

江苏宁沪高速公路股份有限公司 2021 年公开发行 公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：顾合天 htgu@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 05 月 26 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 and 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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0419 号

江苏宁沪高速公路股份有限公司：

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“21 宁沪 G1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十六日

评级观点：中诚信国际维持江苏宁沪高速公路股份有限公司（以下简称“宁沪高速”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 宁沪 G1”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了江苏省经济稳步增长，路产车流量增长、核心路产盈利能力仍然较强，在建路产陆续通车，备用流动性充足、融资渠道畅通等因素对公司未来发展的积极影响；同时，中诚信国际关注到公司在建项目面临一定投融资压力、一年内到期债务规模较大以及新冠肺炎疫情影响公司短期财务表现等因素对公司信用水平的影响。

概况数据

宁沪高速（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	481.63	556.25	610.96	649.29
所有者权益合计（亿元）	293.54	326.83	330.49	348.63
总负债（亿元）	188.09	229.42	280.46	300.66
总债务（亿元）	158.43	194.66	244.04	256.06
营业总收入（亿元）	99.69	100.78	80.32	23.92
经营性业务利润（亿元）	44.54	46.55	25.87	12.87
净利润（亿元）	44.76	43.00	25.19	11.54
EBITDA（亿元）	76.17	75.50	53.05	--
经营活动净现金流（亿元）	57.15	57.63	31.37	10.38
收现比（X）	1.02	1.07	0.97	1.07
营业毛利率（%）	54.11	54.59	41.65	62.35
应收类款项/总资产（%）	0.75	0.50	0.63	0.56
资产负债率（%）	39.05	41.24	45.91	46.31
总资本化比率（%）	35.05	37.33	42.48	42.35
总债务/EBITDA（X）	2.08	2.58	4.60	--
EBITDA 利息倍数（X）	10.79	10.00	7.06	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告以及 2021 年一季度整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年报告期末数；2、将公司各期其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算。

正面

■ **江苏省经济持续增长为公司提供了良好的外部环境。**公司路产是全国高速公路网的重要组成部分；江苏省区域经济持续稳定增长，汽车保有量持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **路产车流量增长，核心路产盈利能力仍然很强。**2020 年公司

各路段日均车流量均实现增长，核心路产沪宁高速江苏段盈利能力仍然很强。

■ **在建路产陆续通车，运营里程进一步增长。**2020 年 12 月常宜高速完工通车，2021 年 1 月宜长高速完工通车，公司运营里程持续增长。

■ **备用流动性充足，融资渠道畅通。**公司备用流动性充足；同时，公司为 A+H 股上市公司，拥有股权融资渠道。

关注

■ **新冠肺炎疫情影响公司短期财务表现。**受疫情期间免费通行政策影响，2020 年公司通行费收入规模、盈利水平、经营活动净现金流均受到冲击。新冠肺炎疫情也影响了公司房地产项目交付进度。新冠肺炎疫情影响了公司当年的财务表现。

■ **在建项目面临一定投融资压力。**截至 2020 年末，公司在建路产和房地产项目尚需投资规模较大，公司面临一定投融资压力。

■ **一年内到期债务规模较大。**2019 年以来公司短期融资规模增长较快，2021 年 4~12 月，公司到期债务规模 95.59 亿元，短期债务规模较大。

评级展望

中诚信国际认为，江苏宁沪高速公路股份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。**公司定位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境明显恶化等。

同行业比较

2020 年部分收费公路上市企业主要指标对比表						
公司名称	路产规模 (公里)	总资产(亿元)	资产负债率(%)	通行费收入 (亿元)	营业毛利率(%)	净利润 (亿元)
招商局公路网络科技控股股份有限公司	879.90	940.09	36.46	44.71	34.91	25.77
越秀交通基建有限公司	535.00	363.68	62.46	28.72	53.40	4.04
江苏宁沪高速公路股份有限公司	581.97	610.96	45.91	60.16	41.65	25.19

注：路产规模为各公司控股路产规模。

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
21 宁沪 G1	AAA	AAA	2020/11/04	10.00	10.00	2021/02/02~2026/02/02 (3+2Y)	回售，票面利率 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

