为7.3%、40.4%和52.3%。

固定资产投资方面，2021年，江西省全年全社会固定资产投资同比增速为10.8%。分产业看，2021年江西省第一产业投资增长1.7%；第二产业投资增长15.5%；第三产业投资增长6.4%。分经济类型看，民间投资增长16.1%，占全部投资的68.4%，占比较上年提高3.2个百分点。基础设施投资增长2.5%，制造业投资增长17.1%。

铁路运输方面，2021年，江西省铁路旅客运输量为9167.2万人，同比增速为12.4%；铁路货物运输量为4818.2万吨，同比增速为5.8%。

2021年，江西省一般公共预算收入2812.3亿元，增长12.2%；税收收入1929.4亿元，同比增长13.4%，占一般公共预算收入的比重为68.6%。2021年，江西省政府性基金预算收入完成2971.8亿元，同比下降4.2%，主要是国有土地出让收入减少。财政支出方面，2021年江西省一般公共预算支出6778.5亿元，增长1.6%；全省政府性基金预算支出完成3594亿元，同比下降10.4%，主要是抗疫特别国债政策退出以及国有土地出让收入减少，支出相应减少。2021年底，江西省政府债务余额9013.3亿元，控制在债务限额（10834.4亿元）以内。

根据江西省政府网站披露数据，2022年1-3月，江西省地区生产总值（GDP）7320.5亿元，同比增长6.9%，固定资产同比增长15.6%；社会消费品零售总额2907.3亿元，同比增长8.9%；一般公共预算收入954.5亿元，同比增长13.7%。

根据《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，江西省将持续加大高铁规划建设力度，计划建成赣深、昌景黄、昌九等高速铁路，争取开工建设常岳昌等铁路项目，提高南昌对外运输高铁通道能力，完善南昌“米”字形高铁网络，进一步提升南昌铁路枢纽地位；优化路网结构方面，加快长赣等铁路建设，推进六安景、赣郴等铁路项目前期工作，做好景鹰瑞、赣

广等铁路规划研究，逐步填补赣西、赣东南等地区铁路空白。期间，江西省力争时速 250 公里以上的高铁通车里程突破 2000 公里，基本形成以省会南昌枢纽为中心，至长三角、粤港澳大湾区、京津冀和成渝地区 3 至 6 小时通达，与周边省会城市 3 小时内通达。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 202.65 亿元，实收资本 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，截至本报告出具日，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。

2. 企业规模及竞争力

公司是江西省铁路建设省方出资人代表，同时作为江西省通航产业和空港建设投资主体，承担了江西省航空领域投资的重要职能。

自成立以来，公司即作为江西省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）合资铁路省方出资人代表，是江西省铁路建设唯一省级投资主体。近年来，在江西省大力发展航空运输产业的背景下，江西省人民政府明确由公司主导省内通航产业和空港建设投资，赋予了公司在江西省航空领域投资的重要职能。公司肩负江西省交通投资领域的两大重任，在江西省国有企业中居重要地位。目前，公司依托自身职能定位，形成了“铁路+航空”投资双

主业，物流、金融、房地产等延伸产业相互促进的多元化业务格局，在江西省相关行业内具备很强的竞争实力。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（中征码：3601010002111139），截至 2022 年 4 月 20 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理人员和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责江西省内铁路的建设投资及运营，同时涉足物流贸易、铁路沿线土地综合开发以及航空建设投资、金融投资等多元化经营业务。跟踪期内，公司营业总收入同比有所增长，毛利率大幅下降。

2021 年，公司营业总收入同比增长 21.51%，主要系供应链贸易等其他业务收入增长所致。收入构成方面，由于公司投资的国家铁路大部分为参股，跟踪期内公司收入主要来源于贸易业务²和铁路沿线土地综合开发收入。2021 年，公司贸易（货物供应）收入同比下降 21.49%；铁路沿线土地综合开发收入相对稳定；国铁运营收入有所增长，对公司收入形成重要补充；其他业务收入大幅增长，主要系供应链贸易收入大幅增长所致。

毛利率方面，2021 年，公司铁路沿线土地综合开发业务毛利率大幅下降，主要系 2021 年收入以销售毛利较低的团购房及房屋租赁收入为

² 由于不同贸易主体业务划分口径问题，2021 年及 2022 年 1-3 月公司分

别将 17.27 亿元和 5.59 亿元供应链贸易收入计入其他业务收入核算

主所致；贸易业务毛利率有所提升但整体仍处于较低水平；国铁运营业务毛利率亏损幅度有所收窄。受公司收入构成及各业务毛利率变化的多重影响，公司综合毛利率大幅下降，2021年

为4.75%。

2022年1—3月，公司实现营业总收入主要来自贸易业务，相当于2021年全年的13.40%；公司综合毛利率为-0.80%。

表5 公司营业总收入及毛利率构成

项目	2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
贸易（货物供应）	42.91	68.43	0.39	33.69	44.21	2.14	2.89	28.31	1.73
铁路专用线运营	0.25	0.40	-4.00	0.24	0.31	-54.17	0.03	0.29	-100.00
金融商品收入	0.50	0.80	100.00	0.47	0.62	100.00	0.16	1.57	100.00
铁路沿线土地综合开发收入	14.06	22.42	44.95	13.63	17.89	13.65	0.00	0.00	--
国铁运营收入	3.69	5.88	-56.71	4.12	5.41	-30.10	0.94	9.21	-52.13
其他业务收入	1.30	2.07	88.54	24.05	31.56	8.07	6.19	60.63	3.88
合计	62.71	100.00	9.21	76.20	100.00	4.75	10.21	100.00	-0.80

注：其他收入包括供应链贸易收入、航空产业收入、物业收入、咨询收入和仓储收入等；分项加总不等于合计数系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

