

# 2022 年度江苏宁沪高速公路股份有限公司

## 信用评级报告

---

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 4 月 11 日

## 声 明

- 本本次评级为评级对象委托评级。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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 4 月 11 日至 2023 年 4 月 10 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]1046M 号

## 江苏宁沪高速公路股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；该信用评级结果有效期为 2022 年 4 月 11 日至 2023 年 4 月 10 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年四月十一日

**评级观点：**中诚信国际评定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**。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持续加大在金融产业的布局，给公司的风险控制带来一定挑战以及公司面临一定的短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

宁沪高速（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	556.25	610.96	676.62
所有者权益合计（亿元）	326.83	330.49	353.60
总负债（亿元）	229.42	280.46	323.02
总债务（亿元）	194.66	244.04	283.08
营业总收入（亿元）	100.78	80.32	137.93
经营性业务利润（亿元）	46.55	25.87	37.42
净利润（亿元）	43.00	25.19	41.33
EBITDA（亿元）	75.50	53.05	82.00
经营活动净现金流（亿元）	57.63	31.37	54.67
收现比（X）	1.07	0.97	0.76
营业毛利率（%）	54.59	41.65	36.33
应收类款项/总资产（%）	0.50	0.63	0.77
资产负债率（%）	41.24	45.91	47.74
总资本化比率（%）	37.33	42.48	44.46
总债务/EBITDA（X）	2.58	4.60	3.45
EBITDA 利息倍数（X）	10.00	7.06	8.48

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理，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。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业(公路运营)  
(C170301 2019\_03)

江苏宁沪高速公路股份有限公司打评分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力(25%)	FFO 利息倍数(X)*	6.02	10
	EBITDA/总债务(X)*	0.29	8
	总资本化比率(%)	44.46	8
	FFO/当年资本支出(X)*	1.20	7
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	66.80	8
	单公里路费收入	10	10
运营实力(40%)	区域经济发达程度	10	10
	区域地位	10	10
	路产竞争力	8	8
规模(15%)	通行费收入	10	10
打评分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打评分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打评分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

### 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，且核心路产盈利能力很强。**近年来公司各路段日均车流量均实现增长，且核心路产宁沪高速江苏段盈利能力很强。

■ **在建路产陆续通车，运营里程持续增长。**2020 年 12 月常宜高速完工通车，2021 年 1 月宜长高速完工通车，且 2021 年 6 月五峰山大桥完工通车，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

■ **公司持续加大在金融产业的布局，给公司的风险控制带来一定挑战。**近年来，公司持续增加对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）、南京洛德汇智股权投资合伙企业（有限合伙）等的投资；此外，2021 年公司以自有资金 19.90 亿元投资紫金信托、以自有资金 9.47 亿元对江苏银行进行增持；金融产业的布局或将为公司利润提供新的增长点，但亦为公司的风险控制带来一定挑战。

■ **公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2021 年末，公司的短期债务规模为 94.94 亿元，当期末货币资金/短期债务为 0.05 倍，面临一定的短期偿债压力。

### 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。

**评级历史关键信息**

江苏宁沪高速公路股份有限公司					
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	--	2021/11/16	钟婷、王昭	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（公路运营） 评级方法与模型 C170301_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2010/06/10	曾艳、陈志新	--	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 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	897.42	983.21	35.60	53.90	41.44	55.41
越秀交通基建有限公司	533.70*	356.61	59.42	36.50	60.10	17.93
江苏宁沪高速公路股份有限公司	643.35	676.62	47.74	82.63	36.33	41.33

注：路产规模为各公司控股路产规模，带“\*”指标为 2020 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

## 评级对象概况

江苏宁沪高速公路股份有限公司（证券代码:600377.SH）经江苏省经济体制改革委员会苏体改生[1992] 151 号文批准于 1992 年 8 月 1 日成立，初始注册资本为 6.53 亿元。公司分别于 1997 年和 2001 年在香港联合交易所和上海证券交易所上市。截至 2021 年末，公司实收资本 50.38 亿元，第一大股东江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）持有公司 54.44% 的股份，是公司的控股股东。公司实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）。

公司主要从事江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理，并发展该等公路沿线的服务区配套经营。此外，公司还探索及尝试新的业务类型，参与房地产的投资开发、高速公路沿线广告媒体发布及其他金融和实业方面的投资等。

表 1：截至 2021 年末公司对主要子公司持股比例情况

全称	简称	持股比例 (%)
江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司	广靖锡澄公司	85.00
江苏宁沪投资发展有限责任公司	宁沪投资	100.00
江苏宁沪置业有限责任公司	宁沪置业	100.00
江苏镇丹高速公路有限公司	镇丹公司	70.00
江苏长江商业能源有限公司	长江商能公司	100.00
江苏五峰山大桥有限公司	五峰山大桥	64.50
南京瀚威房地产开发有限公司	瀚威公司	100.00
江苏扬子江高速通道管理有限公司	扬子江管理公司	100.00
江苏龙潭大桥有限公司	龙潭大桥	53.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年中国经济持续修复，全年实现 8.1% 的同比增长，两年复合增速 5.2%，基本回归至潜在增速水平，受基数效应影响，全年经济增长呈现出显著的前高后低特征。展望 2022 年，虽然经济运行面临供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，但考虑到政策稳增长力度加强，经济下行仍有“底”，预计全年增速或呈现前低后稳走势，但

下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

回顾 2021 年，经济运行基本遵循疫后修复的逻辑，低基数影响下一季度 GDP 同比大幅上升，二、三季度以来经济增速逐季回调。从生产端来看，工业生产总体保持较高增速但全年走势前高后低，疫情反复散发服务业生产增长较为缓慢。从需求端来看，投资、消费及出口呈现结构分化的特征。在投资内部，政策性因素影响的投资修复力度弱化、市场化因素驱动的投资修复有所加快，具体来看，基建投资增速总体保持低位运行，房地产投资在行业严调控以及局部风险释放拖累下增速持续回落，市场化程度较高的制造业投资成为投资增长的主要贡献力量。居民消费受疫情反复拖累总体表现偏弱，两年复合增速仅有 3.9%。出口总体保持了一定韧性，2021 年全年出口累计同比增长 29.9%，对我国制造业投资修复起到了有力支撑。从价格端来看，CPI 与 PPI 经历了一轮走势分化过程，特别是供给冲击影响下 PPI 突破近年来新高，直至 11 月才出现回调拐点。总体看，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力影响下 2021 年经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但 2022 年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，全球主要经济体的货币政策转向收紧也会扰动我国金融市场运行与货币政策稳定，此外大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济复苏仍然面临多重挑战。首先，疫情反复叠加严格的疫情防控政策，消费与生产之间的失衡或仍延续，潜在增速或在前期各种结构性政策的非预期性叠加影响下延续下行。其次，碳达峰、碳中和目标的长期约束或会对我国短期经济增长起到一定拖累作用，碳减排下的产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上升。再次，房地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的外溢与传导。第四，债务压力持续处于高位，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

**宏观政策:** 2021年12月中央经济工作会议明确提出,“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策,政策发力适当靠前”,这意味着2022年宏观经济政策总体将偏向稳增长。财政政策将在2022年更加注重效能,并着力于节奏前置和结构优化;货币政策将坚持稳健灵活,保持流动性合理充裕,适度宽货币、宽信用,推动稳增长政策效果尽早显现。随着短期结构性政策约束的边际缓解,宏观政策将对绿色低碳、创新驱动等长期增长要素延续扶持力度,经济增长的新旧动能转换或有所加速。

**宏观展望:** 2022年宏观经济增速或将持平于潜在增速。从全年经济增速水平来看,2022年中国经济增长中枢将显著低于2021年。随着财政前置落地以及宽信用政策效果的持续显现,2022年各季度增速或将整体呈现前低后稳的态势,其中下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

中诚信国际认为,2022年政策性因素对经济的支撑将持续显现,市场性因素的修复也有望保持稳定或改善,经济修复态势将持续,但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”以及房地产等领域的风险释放。中长期看,中国内需释放的潜力依然巨大,能源结构转型也将带来新的投资机会,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,中国经济增长韧性持续存在。

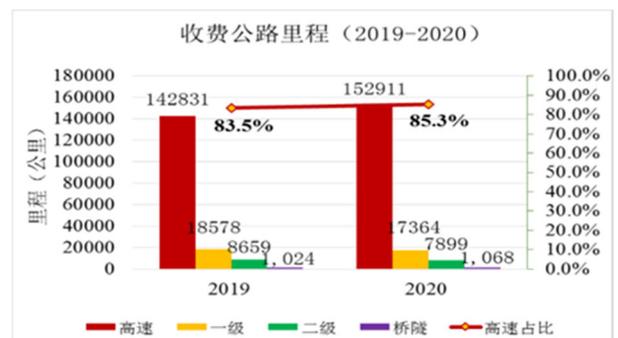
## 行业及区域经济环境

**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。2019年,公路密度52.21公里/百平方公里,增加1.73公里/百平方公里。2020年,全国公路总里程519.81万公里,比上年增加18.56万公里。全国收费公路里程17.92万公里,占公路总里程的3.45%。按技术等级划分,高速公路15.29万公里,一级公路1.74万公里,二级公路0.79万公里,独立桥梁及隧道1,068公里。按属性划分,全国政府还贷公路里程8.36万公里,占全国收费公路里程的46.65%;经营性公路里程9.57万公里,占全国收费公路的53.40%。在收费高速公路中,政府还贷高速公路7.74万公里,经营性高速公路10.18万公里。