公司于 2021 年 2 月 2 日公开发行公司债券，发行规模总计 10 亿元，票面利率为 3.70%，期限为 3+2Y。截至 2021 年 4 月末，募集资金已按照募集说明书约定（即归还到期有息债务）使用完毕。

宏观经济和政策环境

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，供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

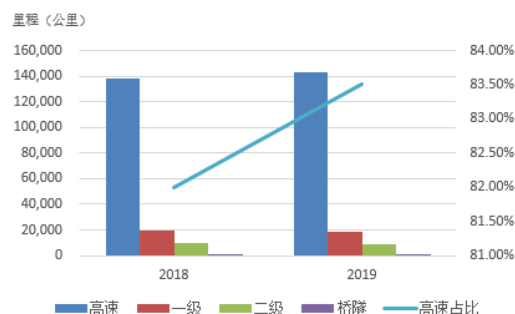
近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

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

经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 1：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2019 年全国收费公路统计公报

运输量方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。

表 1：2020 年全国综合运输情况

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

资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报

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

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

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

2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2019 年，全国完成公路建设投资 2.19 万亿元，比上年增长 2.6%。其中，高速公路建设完成投资 11,504 亿元，增长 15.4%；普通国省道建设完成投资 4,924 亿元，下降 10.3%；农村公路建设完成投资 4,663 亿元，下降 6.5%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2019 年末，全国收费公路累计建设投资总额 95,096.1 亿元，较上年末净增加 6,272.6 亿元，增长 7.1%。截至 2019 年末，全国收费公路债务余额 61,535.3 亿元，同比增长 8.1%。2019 年，全国收费公路通行费收入为 5,937.9 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 3,559.8 亿元，除支付当年 2,816.9 亿元利息外，仅可还本 742.9 亿元。

表 2：2019 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

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

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

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

实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础

[2016]2806 号), 指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署, 为“三大战略”的发展提供有力支撑; 提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此, 中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度; 同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用, 推广政府和社会资本合作模式 (Public-Private Partnership, 以下简称“PPP”), 吸引更多社会资本参与投资。

总的来看, 收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续; 通行费收入在路网贯通效应、

自然增长等因素的拉动下有望持续增长, 但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱; 为此, 政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式, 并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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

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

表 3: 近年收费公路行业相关政策及主要内容

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

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

自 2015 年 7 月起, 交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例 (修订草案)》等, 明确了我国公路发展以非收费公路为主, 收费公路为辅的原则, 大幅提升

了收费公路设置门槛, 并明确了养护管理长期收费机制, 在一定程度上防控高速公路的债务风险, 而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站

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

2020 年江苏省经济持续增长，汽车保有量增加，为公司发展奠定了良好基础

近年来，江苏省综合经济实力一直位居全国前列，2020 年实现地区生产总值 102,719.0 亿元，比上年增长 3.7%。其中，第一产业增加值 4,536.7 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 44,226.4 亿元，增长 3.7%；第三产业增加值 53,955.8 亿元，增长 3.8%。预计全省人均地区生产总值 12.2 万元，全员劳动生产率 21.6 万元/人。全年固定资产投资比上年增长 0.3%。其中，国有及国有经济控股投资下降 1.7%；港澳台及外商投资增长 12.1%。民间投资下降 0.8%，民间投资占全部投资比重达 68.8%。

2020 年末江苏省公路里程 16.1 万公里，比上年增加 571 公里；其中，高速公路里程 4,924 公里。铁路营业里程 3,998 公里，其中，高速铁路 2,021 公里，比上年增加 508 公里。铁路正线延展长度 7,225 公里，比上年增加 973 公里。2020 年末民用汽车保有量 2,044.4 万辆，增长 6.5%，净增 125.2 万辆。2020 年末私人汽车保有量 1,748.0 万辆，增长 6.2%，净增 102.0 万辆；其中，私人轿车保有量 1187.7 万辆，增长 5.0%，净增 56.4 万辆。