国家铁路投资

公司代表江西省人民政府与国铁集团合作进行江西省内过境铁路建设投资，主要以参股形式获取投资收益。跟踪期内，公司参股合资铁路股权投资收益小；公司控股铁路经营亏损有所收窄。铁路投资项目未来建设资金需求较大，公司存在一定投资压力。

(1) 参股铁路

公司代表江西省人民政府与国铁集团成立项目公司，由项目公司负责铁路建设项目的筹划、融资、建设和运营管理。在项目公司中，国铁集团一般作为控股方，公司作为参股方，在

双方向项目公司注入资本金后，再由项目公司进行债务融资用于铁路建设。公司主要负责代表江西省人民政府向项目公司注入资本金，并参与铁路沿线征地拆迁及协调等，部分铁路线路采用以公司承担征迁费用入股的形式进行投资。

截至2022年3月底，公司已完工参股铁路11条，合资铁路建成投运后，由相关铁路局公司经营，公司不直接参与运营，通过股东分红方式实现投资收益。2021年，受疫情等因素影响，公司昌九城际铁路股权投资未产生投资收益，截至2022年3月底，公司其他参股合资铁路均未实现股权投资收益。

表6 截至2022年3月底公司参股的已完工铁路情况（单位：公里、亿元）

项目名称	江西段里程	建设期	公司持股比例
昌九城际铁路	131.27	2007.6—2010.9	39.33%
向莆铁路	246.00	2007.11—2013.9	9.13%
衡茶吉铁路	65.00	2008.12—2013.12	8.90%
合福铁路	184.00	2009.12—2015.3	5.00%
赣龙铁路扩能项目	125.00	2010.10—2015.6	4.70%
武九客专	45.90	2013.12—2017.12	50.00%
昌吉赣客专	420.00	2014.12—2019.12	40.00%
浩吉铁路	212.00	2014.12—2019.9	1.20%
兴泉铁路	125.00	2016.12—2021.9	50.00%

项目名称	江西段里程	建设期	公司持股比例
赣深客专	136.00	2016.12—2021.12	40.00%
安九客专	17.00	2016.12—2021.12	50.00%
合计	1707.17	--	--

资料来源：公司提供

(2) 控股铁路

公司子公司江西省铁路发展有限公司（持股 78.84%）下属的九景衢铁路为国铁 I 级客货共线铁路，西起九江，经湖口、都昌、鄱阳、景德镇、婺源、德兴至衢州与沪昆线接轨，正线全长 345.63 公里（江西省境内 244.93 公里），其中新建线路 273.32 公里；于 2013 年 12 月开始建设，2017 年 12 月正式投入运营。

2021 年，九景衢铁路实现国铁运营收入以客运收入为主，同比有所增长；同期，国铁运营毛利率亏损有所收窄。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》，2021 年及 2022 年 1—3 月，江西省财政厅下达

财政补贴资金分别为 3.70 亿元和 3.40 亿元，用以弥补九景衢铁路当年的运营亏损。九景衢铁路建成时间较短，尚处于培育期，叠加新冠肺炎疫情影响，收入难以覆盖成本支出，联合资信将持续关注江西省人民政府对公司运营铁路补贴情况。

(3) 在建及拟建铁路

截至 2022 年 3 月底，公司在建的合资铁路项目 1 个，为昌景黄铁路。根据《赣深客专等 4 个铁路项目省方资本金筹措方案》的通知（赣发改铁建〔2018〕593 号），昌景黄铁路省方出资部分将由江西省财政、公司和沿途各市县分担，能够有效缓解公司的投资压力。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司在建铁路情况（单位：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	公司计划投资	公司参股比例	公司已投资	未来出资计划		
								2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
昌景黄铁路	230.00	2018—2023	350.20	194.44	115.60	66.00%	96.02	4.10	7.74	7.74

注：上表中公司计划投资包含将由省财政、沿线地市分摊的资金
资料来源：公司提供

除在建项目外，江西省还有昌九客专和瑞梅铁路等拟建项目，公司计划投资金额合计 220.65 亿元。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司拟建铁路情况
（单位：公里、亿元）

项目名称	江西段里程	建设期	江西段总投资	公司计划投资	公司参股比例
昌九客专	138.00	2022 年—2026 年	315.90	137.71	100.00%
瑞梅铁路	164.00	2022 年—2026 年	116.73	82.94	76.00%
合计	302.00	--	432.63	220.65	--

资料来源：公司提供

铁路专用线

跟踪期内，公司铁路专用线收入同比基本持平，毛利率受新开通专线新增的折旧、摊销

及维修成本等影响亏损幅度大幅增加。

除与国铁集团的合资铁路外，公司还投资建设了部分铁路专用线项目，由公司自主运营，为铁路干线沿线的企业或者产业基地提供便捷的铁路通道。

2021 年，公司铁路专用线运营收入同比基本持平，亏损幅度大幅增加，主要系 2021 年初开通的萍乡工业陶瓷基地专用线产生收入较少，但相关折旧、摊销及维修成本较高所致。

截至 2022 年 3 月底，公司铁路专用线运营线路为樟新盐化铁路专线和萍乡工业陶瓷基地专用线。樟新盐化铁路专线项目总投资 3.74 亿元，于 2012 年 1 月 12 日正式投入运营，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为萍乡市湘东区

工业园铁路专用线一期工程，建设内容包括姚家洲站改造、峡山口至工业园区间专用线、焦化区、陶瓷区站场；该项目于 2010 年开工，总投资为 4.10 亿元，原计划于 2014 年底完工通车，但由于征地拆迁难、施工方案多次调整、地勘结果与实际不符造成设计变更等原因，实际施工进度远落后于预期，截至 2022 年 3 月底，该项目已完成投资 4.30 亿元，目前该专用线已通车。公司无其他在建及拟建铁路专用线项目。

