



2023 年度 江苏宁沪高速公路股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20231101M-01

声 明

- 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 5 月 6 日至 2024 年 5 月 5 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。

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的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 6 日

评级对象	江苏宁沪高速公路股份有限公司
主体评级结果	AAA/稳定
评级观点	中诚信国际肯定了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”）良好的外部经济环境，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，融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司持续加大在金融产业的布局、风险控制存在一定挑战，短期债务规模偏大，对公司资金管控提出挑战等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
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。
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，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；偿债指标显著恶化，融资渠道大幅收缩等。

正面

- 江苏省经济持续增长为公司提供了良好的外部环境
- 公司保持很强的盈利能力
- 在建路产陆续通车，运营里程持续增长
- 银行可使用授信充足，且为A+H股上市公司，融资渠道畅通

关注

- 公司持续加大在金融产业的布局，风险控制存在一定挑战
- 公司短期债务规模偏大，对公司资金管控提出挑战

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

宁沪高速（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	610.96	742.47	784.58	800.57
所有者权益合计（亿元）	330.49	376.38	379.50	393.67
总负债（亿元）	280.46	366.09	405.08	406.89
总债务（亿元）	244.16	316.29	359.96	365.37
营业总收入（亿元）	80.32	142.61	132.56	36.30
净利润（亿元）	25.19	42.77	37.48	12.73
EBIT（亿元）	36.65	64.49	56.99	--
EBITDA（亿元）	53.00	86.24	77.47	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.37	57.03	55.28	16.23
营业毛利率（%）	41.65	36.90	33.30	46.24
总资产收益率（%）	6.00	9.53	7.46	--
EBIT 利润率（%）	45.62	45.22	42.99	--
资产负债率（%）	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率（%）	42.49	45.66	48.68	48.14
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.67	4.65	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.06	8.33	6.96	--
FFO/总债务（X）	0.13	0.16	0.11	--

注：1、中诚信国际根据宁沪高速提供的其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 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

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	--	2022/5/24	钟婷、王昭	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	阅读全文
AAA/稳定	--	2010/06/10	曾艳、陈志新	--	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较（公司为 2022 年数据，同比企业为 2021 年数据）

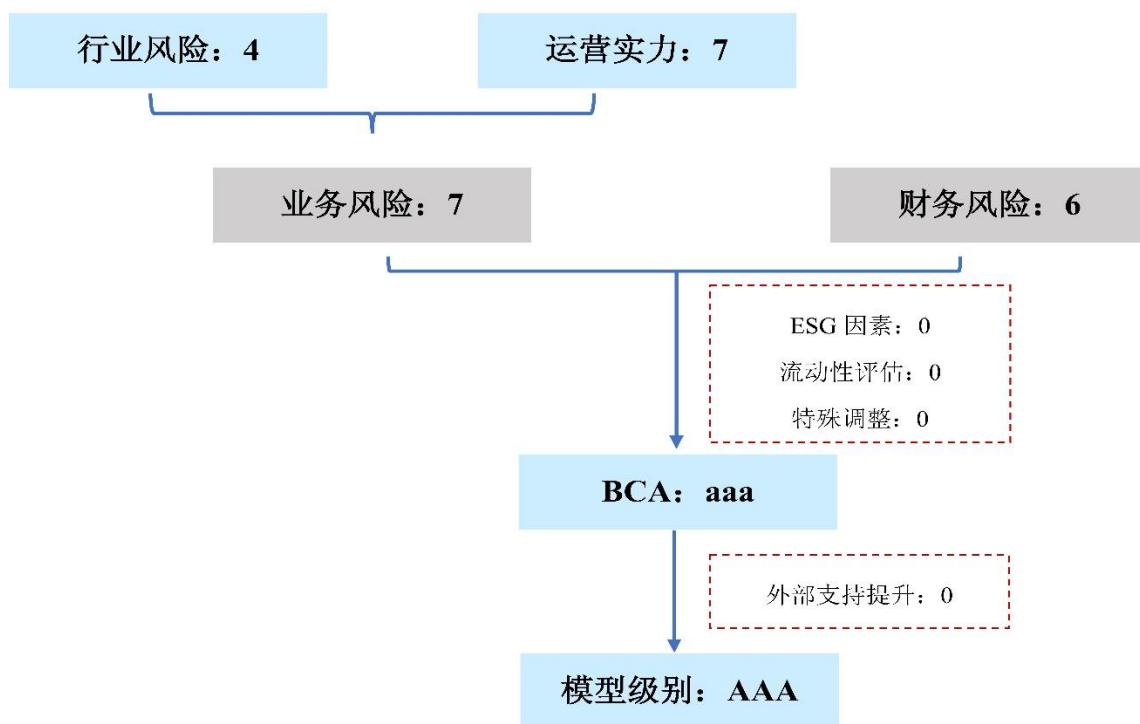
公司名称	控股路产收费里程（公里）	通行费收入（亿元）	单公里通行费收入（万元/公里）	总资产收益率（%）	总债务/EBITDA（X）	EBITDA 利息覆盖倍数（X）	总资本化比率（%）	FFO/总债务
宁沪高速	643.35	73.23	1,138.26	7.46	4.65	6.96	48.68	0.11
招商公路	883.73	53.51	605.50	7.14	3.68	8.43	36.25	0.14
越秀交通	495.20	36.50	737.08	3.78	6.58	3.69	58.94	0.09

中诚信国际认为，公司路产均位于江苏省内，区域地位优越，且短期内无收费权到期压力。与可比企业相比，公司通行费收入和单公里通行费收入高于招商公路和越秀交通；公司核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平，盈利能力很强。此外，公司财务杠杆高于招商公路，低于越秀交通，处于适中水平。

注：越秀交通为“越秀交通基建有限公司”简称，招商公路为“招商局公路网络科技控股股份有限公司”简称。

● 评级模型

江苏宁沪高速公路股份有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301_2022_04

■ 业务风险：

宁沪高速属于收费公路运营企业，受政策、区域经济特征影响较大，但整体现金流稳定，中诚信国际将中国收费公路运营行业风险评估为较低；宁沪高速运营路产规模区域占比较高，区域地位优越，路产运营效率很强，其中核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

宁沪高速整体盈利能力有强；整体财务杠杆水平处于相对合理水平，债务期限结构较优，且融资渠道畅通，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对宁沪高速个体基础信用等级无影响，宁沪高速具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和很低的财务风险。