总的来看，江苏省经济的发展带动了交通需求的增长，汽车保有量的增加为公司高速公路通行量和通行费收入的增长创造了有利的外部条件。

常宜高速和宜长高速陆续通车，公司运营里程增长；新冠肺炎疫情影响公司通行费收入规模及路产盈利情况，但核心路产盈利能力仍很强；在建项目面临一定的投资压力

高速公路通行费业务为公司的核心业务，截至 2020 年末，公司控股高速里程合计 581.97 公里，较上年末有所增长。虽然宁连公路南京段于 2020 年 1 月移交，但随着 2020 年 12 月和 2021 年 1 月常宜高速和宜长高速通车运营，公司控股路产里程进一步增长。

车流量方面，尽管受疫情影响，但下半年公司车流量恢复明显，2020 年公司路产的日均车流量较上年均实现增长。通行车辆结构方面，2020 年各个路段客车流量继续保持稳定增长，全年平均增速约 3.49%，流量占比约 80.81%；全年货车流量同比下降 4.46%，货车占比约为 19.19%。

通行费收入方面，受新冠肺炎疫情影响，2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日期间收费公路实行免费通行政策，该政策对公司当年的通行费收入及路产盈利能力产生了一定冲击，目前免收费政策的相关配套补偿措施尚未确定，中诚信国际对此表示关注。2020 年公司核心路产沪宁高速江苏段、广靖高速及锡澄高速、宁常高速及镇溧高速对公司通行费收入贡献分别为 65.26%、12.53% 和 15.64%。盈利能力方面，沪宁高速江苏段、广靖高速及锡澄高速的单公里通行费收入分别为 1,581.73 万元和 1,444.44 万元，核心路产盈利能力强。

分流方面，公司路产主要受到周边平行高速公路以及铁路线路的竞争。2010 年 7 月宁沪城际铁路开通运行，2011 年 6 月京沪高铁开通运行，但中诚信国际关注到以上铁路线路开通后对公司核心路产宁沪高速公路的分流影响并不明显，且无新增路产分流，公司路产处于稳定的竞争环境中。

表 4：截至 2020 年末公司路产情况

路产名称	里程（公里）	收费期限	日均车流量（辆/日）		
			2018	2019	2020
沪宁高速江苏段	248.21	1997~2032	95,019	101,151	103,035
广靖高速	17.20	1999~2029	71,945	75,186	84,461

锡澄高速	35.00	1999~2029	81,477	84,243	90,062
锡宜高速	69.30	2003~2028	22,155	23,954	26,255
环太湖高速	20.00	2006~2031	10,054	8,808	13,631
宁常高速	87.26	2007~2032	40,761	40,472	48,764
镇溧高速	65.66	2007~2032	13,279	15,188	19,562
镇丹高速	21.63	2018~2043	11,417	15,758	19,602
常宜高速	17.71	2020~2045	--	--	--
合计	581.97	--	--	--	--

注：1、常宜高速于2020年12月28日通车，当年车流量数据未披露；宜长高速于2021年1月通车；2、2020年日均车流量数据包含免费通行期间数据。

资料来源：公司提供

表 5：2018 年~2020 年公司路产通行费收入情况（亿元）

路产名称	2018	2019	2020
沪宁高速公路江苏段	50.05	52.31	39.26
宁连公路	0.12	--	--
广靖高速及锡澄高速	9.21	9.61	7.54
锡宜高速及无锡环太湖公路	3.55	3.71	3.25
宁常高速及镇溧高速	11.54	11.94	9.41
镇丹高速公路	0.14	0.77	0.69
常宜高速	--	--	0.004
合计	74.60	78.33	60.16

注：1、宁连公路潘家花园收费站于2018年6月1日0时起停止收费，上表中关于宁连公路2018年的数据为2018年1~5月数据；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

路产养护方面，2018年~2020年，公司控股路产的养护成本分别为3.63亿元、5.31亿元和5.52亿元，近两年公司养护成本较高主要是对部分路段进行集中维护以及对高速公路沿线所属设施、绿化等进行综合整治。

项目建设方面，截至2020年末公司主要在建项目4个，建设总里程66.52公里，预算投资额225.86亿元，资本金比例为40%，其中公司承担的资本金比

例约在53%~65%。资金来源部分，由公司承担的项目资本金为公司自有资金，其中龙潭大桥资本金来源包括政府债，其余资本金由公路沿线地方政府负责；资本金外的剩余资金将依靠项目贷款解决。截至2020末，公司在建项目累计完成投资150.41亿元，尚需投资75.45亿元，2021年公司计划投资22.58亿元。