贸易业务

贸易板块为公司带来了一定现金流入，跟踪期内公司贸易业务收入和毛利率水平均有所增长。

公司贸易业务主要由江西赣铁物流有限公司、江西中盛供应链金融股份有限公司（以下简称“中盛供应链”）和江西中盛融资租赁股份有限公司（以下简称“中盛租赁”）等负责，主要货物品种包括钢材、电解铜、防水材料、农产品等。

采购方面，公司以国内采购为主，在开展业务前需对供应商进行审慎筛选，确保供应商在持续、健康经营的前提下，与之建立长期、稳定的合作关系；付款模式包括货到付款与预付款两种，以预付款采购为主。销售方面，公司目前销售的客户主要为钢材经销商及铁路、市政等建设项目承包方，用于供给建筑施工等；销售方式主要为款到发货模式，以现款结算为主，其他融资工具（承兑汇票）结算为辅。

随着公司贸易业务的持续拓展，2021 年，公司贸易业务收入及毛利均有所增长。公司贸易业务供应商和客户集中度一般，且多涉及民营企业，需关注相关风险。

表 9 2021 年公司贸易业务主要供应商情况

名称	金额 (亿元)
江西省伟梦钢铁贸易有限公司	16.11
南昌易维贸易有限公司	3.85
江西赣电投资集团有限公司	3.23

江西金投创智发展有限公司	3.13
济高国际投资发展有限公司	2.49
合计	28.80

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

表 10 2021 年公司贸易业务主要客户情况

名称	金额 (亿元)
南昌市鼎淞贸易有限公司	14.00
江西省佳升实业有限公司	15.12
江西奕源矿业有限公司	7.11
南昌易维贸易有限公司	1.40
合计	37.64

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

铁路沿线土地综合开发

铁路沿线土地综合开发板块对公司收入和利润形成补充，跟踪期内，铁路沿线土地综合开发收入略有下降。

铁路沿线土地综合开发方面，根据《江西省财政厅、江西省发展和改革委员会、江西省地方税务局关于我省铁路建设项目有关财税政策的通知》，各地方将以土地或土地收益来平衡铁路建设的资金需求，公司利用此方面的优势可获取部分优质的土地资源。公司房地产开发项目均为自主投资，采用滚动开发模式，销售方式以定向团购销售为主，市场化销售为辅。团购模式下，公司在项目前期先收取一定比例的房款作为定金，较一般商品房销售资金回笼速度较快。

截至 2022 年 3 月底，公司已完成南昌西客站九龙府一至四期住宅、配套商业及公寓的开发，总可销售面积 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 月底，公司在建房地产开发项目计划总投资 56.88 亿元，已投资 40.96 亿元；公司暂无拟建项目；公司用于房地产开发业务的储备土地 1.67 万平方米，主要位于南昌市红谷滩等区域，账面价值 1.25 亿元。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司在建房地产情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	物业类型	已确认收入	已回款
南昌西客站南地块项目	12.21	7.74	7.09	住宅、底商	6.17	8.52
萍乡赣铁和园项目	16.73	6.80	6.44	住宅、底商	3.07	5.55
景德镇凤凰城项目	59.90	30.91	21.01	住宅、底商	2.69	8.50
景德镇宏文路项目	7.70	3.86	3.76	住宅	3.51	3.26
红谷滩金融中心	8.11	7.57	2.66	商务	0.00	0.00
合计	104.65	56.88	40.96	--	15.44	25.83

资料来源：公司提供

航空投资

跟踪期内，公司航空投资仍主要由子公司江西省航空产业集团有限公司（以下简称“江西航产”）负责开展，航空基础设施建设尚处于初步阶段。

江西航产成立于 2014 年 2 月，公司持股比例 60%，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、航空物流园服务等。

2015 年 4 月，经江西省人民政府授意，江西航产与厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）共同出资成立江西航空有限公司（以下简称“江西航空”），其中江西航产出资 8.00 亿元，占股 40%，厦门航空出资 12.00 亿元，占股 60%。2021 年，江西航空执飞航班 0.82 万班次，客座率 79.60%，承运旅客 182 万人次，飞机利用率 6.26 小时/架·日，实现营业总收入 9.67 亿元。

除参与大型航空公司投资外，公司还积极布局通航领域项目投资。2018 年 4 月，江西航产联合亚捷通用航空无锡有限公司、华瑞联合航空技术（北京）有限公司共同发起设立江西快线通勤航空有限公司（以下简称“江西快线”），其中江西航产持股 35%，为第一大股东。江西快线以南昌国际机场为主运营基地，以瑞士皮拉图斯 PC-12 飞机为主力机型，以现有的“一干六支”运输机场以及具备运营条件的通航机场为骨干网络，以常态化、多形式开展短途运输业务，打造“江西省域内一小时交通圈”。江西快线于 2019 年 4 月 28 日正式商

业运行，2021 年及 2022 年 1—3 月分别实现营业收入总收入 0.37 亿元和 0.10 亿元。截至 2022 年 3 月底机队规模 11 架，目前已开通省内“南昌—赣州”“南昌—井冈山”航线及省外“山西吕梁—大同”航线等 10 条航线。

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有限公司成立合资公司，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%，省机场集团持股 51%。昌北国际机场三期扩建项目计划总投资 240 亿元（以实际批复为准），其中资本金比例为 50%，拟通过民航发展基金、地方财政资金解决，其余 50% 为自筹，工程预计于 2022 年开工，目前项目总体规划修编已获批复，预可研已获民航审查意见。