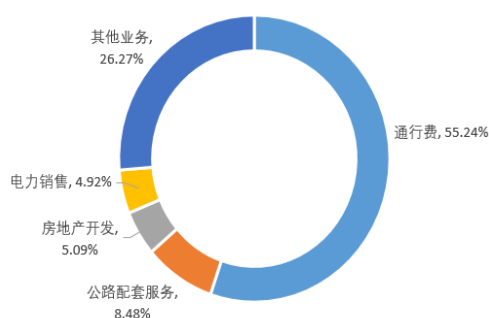
■ 外部支持：

控股股东实力雄厚，且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，公司在担保及资金拆借方面获得了控股股东的大力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

评级对象概况

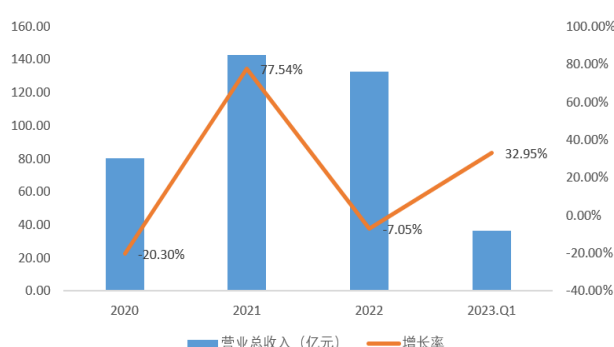
江苏宁沪高速公路股份有限公司（证券代码:600377.SH）经江苏省经济体制改革委员会苏体改生[1992]151 号文批准于 1992 年 8 月 1 日成立，初始注册资本为 6.53 亿元。公司分别于 1997 年和 2001 年在香港联合交易所和上海证券交易所上市。公司主要从事江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理，并发展公路沿线的服务区配套经营。此外，公司还探索及尝试新的业务类型，参与房地产的投资开发、高速公路沿线广告媒体发布及其他金融和实业方面的投资等。2022 年，公司实现营业总收入 132.56 亿元，较上年同期小幅减少 7.05%，主要系路网通行量下降、四季度货车减免通行费影响以及地产项目交付规模减少所致。

图 1：2022 年收入构成情况¹



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和总股本均为 50.38 亿元，公司控股股东江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）持有公司 27.43 亿股股份，持股比例为 54.44%，公司的实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会。

表 1：截至 2022 年末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司	广靖锡澄公司	85%	153.01	84.43	19.68	7.49
江苏五峰山大桥有限公司	五峰山大桥公司	64.5%	123.90	45.35	3.96	-1.67
江苏云杉清洁能源投资控股有限公司	云杉清能公司	100%	67.89	26.10	6.54	2.22
江苏龙潭大桥有限公司	龙潭大桥公司	57.33%	48.64	33.89	27.75	0.006
江苏宁沪投资发展有限责任公司	宁沪投资公司	100%	40.86	32.18	0.66	0.73
江苏宁沪置业有限责任公司	宁沪置业公司	100%	26.40	12.41	3.31	0.07
江苏镇丹高速公路有限公司	镇丹公司	70%	16.64	3.98	0.77	-0.51
南京瀚威房地产开发有限公司	瀚威公司	100%	14.79	2.18	3.63	0.10
江苏扬子江高速通道管理有限公司	扬子江管理公司	100%	0.57	0.53	0.41	0.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

¹ 其他业务收入包括毛利率为 0 的建造收入。自 2021 年起，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。2022 年，公司建造收入为 33.40 亿元，同比增长 13.28%。

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，公路运输在交通运输体系中仍占主导地位，近年来新增通车里程主要以高速公路为主，结构持续优化，且收入区域差异化将长期存在；短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好。此外，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，但公路运输仍是短距离运输的主要方式，在我国交通运输体系中占据主导地位。近年来收费公路通车里程稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化，未来西部地区将成为收费公路路网的建设重心。受宏观经济增速放缓以及收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。在扩大投资、增加内需、促进增长等因素影响下，2021 年公路货运表现出较强的韧性，需求总量整体有所回升，客运需求量延续下降趋势。2022 年前三季度收费公路企业盈利能力恢复情况较好，但毛利率仍不及 2019 年水平；省级交投企业债务规模持续上升，但 EBITDA 对债务利息覆盖能力尚可；收费公路运营

类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好；随着经济企稳，出行意愿及需求有望得到释放。中长期来看，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

详见《中国收费公路行业展望（2022 年 12 月）》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9630?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，公司作为江苏省重要的高速公路运营上市公司，主业突出，其核心路产作为全国高速公路网的重要组成部分，盈利能力很强且控股路产短期内无到期压力，具有很强的竞争实力；2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，导致公司通行费收入同比下降；公司整体路产运营效率仍很高，核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平。此外，2022 年新增的新能源发电业务或将成为公司业务新增长点。

公司是江苏省重要的高速公路运营上市公司，拥有优越的外部发展环境；公司运营的路产规模区域占比较高，其核心路产为全国高速公路网的重要组成部分，区位优势明显。

公司所运营的路产均位于江苏省内。江苏省位于中国东部沿海地区中部，地跨长江、淮南北，东临黄海，北接山东，西连安徽，东南与上海、浙江接壤。2020~2022 年，江苏省经济保持持续增长，综合经济实力位居全国前列；同时，长江经济带横跨中国东中西三大区域，是具有全球影响力的内河经济带、东中西互动合作的协调发展带、沿海沿江沿边全面推进的对外开放带，人口和生产总值均超过全国的 40%。整体来看，江苏省位于长江经济带的重要位置，交通便利，经济实力雄厚，经济增速持续保持在高位水平，未来有望保持良好的发展势头。从省内交通运输发展情况来看，2022 年受需求萎缩等多种因素影响，江苏省公路运输量及周转量均有所下降。截至 2022 年末，江苏省公路通车里程 15.9 万公里，比上年末增加 599 公里，其中高速公路通车里程 5,089 公里。民用汽车保有量 2,305.8 万辆，同比增长 5.8%。