表 6：截至 2020 年末公司在建项目情况（公里、亿元）

项目名称	建设里程	预算投资额	建设期	资本金占比	公司承担资本金比例	已投资	2021 年投资计划
五峰山公铁两用桥公路工程	2.88	29.95	2017~2020	40%	64.50%	29.63	10.78
五峰山大桥南北公路接线项目	33.04	93.58	2017~2020	40%	64.50%	79.15	
宜长高速	25.67	39.79	2017~2020	40%	60.00%	28.25	3.00
龙潭大桥	4.93	62.54	2019~2024	40%	53.60%	13.38	8.80
合计	66.52	225.86	--	--	--	150.41	22.58

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

除控股路产外，公司围绕高速公路运营主业，参股了多家收费公路公司。截至2020年末，公司持有苏州市高速公路管理有限公司30.01%股权、江苏扬子大桥股份有限公司26.66%股权，公司通过子公

司广靖锡澄公司持有江苏沿江高速公路有限公司25.15%股权；持股比例较上年末未发生变化。2020年公司自参股路产取得投资收益3.75亿元，受疫情期间免费通行政策的影响较上年有所下降。

表 7：2020 年公司主要参股路产情况（公里、辆/日、千元/日）

运营公司	路产名称	里程	收费期限	日均车流量	日均收入
江苏扬子大桥股份有限公司	江阴长江公路大桥	3.07	1999~2029	99,058	2,747.06
江苏沿江高速公路有限公司	沿江高速公路	134.60	2004~2034	57,629	3,529.08
苏州市高速公路管理有限公司	苏嘉杭高速公路	100.10	2002~2032	55,919	2,032.62
	常嘉高速公路	28.44	2016~2041	52,752	924.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海外并购方面，2019年12月，招商局公路网络科技控股股份有限公司牵头联合招商局集团旗下海外战略性投资平台招商局联合发展有限公司、公司及其他三家上市高速公路运营公司组成投资联合体拟共同收购土耳其伊斯坦布尔第三大桥及北部高速及其运营养护公司51%的股权和股东贷款。截至2020年末本次境外投资的审批手续正在办理中，公司计划在2021年对土耳其ICA项目投资10.00亿元。中诚信国际将持续关注本次海外并购进展及其对公司后续运营的影响。

受油价下跌影响，2020年公路配套服务收入有所下降；房地产业务销售情况值得关注；金融业务投资规模有所增长

公路配套服务主要包括沪宁高速公路沿线六个服务区的油品销售、餐饮、商品零售和其他相关业务。2020年，公司油品销售20,308万升，同比增长13.23%；实现收入10.61亿元，同比减少约1.92%，主要受油价下跌影响。

房地产业务方面，截至2020年末，公司房地产板块共拥有17.93万平方米的土地储备。同期末，公司房地产项目可销售面积49.92万平方米，已销售36.70万平方米，已收到销售款57.91亿元，累计确认房地产销售收入47.73亿元。截至2020年末，公司在建房地产项目包括花桥镇核心区项目（C5酒店、B18商住）、南门路G25地块二期、句容宝华A地块、瀚瑞中心项目，总投资规模61.43亿元，已完成投资29.61亿元，2021年计划投资8.39亿元，公司房地产业务仍面临一定的投资压力。此外，房地产业务易受到政策和市场环境的影响，中诚信国际将持续关注项目后续销售情况。

近年来公司继续布局金融产业。2020年公司对

苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）（以下简称“国创开元二期”）追加投资0.65亿元，新增对南京洛德汇智股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“洛德汇智”）投资5.00亿元。截至2020年末，公司对国创开元二期、南京洛德中北致远股权投资合伙企业（有限合伙）和洛德汇智的投资公允价值分别为12.23亿元、3.17亿元和4.99亿元。此外公司还持有A股上市公司江苏银行股份有限公司2.50%的股份，公司子公司广靖锡澄公司持有江苏金融租赁股份有限公司7.83%的股份。公司对金融产业布局或将为公司利润提供新的增长点。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年~2020年财务报告以及未经审计的2021年一季报。公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为财务报告期末数。