图1: 2019年~2020年全国收费公路里程变化图



资料来源: 2020年全国收费公路统计公报, 中诚信国际整理

运输量方面,2021年,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50.9亿人次,同比下降26.2%。从周转量方面来看,随着《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》实施,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,叠加疫情反复不断的影响,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，“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。2021年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但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，2021年公路货物运输总量为391.4亿吨，同比增长14.2%，货物运输周转量69,087.7亿吨公里，实现同比增长14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 2：2021 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	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5
<b>运输总量</b>	<b>223,574.4</b>	<b>13.7</b>	<b>529.7</b>	<b>12.3</b>	<b>19,758.2</b>	<b>2.6</b>	<b>83.0</b>	<b>-14.1</b>

资料来源：2021年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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%。

2020年全年完成公路固定资产投资2.43万亿元，比上年增长11.0%。其中，高速公路完成13,479亿元，增长17.2%；普通国省道完成5,298亿元，增长7.6%；农村公路完成4,703亿元，增长0.8%。

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2020年末，全国收费公路累计建设投资总额108,075.1亿元，较上年末净增加12,979.0亿元，增长13.6%。截至2020年末，全国收费公路债务余额70,661.2亿元，同比增长14.8%。2020年，全国收费公路通行费收入为4,868.2亿元，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2,763.1亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息3,061.3亿元。

表 3：2020 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	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
<b>合计</b>	<b>34,432.6</b>	<b>73,642.6</b>	<b>108,075.2</b>	<b>70,661.2</b>

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020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。

**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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确**

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。

《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并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，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。

在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

**表 4：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，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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《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》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达

到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，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。《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《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《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2月15日，交通运输部下达通知，自2020年2月17日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。并于2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不免费”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

### 江苏省经济持续增长，汽车保有量持续增加，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，2019~2021年，江苏省市实现地区生产总值（GDP）分别为99,631.52亿元、102,718.98亿元和116,364.20亿元，按可比数值计算，分别同比增长6.1%、3.7%和8.6%。其中2021年，第一产业增加

值4,722.4亿元，增长3.1%；第二产业增加值51,775.4亿元，增长10.1%；第三产业增加值59,866.4亿元，增长7.7%。2021年，全省人均地区生产总值13.7万元。全年固定资产投资比上年增长5.8%。其中，国有及国有经济控股投资增长3.1%；港澳台及外商投资增长7.2%。民间投资增长6.3%，民间投资占全部投资比重达69.2%。2019~2021年，江苏省一般公共预算收入分别为8,802.36亿元、9,058.99亿元和10,015.16亿元，位列全国前二，其中2021年财政自给率为68.66%。

2021年末江苏省公路里程15.9万公里，比上年末增加414公里；其中，高速公路里程5,028公里。铁路营业里程4,221.9公里，其中，高速铁路2,212公里，比上年末增加191公里。铁路正线延展长度7,591.7公里，比上年末增加366.3公里。2021年末民用汽车保有量2,187万辆，增长7%，净增142.6万辆。2021年末私人汽车保有量1,862.7万辆，增长6.6%，净增114.8万辆；其中，私人轿车保有量1,253.5万辆，增长5.5%，净增90.5万辆。

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。

### 业务运营

公司收入主要由通行费收入、公路配套服务收入及房地产开发收入构成。近年来，公司收入波动显著，其中2020年，受新冠肺炎疫情期间免收通行费政策影响，通行费收入规模较2019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；由于受托经营管理服务收入和保理业务收入的增长，其他业务收入小幅增长。2021年，公司营业总收入137.93亿元，较上年同期大幅增长71.71%，主要系上年同期基数较低、2021年通行费业务恢复以及将PPP项目合同确认建造收入<sup>1</sup>所致。公司其他业务包括子公

<sup>1</sup> 2021年，公司按照《企业会计准则解释第14号》对满足相应条件的PPP在建公路使用权项目合同按照总额法零毛利确认建造收入，且对可比期间信息不予调整。2021年，公司建造收入为29.49亿元，毛利率为0。

公司的广告经营、保理业务、扬子江管理公司的管理服务、宁沪置业公司的物业服务以及建造收入等。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2019	2020	2021
通行费	78.33	60.16	82.63
公路配套服务	13.48	13.11	14.37
房地产开发	8.25	6.22	10.29
其他业务	0.72	0.83	30.64
合计	100.78	80.32	137.93
占比	2019	2020	2021
通行费	77.72%	74.90%	59.91%
公路配套服务	13.38%	16.33%	10.42%
房地产开发	8.19%	7.74%	7.46%
其他业务	0.71%	1.03%	22.21%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务板块包括广告、保理以及建造期收入等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**随着常宜高速、宜长高速和五峰山大桥的陆续通车，公司运营里程增长；公司核心路产盈利能力很强且参股路产质量高；新冠肺炎疫情对公司通行费收入规模及路产盈利产生一定不利影响，后续补偿政策尚需关注**

高速公路通行费业务为公司的核心业务，公司主要路产是长三角地区高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分。公司核心路产为沪宁高速公路江苏段、广靖高速、锡澄高速以及宁常高速公路。截至2021年末，公司控股高速里程合计643.35公里，随着常宜高速、宜长高速和五峰山大桥分别于2020年12月、2021年1月和2021年6月通车运营，公司控股路产里程持续增长。

车流量方面，2020年受益于下半年公司车流量恢复明显，公司路产的日均车流量较上年均实现增长。2021年，沪宁高速日均车流量约101,936辆，同比小幅下降约1.07%；其中，客车流量小幅下降3.64%，流量占比约78.71%；日均货车流量同比增速约9.79%，货车占比约为21.29%。其他各路桥项目的交通流量，除锡宜高速以及近年来新增路桥外均小幅下降。

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。2021年，公司核心路产沪宁高速江苏段、广靖高速及锡澄高速、锡宜高速及无锡环太湖公路对公司通行费收入贡献分别为62.09%、10.53%和15.84%。盈利能力方面，沪宁高速江苏段单公里通行费收入为2,066.97万元，广靖高速及锡澄高速的单公里通行费收入1,666.55万元，核心路产盈利能力很强。此外，江苏省区域经济持续稳定增长，运输需求很高，公司路产区位优势明显。

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 6：2019 年~2021 年公司路产情况

路产名称	里程（公里）	收费期限	日均车流量（辆/日）		
			2019	2020	2021
沪宁高速江苏段	248.21	1997~2032	101,151	103,035	101,936
广靖高速	17.20	1999~2029	75,186	84,461	68,436
锡澄高速	35.00	1999~2029	84,243	90,062	79,114
锡宜高速	69.30	2003~2028	23,954	26,255	29,638
环太湖高速	20.00	2006~2031	8,808	13,631	12,308
宁常高速	87.26	2007~2032	40,472	48,764	45,770
镇溧高速	65.66	2007~2032	15,188	19,562	17,986
镇丹高速	21.63	2018~2043	15,758	19,602	19,518
常宜高速	17.71	2020~2045	--	5,234	21,788
宜长高速	25.46	2021~2046	--	--	16,597
五峰山大桥	35.92	2021~2046	--	--	16,689

合计	643.35	--	364,760	410,606	429,780
----	--------	----	---------	---------	---------

注：1、常宜高速于2020年12月28日通车；宜长高速于2021年1月通车；五峰山大桥于2021年6月通车；2、2020年~2021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，中诚信国际整理

表 7：2019 年~2021 年公司路产通行费收入情况（亿元）

路产名称	2019	2020	2021
沪宁高速公路江苏段	52.31	39.26	51.30
广靖高速及锡澄高速	9.61	7.54	8.70
锡宜高速及无锡环太湖公路	3.71	3.25	4.84
宁常高速及镇溧高速	11.94	9.41	13.09
镇丹高速公路	0.77	0.69	0.88
常宜高速	--	0.004	0.86
宜长高速	--	--	1.11
五峰山大桥	--	--	1.84
合计	78.33	60.16	82.63

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行车辆结构方面，近年来公司主要路产的货车流量占比均呈上升趋势，但公司路产通行车辆仍以客车为主。

表 8：2019 年~2021 年公司主要路产货车流量占比情况(%)

路产名称	2019	2020	2021
沪宁高速公路江苏段	21	19	21
广靖高速公路	22	21	24
锡澄高速公路	21	20	22
锡宜高速公路	15	17	20
无锡环太湖公路	16	21	23
宁常高速公路	26	27	30
镇溧高速公路	31	30	40
镇丹高速公路	12	14	16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，2019年12月26日江苏省交通运输厅、江苏省发展和改革委员会、江苏省财政厅联合印发通知，对江苏省收费公路车辆通行费收费标准进行调整。调整方案自2020年1月1日起执行，调整后客车仍按照座位数分成4类，联网高速公路继续分别执行原路段批准的基本费率标准，其他收费公路也继续执行原标准，对车长小于6米的8座和9座小型客车，统一按照1类客车收费标准执行；货车由计重收费改为按车（轴）型收费，按照轴数分为6类车型，专项作业车车型分类标准及收费标准参照货车执行。

表 9：江苏省联网高速客车通行费收费标准

客车类别	核定载人数	收费标准（元/车公里）		
		费率 1	费率 2	费率 3
一类	≤9	0.45	0.50	0.55
二类	10~19	0.675	0.75	0.825
三类	20~39	0.90	1.00	1.10
四类	≥40	0.90	1.00	1.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：江苏省联网高速货车通行费收费标准

货车类别	总轴数 (含悬浮轴)	车长和最大允许 总质量	收费标准（元 /车公里）
一类	2	车长小于 6.00m 且 最大允许总质量小 于 4,500kg	0.45
二类	2	车长不小于 6.00m 或最大允许总质量 不小于 4,500kg	1.05
三类	3	-	1.57
四类	4	-	1.90
五类	5	-	1.94
六类	6	-	2.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，2019年~2021年公司控股路产的养护成本分别为5.31亿元、5.52亿元和6.96亿元，近年来公司养护成本持续增长主要是对部分路段进行集中维护大修以及对高速公路沿线所属设施、绿化等进行综合整治所致。