根据江苏省印发的《江苏省高速公路网规划（2017-2035 年）》，江苏省要建成“十五射六纵十横”高速公路网；建成 15 个过江通道，其中新增 4 个过江通道，分别是龙潭、常泰、张靖和通沪过江通道；到 2035 年，全省高速公路通车里程达到 6,666 公里。总的来看，江苏省经济总量持续增长、高速公路通车里程稳步上升将带动交通运输需求持续增加，为公司提供了优越的外部发展环境。

公司作为江苏省内重要的高速公路运营上市公司，运营路产规模在区域内占比较高²，且路产地理位置十分优越。截至 2023 年 3 月末，公司旗下控股路产的收费里程合计 643.35 公里。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，其中核心路产沪宁高速江苏段是江苏的交通主动脉，是上海至成都国道主干线的重要部分，为国内最繁忙的高速公路之一；公司其他控股或参股的路桥项目均处于连接江苏省东西及南北陆路的交通大走廊

² 2021 年末江苏省收费公路里程为 6,485.2 公里，公司收费路产里程（含参股）占比为 14.03%。公司收费路产里程（含参股）占 2022 年末江苏省高速公路通车里程的比例为 17.87%。

位置。公司路产盈利水平强，路产区位优势明显。

目前公司旗下共计 11 条控股路桥，2022 年以来通车里程无变化，且短期内无收费权到期压力，处于稳定的竞争环境中。同时，公司参股了多家收费公路公司，持续获得一定规模的投资收益。

路产方面，截至 2023 年 3 月末，公司拥有控股路桥共计 11 条，且近一年内无新开通路产。近年来随着三条路桥项目分别通车运营，公司控股路产里程持续增长。此外，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 2022 年末，公司持有苏州市高速公路管理有限公司 23.86% 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（以下简称“沿江公司”）25.15% 股权。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司自参股路产取得投资收益分别为 7.33 亿元和 1.17 亿元，其中 2022 年投资收益较上年同期有所增长，主要系联营企业沿江公司以转让江苏沪苏浙高速公路有限公司 100% 股权方式发行基础设施公募 REITs，其经营业绩同比大幅增长所致。

收费公路的期限方面，公司控股路产经营期限均在 5 年及以上，短期内无收费权到期压力，且未来或通过路产改扩建工程延长收费期限，通行费收入可持续性较强，为其路产竞争力提供支撑。

表 2：近年来公司控股路产情况

路产名称	里程（公里）	收费期限	日均车流量（辆/日）			
			2020	2021	2022	2023.1~3
沪宁高速江苏段	248.21	1997~2032	103,035	101,936	79,550	115,764
广靖高速	17.20	1999~2029	84,461	68,436	52,894	77,750
锡澄高速	35.00	1999~2029	90,062	79,114	58,214	85,507
锡宜高速	69.30	2003~2028	26,255	29,638	23,959	32,476
环太湖高速	20.00	2006~2031	13,631	12,308	19,394	37,470
宁常高速	87.26	2007~2032	48,764	45,770	38,548	60,156
镇溧高速	65.66	2007~2032	19,562	17,986	16,865	25,269
镇丹高速	21.63	2018~2043	19,602	19,518	15,498	20,819
常宜高速	17.71	2020~2045	5,234	21,788	22,035	33,627
宜长高速	25.46	2021~2046	--	16,597	17,188	24,311
五峰山大桥	35.92	2021~2046	--	16,689	15,897	36,142
合计	643.35	--	410,606	429,780	360,042	549,291

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、日均车流量数据均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 3：截至 2022 年末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	65,744	2,649.17
江苏沿江高速公路有限公司	沿江高速公路	134.60	2004~2034	43,742	4,077.52
苏州市高速公路管理有限公司	苏嘉杭高速公路	100.10	2002~2032	40,494	2,029.78
	常嘉高速公路	28.44	2016~2041	46,253	1,129.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。宁沪城际铁路、京沪高铁和宁杭高铁分别于 2010 年 7 月、2011 年 6 月和 2013 年 7 月开通运行，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。

路产养护方面，2020 年~2022 年控股路产的养护成本分别为 5.52 亿元、6.96 亿元和 6.10 亿元，其中 2021 年公司养护成本较高主要是当年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；2022 年养护成本降低主要系部分养护项目暂缓实施，公司每年养护支出占通行费收入比例处于合理水平。2023 年公司将对沪宁高速部分路段进行路面罩面的大修，或对通行量造成一定的影响，但公司实施集约化养护，有针对性、分阶段地开展各类养护专项，对道路通行的影响已降至最低。

2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，通行费收入同比下降，但公司整体路产运营效率很高，其中核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平；在建路产投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

高速公路业务为公司的核心业务，近年来公司通行费收入占主营业务收入比重均在 70%以上³。车流量方面，近年来公司路产日均车流量呈波动下降趋势；其中 2022 年出行需求萎缩对长三角区域冲击显著，公司大多数路产日均车流量较上年同期显著下降，其中沪宁高速日均车流量同比大幅下降约 21.96%。通行费收入方面，2022 年随着车流量的下降以及四季度货车通行费减免 10% 政策⁴的双重影响，通行费收入同比减少 11.38%，其中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 58.46%、9.31%和 16.36%，核心路产盈利能力仍很强。2023 年一季度，受益于公众出行意愿及需求得到释放，公司车流量与通行费收入均有所增长。

盈利能力方面，2020 年~2022 年，公司控股路产单公里年通行费收入分别为 1,033.78 万元、1,284.38 万元和 1,138.26 万元，整体路产运营效率很高。其中 2022 年，沪宁高速江苏段单公里通行费收入为 1,724.71 万元，广靖高速及锡澄高速的单公里通行费收入为 1,306.92 万元，五峰山大桥的单公里通行费收入为 1,092.43 万元，公司核心路产运营效率在同行业中处于很高水平。

表 4：2020 年~2022 年以及 2023 年 1~3 月公司控股路产通行费收入情况（亿元）

路产名称	2020	2021	2022	2023.1~3
沪宁高速公路江苏段	39.26	51.30	42.81	12.85
广靖高速及锡澄高速	7.54	8.70	6.82	2.09
锡宜高速及无锡环太湖公路	3.25	4.84	4.63	1.39
宁常高速及镇溧高速	9.41	13.09	11.98	3.44
镇丹高速公路	0.69	0.88	0.75	0.22
常宜高速	0.004	0.86	0.99	0.30
宜长高速	--	1.11	1.32	0.33
五峰山大桥	--	1.84	3.92	1.66
合计	60.16	82.63	73.23	22.28