2020年公司通行费收入及房地产业务收入下降，营业毛利率降低，期间费用率上升但仍处于较低水平，投资收益规模有所下降；2021年一季度公司盈利水平恢复

受新冠肺炎疫情期间免收通行费政策影响，2020年通行费收入规模较去年有明显下降。此外，新冠肺炎疫情也影响了公司房地产项目交付进度，当年房地产收入亦有下降。公司其他业务包括子公司的广告经营、保理业务，扬子江管理公司的管理服务及宁沪置业公司的物业服务等，2020年受托经营管理服务收入和保理业务收入增长。2021年1~3月，公司营业总收入23.92亿元，其中通行费收入、配套业务收入及房地产收入分别为19.79亿元、3.15

亿元和 0.74 亿元。

营业毛利率方面，2020 年通行费业务毛利率下降明显，拉低了当年营业毛利率水平。2020 年扬子江管理公司管理成本增加、保理公司融资成本增加导致其他业务毛利率有大幅下降，但其他业务收入规模较小，对公司盈利的影响不大。2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 62.35%。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成
(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
通行费	74.6	78.33	60.16
公路配套服务	14.42	13.48	13.11
房地产开发	10.04	8.25	6.22
其他业务	0.63	0.72	0.83
合计	99.69	100.78	80.32
毛利率	2018	2019	2020
通行费	64.96	63.28	48.53
公路配套服务	5.56	7.84	10.11
房地产开发	42.95	47.59	43.45
其他业务	59.03	65.06	27.82
营业毛利率	54.11	54.59	41.65

资料来源：公司提供

2020 年公司期间费用规模有所下降，但受营业总收入下降的影响，期间费用率增长但仍处于较低水平。同期，经营性业务利润和投资收益受免费通行政策冲击而明显下降。2021 年 1~3 月，公司期间费用率水平下降，营业毛利率回升，经营性业务利润及投资收益规模较去年同期相比有所恢复。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	7.74	7.28	6.66	1.85
期间费用率(%)	7.76	7.22	8.29	7.72
经营性业务利润	44.54	46.55	25.87	12.87
投资收益	10.57	8.86	6.18	2.02
利润总额	56.53	55.22	32.34	14.89
EBITDA 利润率(%)	76.41	74.91	66.05	--
总资产收益率(%)	13.57	11.53	6.29	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司无形资产稳步增长，在建项目持续投入推升债务规模；随着公司优化债务结构，2020 年公司短期债务占比下降

资产方面，公司长期股权投资主要为对参股路产的投资，2020 年以来增长主要是江苏交通控股集团财务有限公司、江苏扬子大桥股份有限公司等权益法下确认投资收益。2020 年末，常宜高速通车后公司无形资产规模增长。在建工程主要为对在建路产项目的投资，随着公司对路产项目的陆续投入，在建工程规模保持增长。同期末，公司其他权益工具投资包括公司对 A 股上市公司江苏银行股份有限公司、江苏金融租赁股份有限公司及富安达资管计划的计划；其他非流动金融资产主要为公司对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）等的投资。2021 年 3 月末，宜长高速建成通车，公司无形资产规模增长。同期末，其他权益工具投资规模增长主要来自按照公允价值确认的账面价值增加。

负债方面，为满足资金周转需求及在建路桥项目及房地产项目的资金支出，公司负债规模持续增长；公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券等。为降低融资成本，公司积极拓宽融资渠道，调整债务结构，近两年公司发行了较多超短期融资券，融资成本较低，但中诚信国际也关注到短期融资的频繁使用导致公司短期债务维持在较高水平。2020 年末，公司长期借款增长主要为在建路桥项目贷款。2021 年 3 月末，随着公司持续融资，公司总负债规模保持增长。

所有者权益方面，近三年公司股本均为 50.38 亿元，公司所有者权益的增长主要来自未分配利润的积累。

有息债务方面，在建项目的持续投入导致公司融资需求增长，近年来公司总债务规模持续增长。债务构成方面，2019 年以来公司短期债务占比很高，但 2020 年以来随着公司逐步增加长期融资比例、优化债务结构等，短期债务占比持续下降。此外，公司财务杠杆比率有所上升，但仍处于较低水平。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
--	------	------	------	--------