项目建设方面，截至2021年末，公司主要在建项目为龙潭大桥，建设总里程4.93公里，预算投资额62.54亿元，资本金比例为40%，其中公司承担的

资本金比例53.60%。资金来源部分，龙潭大桥由公司承担的项目资本金为公司自有资金和政府债，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2021年末，公司

在建项目尚需投资41.76亿元，拟建项目需投资69.85亿元。2022年公司计划总投资23.00亿元，面临一定的资本支出压力。

表 11：截至 2021 年末公司在建、拟建项目情况（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	2022 年投资计划
<b>在建项目</b>							
龙潭大桥	4.93	62.54	2019~2024	40%	53.60%	20.78	13.00
<b>拟建项目</b>							
龙潭大桥北连接线	12.372	69.85	2022~2025	50%	60%	-	10.00
<b>合计</b>	<b>17.302</b>	<b>132.39</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>20.78</b>	<b>23.00</b>

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2021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，公司还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。2021年，公司自参股路产取得投资收益6.55亿元，较上年同期有所增长，主要系2021年车流量恢复，参股路产通行费收入增长所致。

表 12：2020 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

表 13：2021 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	88,120	4,441.70
江苏沿江高速公路有限公司	沿江高速公路	134.60	2004~2034	56,909	6,352.25
苏州市高速公路管理有限公司	苏嘉杭高速公路	100.10	2002~2032	51,990	3,323.33
	常嘉高速公路	28.44	2016~2041	55,441	1,689.13

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。2021年8月，公司及中方联合体收到卖方土耳其IC公司正式函件，因双方再融资协议相关条款未能达成共识，要求交易双方共同商谈土耳其ICA项目《终止协议》相关条款，经联合体各方综合考虑，双方

拟就《终止协议》展开后续谈判。公司于2022年3月11日发布《关于本公司与联合体各方共同设立公司收购境外资产暨关联交易的进展公告》，称各方已于共同签署《终止协议》，公司及中方联合体并未向对方付款，也并未实际取得土耳其ICA项目的产权及运营权利。中诚信国际认为，本次事项对公司目前的生产经营、财务状况以及偿债能力不会产生重大影响。

中诚信国际关注到，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等持续影响，

2020年春运期间，全国公路旅客运输量大幅下降；此外，根据交通运输部下达的通知，自2020年2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。免收费政策对公司通行费收入规模短期内产生了一定不利影响，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策。2021年，受疫情缓解且常宜高速、宜长高速和五峰山大桥陆续通车的影响，公司通行费业务的经营状况和盈利能力有所恢复。

**近年来公司公路配套服务收入受油品销售量及油价波动影响有所波动；房地产业务后续投资及销售情况值得关注；此外，公司金融业务投资规模不断增长，风险控制值得关注**

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。2019年~2021年，公司油品销售收入分别为

10.82亿元、10.61亿元以及11.91亿元，其中2020年收入同比小幅下降主要系油价下跌所致；同期，公司油品销售20,308万升，同比增长13.23%。2021年，油品销售收入同比增长12.23%，主要系受国际原油供应市场资源紧张影响，油价上涨所致。

房地产业务方面，2021年，公司房地产板块共拥有3.14万平方米的土地储备，计划建筑面积为21.96万平方米。截至2021年末，房地产项目可销售面积56.70万平方米，已销售39.41万平方米，已收到销售款64.21亿元，累计确认房地产销售收入57.64亿元。同期末，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地块项目，总投资规模39.40亿元，已完成投资11.60亿元，2022年~2023年共计划投资9.38亿元。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。

表 14：截至 2021 年末房地产在售项目情况（万平方米、亿元）

在售房地产项目名称	可销售面积	已销售面积	已收到销售款	已结转销售收入
瀚瑞中心	12.00	4.03	9.62	7.07
同城世家花园 B 地块	15.17	13.49	16.56	15.80
庆园	2.27	1.40	3.91	3.42
南门世嘉华庭	5.99	5.54	14.58	13.13
同城虹桥公馆	4.22	4.08	3.94	3.94
同城光明捷座	3.90	3.32	3.63	3.62
同城光明馨座	3.82	3.54	4.41	4.37
浦江大厦	5.34	0.51	0.68	0.64
廊桥公馆	3.99	3.50	6.88	5.65
<b>合计</b>	<b>56.70</b>	<b>39.41</b>	<b>64.21</b>	<b>57.64</b>

注：1、瀚瑞中心项目为商业综合体项目，项目开发建设已于2021年6月24日完成工程竣工备案。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2021 年末房地产在建、拟建项目情况（万平方米、亿元）

在建商品房名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资	未来计划投资	
					2022	2023
花桥镇核心区项目 (C5酒店、B18商住)	11.48	2012.12~2026.10	13.42	6.25	3.98	0.05
南门路 G25 地块二期	0.58	2019.1~2021.12	1.20	1.15	0.05	--
句容宝华 A 地块	32.28	2021.3~2025.12	24.78	4.20	1.66	3.64
<b>合计</b>	<b>44.34</b>	<b>--</b>	<b>39.40</b>	<b>11.60</b>	<b>5.69</b>	<b>3.69</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司持续布局金融产业。2021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 1.19 亿元。截至 2021 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 17.53 亿元、2.92 亿元和 4.98 亿元。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(以下简称“江苏租赁”)7.83% 的股份,且新增认购江苏租赁可转债 3.92 亿元。公司以自有资金 9.47 亿元对 A 股上市公司江苏银行股份有限公司(以下简称“江苏银行”)进行增持,本次增持完成后,公司及子公司宁沪投资合计持有江苏银行 4.03% 的股份。

此外,公司于 2021 年下半年以自有资金不超过人民币 20.00 亿元投资紫金信托有限责任公司(以下简称“紫金信托”)。在增资完成后,公司将持有紫金信托 20% 的股权。截至 2021 年末,公司按照增资协议相关约定拨付增资款人民币 19.90 亿元完成增资计划,相关工商变更事宜均已完成。

公司对金融产业布局或将为公司利润提供新的增长点,但亦为公司的风险控制带来一定挑战,中诚信国际将对此保持关注。

## 战略规划及管理

### 围绕路桥为核心通过“四流增效”纵深推进企业发展,布局“产业生态化”、“业务国际化”、“资本协同化”、“发展数字化”和“运作市场化”的五大核心战略

公司“十四五”的整体发展战略为纵深战略,即围绕路桥为核心通过“四流增效”(数字流、现金流、价值流、客货流)纵深推进企业发展,实现“千亿资产,百亿利润”的财务目标,最终将公司打造为国内一流国际知名的架构美好生活的基础设施投资运营专家,实现企业高质量可持续发展。

公司布局“产业生态化”、“业务国际化”、“资本协同化”、“发展数字化”和“运作市场化”的五大核心战略。一是推行产业生态化发展战略,从路桥主业的投资运营到交通生态圈培育发展,推动流

量从路桥入口浸润到整个生态圈,以流量入口为价值原点打造价值流转生态圈,推动流量升级变现实现流量变现与价值创造。二是推行业务国际化发展战略,通过路桥投资运营国际化与资本布局国际化实现价值拓展,以“品牌+资本”发挥宁沪公司国际影响力。三是推行资本协同化发展战略,通过资本运作驱动宁沪公司业务扩张,同时以资本投资连接市场资源,实现协同发展。四是推行运作市场化发展战略,进一步优化股权结构、组织形态,促进混改、职业经理人、股权激励等改革,通过市场化改革激发企业活力,提高效率。五是推行发展数字化发展战略,通过产业发展数字化与数字发展产业化循环,围绕主业运营数字化、数字化产业、企业管理数字化三个方面,实现数字流赋能。

### 法人治理结构完善,管理体系较为健全

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会,董事会由 13 名董事组成,其中独立董事 5 名,董事会设董事长 1 人。公司设经理 1 名,由董事会聘任或解聘。具体部门设置方面,公司设有办公室、财务会计部、企业管理部、投资发展部、营运管理部等职能部门,各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置适应当前的经营发展需要。

管理制度方面,公司建立了一整套较为完善的内部控制体系和管理制度,包括《内部审计管理办法》、《江苏宁沪高速公路股份有限公司财务管理制度》、《对外投资管理办法》等管控流程,管理体系较为健全。

## 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 2019 年~2020 年财务报告以及经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无

保留意见的 2021 年财务报告<sup>2</sup>。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。

## 盈利能力

**2020 年受疫情影响，公司通行费收入及毛利率均有所下降，2021 年以来已逐步恢复；公司期间费用率较低，投资收益对利润形成了有益补充，整体盈利能力强**

近年来，公司营业毛利率波动较大。分板块来看，公司通行费业务成本主要由公路经营权摊销及养护成本构成，2020 年毛利率下降明显，主要系受新冠肺炎疫情冲击和疫情期间高速公路免费通行政策影响，公司通行费收入大幅下降但刚性成本仍存在所致。受各年度房地产项目交付结转规模及当地政府对销售单价限制的影响，公司房地产业务毛利率呈现下降趋势。此外，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，公司营业毛利率为 36.33%，同比下降 5.32 个百分点，主要系公路配套服务中成品油成交价差减少导致该板块毛利率同比减少；交付地产项目工程结算成本调整导致地产开发板块毛利率同比下降；但同期通行费收入毛利率大幅回升。

表 16：近年来公司主要板块毛利率构成  
(亿元、%)

毛利率	2019	2020	2021
通行费	63.28	48.53	55.94
公路配套服务	7.84	10.11	3.97
房地产开发	47.59	43.45	28.78
其他业务	65.06	27.82	30.78
<b>营业毛利率</b>	<b>54.59</b>	<b>41.65</b>	<b>36.33</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司期间费用规模总体呈波动上升趋势，期间费用率有所波动但整体处于较低水平。2019 年~2020 年公司经营性业务利润受免费通行行政