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呈上升趋势，但公司路产通行车辆仍以客车为主。

³ 该比例为剔除其他业务收入中毛利率为 0 的建造期收入。

⁴ 2022 年 9 月 28 日，交通运输部、财政部联合发出《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》，称全国收费公路统一对货车通行费再减免 10%，时间为 2022 年 10 月 1 日 0 时起至 12 月 31 日 24 时。

表 5：近年来公司主要路产货车流量占比情况(%)

路产名称	2020	2021	2022
沪宁高速公路江苏段	19.00	21.00	25.00
广靖高速公路	21.00	24.00	29.00
锡澄高速公路	20.00	22.00	26.00
锡宜高速公路	17.00	20.00	26.00
无锡环太湖公路	21.00	23.00	20.00
宁常高速公路	27.00	30.00	33.00
镇溧高速公路	30.00	40.00	46.00
镇丹高速公路	14.00	16.00	21.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，江苏省境内高速公路采取统一收费标准。具体来看，客车按座位数分成 4 类，联网高速公路（含跨江大桥连接线）收费标准在 0.45 元/公里~1.50 元/公里区间，苏锡常南部高速太湖隧道收费标准在 45 元/车次~90 元/车次区间，五峰山大桥收费标准在 35 元/车次~70 元/车次区间；货车和专项作业车均按车轴数分为 6 类收费，联网高速公路（含跨江大桥连接线）收费标准在 0.45 元/公里~2.32 元/公里区间，苏锡常南部高速太湖隧道收费标准在 50 元/车次~240 元/车次区间，五峰山大桥收费标准在 40 元/车次~185 元/车次区间。

在建路产方面，截至 2022 年末，公司主要在建项目为龙潭过江通道、龙潭大桥北连接线和锡宜高速扩建项目，建成后将进一步提升收费里程和路产竞争力。其中资金来源方面，龙潭过江通道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。公司在建项目尚需投资 140.62 亿元，且根据公司 2022 年年度报告，公司已启动核心路产沪宁高速公路江苏段改扩建项目的前期研究阶段，未来仍面临一定的资本支出压力。

表 6：截至 2022 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	截至 2022 年末已投资	2023 年投资计划
龙潭过江通道	4.93	62.54	2019~2024	40%	53.60%	32.80	8.00
龙潭大桥北连接线	12.40	49.85	2022~2024	50%	60%	16.46	16.50
锡宜高速公路南段扩建项目	37.735	77.55	2022~2026	40%	85%	0.06	14.00
合计	55.065	189.94	--	--	--	49.32	38.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司公路配套服务收入受油价波动及路产通行量下降影响有所波动；房地产业务后续投资及销售情况值得关注；新能源业务或将成为公司新的增长点，但需持续关注政策变动对清洁能源发电的影响，以及投产项目的盈利稳定性；此外，公司金融业务投资规模不断增长，风险控制值得关注。

公路配套服务业务主要包括沪宁高速公路沿线服务区油品销售、餐饮、商品零售和其他相关业务。油品销售收入占公路配套服务业务收入的比重在 80%以上，2020~2022 年油品销售收入分别

为 10.61 亿元、11.91 亿元和 10.53 亿元，其中 2021 年收入同比增长主要系受国际原油供应市场资源紧张影响，油价上涨所致；2022 年受路产通行量下降影响，油品销量及收入随之减少。

公司房地产业务由子公司宁沪置业公司、瀚威公司负责，截至 2022 年末，公司房地产板块共拥有 17.57 万平方米的土地储备，计划建筑面积为 54.60 万平方米。房地产项目尚待销售面积 17.14 万平方米，累计确认房地产销售收入 64.38 亿元。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 7：截至 2022 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	预售收入	已结转销售收入
同城世家花园 B 地块	15.17	13.51	16.66	16.00
庆园	2.27	1.68	4.37	3.42
南门世嘉华庭	5.99	5.84	15.17	14.56
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	3.72	7.98	7.18
瀚瑞中心	13.38	4.74	10.83	10.65
合计	58.08	40.94	67.67	64.38

注：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

2022 年新增新能源业务板块⁵，运营主体为子公司云杉清能公司及其附属 10 家控股子公司，主要业务为光伏、海上风电等清洁能源发电，项目均位于江苏省内。截至 2022 年末已投资清洁能源项目共 67 个，并网项目总装机容量达 526.6 兆瓦（含参股权益装机量），其中包括 2021 年第四季度全容量并网投运的控股江苏如东 H5 海上风电场项目 300 兆瓦、控股光伏电站 113.1 兆瓦、参股光伏电站 3.5 兆瓦及参股风电 110 兆瓦。新能源业务对公司收入形成一定的补充，但仍需持续关注政策变动对清洁能源发电的影响，以及投产项目的盈利稳定性。

金融投资方面，近年来公司持续布局金融产业。公司仍持有一定份额的私募基金⁶，2022 年其公允价值变动损益为 -1.49 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，且继续持有江苏租赁可转债。公司于 2021 年以自有资金 19.90 亿元对紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）进行增资后，截至 2022 年末，公司持有紫金信托 20% 股权。此外，公司以自有资金 12.73 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，本次增持已完成，目前公司及子公司宁沪投资合计持有江苏银行 5.3005% 的股份。

表 8：近年来公司金融投资主要项目情况（亿元）

项目名称	投资时间	截至 2022 年末 已投资	投资收益		
			2020	2021	2022

⁵ 公司于 2022 年 7 月完成收购云杉清能公司 100% 股权，投资金额为 24.57 亿元。2022 年末，公司根据中国会计准则合并云杉清能公司，并对前期比较报表数据进行相应追溯调整。

⁶ 截至 2022 年末，公司对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）、南京洛德中北致远股权投资合伙企业（有限合伙）和南京洛德汇智股权投资合伙企业（有限合伙）的投资公允价值分别为 16.87 亿元、2.57 亿元和 4.60 亿元。

紫金信托	2021 年 9 月起	19.90	--	0.06	1.68
江苏银行	2013 年起	33.56	0.93	1.38	2.38
合计	--	53.56	0.93	1.44	4.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