总资产	481.63	556.25	610.96	649.29
长期股权投资	57.02	69.39	71.31	73.32
其他权益工具投资	30.35	56.55	54.71	63.40
在建工程	100.88	145.02	152.81	133.66
无形资产	202.80	189.28	212.99	247.95
总负债	188.09	229.42	280.46	300.66
其他流动负债	22.12	50.92	83.28	70.33
长期借款	76.89	83.35	115.45	127.92
所有者权益合计	293.54	326.83	330.49	348.63
股本	50.38	50.38	50.38	50.38
未分配利润	64.22	81.64	82.09	93.50
总债务	158.43	194.66	244.04	256.06
短期债务/总债务	0.26	0.52	0.45	0.38
资产负债率	39.05	41.24	45.91	46.31
总资本化比率	35.05	37.33	42.48	42.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年受疫情影响公司收现水平有所降低，偿债指标有所弱化，但对债务利息的保证能力仍然较强；货币资金对短期债务覆盖能力较弱，但总体偿债能力仍然较高

2020 年，受新冠肺炎疫情和免费通行政策影响，公司经营活动净现金流较上年下降明显；随着在建路产项目的持续投入，公司投资活动净现金流保持净流出状态；筹资活动净现金流受公司融资活动及债务到期偿还等呈现一定的波动。

偿债指标方面，受疫情和免费通行政策影响，公司偿债指标均有所弱化，但经营活动净现金流及 EBITDA 对债务利息的保障能力仍然很强。近两年，公司短期债务增长较快，货币资金对短期债务覆盖能力有所弱化，短期偿债依赖公司继续保持灵活的财务策略及有序的融资安排。

表 11：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	57.15	57.63	31.37	10.38
投资活动净现金流	-47.74	-73.92	-57.00	-18.51
筹资活动净现金流	-6.90	15.63	24.64	9.84
经营活动净现金流/总债务	0.36	0.30	0.13	0.16
经营活动净现金流/利息支出	8.09	7.63	4.18	4.72
总债务/EBITDA	2.08	2.58	4.60	--
EBITDA 利息覆盖系数	10.79	10.00	7.06	--
经营活动净现金流/短期债务	1.37	0.57	0.29	--
货币资金/短期债务	0.16	0.05	0.04	0.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性充足，融资渠道通畅，历史履约情况良

好

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 548.41 亿元，尚未使用银行授信为 435.66 亿元，备用流动性较充足。此外，公司为 A+H 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产主要为质押的广靖高速收费权以及票据保证金等，受限资产约 5.37 亿元，受限资产占比较低。

对外担保方面，宁沪置业和瀚威公司按房地产经营惯例为商品房承购人按揭贷款提供连带责任的保证担保，担保责任自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的房地产抵押登记手续完成并将房屋他项权证交银行执收之日止；截至 2020 年末，尚未结清的担保金额为 5.95 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司 2021 年 4 月~2022 年到期债务分别为 95.59 亿元、10.28 亿元和 11.92 亿元。2021 年 4~12 月到期债务规模较大，但考虑到公司充足的备用流动性、畅通的融资渠道，公司短期偿债压力可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2021 年 3 月 31 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

股东实力雄厚，在江苏省高速公路和铁路建设及运营业务中具有垄断地位

江苏省北接山东，东濒黄海，东南与浙江和上海毗邻，西接安徽；江苏地处长江经济带，下辖 13 个设区市，全部进入百强，是唯一所有地级市都跻身百强的省份。目前江苏省已在全国率先实现了高速公路联网畅通，完成主骨架及多条过江通道等重点建设项目，构筑形成沿江地区宁镇扬、苏南地区苏锡常、淮海地区徐宿淮连三大高速公路圈。