策冲击而明显下降；2021 年，受益于公司营业收入大幅上涨，公司经营性利润较上年末大幅增长 44.65%。公司参股的高速公路项目以及股权投资给公司带来了丰厚的投资收益，2019~2021 年获取的投资收益分别为 8.86 亿元、6.18 亿元和 12.02 亿元，对公司利润总额形成了有益补充。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
期间费用合计	7.28	6.66	10.33
期间费用率(%)	7.22	8.29	7.49
经营性业务利润	46.55	25.87	37.42
投资收益	8.86	6.18	12.02
利润总额	55.22	32.34	54.20
EBITDA 利润率(%)	74.91	66.05	59.45
总资产收益率(%)	11.53	6.29	9.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**随着公司路产项目持续投入及金融板块投资增加，公司总资产及总负债持续增长，财务杠杆率逐年上升但尚处于合理水平；近年来公司短期债务占比有所下降但占比仍较高**

公司总资产以非流动资产为主，2019 年~2021 年末，公司非流动资产占总资产的比重分别为 89.17%、87.66%和 87.51%，主要由长期股权投资、无形资产、在建工程及其他权益工具投资构成；公司长期股权投资主要为对参股路产的投资，近年来持续增长，其中 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；2021 年末，公司长期股权投资较上年末增长 35.85%，主要系公司新增对紫金信托 19.90 亿元投资以及江苏扬子大桥股份有限公司等权益法下确认投资收益 7.57 亿元。公司无形资产主要为高速公路特许经营权以及土地使用权，2020 年以来，常宜高速、宜长高速和五峰山大桥陆续通车后公司无形资产规模大幅增长。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以及开通，在建工程规模呈大幅波

<sup>2</sup> 本次变更审计机构为原聘任的会计师事务所已达聘用年限，属于正常更换。

动。截至 2021 年末，受益于江苏银行等账面价值增加，其他权益工具投资较上年末增长 3.35 亿元；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）以及 2021 年新增对江苏租赁可转债等的投资。公司流动资产中存货占比较高，主要为在建及预售的房地产项目，规模相对较稳定。

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。公司流动负债主要由其他流动负债、一年内到期的非流动负债和短期借款构成；其中其他流动负债主要为发行的超短期融资券等，发行成本相对较低。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等组成，近年来呈持续上升趋势。

所有者权益方面，近年来公司股本均为 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。截至 2021 年末，公司资产负债率及总资本化比率均较上年末有所上升，但总体仍处于合理水平。

有息债务方面，2019 年~2021 年，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。债务结构方面，2019 年公司短期债务占比很高，但 2020 年以来随着公司逐步提升长期债务融资比例，短期债务占比持续下降；截至 2021 年末，公司总债务为 283.08 亿元，短期债务/总债务下降至 0.34 倍，占比仍较高。

**表 18：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021
<b>总资产</b>	<b>556.25</b>	<b>610.96</b>	<b>676.62</b>
长期股权投资	69.39	71.31	96.87
其他权益工具投资	56.55	54.71	58.06
在建工程	145.02	152.81	2.62
无形资产	189.28	212.99	370.68
其他非流动金融资产	14.46	20.39	30.04
存货	41.65	41.48	38.89
<b>总负债</b>	<b>229.42</b>	<b>280.46</b>	<b>323.02</b>
短期借款	19.73	14.75	10.77
其他流动负债	50.92	83.28	76.72
长期借款	83.35	115.45	130.29
应付债券	9.97	19.85	57.77
<b>所有者权益合计</b>	<b>326.83</b>	<b>330.49</b>	<b>353.60</b>
股本	50.38	50.38	50.38

资本公积	105.02	105.03	105.03
未分配利润	81.64	82.09	99.19
少数股东权益	41.36	48.39	51.30
<b>总债务</b>	<b>194.66</b>	<b>244.04</b>	<b>283.08</b>
短期债务/总债务	0.52	0.45	0.34
资产负债率	41.24	45.91	47.74
总资本化比率	37.33	42.48	44.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 近年来受疫情影响公司偿债指标有所弱化，但对债务利息的保障能力仍然很强；货币资金对短期债务覆盖能力弱，公司存在一定的短期偿债压力

近年来，公司经营活动净现金流呈大幅波动态势，2021 年有所恢复；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；2021 年，受到通行费收入强劲恢复影响，公司经营活动现金流净额较上年增长 74.27%。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；2021 年，购买理财产品及股权投资等支出导致公司投资活动产生的现金流量净流出同比上升 12.08%。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，由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快，公司偿债指标有所弱化，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。近年来，公司短期债务增长较快，但货币资金对短期债务覆盖能力较弱，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。截至 2021 年末，公司货币资金/短期债务为 0.05 倍，无法实现有效覆盖且表现弱，公司存在一定的短期偿债压力，中诚信国际将持续关注其表现。

**表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	57.63	31.37	54.67
投资活动净现金流	-73.92	-57.00	-63.88
筹资活动净现金流	15.63	24.64	10.60
经营活动净现金流/总债务	0.30	0.13	0.19
经营活动净现金流/利息支出	7.63	4.18	5.65
总债务/EBITDA	2.58	4.60	3.45
EBITDA 利息覆盖系数	10.00	7.06	8.48
经营活动净现金流/短期债务	0.57	0.29	0.58

货币资金/短期债务	0.05	0.04	0.05
-----------	------	------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司备用流动性充足，融资渠道通畅，历史履约情况良好

截至 2021 年末，公司共获得银行授信总额 561.19 亿元，尚未使用银行授信为 423.01 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 年末，公司受限资产主要为质押的广靖高速、宜长高速、常宜路高速收费权以及五峰山高速收费权等，受限的无形资产账面净值为 211.39 亿元；此外，公司使用权受限制的货币资金为 0.06 亿元。受限资产占总资产的比重为 31.25%。

或有负债方面，公司下属子公司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 2021 年末，尚未结清的担保金额为 3.68 亿元。截至 2021 年末，公司无对外担保。

截至 2021 年末，公司 2022~2024 年以及 2025 年及以后到期债务<sup>3</sup>分别为 89.06 亿元、16.70 亿元、22.00 亿元和 152.49 亿元。2022 年以及 2025 年及以后到期债务规模较大，中诚信国际将对债务偿还计划保持关注。

截至 2021 年末，公司无重大诉讼或仲裁事项。

**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 2022 年 3 月 25 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”）承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。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，中诚信国际评定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。

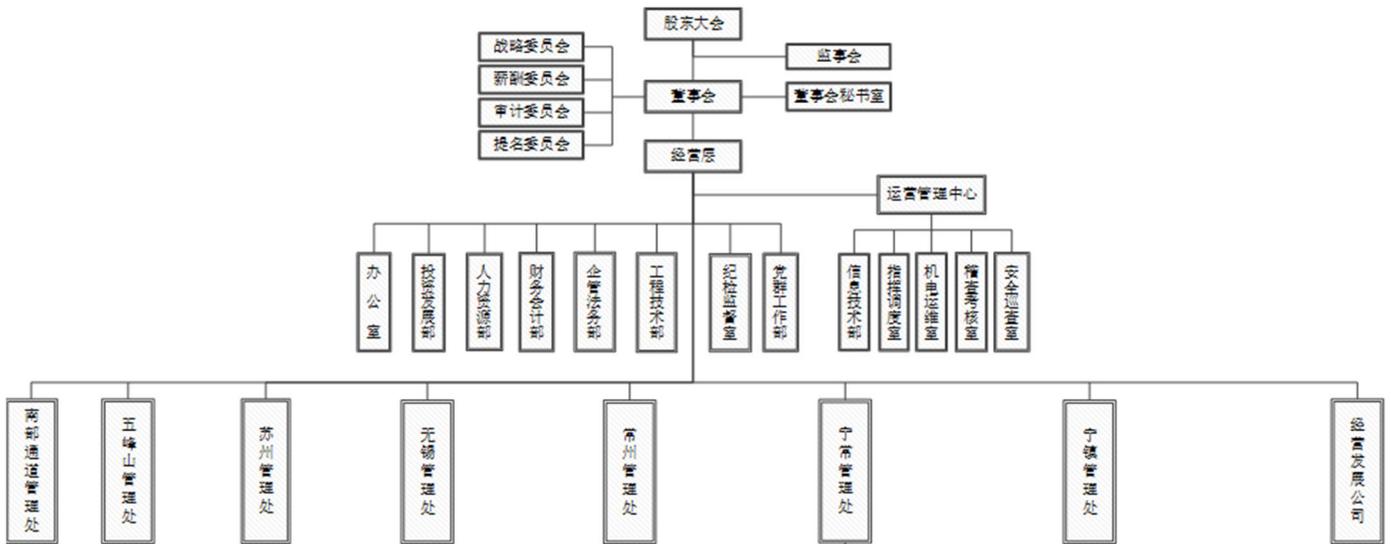
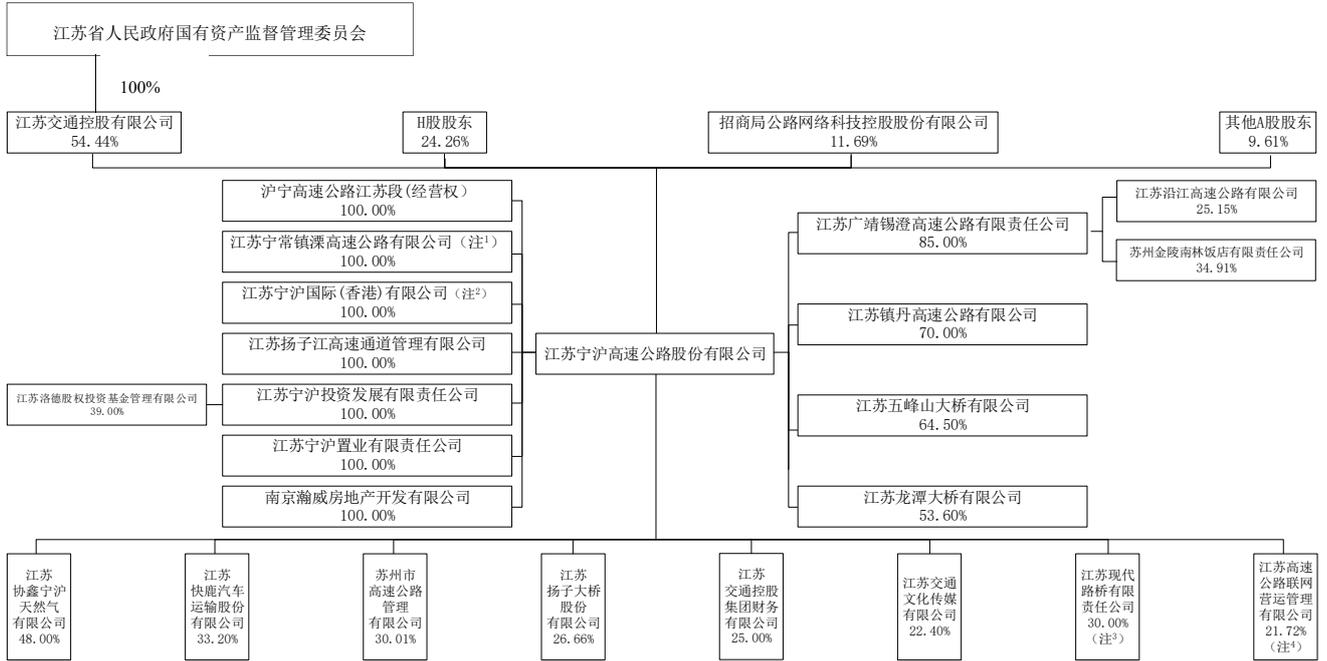
<sup>3</sup> 该统计口径仅包含本金，未含利息。