3. 未来发展

公司定位明确，未来在聚焦主业的基础上，积极布局多元化业务发展。

近年来公司逐渐形成了以铁路投资为主，多元化经营并进的业务格局。近些年，公司调整业务结构，进一步聚焦主业，提出了“综合立体交通+”的发展定位。江西省人民政府明确了公司在江西省内航空建设领域的主导地位，公司集团层面从铁路投资转为“铁路+航空”领域投资两大主业，下属子公司围绕集团主业的溢出效应，向其他多元化板块延伸发展。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2022 年 3 月底，公司有纳入合并报表范围内一级子公司 14 家。合并范围变化方面，2021 年，公司合并范围新增 2 家子公司，系新设成立及股权关系层级变动所致（由二级子公司变更为一级子公司）；2022 年一季度，公司合并范围内子公司无变化。合并报表范围变动对财务数据的可比性影响不大。

公司 2021 年起首次执行新收入准则、新金融工具准则和新租赁准则，对财务数据的可比性产生一定影响。

截至 2021 年底，公司资产总额 898.59 亿元，所有者权益 438.57 亿元（少数股东权益

125.89 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 76.20 亿元，利润总额 5.05 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 915.41 亿元，所有者权益 439.54 亿元（少数股东权益 125.56 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.21 亿元，利润总额 1.20 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充足；非流动资产以铁路项目投资形成的在建工程、固定资产和其他非流动资产为主。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至 2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 20.69%，主要系货币资金、其他流动资产、在建工程和其他非流动资产增长所致。其中，流动资产占 30.83%，非流动资产占 69.17%，公司资产以非流动资产为主，主要资产构成如下表所示。

表12 公司主要资产构成情况

科目	2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	116.92	15.70	163.65	18.21	143.76	15.70
其他应收款	36.48	4.90	42.16	4.69	42.34	4.63
存货	27.43	3.68	21.77	2.42	22.44	2.45
其他流动资产	7.67	1.03	19.00	2.11	21.49	2.35
流动资产合计	195.24	26.22	277.07	30.83	272.88	29.81
可供出售金融资产	245.77	33.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具	0.00	0.00	35.61	3.96	36.35	3.97
固定资产	159.28	21.39	157.29	17.50	156.76	17.12
在建工程	112.87	15.16	148.41	16.52	164.55	17.98
其他非流动资产	0.48	0.06	247.21	27.51	250.91	27.41
非流动资产合计	549.27	73.78	621.52	69.17	642.53	70.19
资产总额	744.51	100.00	898.59	100.00	915.41	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较 2020 年底增长 41.91%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金较 2020 年底增长 39.96%，主要由银行存款（占 98.73%）构

成；货币资金中受限部分 5.01 亿元，主要为各类保证金。

截至 2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底增长 15.56%；公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款账面余额占其他应收款合计的 50.28%，集中度一般，主要为代垫款、股

权转让款及往来拆借资金等。其中，公司代垫江西大唐国际抚州发电有限责任公司向莆铁路投资款16.78亿元，已垫款多年，对公司资金形成占用，若代垫款难以收回，可用江西大唐国际抚州发电有限责任公司持有向莆铁路股份有限公司的股权抵作还款，公司未对其计提坏账准备。

表 13 2021 年底公司前五大其他应收款单位情况
(单位: 亿元)

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比 (%)	坏账准备
江西大唐国际抚州发电有限责任公司	代垫款项	16.78	5 年以上	38.03	--
江西浩航房地产开发有限公司	股权转让款及利息	1.46	1-2 年以内	3.30	0.00
江西中馨城市发展建设有限公司	拆借款	1.85	1 年以内	4.19	0.70
江西捷瑞航空技术有限公司	往来款	0.89	1-3 年以内	2.02	--
九江市濂溪区财政局	拆借款	1.20	1 年以内	2.73	--
合计	--	22.19	--	50.28	0.70

注：应收江西浩航房地产开发有限公司（民营企业）账款计提坏账 43.19 万元；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司存货主要由房地产开发成本构成；较2020年底下降20.63%，主要系房产销售结转成本所致。

截至2021年底，公司其他流动资产较2020年大幅增长147.66%；主要由12.60亿元待抵扣进项税和8.80亿元可供出售债务工具（主要为信托产品）构成。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 13.15%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致。

截至 2021 年底，公司无可供出售金融资产，主要系根据新金融工具准则，已重新分类至“其他非流动资产”和“其他权益工具投资”科目。

截至 2021 年底，公司其他权益工具投资主要由对 13.00 亿元兴铁产业投资基金（有限合伙）、8.87 亿元苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）和 3.64 亿元九江银行股份有限公司等股权投资构成。

截至 2021 年底，公司在建工程较 2020 年底大幅增长 31.49%，主要系昌景黄铁路等在建项目持续投入所致。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产主要包括公司铁路项目投资和子公司兴铁资本的各类投资。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较 2021 年底增长 1.87%，其中，流动资产占 29.81%，非流动资产占 70.19%，公司资产仍以非流动资产为主，资产规模和构成均较 2021 年底变化不大。

截至 2021 年底，公司资产受限比例为 5.72%，包括货币资金及因在金融机构融资而质押的昌九城际铁路股份有限公司股权。

表 14 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例	受限原因
货币资金	5.01	0.56%	各类保证金
其他非流动资产	46.43	5.17%	股权质押借款
合计	51.44	5.72%	--

注：其他非流动资产受限部分主要为昌九城际铁路股份有限公司；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，以实收资本、资本公积为和少数股东权益为主；公司有息债务以长期债务为主，整体债务负担一般。

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益较2020年底增长26.42%，主要来自实收资本和少数股东权益的增加；公司实收资本较2020年底增加28.13亿元，主要系资本公积转增实收资本所致；公司资本公积较2020年底下降6.61%，主要系转增股本所致，此外根据赣府发〔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公司资本公积31.60亿元；公司少数股东权益较2020年底大幅增长114.79%，主要系公司发行ABN产品增加40.01亿元和国铁集团对昌景黄项目出资26.00亿元所致。