财务风险

中诚信国际认为，近年来公司营业收入在出行需求变动的影响下波动加大，但公司整体盈利能力很强；近年来在多个路产项目投入运营、合并范围扩大以及对外股权投资增加的背景下，公司资产、负债规模整体呈上升趋势。总体来看，公司债务结构以中长期为主，整体财务杠杆处于相对合理水平，公司整体偿债能力保持在较好水平，并可通过良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，整体财务风险很低；但短期债务规模较大，仍存在一定短期偿债压力。

盈利能力

以经营性业务利润和投资收益为主的利润结构较优，近年来公司营业收入在出行需求变动的影响下波动加大，但整体保持很强的盈利能力。

营业收入方面，近年来公司营业收入波动显著。其中受益于上年同期基数较低、2021 年出行需求恢复以及将 PPP 项目合同确认建造收入等因素，当年营业收入同比大幅增加。2022 年受公司经营路网通行量下降及四季度货车减免通行费影响，收入占比较大的通行费及公路配套服务收入均同比下降，带动当期营业收入同比下降。2023 年一季度，受益于出行需求的释放，通行费收入回升，营业收入亦随之同比增长 32.95%。营业毛利率方面，近年来公司营业毛利率持续下滑，其中 2021 年公司营业毛利率同比有所下降，当期通行费收入毛利率大幅回升，但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，同时房地产开发板块毛利率亦呈回落趋势。2022 年受通行费及配套服务毛利率下滑影响，综合毛利率较上年小幅减少，其中受成品油成交价差持续下降及服务区租赁收入减少的影响，公路配套服务板块毛利率由正转负。

期间费用方面，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仍处于较低水平，费用控制能力强。近年来，出行需求变动导致经营性业务利润呈大幅波动态势。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，对公司利润总额形成了有益补充。整体来看，公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，盈利能力很强。

表 9：近年来公司营业收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	60.16	48.53	82.63	55.94	73.23	53.97	22.28	66.86
公路配套服务	13.11	10.11	14.37	3.97	11.24	-14.63	4.35	1.79
房地产开发	6.22	43.45	10.29	28.78	6.74	35.41	1.69	47.72
电力销售	--	--	--	--	6.52	49.65	1.75	50.98
建造服务	--	--	29.49	0.00	33.40	0.00	5.72	0.00
其他业务	0.83	27.82	1.15	30.78	1.42	45.22	0.49	21.69
营业收入	80.32	41.65	137.93	36.33	132.56	33.30	36.30	46.24

注：2021 年营业收入数据及毛利数据为 2021 年年度财务报告期末数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	8.29	7.99	10.58	8.78
经营性业务利润	25.87	38.86	28.75	13.43
公允价值变动收益	0.34	4.90	-1.43	0.28
投资收益	6.18	12.14	18.68	2.36
利润总额	32.34	55.66	45.81	15.99
EBITDA	53.00	86.24	77.47	--
总资产收益率	6.00	9.53	7.46	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来在多个路产项目投入运营、合并范围扩大以及对外股权投资增加的背景下，公司资产整体呈上升趋势，大规模的投资同时推动公司融资需求增加，长期借款以及应付债券规模相应扩大，带动公司资产负债率有所上升但仍处于相对合理水平。

2022 年随着公司对云杉清能公司的收购，合并范围有所扩大。公司资产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，资产结构以非流动资产为主，符合高速公路行业特点。公司流动资产中存货占比较高，主要为房地产项目开发成本及开发产品。近年来，随着常宜高速、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。同时随着路产项目的逐步开通，在建工程规模大幅回落。与此同时，随着对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以及紫金信托等公司在权益法下确认投资收益，公司长期股权投资呈持续上升趋势。受益于江苏银行等账面价值增加，其他权益工具投资规模逐年增长。截至 2023 年 3 月末，公司总资产为 800.57 亿元，较 2022 年末略有增长。

近年来为满足资金周转需求、在建路桥项目及房地产项目的资金支出，叠加新投资项目的并表，公司负债总额大幅增长。流动负债相对稳定，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；非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，是带动债务规模持续扩大的主要因素。债务结构方面，公司债务结构主要以银行的间接融资及债务融资工具的直接融资为主，债务期限以中长期为主。

权益结构方面，受益于利润的积累，近年来公司所有者权益保持增长。随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，少数股东权益持续增长。总的来看，公司资产负债率和总资本化比率逐年增长，但整体财务杠杆水平仍处于相对合理水平，财务结构较为稳健。

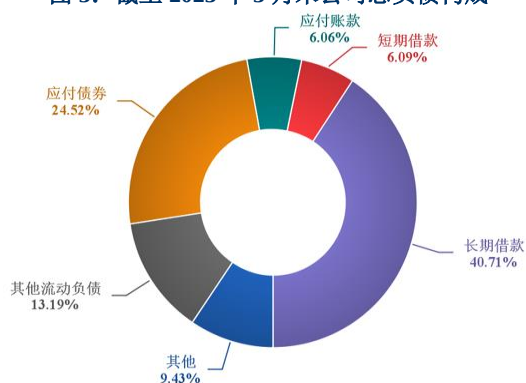
表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.03
货币资金	3.87	6.24	9.33	9.33
存货	41.48	38.90	25.85	25.11
长期股权投资	71.31	101.56	110.90	113.24
其他权益工具投资	54.71	58.06	69.89	68.81
固定资产	20.48	76.46	80.46	79.06
在建工程	152.81	2.65	1.89	2.09
无形资产	212.99	371.44	391.61	392.82

非流动资产占比	87.66	87.74	88.04	86.54
总资产	610.96	742.47	784.58	800.57
总债务	244.16	316.29	359.96	365.37
短期债务/总债务	44.54	30.53	27.64	27.30
资产负债率	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率	42.49	45.66	48.68	48.14

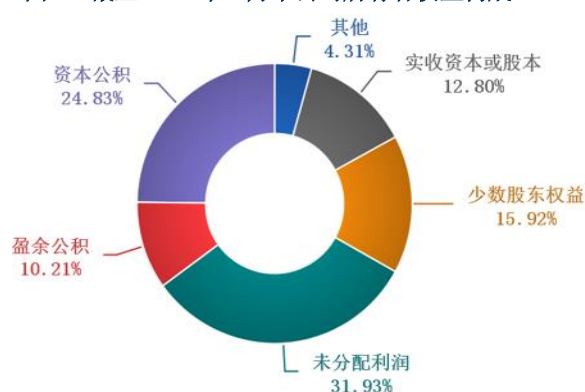
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总负债构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