## 中诚信国际关于江苏宁沪高速公路股份有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

### 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 2021 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)	2019	2020	2021
货币资金	50,344.37	38,671.27	49,612.73
应收账款	22,428.52	30,907.26	44,207.49
其他应收款	4,620.99	7,432.27	7,630.22
存货	416,456.73	414,846.00	388,920.14
长期投资	1,404,089.59	1,464,074.57	1,849,685.50
在建工程	1,450,173.45	1,528,071.69	26,219.47
无形资产	1,892,799.95	2,129,881.81	3,706,772.66
总资产	5,562,504.86	6,109,556.04	6,766,202.07
其他应付款	16,385.09	24,022.62	25,300.99
短期债务	1,013,273.79	1,087,403.82	949,377.14
长期债务	933,293.64	1,352,998.81	1,881,403.65
总债务	1,946,567.43	2,440,402.63	2,830,780.79
总负债	2,294,221.15	2,804,629.07	3,230,212.77
费用化利息支出	46,216.06	43,607.98	81,236.68
资本化利息支出	29,288.73	31,516.03	15,499.06
实收资本	503,774.75	503,774.75	503,774.75
少数股东权益	413,585.35	483,930.85	512,960.92
所有者权益合计	3,268,283.71	3,304,926.96	3,535,989.30
营业总收入	1,007,818.12	803,246.67	1,379,258.72
经营性业务利润	465,470.72	258,668.74	374,152.99
投资收益	88,631.39	61,846.00	120,152.94
净利润	430,048.47	251,875.47	413,264.88
EBIT	598,393.16	366,971.57	623,188.90
EBITDA	754,977.30	530,529.06	819,996.57
销售商品、提供劳务收到的现金	1,074,009.46	779,239.06	1,046,880.27
收到其他与经营活动有关的现金	9,890.67	37,872.02	80,838.26
购买商品、接受劳务支付的现金	209,349.43	165,419.10	200,430.60
支付其他与经营活动有关的现金	6,045.62	65,888.90	116,514.44
吸收投资收到的现金	83,406.28	64,711.00	35,453.00
资本支出	484,987.00	424,549.63	331,880.70
经营活动产生现金净流量	576,328.36	313,740.15	546,726.55
投资活动产生现金净流量	-739,160.63	-569,986.78	-638,821.95
筹资活动产生现金净流量	156,260.59	246,404.52	105,976.17
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	54.59	41.65	36.33
期间费用率(%)	7.22	8.29	7.49
应收类款项/总资产(%)	0.50	0.63	0.77
收现比(X)	1.07	0.97	0.76
总资产收益率(%)	11.53	6.29	9.68
资产负债率(%)	41.24	45.91	47.74
总资本化比率(%)	37.33	42.48	44.46
短期债务/总债务(X)	0.52	0.45	0.34
FFO/总债务(X)	0.29	0.16	0.19
FFO利息倍数(X)	7.40	5.25	5.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	7.63	4.18	5.65
总债务/EBITDA(X)	2.58	4.60	3.45
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.49	0.86
货币资金/短期债务(X)	0.05	0.04	0.05
EBITDA利息覆盖倍数(X)	10.00	7.06	8.48

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告整理，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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

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。

# 江苏宁沪高速公路股份有限公司

## 公司债 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 5 月 24 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发行人构成委托关系外，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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0309 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“21 宁沪 G1”、“21 宁沪 G2”和“22 宁沪 G1”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

二零二二年五月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持“21 宁沪 G1”、“21 宁沪 G2”和“22 宁沪 G1”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了江苏省经济稳步增长为公司提供了良好的外部环境，盈利能力仍然很强，在建路产陆续通车，运营里程持续增强以及备用流动性充足，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持续加大在金融产业的布局，给公司的风险控制带来一定挑战、面临一定的短期偿债压力以及由于长三角疫情的影响公司短期内盈利水平有所下降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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	556.25	610.96	676.62	686.29
所有者权益合计（亿元）	326.83	330.49	353.60	367.83
总负债（亿元）	229.42	280.46	323.02	318.46
总债务（亿元）	194.66	244.04	283.08	282.03
营业总收入（亿元）	100.78	80.32	137.93	25.78
经营性业务利润（亿元）	46.55	25.87	37.42	9.12
净利润（亿元）	43.00	25.19	41.33	7.85
EBITDA（亿元）	75.50	53.05	82.00	--
经营活动净现金流（亿元）	57.63	31.37	54.67	11.03
收现比（X）	1.07	0.97	0.76	0.97
营业毛利率（%）	54.59	41.65	36.33	47.84
应收类款项/总资产（%）	0.50	0.63	0.77	0.51
资产负债率（%）	41.24	45.91	47.74	46.40
总资本化比率（%）	37.33	42.48	44.46	43.40
总债务/EBITDA（X）	2.58	4.60	3.45	--
EBITDA 利息倍数（X）	10.00	7.06	8.48	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告以及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，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。**公司路网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。

#### 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	2021/05/26	10.00	10.00	2021/02/02~2026/02/02 (3+2Y)	回售，票面利率选择权
21 宁沪 G2	AAA	AAA	2021/11/16	8.00	8.00	2021/11/24~2026/11/24 (3+2Y)	回售，票面利率选择权
22 宁沪 G1	AAA	AAA	2022/04/11	10.00	10.00	2022/04/20~2025/04/20	--

■ **跟踪期内，公司盈利能力仍然很强。**2021 年公司通行费收入及其毛利率已逐步恢复；公司期间费用率较低，投资收益对利润形成了有益补充，整体盈利能力仍然很强。

■ **在建路产陆续通车，运营里程持续增长。**2020 年 12 月常宜高速完工通车，2021 年 1 月宜长高速完工通车，且 2021 年 6 月五峰山大桥完工通车，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

■ **公司持续加大在金融产业的布局，给公司的风险控制带来一定挑战。**近年来，公司持续增加对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）、南京洛德汇智股权投资合伙企业（有限合伙）等的投资；此外，2021 年公司以自有资金 19.90 亿元投资紫金信托、以自有资金 9.47 亿元对江苏银行进行增持。金融产业的布局或将为公司利润提供新的增长点，但亦为公司的风险控制带来一定挑战。

■ **公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2022 年 3 月末，公司的短期债务规模为 93.89 亿元，当期末货币资金/短期债务为 0.05 倍，面临一定的短期偿债压力。

■ **由于长三角疫情的影响，公司短期内盈利水平有所下降。**由于长三角地区疫情的影响，2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润及投资收益分别为 9.12 亿元及 1.49 亿元，均较上年同期有所下降，第二季度仍将受到较大的负面影响。

## 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

公司于 2021 年 2 月 2 日发行“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)”，发行规模总计 10 亿元，票面利率为 3.70%，期限为 3+2Y；公司于 2021 年 11 月 24 日发行“江苏宁沪高速公路股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)”，发行规模总计 8 亿元，票面利率为 3.08%，期限为 3+2Y。截至 2022 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。

公司于 2022 年 4 月 20 日发行“江苏宁沪高速公路股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行规模总计 10 亿元，票面利率为 2.90%，期限为 3Y。截至 2022 年 5 月 10 日，募集资金按照募集说明书约定（即归还到期有息债务）已使用 7 亿元。