截至2022年3月底，公司所有者权益较2021年底增长0.22%，规模及构成均变化不大。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债总额较2020年底增长15.70%，主要系短期借款、应付账款、合同负债和应付债券增长所致；其中，流动负债占32.03%，非流动负债占67.97%，公司负债以非流动负债为主。

截至2021年底，公司流动负债较2020年底增长1.08%，主要系短期借款和应付账款增加所致。

截至2021年底，公司短期借款较2020年底增长59.99%，主要为信用借款。

截至2021年底，公司应付账款主要为应付工程款及材料款；较2020年底大幅增长90.23%。

表 15 公司主要负债构成情况

科目名称	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	19.56	4.92	31.30	6.80	42.82	9.00
应付账款	22.34	5.62	42.50	9.24	40.44	8.50
其他应付款	21.27	5.35	15.09	3.28	15.12	3.18
一年内到期的非流动负债	71.06	17.87	31.70	6.89	11.75	2.47
合同负债	0.00	0.00	20.97	4.56	22.96	4.83
流动负债	145.78	36.67	147.36	32.03	143.29	30.11
长期借款	81.45	20.49	88.85	19.31	96.14	20.20
应付债券	73.27	18.43	123.70	26.89	143.70	30.20
长期应付款	53.43	13.44	53.29	11.59	53.29	11.20
递延收益	43.03	10.82	46.15	10.03	38.74	8.14
非流动负债	251.80	63.33	312.65	67.97	332.58	69.89
负债总额	397.58	100.00	460.01	100.00	475.87	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至2021年底，公司其他应付款较2020年底下降29.05%，主要系应付土地款及预收购房诚意金减少所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较2020年底下降55.39%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

截至2021年底，公司非流动负债较2020年底增长24.17%，主要系应付债券等增长所致。

截至2021年底，公司长期借款较2020年底增长9.08%，长期借款主要由信用借款（占87.22%）和质押借款（11.26%）构成，公司长期借款利率区间为3.95%~4.90%。

截至2021年底，公司应付债券较2020年底大幅增长68.82%，主要系发行一系列债项所致。

截至2021年底，公司长期应付款较2020年底下降0.26%，公司长期应付款中专项应付款

2.95亿元，融资租赁业务押金0.34亿元，剩余50.00亿元为公司因铁路建设需要，设立的债权投资计划（已计入长期债务计算）。

截至2021年底，公司递延收益较2020年底增长7.24%，主要系公司收到财政补助资金。

截至2022年3月底，公司负债总额较2021年底增长3.45%，其中短期借款和应付债券增长较多。

有息债务方面，2021年底，公司全部债务较2020年底增长10.53%；其中，短期债务占20.03%，长期债务占79.97%，以长期债务为主。2021年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，长期债务资本化比率有所上升。

2022年3月底，公司全部债务较2021年底上升6.22%，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2021年底有所上

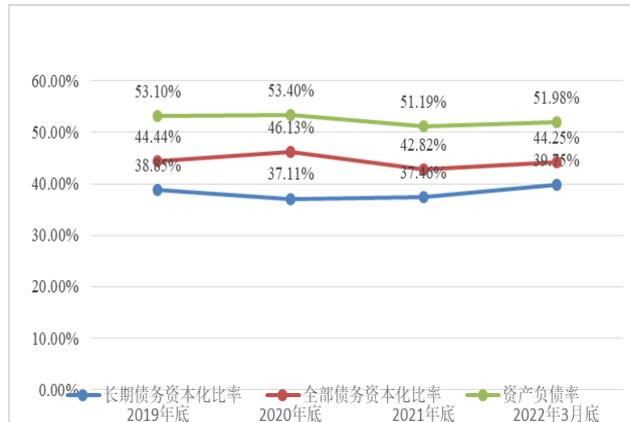
升。

图 1 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 2 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司2022年4-12月及2023年有息债务到期规模尚可，2024年集中兑付压力较大。

表 16 截至 2022 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
偿还金额 (亿元)	36.19	52.16	74.78

资料来源：公司提供

截至报告出具日公司存续债券 143.70 亿元，无 2022 年到期部分。

表 17 截至报告出具日公司存续债券情况
(单位：亿元)

债券简称	余额	到期日
16 赣铁债 02*	0.60	2026-03-28
18 赣铁 MTN001	3.90	2023-02-05
18 赣铁 MTN002	2.20	2023-03-20
20 赣铁投 MTN001	10.00	2027-08-26
20 赣铁 01*	20.00	2025-09-18
20 赣铁投 MTN002	17.00	2023-11-02
21 赣铁航 MTN001	20.00	2026-01-21
21 赣铁 01/21 赣铁航债 01*	20.00	2026-02-09
21 赣铁航 MTN002	10.00	2028-03-18
21 赣铁航债 02/21 赣铁 02*	20.00	2024-08-03
22 赣铁 01*	20.00	2025-03-11
合计	143.70	--

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日；
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入持续增长；基于铁路投资和物流贸易行业特点，利润水平较低，投资收益和政府补助对公司利润总额的贡献大。

2021 年，公司实现营业总收入同比增长 21.51%；同期，公司营业成本同比增长 27.49%。2021 年，公司营业利润率同比下降 4.66 个百分点。

表 18 公司盈利情况 (单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年
营业总收入 (亿元)	62.71	76.20
营业成本 (亿元)	56.93	72.58
其他收益 (亿元)	3.86	3.75
投资收益 (亿元)	2.06	3.25
利润总额 (亿元)	3.12	5.05
营业利润率 (%)	8.94	4.28
总资产收益率 (%)	1.83	1.38
净资产收益率 (%)	0.67	0.84