债务规模增长虽较快，但可通过良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，整体偿债能力保持在较好水平；货币资金对短期债务覆盖能力弱，存在一定短期偿债压力。

公司获现能力较强，近年来经营活动净现金流呈波动态势，其中 2022 年受通行费收入及配套业务收入下降影响，经营活动净现金流入规模同比有所下滑。因高速公路建设项目的持续投入、购买理财产品及股权投资等持续支出所致，投资活动现金流保持净流出状态，其中 2022 年投资活动现金流净流出规模同比大幅下降，主要系对在建路桥项目的建设投入同比减少，以及收到分红款同比增加所致。筹资活动净现金流受公司融资活动及债务到期偿还等因素影响呈现一定的波动；2022 年由于公司发行债券和借款取得的现金净流入同比减少，导致筹资活动净流入规模随之下降。

由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快。但受益于较好的经营获现能力，经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力保持较好水平。2022 年 EBIT 和 EBITDA 均有所下滑，其对债务本息的覆盖倍数有所弱化，但整体偿债能力仍保持在较好水平。近年来公司债务结构虽不断优化，但短期债务规模仍较大，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 2023 年 3 月末，公司货币等价物对短期债务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，中诚信国际对公司短期债务的偿还计划保持持续关注。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流/利息支出	4.18	5.51	4.96	--
EBITDA 利息保障倍数	7.06	8.33	6.96	--

FFO/总债务	0.13	0.16	0.11	--
总债务/EBITDA	4.61	3.67	4.65	--
货币等价物/短期债务	0.17	0.34	0.44	0.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，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无形资产、质押的电费收费权，截至 2023 年 3 月末受限的无形资产和应收账款账面净值分别为 187.16 亿元和 6.62 亿元。此外，公司使用权受限制的货币资金为 0.08 亿元。受限资产占总资产的比重为 24.22%。

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 2023 年 3 月末，尚未结清的担保金额为 1.11 亿元。除此以外，截至 2023 年 3 月末，公司无其他对外担保；未决诉讼或仲裁方面，截至 2022 年末，公司不存在重大未决诉讼情况。总体来看或有负债风险可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 4 月 19 日，公司无未结清或已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测⁷

假设

——2023 年公司各路产运行情况较好，受益于出行需求的恢复全年通行费收入较 2022 年有较大的增长。

——2023 年，公司无重大并购或出售项目。

——2023 年，随着在建项目持续推进，公司债务小幅上升。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	45.66	48.68	43.00~47.00
总债务/EBITDA	3.67	4.65	3.50~4.10

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，未使用银行授信充足，债务集中偿付压力

⁷ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

可控。

公司经营获现能力较强，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，对债务覆盖程度高。2023 年 3 月末公司账面货币资金为 9.33 亿元，受限资金占比低。截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 729.81 亿元，其中尚未使用额度为 580.19 亿元，备用流动性充足。此外，公司债务融资工具、其他权益工具发行顺畅，利率处于同行业较优水平。同时，公司作为 A+H 股上市公司，直接融资渠道较为畅通，财务弹性好。

公司资金流出除满足日常经营需求外，主要用于债务的还本付息。2023 年 3 月末，公司短期债务余额为 99.76 亿元，在总债务中占比为 27.30%。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金在 30 亿元左右，公司短期债务占比较高，但公司继续保持灵活的财务策略及有序的融资安排，集中到期压力总体可控。总体来看，公司流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 14：公司债务到期分布情况（截至 2023 年 3 月末）

	2023.4~12	2024	2025	2026 及以后
银行融资	23.89	2.77	15.28	131.65
公开债务	63.70	21.00	73.00	23.00
其他	0.04	--	--	4.96
到期债务总计（合并口径）：	87.63	23.77	88.28	159.61

注：金额不包含利息金额，仅为债务本金金额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司严格遵守国家和地方环境相关法律法规，积极贯彻落实各项生态环保决策部署，大力推行绿色低碳养护技术；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司根据 ISO14001 建立环境管理体系，修订了《环境保护管理办法》、《相关方环境影响控制管理细则》、《环境因素识别、评价与控制管理细则》、《能源资源控制管理细则》、《固体废物处理处置管理细则》等五项环境管理制度，落实对废气、污水、固废、噪音等污染防治管理，以排污最小化为目标，保持公路路域环境生态平衡。此外公司大力推行绿色低碳养护技术，大面积采用不粘轮乳化沥青，投入大功率吸尘车，扩大应用无人摊铺，无人碾压等一体自动化施工设备，加大就地热再生等绿色、高效的四新材料应用，同时深度挖掘与“交通+”相关的双碳经济、新能源开发、数字经济等战略新兴产业投资机会，加强在低碳服务区、光伏、风电等碳中和指标方面的合作，致力于打造绿色交通事业，有效降低碳排放。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

⁸中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

外部支持

控股股东实力雄厚，在江苏省高速公路建设及运营业务中具有垄断地位。作为江苏交通控股体系内唯一上市公司，公司在股东及江苏省高速公路行业地位重要，股东及地方政府对公司发展支持力度大。

公司位于江苏省南京市，最终控制人为江苏省国资委。公司控股股东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。公司作为江苏交通控股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。此外，作为江苏省重要的高速公路运营主体，公司亦获得一定的政府支持。