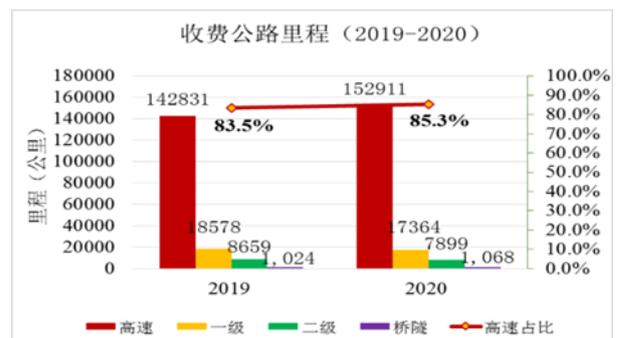
## 近期关注

**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向外向型的经济结构。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。2019 年，公路密度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。2020 年，全国公路总里程 519.81 万公里，比上年增加 18.56 万公里。全国收费公路里程 17.92 万公里，占公路总里程的 3.45%。按技术等级划分，高速公路 15.29 万公里，一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 8.36 万公里，占全国收费公路里程的 46.65%；经营性公路里程 9.57 万公里，占全国收费公路的 53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.74 万公里，经营性高速公路 10.18 万公里。

图 1：2019 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2020 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021 年，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 50.9 亿人次，同比下降 26.2%。从周转量方面来看，随着《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》实施，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，叠加疫情反复不断的影响，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，“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。2021

年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但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，2021年公路货物运输总量为391.4亿吨，同比增长14.2%，货物运输

周转量69,087.7亿吨公里，实现同比增长14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 1：2021 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	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5
<b>运输总量</b>	<b>223,574.4</b>	<b>13.7</b>	<b>529.7</b>	<b>12.3</b>	<b>19,758.2</b>	<b>2.6</b>	<b>83.0</b>	<b>-14.1</b>

资料来源：2021年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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%。

2020年全年完成公路固定资产投资2.43万亿元，比上年增长11.0%。其中，高速公路完成13,479亿元，增长17.2%；普通国省道完成5,298亿元，增长7.6%；农村公路完成4,703亿元，增长0.8%。

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2020年末，全国收费公路累计建设投资总额108,075.1亿元，较上年末净增加12,979.0亿元，增长13.6%。截至2020年末，全国收费公路债务余额70,661.2亿元，同比增长14.8%。2020年，全国收费公路通行费收入为4,868.2亿元，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2,763.1亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息3,061.3亿元。

表 2：2020 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	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
<b>合计</b>	<b>34,432.6</b>	<b>73,642.6</b>	<b>108,075.2</b>	<b>70,661.2</b>

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020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。

**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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确**

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。

《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程

要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并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，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。

在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

**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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《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》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达

到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了

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。《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《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《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2月15日，交通运输部下达通知，自2020年2月17日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。并于2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不免费”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

### 江苏省经济持续增长，汽车保有量持续增加，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，2019~2021年，江苏省市实现地区生产总值（GDP）分别为99,631.52亿元、102,718.98亿元和116,364.20亿元，按可比数值计算，分别同比增长6.1%、3.7%和8.6%。其中2021年，第一产业增加值4,722.4亿元，增长3.1%；第二产业增加值51,775.4亿元，增长10.1%；第三产业增加值

59,866.4亿元，增长7.7%。2021年，全省人均地区生产总值13.7万元。全年固定资产投资比上年增长5.8%。其中，国有及国有经济控股投资增长3.1%；港澳台及外商投资增长7.2%。民间投资增长6.3%，民间投资占全部投资比重达69.2%。2019~2021年，江苏省一般公共预算收入分别为8,802.36亿元、9,058.99亿元和10,015.16亿元，位列全国前二，其中2021年财政自给率为68.66%。

2021年末江苏省公路里程15.9万公里，比上年末增加414公里；其中，高速公路里程5,028公里。铁路营业里程4,221.9公里，其中，高速铁路2,212公里，比上年末增加191公里。铁路正线延展长度7,591.7公里，比上年末增加366.3公里。2021年末民用汽车保有量2,187万辆，增长7%，净增142.6万辆。2021年末私人汽车保有量1,862.7万辆，增长6.6%，净增114.8万辆；其中，私人轿车保有量1,253.5万辆，增长5.5%，净增90.5万辆。

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。

### 跟踪期内，公司产权结构及治理结构均未发生变化

截至2021年末，公司实收资本50.38亿元，第一大股东江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）持有公司54.44%的股份，仍是公司的控股股东。公司实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会。

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会，董事会由13名董事组成，其中独立董事5名，董事会设董事长1人。公司设经理1名，由董事会聘任或解聘。具体部门设置方面，公司设有办公室、财务会计部、企业管理部、投资发展部、营运管理部等职能部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置适应当前的经营发展需要。

管理制度方面，公司建立了一整套较为完善的内部控制体系和管理制度，包括《内部审计管理办

法》、《江苏宁沪高速公路股份有限公司财务管理制度》、《对外投资管理办法》等管控流程，管理体系较为健全。跟踪期内，公司治理结构未发生变化。

### 随着常宜高速、宜长高速和五峰山大桥的陆续通车，公司运营里程增长；公司核心路产盈利能力很强且参股路产质量高

高速公路通行费业务为公司的核心业务，截至2021年末，公司控股高速里程合计643.35公里，较上年末增长61.38公里。随着常宜高速、宜长高速和五峰山大桥分别于2020年12月、2021年1月和2021年6月通车运营，公司控股路产里程持续增长。

车流量方面，2021年，沪宁高速日均车流量约101,936辆，同比小幅下降约1.07%；其中，客车流量小幅下降3.64%，流量占比约78.71%；日均货车流量同比增速约9.79%，货车占比约为21.29%。其他各路桥项目的交通流量，除锡宜高速以及近年来新增路桥外均小幅下降。

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。2021年，公司核心路产沪宁高速江苏段、广靖高速及锡澄高速、锡宜高速及无锡环太湖公路对公司通行费收入贡献分别为62.09%、10.53%和15.84%。盈利能力方面，沪宁高速江苏段单公里通行费收入为2,066.97万元，广靖高速及锡澄高速的单公里通行费收入1,666.55万元，核心路产盈利能力很强。此外，江苏省区域经济持续稳定增长，运输需求很高，公司路产区位优势明显。

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 2021 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）		
			2019	2020	2021
沪宁高速江苏段	248.21	1997~2032	101,151	103,035	101,936
广靖高速	17.20	1999~2029	75,186	84,461	68,436
锡澄高速	35.00	1999~2029	84,243	90,062	79,114
锡宜高速	69.30	2003~2028	23,954	26,255	29,638
环太湖高速	20.00	2006~2031	8,808	13,631	12,308
宁常高速	87.26	2007~2032	40,472	48,764	45,770
镇溧高速	65.66	2007~2032	15,188	19,562	17,986
镇丹高速	21.63	2018~2043	15,758	19,602	19,518
常宜高速	17.71	2020~2045	--	5,234	21,788
宜长高速	25.46	2021~2046	--	--	16,597
五峰山大桥	35.92	2021~2046	--	--	16,689
<b>合计</b>	<b>643.35</b>	<b>--</b>	<b>364,760</b>	<b>410,606</b>	<b>429,780</b>

注：1、常宜高速于2020年12月28日通车；宜长高速于2021年1月通车；五峰山大桥于2021年6月通车；2、2020~2021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，中诚信国际整理

表 5：2019 年~2021 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	52.31	39.26	51.30
广靖高速及锡澄高速	9.61	7.54	8.70
锡宜高速及无锡环太湖公路	3.71	3.25	4.84
宁常高速及镇溧高速	11.94	9.41	13.09
镇丹高速公路	0.77	0.69	0.88

常宜高速	--	0.004	0.86
宜长高速	--	--	1.11
五峰山大桥	--	--	1.84
<b>合计</b>	<b>78.33</b>	<b>60.16</b>	<b>82.63</b>

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，2019年~2021年公司控股路产的养护成本分别为5.31亿元、5.52亿元和6.96亿元，近年来公司养护成本持续增长主要是对部分路段进行集中维护大修以及对高速公路沿线所属设施、绿化等进行综合整治所致。

项目建设方面，截至2021年末，公司主要在建项目为龙潭大桥，建设总里程4.93公里，预算投资额62.54亿元，资本金比例为40%，其中公司承担的

资本金占比53.60%。资金来源部分，龙潭大桥由公司承担的项目资本金为公司自有资金和政府债，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2021年末，公司在建项目尚需投资41.76亿元，拟建项目需投资69.85亿元。2022年公司计划总投资23.00亿元，面临一定的资本支出压力。

表 6：截至 2021 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	2022 年投资计划
<b>在建项目</b>							
龙潭大桥	4.93	62.54	2019~2024	40%	53.60%	20.78	13.00
<b>拟建项目</b>							
龙潭大桥北连接线	12.372	69.85	2022~2025	50%	60%	-	10.00
<b>合计</b>	<b>17.302</b>	<b>132.39</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>20.78</b>	<b>23.00</b>

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2021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，公司还通过子

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。2021年，公司自参股路产取得投资收益6.55亿元，较上年同期有所增长，主要系2021年车流量恢复，参股路产通行费收入增长所致。

表 7：2021 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	88,120	4,441.70
江苏沿江高速公路有限公司	沿江高速公路	134.60	2004~2034	56,909	6,352.25
苏州市高速公路管理有限公司	苏嘉杭高速公路	100.10	2002~2032	51,990	3,323.33
	常嘉高速公路	28.44	2016~2041	55,441	1,689.13

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。2021年8月，公司及中方联合体收到卖方土耳其IC公司正式函件，因双方再融资协议相关条款未能达

成共识，要求交易双方共同商谈土耳其ICA项目《终止协议》相关条款，经联合体各方综合考虑，双方拟就《终止协议》展开后续谈判。公司于2022年3月11日发布《关于本公司与联合体各方共同设立公司收购境外资产暨关联交易的进展公告》，称各方已于共同签署《终止协议》，公司及中方联合体并未向对方付款，也并未实际取得土耳其ICA项目的产权及运营权利。中诚信国际认为，本次事项对公司目