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

期间费用方面，2021 年，公司期间费用 4.75 亿元，以管理费用和财务费用为主。2021 年，公司期间费用率同比下降 0.76 个百分点。

2021 年，公司投资收益主要来自其它权益工具投资在持有期间取得的股利收入（1.22 亿

元)、处置长期股权投资产生的收益(1.03亿元)和永泰项目债务重组收益(0.89亿元);公司其他收益主要系为弥补铁路运营亏损,江西省财政厅拨付公司财政补贴资金;公司投资收益和其他收益分别占公司利润总额的64.38%和74.29%,公司利润总额对投资收益及其他收益依赖大。

从盈利指标来看,2021年,公司总资本收益率有所下降,净资产收益率有所上升。

2022年1-3月,公司实现营业总收入10.21亿元;营业利润率为-1.20%;利润总额为1.20亿元,其中其他收益3.41亿元。

5. 现金流

跟踪期内,公司经营活动现金持续净流入,公司收入实现质量大幅提升;投资活动以对铁路、航空项目出资为主,考虑到公司在建及拟建项目未来投资需求,公司仍存在一定的筹资压力。

经营活动方面,2021年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为70.59亿元,同比增长25.19%,主要受贸易收入增长影响;同期,公司现金收入比大幅提升2.73个百分点,公司收现质量大幅提高。同期,收到其他与经营活动有关的现金增长33.83%,主要为往来款及政府补助。2021年,公司购买商品、接受劳务支付的现金支付的现金为71.43亿元,同比33.80%;同期,公司支付其他与经营活动有关的现金为46.89亿元,同比大幅增长245.88%,主要为往来款增长所致;受上述情形影响,公司经营活动现金流量净额大幅下降,但仍保持净流入态势。

投资活动方面,2021年,公司投资活动现金流入量主要为收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金(主要为铁路配套工程预收款)。2021年,公司投资活动现金流出主要为铁路项目出资等形成的现金流出;投资活动现金净流出规模有所收窄。

筹资活动方面,2021年,公司筹资活动现金流入以取得借款和吸收投资收到的现金为主,其中,吸收投资收到的现金主要为公司收到的并表ABN产品资金、铁路项目资本金及新成立子公司收到其他股东资本金。公司筹资活动现金流出以偿还债务本息支付的现金为主;公司筹资活动现金净流入大幅增长。

2022年1-3月,公司经营活动和投资活动现金均呈现净流出状态,筹资活动呈净流入状态。

表19 公司现金流情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年 1-3月
经营活动现金流入量	97.67	125.64	26.15
经营活动现金流出量	70.07	123.50	31.19
经营活动现金净流量	27.60	2.14	-5.04
现金收入比(%)	89.91	92.64	136.81
投资活动现金流入小计	7.20	25.76	4.79
投资活动现金流出小计	95.73	93.07	32.75
投资活动现金流量净额	-88.53	-67.31	-27.96
筹资活动现金流入小计	156.86	234.64	46.49
筹资活动现金流出小计	98.79	124.38	33.06
筹资活动现金流量净额	58.06	110.25	13.43

资料来源:联合资信根据公司审计报告及财务报告整理

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较好,长期偿债能力指标一般,间接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看,2021年,公司流动比率和速动比率同比均有所上升;经营现金流动负债比大幅下降,经营现金对流动负债和短期债务的保障能力大幅下降。2022年3月底,公司流动比率与速动比率较2021年底分别上升2.42个百分点和1.53个百分点;公司现金短期债务比为2.56倍,公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看,2021年,公司EBITDA同比基本持平,全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数均有所上升,经营现金对全部债务和利息支出的保障能力大幅下降。公司长期偿债能力指标一般。

表 20 公司主要偿债指标

项目		2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	133.93	188.02	190.44
	速动比率 (%)	115.11	173.25	174.78
	经营现金/流动负债 (%)	18.93	1.45	-3.52
	经营现金/短期债务 (倍)	0.30	0.03	-0.09
	现金短期债务比 (倍)	1.28	2.58	2.56
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	15.84	15.46	--
	全部债务/EBITDA (倍)	18.75	21.25	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.09	0.01	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.62	2.12	--
	经营现金/利息支出 (倍)	2.83	0.29	--

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额 0.71 亿元，担保比率 0.16%，担保对象为福建中原港务有限公司，为公司参股公司（持股比例 37.56%），公司或有负债风险小。

截至 2022 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 755.23 亿元，尚未使用人民币授信额度 521.84 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务概况

公司业务以铁路投资为主，资产及负债均集中于母公司，但营业总收入主要来源于下属子公司；母公司债务负担一般，跟踪期内，母公司未实现营业收入，利润主要来自政府补贴。

2021 年底，母公司资产总额 699.73 亿元，较 2020 年底增长 16.18%，其中流动资产 237.59 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 462.14 亿元，主要由其他权益工具投资、长期股权投资和其他非流动资产构成。2022 年 3 月底，母公司资产总额 703.06 亿元，较 2021 年底增长 0.48%，资产构成较 2020 年底变化不大。

2021 年底，母公司负债合计 371.52 亿元，较 2020 年底增长 23.65%，以短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付债券、长期应付款和递延收益为主；母公司资产负债率为 53.10%，全部债务资本化比率 45.02%，债

务负担一般。2022 年 3 月底，母公司负债合计 372.25 亿元，较 2021 年底上升 0.20%。

2021 年底，母公司所有者权益 328.21 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2021 年，母公司未实现营业收入，利润总额 5.55 亿元，主要系收到政府补贴 3.70 亿元。2022 年 1—3 月，母公司未实现营业收入，利润总额为 2.70 亿元，主要来自于政府补贴（3.40 亿元）。

十、外部支持

公司是江西省铁路及航空领域建设的投资主体，跟踪期内，江西省人民政府通过资本注入、土地收益分成、财税政策和政府补贴、铁路产业基金等多种形式持续给予公司大力支持，公司规模不断扩大，资本实力显著提升。