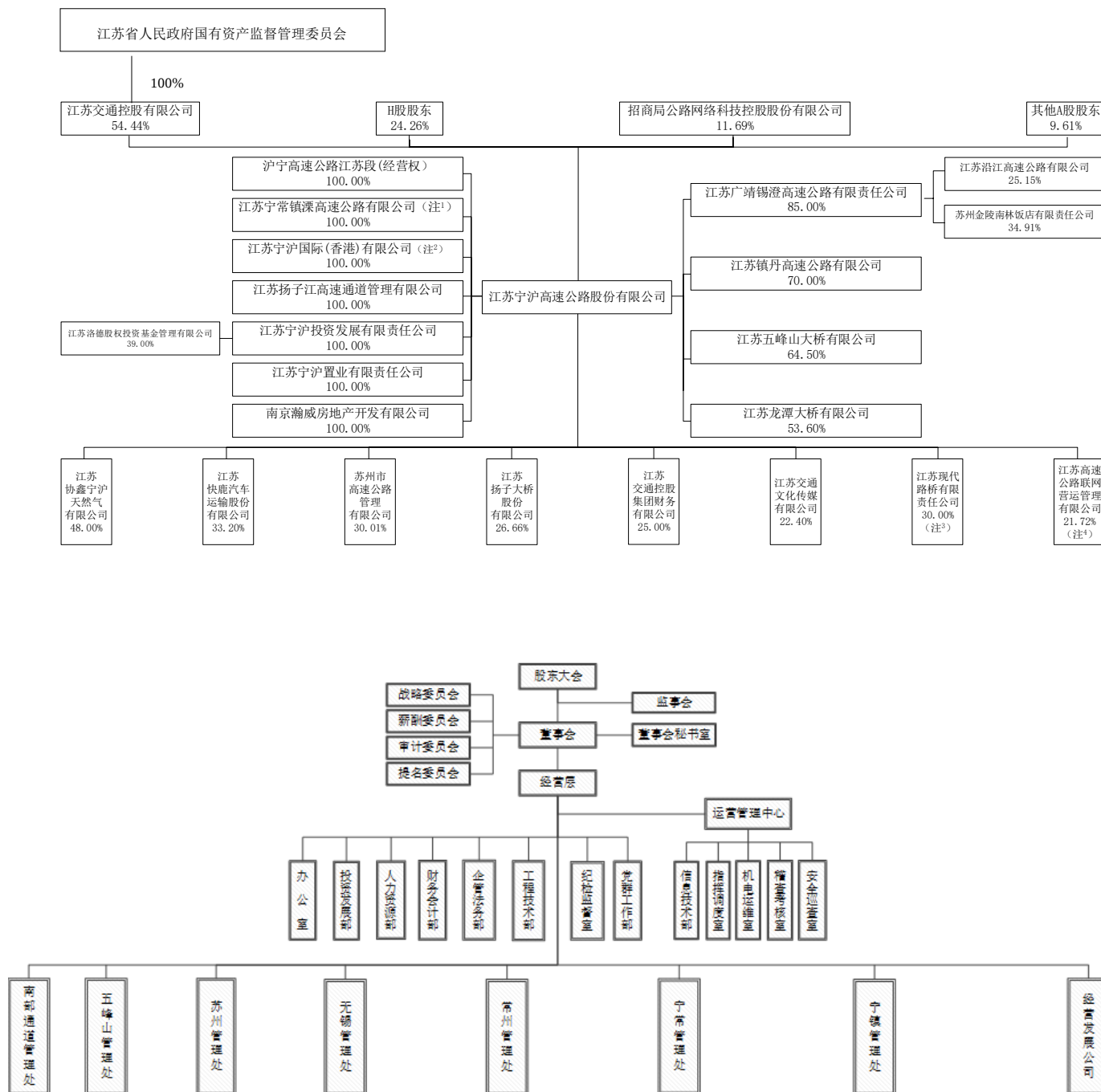
公司控股股东江苏交通控股有限公司（以下简

称“江苏交通”)担了江苏省内大部分高速公路的投融资任务,在江苏省高速公路建设与运营业务中具有垄断地位。2018年5月,在江苏交通原子公司江苏铁路投资发展有限公司的基础上,根据江苏省人民政府苏政发〔2018〕60号《关于组建江苏省铁路集团有限公司的通知》组建成立了江苏省铁路集团有限公司,江苏省铁路投资模式由铁总主导逐步转变为省内投资为主。公司作为江苏省高速集团体系内唯一的上市公司,资产质量高,盈利能力好,在担保及资金拆借方面获得了江苏交通的大力支持。