前的生产经营、财务状况以及偿债能力不会产生重大影响。

### 受益于油价上涨，2021年公路配套服务收入有所增长；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，风险控制值得关注

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。2021年，公司油品销售实现收入11.91亿元，同比增长12.23%，主要系受国际原油供应市场资源紧张影响，油价上涨所致。

房地产业务方面，2021年，公司房地产板块共拥有3.14万平方米的土地储备，计划建筑面积为21.96万平方米。截至2021年末，房地产项目可销售面积56.70万平方米，已销售39.41万平方米，已收到销售款64.21亿元，累计确认房地产销售收入57.64亿元。同期末，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地块项目，总投资规模39.40亿元，已完成投资11.60亿元，2022年~2023年共计划投资9.38亿元。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。2021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1.19亿元。截至2021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17.53亿元、2.92亿元和4.98亿元。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（以下简称“江苏租赁”）7.83%的股份，且新增认购江苏租赁可转债3.92亿元。公司以自有资金9.47亿元对A股上市公司江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）进行增持，本次增持完成后，公司及子公司宁沪投资合计持有

江苏银行4.03%的股份。

此外，公司于2021年下半年以自有资金不超过人民币20.00亿元投资紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）。在增资完成后，公司将持有紫金信托20%的股权。截至2021年末，公司按照增资协议相关约定拨付增资款人民币19.90亿元完成增资计划，相关工商变更事宜均已完成。

公司对金融产业布局或将为公司利润提供新的增长点，但亦为公司的风险控制带来一定挑战，中诚信国际将对此保持关注。

## 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2019年~2020年财务报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年财务报告<sup>1</sup>以及未经审计的2022年一季度财务报告。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。

### 2021年公司通行费收入及其毛利率已逐步恢复；公司期间费用率较低，投资收益对利润形成了有益补充，整体盈利能力强；受长三角地区疫情影响，2022年一季度公司盈利水平有所下降

公司收入主要由通行费收入、公路配套服务收入及房地产开发收入构成。2021年，公司营业总收入137.93亿元，较上年同期大幅增长71.71%，主要系上年同期基数较低、2021年通行费业务恢复以及将PPP项目合同确认建造收入<sup>2</sup>所致。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、宁沪置业公司的物业服务以及建造收入等。2022年1~3月，公司营业总收入为25.78亿元，其中通行费收入、配套业务收入及房地产收入分别为18.23亿元、3.21亿元以及2.22亿元。

<sup>1</sup> 本次变更审计机构为原聘任的会计师事务所已达聘用年限，属于正常更换。

<sup>2</sup> 2021年，公司按照《企业会计准则解释第14号》对满足相应条件的PPP在建公路使用权项目合同按照总额法零毛利确认建造收入，且对可比期间信息不予调整。2021年，公司建造收入为29.49亿元，毛利率为0。

营业毛利率方面，2021年，公司营业毛利率为36.33%，同比下降5.32个百分点，主要系公路配套服务中成品油成交价差减少导致该板块毛利率同比减少；交付地产项目工程结算成本调整导致地产开发板块毛利率同比下降；但同期通行费收入毛利率大幅回升。2022年1~3月，公司营业毛利率为47.84%。

表8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
通行费	78.33	60.16	82.63
公路配套服务	13.48	13.11	14.37
房地产开发	8.25	6.22	10.29
其他业务	0.72	0.83	30.64
<b>合计</b>	<b>100.78</b>	<b>80.32</b>	<b>137.93</b>
毛利率	2019	2020	2021
通行费	63.28	48.53	55.94
公路配套服务	7.84	10.11	3.97
房地产开发	47.59	43.45	28.78
其他业务	65.06	27.82	30.78
<b>营业毛利率</b>	<b>54.59</b>	<b>41.65</b>	<b>36.33</b>

注：其他业务板块包括广告、保理以及建造期收入等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司期间费用规模总体呈波动上升趋势，期间费用率有所波动但整体处于较低水平。2021年，受益于公司营业收入大幅上涨，公司经营性利润较上年末大幅增长44.65%。公司参股的高速公路项目以及股权投资给公司带来了丰厚的投资收益，2019~2021年获取的投资收益分别为8.86亿元、6.18亿元和12.02亿元，对公司利润总额形成了有益补充。2022年一季度，公司期间费用率水平有所提高；受长三角地区疫情影响，公司经营性业务利润及投资收益规模与去年同期相比均有所下降。由于长三角地区第二季度疫情依然持续，公司第二季度仍将受到较大的负面影响。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
期间费用合计	7.28	6.66	10.33	2.92
期间费用率(%)	7.22	8.29	7.49	11.34
经营性业务利润	46.55	25.87	37.42	9.12
投资收益	8.86	6.18	12.02	1.49
利润总额	55.22	32.34	54.20	10.32
EBITDA 利润率(%)	74.91	66.05	59.45	--

总资产收益率(%)	11.53	6.29	9.68	--
-----------	-------	------	------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021年随着公司路产项目持续投入及金融板块投资增加，公司总资产及总负债保持增长，财务杠杆率逐年上升但尚处于合理水平；2021年公司短期债务占比有所下降但占比仍较高

资产方面，公司长期股权投资主要为对参股路产的投资，2021年公司长期股权投资较上年末增长35.85%，主要系公司新增对紫金信托19.90亿元投资以及江苏扬子大桥股份有限公司等权益法下确认投资收益7.57亿元。2021年，宜长高速和五峰山大桥陆续通车后公司无形资产规模大幅增长。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以及建成开通，在建工程规模呈大幅波动。截至2021年末，受益于江苏银行等账面价值增加，其他权益工具投资较上年末增长3.35亿元；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）以及2021年新增对江苏租赁可转债等的投资。公司流动资产中存货占比较高，主要为在建及预售的房地产项目，规模相对较稳定。截至2022年3月末，公司总资产小幅增长至686.29亿元，其中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。公司流动负债主要由其他流动负债、一年内到期的非流动负债和短期借款构成；其中其他流动负债主要为发行的超短期融资券等，发行成本相对较低。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等组成，2021年末保持增长。2022年3月末，公司其他流动负债较2021年末下降7.12%，主要系公司偿还部分到期债券。同期末，公司总负债规模小幅下降至318.46亿元。

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。截至2021年末，公司资产负债率及总资本

化比率均较上年末有所上升，但总体仍处于合理水平。

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年公司短期债务占比很高，但2020年以来随着公司逐步提升长期债务融资比例，短期债务占比持续下降；截至2022年3月末，公司总债务为283.03亿元，短期债务/总债务下降至0.33倍，占比仍较高。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
<b>总资产</b>	<b>556.25</b>	<b>610.96</b>	<b>676.62</b>	<b>686.29</b>
长期股权投资	69.39	71.31	96.87	97.93
其他权益工具投资	56.55	54.71	58.06	66.96
在建工程	145.02	152.81	2.62	2.82
无形资产	189.28	212.99	370.68	368.92
其他非流动金融资产	14.46	20.39	30.04	30.84
存货	41.65	41.48	38.89	37.23
<b>总负债</b>	<b>229.42</b>	<b>280.46</b>	<b>323.02</b>	<b>318.46</b>
短期借款	19.73	14.75	10.77	14.68
其他流动负债	50.92	83.28	76.72	71.26
长期借款	83.35	115.45	130.29	130.28
应付债券	9.97	19.85	57.77	57.79
<b>所有者权益合计</b>	<b>326.83</b>	<b>330.49</b>	<b>353.60</b>	<b>367.83</b>
股本	50.38	50.38	50.38	50.38
资本公积	105.02	105.03	105.03	105.03
未分配利润	81.64	82.09	99.19	107.15
少数股东权益	41.36	48.39	51.30	51.14
<b>总债务</b>	<b>194.66</b>	<b>244.04</b>	<b>283.08</b>	<b>282.03</b>
短期债务/总债务	0.52	0.45	0.34	0.33
资产负债率	41.24	45.91	47.74	46.40
总资本化比率	37.33	42.48	44.46	43.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2021年公司偿债指标有所增强，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弱，公司存在一定的短期偿债压力

2021年，受到通行费收入强劲恢复影响，公司经营现金流净额较上年增长74.27%。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；2021年，购买理财产品及股权投资等支出导致公司投资活动产生的现金流量净流出同比上升12.08%。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，由于近两年来公司融资力度较大，债务规模增长较快，公司偿债指标有所弱化，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，但货币资金对短期债务覆盖能力较弱，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。截至2022年3月末，公司货币资金/短期债务为0.05倍，无法实现有效覆盖且表现弱，公司存在一定的短期偿债压力，中诚信国际将持续关注其表现。

**表 11：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	57.63	31.37	54.67	11.03
投资活动净现金流	-73.92	-57.00	-63.88	-7.85
筹资活动净现金流	15.63	24.64	10.60	-3.25
经营活动净现金流/总债务	0.30	0.13	0.19	0.16
经营活动净现金流/利息支出	7.63	4.18	5.65	--
总债务/EBITDA	2.58	4.60	3.45	--
EBITDA 利息覆盖系数	10.00	7.06	8.48	--
经营活动净现金流/短期债务	0.57	0.29	0.58	--
货币资金/短期债务	0.05	0.04	0.05	0.05

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2022年3月末，公司共获得银行授信总额540.77亿元，尚未使用银行授信为415.98亿元，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2022年3月末，公司受限资产主要为质押的广靖高速、宜长高速、常宜路高速收费权以及五峰山高速收费权等，受限的无形资产账面净值为153.13亿元；此外，公司使用权受限制的货币资金为0.06亿元。受限资产占总资产的比重为22.31%。