自成立以来，公司即作为江西省与国铁集团合资铁路省方出资人代表，是江西省铁路建设唯一省级投资主体。

资本注入

2021 年，根据赣财资指〔2021〕13 号文，江西省财政厅向公司注入资本金 0.21 亿元，其中 0.13 亿元计入实收资本、0.08 亿元计入资本公积。

2021 年，根据赣府发〔2014〕18 号，关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的实施

意见，江西省人民政府增加对公司铁路建设投资 31.60 亿元，计入公司资本公积。

土地收益注入

根据《关于印发我省铁路建设资金筹措有关问题专题协调会议纪要的通知》（赣府厅字〔2008〕158 号文），由铁路沿线市县合理提供铁路场站周边及沿线土地资产注入公司，其中南昌市 1000~1500 亩、其他设区市 800~1000 亩、县市 150~200 亩。经公司与地方政府协商，要求土地价值一般不低于每亩 25 万元，总面积约 18700 亩，总价约为 66.80 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司已收到土地收益注入资金 61.84 亿元。

财税政策和政府补贴

2021 年，公司合计收到各类财政补贴 21.69 亿元，计入公司递延收益；2021 年及 2022 年 1—3 月，公司分别从递延收益转出 3.70 亿元和 3.40 亿元，计入当期其他收益，以弥补铁路运营亏损。

铁路产业基金

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），江西省人民政府同意公司设立江西省铁路产业投资基金（以下简称“铁路产业基金”），基金总规模 150 亿元，首期 50 亿元，其中政府引导资金不低于 20 亿元，特定对象募集资金约为 30 亿元。铁路产业基金在满足铁路投资项目资金需求的前提下，可进行铁路沿线土地收储开发、矿产资源整合开发等多元化投资，实现铁路基金的保值增值。每期基金存续期满后，公司向基金投资人支付投资回报，如公司按约定时间支付投资回报和回购基金有缺口时，江西省人民政府将组织国有“四资”（资本、资产、资源、资金）运作予以支持。2014 年 4 月，江西省铁路产业投资基金获国家发改委批复，基金首期募集资金目标 50 亿元。

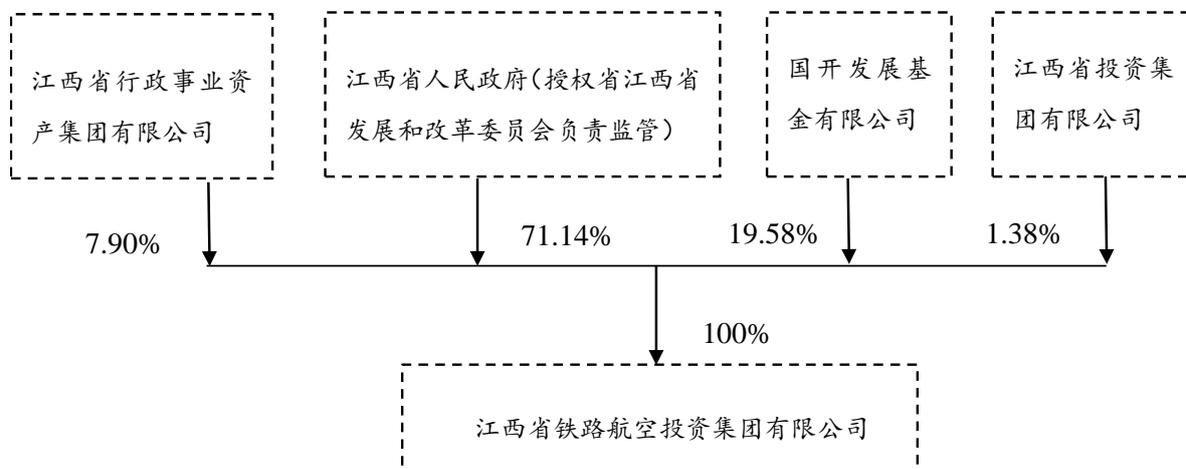
根据赣府字〔2016〕934 号文件，为满足江西省铁路建设资金需求，铁路产业基金总规模由 150 亿元扩大至 300 亿元，基金引导资本由

20 亿元扩大至不低于 60 亿元，引导资金扩大的差额由公司筹措解决，该基金主要用于全省铁路建设。铁路产业基金规模扩大后按赣府字〔2013〕39 号文精神，报请江西省人民政府由国有“四资”给予支持。截至 2022 年 3 月底，铁路产业基金实际募集到账资金 81.01 亿元，其中国有引导资本出资 18.60 亿元，普通合伙人（GP）出资 0.68 亿元，公司出资 13.00 亿元。