评级结论

综上所述,中诚信国际维持江苏宁沪高速公路股份有限公司主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定;维持“21宁沪G1”的信用等级为 **AAA**。

附一：江苏宁沪高速公路股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附二：江苏宁沪高速公路股份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	64,976.16	50,344.37	38,671.27	55,685.03
应收账款	32,115.87	22,428.52	30,907.26	28,383.28
其他应收款	3,284.40	4,620.99	7,432.27	8,043.59
存货	404,555.58	416,456.73	414,846.00	418,857.72
长期投资	984,916.31	1,404,089.59	1,464,074.57	1,577,263.70
在建工程	1,008,782.63	1,450,173.45	1,528,071.69	1,336,633.89
无形资产	2,028,005.56	1,892,799.95	2,129,881.81	2,479,466.65
总资产	4,816,272.88	5,562,504.86	6,109,556.04	6,492,930.35
其他应付款	8,839.04	16,385.09	24,022.62	24,599.00
短期债务	417,389.21	1,013,273.79	1,087,403.82	977,655.36
长期债务	1,166,940.20	933,293.64	1,352,998.81	1,582,904.21
总债务	1,584,329.41	1,946,567.43	2,440,402.63	2,560,559.58
总负债	1,880,887.19	2,294,221.15	2,804,629.07	3,006,620.94
费用化利息支出	49,923.23	46,216.06	43,607.98	14,176.05
资本化利息支出	20,688.97	29,288.73	31,516.03	7,804.71
实收资本	503,774.75	503,774.75	503,774.75	503,774.75
少数股东权益	321,665.92	413,585.35	483,930.85	485,936.59
所有者权益合计	2,935,385.69	3,268,283.71	3,304,926.96	3,486,309.41
营业总收入	996,901.12	1,007,818.12	803,246.67	239,246.06
经营性业务利润	445,353.84	465,470.72	258,668.74	128,677.08
投资收益	105,679.58	88,631.39	61,846.00	20,169.79
净利润	447,571.09	430,048.47	251,875.47	115,410.87
EBIT	615,187.28	598,393.16	366,971.57	163,105.78
EBITDA	761,734.94	754,977.30	530,529.06	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,013,390.70	1,074,009.46	779,239.06	256,438.37
收到其他与经营活动有关的现金	4,399.21	9,890.67	37,872.02	6,901.48
购买商品、接受劳务支付的现金	182,753.80	209,349.43	165,419.10	75,117.45
支付其他与经营活动有关的现金	18,156.39	6,045.62	65,888.90	31,689.09
吸收投资收到的现金	66,448.28	83,406.28	64,711.00	0.00
资本支出	354,515.92	484,987.00	424,549.63	122,206.24
经营活动产生现金净流量	571,548.95	576,328.36	313,740.15	103,793.46
投资活动产生现金净流量	-477,357.76	-739,160.63	-569,986.78	-185,084.18
筹资活动产生现金净流量	-68,954.36	156,260.59	246,404.52	98,367.30
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	54.11	54.59	41.65	62.35
期间费用率(%)	7.76	7.22	8.29	7.72
应收类款项/总资产(%)	0.75	0.50	0.63	0.56
收现比(X)	1.02	1.07	0.97	1.07
总资产收益率(%)	13.57	11.53	6.29	--
资产负债率(%)	39.05	41.24	45.91	46.31
总资本化比率(%)	35.05	37.33	42.48	42.35
短期债务/总债务(X)	0.26	0.52	0.45	0.38
FFO/总债务(X)	0.33	0.29	0.16	--
FFO 利息倍数(X)	7.49	7.40	5.25	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	8.09	7.63	4.18	4.72
总债务/EBITDA(X)	2.08	2.58	4.60	--
EBITDA/短期债务(X)	1.82	0.75	0.49	--
货币资金/短期债务(X)	0.16	0.05	0.04	0.06
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.79	10.00	7.06	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告以及 2021 年一季报整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当期报告期末数；2、将公司各期其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算。

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
	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。