或有负债方面，公司下属子公司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 2021 年末，尚未结清的担保金额为 3.68 亿元。除上述情况外，截至 2021 年末，公司无其他对外担保。

截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4~12 月、2023~2024 年以及 2025 年及以后到期债务<sup>3</sup>分别为 81.02 亿元、23.65 亿元、22.00 亿元和 152.33 亿元。2022 年以及 2025 年及以后到期债务规模较大，中诚信国际将对债务偿还计划保持关注。

**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 2022 年 5 月 6 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

**控股股东实力雄厚，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，公司可得到控股股东在担保及资金拆借等方面的支持**

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”）承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。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。

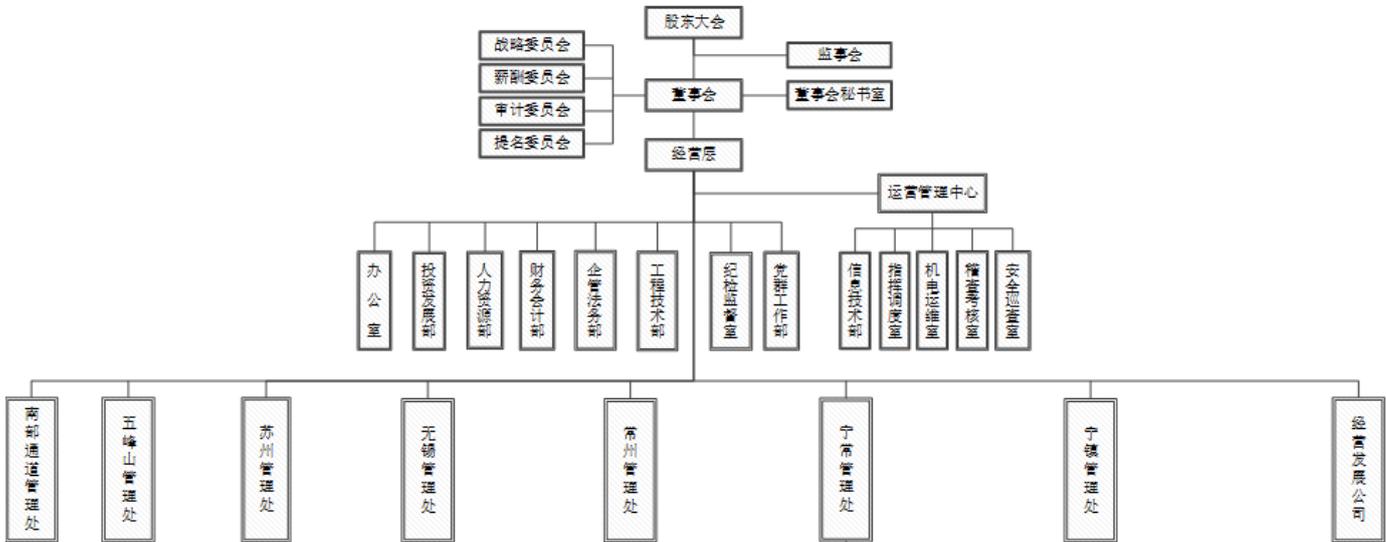
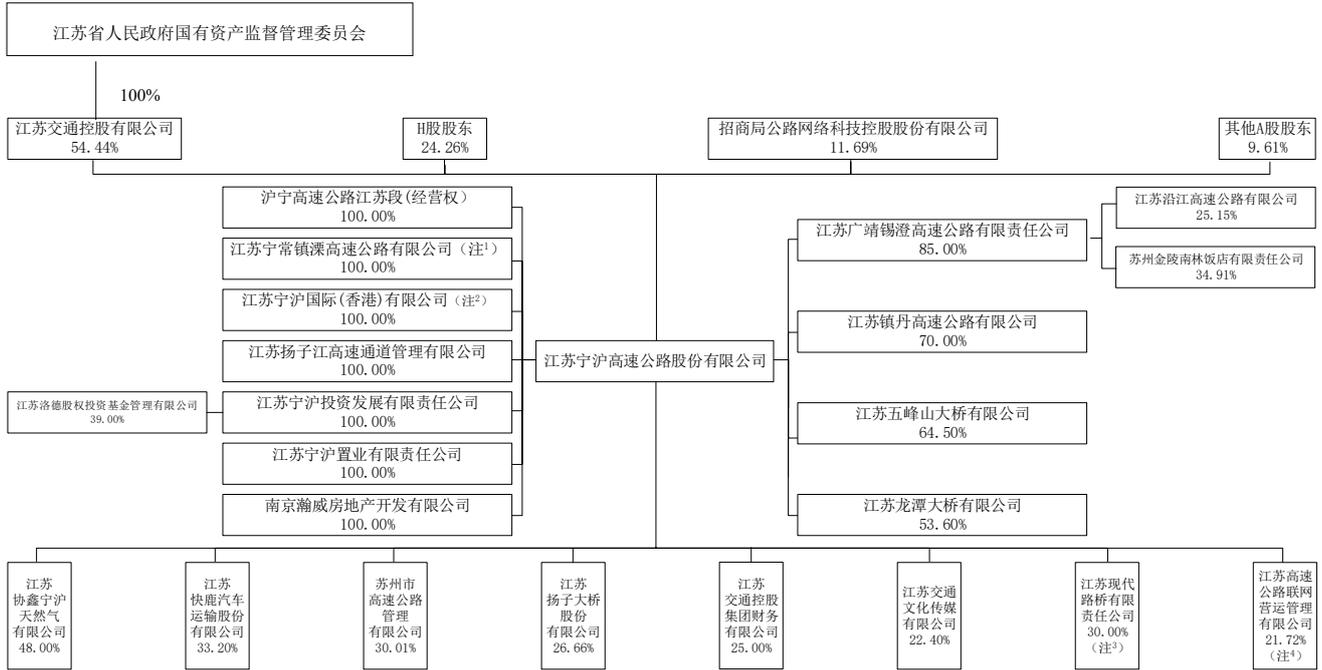
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持“21 宁沪 G1”、“21

宁沪 G2”和“22 宁沪 G1”的债项信用等级为 **AAA**。

<sup>3</sup> 该统计口径仅包含本金，未含利息。

### 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 2022 年 3 月末）



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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	50,344.37	38,671.27	49,612.73	48,833.65
应收账款	22,428.52	30,907.26	44,207.49	27,217.57
其他应收款	4,620.99	7,432.27	7,630.22	8,107.32
存货	416,456.73	414,846.00	388,920.14	372,287.56
长期投资	1,404,089.59	1,464,074.57	1,849,685.50	1,957,319.04
在建工程	1,450,173.45	1,528,071.69	26,219.47	28,167.94
无形资产	1,892,799.95	2,129,881.81	3,706,772.66	3,689,213.01
总资产	5,562,504.86	6,109,556.04	6,766,202.07	6,862,918.32
其他应付款	16,385.09	24,022.62	25,300.99	27,231.15
短期债务	1,013,273.79	1,087,403.82	949,377.14	938,867.97
长期债务	933,293.64	1,352,998.81	1,881,403.65	1,881,421.34
总债务	1,946,567.43	2,440,402.63	2,830,780.79	2,820,289.31
总负债	2,294,221.15	2,804,629.07	3,230,212.77	3,184,599.89
费用化利息支出	46,216.06	43,607.98	81,236.68	--
资本化利息支出	29,288.73	31,516.03	15,499.06	--
实收资本	503,774.75	503,774.75	503,774.75	503,774.75
少数股东权益	413,585.35	483,930.85	512,960.92	511,369.50
所有者权益合计	3,268,283.71	3,304,926.96	3,535,989.30	3,678,318.44
营业总收入	1,007,818.12	803,246.67	1,379,258.72	257,830.81
经营性业务利润	465,470.72	258,668.74	374,152.99	91,249.19
投资收益	88,631.39	61,846.00	120,152.94	14,871.57
净利润	430,048.47	251,875.47	413,264.88	78,544.20
EBIT	598,393.16	366,971.57	623,188.90	--
EBITDA	754,977.30	530,529.06	819,996.57	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,074,009.46	779,239.06	1,046,880.27	250,602.25
收到其他与经营活动有关的现金	9,890.67	37,872.02	80,838.26	30,668.71
购买商品、接受劳务支付的现金	209,349.43	165,419.10	200,430.60	84,845.65
支付其他与经营活动有关的现金	6,045.62	65,888.90	116,514.44	25,226.64
吸收投资收到的现金	83,406.28	64,711.00	35,453.00	0.00
资本支出	484,987.00	424,549.63	331,880.70	21,958.53
经营活动产生现金净流量	576,328.36	313,740.15	546,726.55	110,284.78
投资活动产生现金净流量	-739,160.63	-569,986.78	-638,821.95	-78,549.58
筹资活动产生现金净流量	156,260.59	246,404.52	105,976.17	-32,508.87
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	54.59	41.65	36.33	47.84
期间费用率(%)	7.22	8.29	7.49	11.34
应收类款项/总资产(%)	0.50	0.63	0.77	0.51
收现比(X)	1.07	0.97	0.76	0.97
总资产收益率(%)	11.53	6.29	9.68	--
资产负债率(%)	41.24	45.91	47.74	46.40
总资本化比率(%)	37.33	42.48	44.46	43.40
短期债务/总债务(X)	0.52	0.45	0.34	0.33
FFO/总债务(X)	0.29	0.16	0.19	--
FFO利息倍数(X)	7.40	5.25	5.54	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	7.63	4.18	5.65	--
总债务/EBITDA(X)	2.58	4.60	3.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.49	0.86	--
货币资金/短期债务(X)	0.05	0.04	0.05	0.05
EBITDA利息覆盖倍数(X)	10.00	7.06	8.48	--

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告以及2022年一季度未经审计的财务报表整理，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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

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。