十一、结论

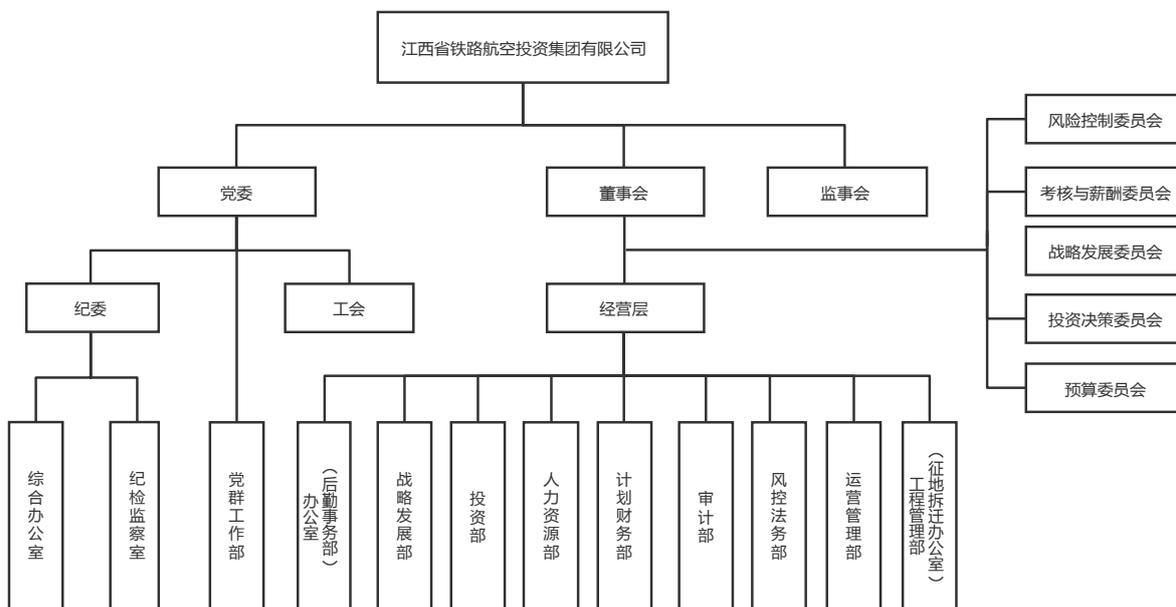
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用评级为 AAA，“18 赣铁 MTN001”“18 赣铁 MTN002”“20 赣铁投 MTN001”“20 赣铁 01”“20 赣铁投 MTN002”“21 赣铁航 MTN001”“21 赣铁 01/21 赣铁航债 01”“21 赣铁航 MTN002”“21 赣铁航债 02/21 赣铁 02”和“22 赣铁 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	级次	行业	持股比例 (%)	取得方式
1	江西赣铁物业有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
2	江西省中泽地产集团有限公司	1	房地产业	100.00	投资设立
3	兴铁资本投资管理有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
4	江西省航空产业集团有限公司	1	服务业	60.00	投资设立
5	江西省中融物资贸易集团有限公司	1	商贸及运输	100.00	投资设立
6	江铁国际控股集团有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
7	江西省城镇建设投资集团有限公司	1	建筑业	100.00	其他
8	江西省节能环保投资有限公司	1	环保业	100.00	其他
9	江铁国际融资租赁有限公司	1	租赁业	100.00	投资设立
10	江西省铁路发展有限公司	1	运输	78.84	其他
11	江西中盛供应链金融股份有限公司	1	批发业	41.00	投资设立
12	江西中盛融资租赁股份有限公司	1	租赁业	41.00	投资设立
13	江西省金融管理集团有限公司	1	服务业	100.00	投资设立
14	赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）	1	投资	10.05	投资设立

注：根据江西中盛供应链金融股份有限公司和江西中盛融资租赁股份有限公司最新章程，发起人一致同意将其纳入公司合并财务报表；公司及公司子公司江西省中融物资贸易集团有限公司分别持有赣铁航首期投资（天津）合伙企业（有限合伙）10.03%和0.02%的股权，其中江西省中融物资贸易集团有限公司为执行事务合伙人

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	121.27	118.09	169.82	150.91
资产总额（亿元）	665.32	744.51	898.59	915.41
所有者权益（亿元）	312.06	346.93	438.57	439.54
短期债务（亿元）	51.38	92.41	65.78	58.84
长期债务（亿元）	198.27	204.73	262.64	290.01
全部债务（亿元）	249.65	297.13	328.42	348.84
营业总收入（亿元）	49.33	62.71	76.20	10.21
利润总额（亿元）	2.54	3.12	5.05	1.20
EBITDA（亿元）	13.30	15.84	15.46	--
经营性净现金流（亿元）	37.08	27.60	2.14	-5.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.44	18.59	8.03	--
存货周转次数（次）	1.21	1.77	2.95	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	97.27	89.91	92.64	136.81
营业利润率（%）	5.02	8.94	4.28	-1.20
总资本收益率（%）	1.54	1.83	1.38	--
净资产收益率（%）	0.55	0.67	0.84	--
长期债务资本化比率（%）	38.85	37.11	37.46	39.75
全部债务资本化比率（%）	44.44	46.13	42.82	44.25
资产负债率（%）	53.10	53.40	51.19	51.98
流动比率（%）	158.12	133.93	188.02	190.44
速动比率（%）	129.36	115.11	173.25	174.78
经营现金流动负债比（%）	29.01	18.93	1.45	--
现金短期债务比（倍）	2.36	1.28	2.58	2.56
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	1.62	2.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.77	18.75	21.25	--

注：1.2022 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	120.25	114.12	160.17	138.14
资产总额（亿元）	531.48	602.28	699.73	703.06
所有者权益（亿元）	298.15	301.82	328.21	330.81
短期债务（亿元）	45.30	85.35	41.68	29.05
长期债务（亿元）	135.54	129.32	227.08	254.88
全部债务（亿元）	180.84	214.67	268.76	283.93
营业总收入（亿元）	0.06	0.16	0.00	0.00
利润总额（亿元）	5.81	5.61	5.55	2.70
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	29.98	35.24	21.25	-11.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	118.08	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	--	--
营业利润率（%）	-67.03	54.24	--	--
总资本收益率（%）	1.21	1.10	0.93	--
净资产收益率（%）	1.95	1.88	1.69	--
长期债务资本化比率（%）	31.25	30.00	40.89	43.52
全部债务资本化比率（%）	37.75	41.56	45.02	46.19
资产负债率（%）	43.90	49.89	53.10	52.95
流动比率（%）	240.06	142.84	240.29	282.60
速动比率（%）	240.06	142.84	240.29	282.60
经营现金流动负债比（%）	40.67	27.48	21.49	--
现金短期债务比（倍）	2.65	1.34	3.84	4.76
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司 2022 年一季度财务报表未经审计；长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；未获取公司本部折旧摊销及资本化利息数据，EBITDA 相关指标未计算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业(总)收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 营业(总)收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持