同行业比较

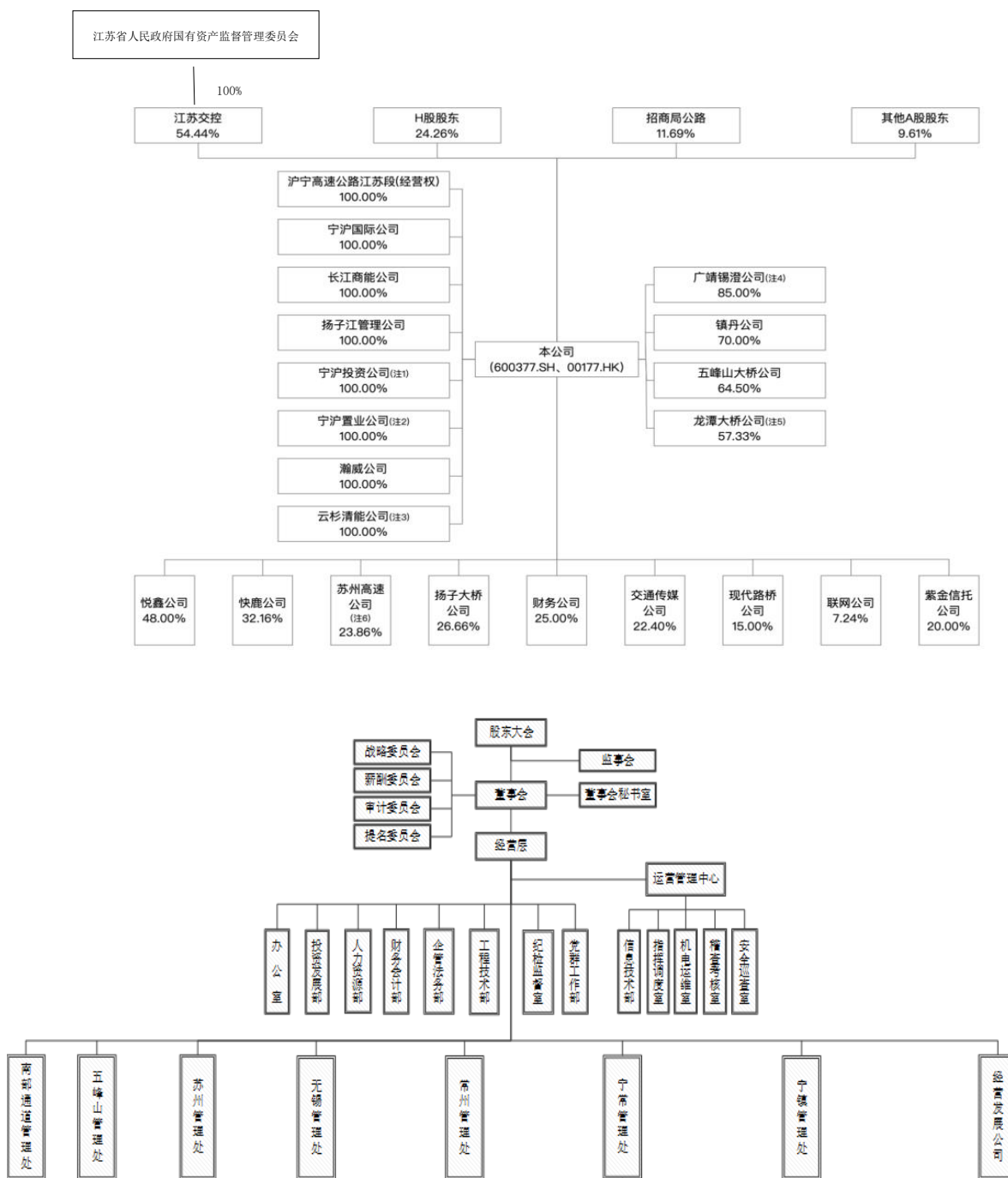
中诚信国际选取了招商公路和越秀交通作为宁沪高速的可比公司，上述两家公司均为高速公路运营企业，且均为上市公司，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，区域经济发达程度方面，与招商公路和越秀交通相比，公司路产均位于江苏省内，区域经济发达。区域地位方面，公司控股路产规模在可比公司之间，但路产规模区域占比较高，区域地位优越。路产竞争力方面，上述企业均在短期内无收费权到期压力，处于稳定的竞争环境中。通行费收入及路产运营效率方面，公司通行费收入和整体单公里通行费收入均高于两家可比企业，且核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平。此外，公司财务杠杆高于招商公路，低于越秀交通，处于适中水平。

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。

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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	38,671.27	62,363.73	93,293.13	93,260.80
应收账款	30,907.26	86,867.27	112,767.00	120,187.08
其他应收款	6,933.28	7,210.04	5,776.89	5,526.08
存货	414,846.00	388,950.03	258,501.81	251,123.08
长期投资	1,464,074.57	1,896,527.58	2,095,679.39	2,109,802.32
固定资产	204,823.78	764,593.37	804,597.88	790,551.60
在建工程	1,528,071.69	26,504.62	18,869.74	20,941.90
无形资产	2,129,881.81	3,714,424.79	3,916,090.17	3,928,152.98
资产总计	6,109,556.04	7,424,683.16	7,845,834.51	8,005,672.42
其他应付款	14,684.70	17,355.42	18,348.49	34,700.94
短期债务	1,087,403.82	965,758.40	994,998.17	997,629.75
长期债务	1,354,182.37	2,197,104.52	2,604,623.51	2,656,029.51
总债务	2,441,586.19	3,162,862.91	3,599,621.68	3,653,659.26
净债务	2,406,487.28	3,101,132.23	3,507,120.40	3,561,189.45
负债合计	2,804,629.07	3,660,924.75	4,050,801.32	4,068,947.43
所有者权益合计	3,304,926.96	3,763,758.42	3,795,033.19	3,936,724.99
利息支出	75,124.00	103,548.48	111,357.89	28,394.88
营业总收入	803,246.67	1,426,053.29	1,325,560.31	362,950.37
经营性业务利润	258,668.74	388,598.68	287,497.22	134,313.84
投资收益	61,846.00	121,371.41	186,796.15	23,585.77
净利润	251,875.47	427,673.87	374,798.89	127,261.15
EBIT	366,473.36	644,885.45	569,890.69	--
EBITDA	530,030.85	862,437.80	774,737.92	--
经营活动产生的现金流量净额	313,740.15	570,276.93	552,792.10	162,326.92
投资活动产生的现金流量净额	-569,986.78	-802,031.53	-642,664.48	-206,007.91
筹资活动产生的现金流量净额	246,404.52	230,794.34	120,642.98	43,644.93
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	41.65	36.90	33.30	46.24
期间费用率(%)	8.29	7.99	10.58	8.78
EBIT 利润率(%)	45.62	45.22	42.99	--
总资产收益率(%)	6.00	9.53	7.46	--
流动比率(X)	0.54	0.65	0.69	0.81
速动比率(X)	0.24	0.37	0.50	0.62
存货周转率(X)	1.13	2.24	2.73	3.06 *
应收账款周转率(X)	25.99	24.22	13.28	12.46 *
资产负债率(%)	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率(%)	42.49	45.66	48.68	48.14
短期债务/总债务(%)	44.54	30.53	27.64	27.30
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.16	0.12	0.15 *
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.22	0.51	0.45	0.57 *
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	4.18	5.51	4.96	--
总债务/EBITDA(X)	4.61	3.67	4.65	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	0.89	0.78	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.06	8.33	6.96	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.88	6.23	5.12	--
FFO/总债务(X)	0.13	0.16	0.11	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn



江苏宁沪高速公路股份有限公司公开发 行公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0223 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 22 日

发行人

江苏宁沪高速公路股份有限公司

本次跟踪债项及评级结果

“21 宁沪 G1”、“21 宁沪 G2”、“22 宁沪 G1”
和“G22 宁沪 1” AAA

评级观点

本次跟踪维持债项上次评级结论，主要基于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”）良好的外部经济环境，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，融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司持续加大在金融产业的布局，风险控制存在一定挑战、短期债务规模偏大，对公司资金管控及流动性管理提出更高要求等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

正面

- 江苏省经济持续增长为公司提供了良好的外部环境
- 公司仍保持很强的盈利能力
- 在建路产陆续通车，运营里程持续增长
- 银行可使用授信充足，且为A+H上市公司，融资渠道畅通

关注

- 公司持续加大在金融产业的布局，风险控制存在一定挑战
- 公司短期债务规模偏大，对公司资金管控及流动性管理提出更高要求

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

宁沪高速（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	610.96	742.47	784.58	800.57
所有者权益合计（亿元）	330.49	376.38	379.50	393.67
总负债（亿元）	280.46	366.09	405.08	406.89
总债务（亿元）	244.16	316.29	359.96	365.37
营业总收入（亿元）	80.32	142.61	132.56	36.30
净利润（亿元）	25.19	42.77	37.48	12.73
EBIT（亿元）	36.65	64.49	56.99	--
EBITDA（亿元）	53.00	86.24	77.47	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.37	57.03	55.28	16.23
营业毛利率（%）	41.65	36.90	33.30	46.24
总资产收益率（%）	6.00	9.53	7.46	--
EBIT 利润率（%）	45.62	45.22	42.99	--
资产负债率（%）	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率（%）	42.49	45.66	48.68	48.14
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.67	4.65	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.06	8.33	6.96	--
FFO/总债务（X）	0.13	0.16	0.11	--

注：1、中诚信国际根据宁沪高速提供的其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 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 宁沪 G1	AAA	AAA	2022/05/24	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	2022/05/24	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	2022/05/24	10.00	10.00	2022/04/20~2025/04/20	--
G22 宁沪 1	AAA	AAA	2022/10/14	7.00	7.00	2022/10/24~2025/10/24	交叉违约

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。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 2023 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 10 月 24 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绿色公司债券（第一期）”，发行规模总计 7 亿元，票面利率 2.58%，期限为 3Y。截至 2023 年 4 月末，募集资金已按照募集说明书约定（即用于收购江苏云杉清洁能源投资控股有限公司股权）使用完毕。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经

济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，公路运输在交通运输体系中仍占主导地位，近年来新增通车里程主要以高速公路为主，结构持续优化，且收入区域差异化将长期存在；短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好。此外，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，但公路运输仍是短距离运输的主要方式，在我国交通运输体系中占据主导地位。近年来收费公路通车里程稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化，未来西部地区将成为收费公路路网的建设重心。受宏观经济增速放缓以及收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。在扩大投资、增加内需、促进增长等因素影响下，2021 年公路货运表现出较强的韧性，需求总量整体有所回升，客运需求量延续下降趋势。2022 年前三季度收费公路企业盈利能力恢复情况较好，但毛利率仍不及 2019 年水平；省级交投企业债务规模持续上升，但 EBITDA 对债务利息覆盖能力尚可；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好；随着经济企稳，出行意愿及需求有望得到释放。中长期来看，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

详见《中国收费公路行业展望（2022 年 12 月）》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9630?type=1>

中诚信国际认为，公司作为江苏省重要的高速公路运营上市公司，主业突出，其核心路产作为全国高速公路网的重要组成部分，跟踪期内盈利能力很强且控股路产无到期压力，具有很强的竞争实力；2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，导致公司通行费收入同比下降；公司整体路产运营效率仍很高，核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平。此外，2022 年新增的新能源发电业务或将成为公司业务新增长点。

公司是江苏省重要的高速公路运营上市公司，拥有优越的外部发展环境；公司运营的路产规模区域占比较高，其核心路产为全国高速公路网的重要组成部分，区位优势明显。

公司所运营的路产均位于江苏省内。江苏省位于中国东部沿海地区中部，地跨长江、淮河北，东临黄海，北接山东，西连安徽，东南与上海、浙江接壤。2020~2022 年，江苏省经济保持持续增长，综合经济实力位居全国前列；同时，长江经济带横跨中国东中西三大区域，是具有全球影响力的内河经济带、东中西互动合作的协调发展带、沿海沿江沿边全面推进的对外开放带，人口

和生产总值均超过全国的 40%。整体来看，江苏省位于长江经济带的重要位置，交通便利，经济实力雄厚，经济增速持续保持在高位水平，未来有望保持良好的发展势头。从省内交通运输发展情况来看，2022 年受需求萎缩等多种因素影响，江苏省公路运输量及周转量均有所下降。截至 2022 年末，江苏省公路通车里程 15.9 万公里，比上年末增加 599 公里，其中高速公路通车里程 5,089 公里。民用汽车保有量 2,305.8 万辆，同比增长 5.8%。

根据江苏省印发的《江苏省高速公路网规划（2017-2035 年）》，江苏省要建成“十五射六纵十横”高速公路网；建成 15 个过江通道，其中新增 4 个过江通道，分别是龙潭、常泰、张靖和通沪过江通道；到 2035 年，全省高速公路通车里程达到 6,666 公里。总的来看，江苏省经济总量持续稳定增长、高速公路通车里程稳步上升将带动交通运输需求持续增加，为公司提供了优越的外部发展环境。

公司作为江苏省内重要的高速公路运营上市公司，运营路产规模在区域内占比较高¹，且路产地理位置十分优越。截至 2023 年 3 月末，公司旗下控股路产的收费里程合计 643.35 公里。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，其中核心路产沪宁高速江苏段是江苏的交通主动脉，是上海至成都国道主干线的重要部分，为国内最繁忙的高速公路之一；公司其他控股或参股的路桥项目均处于连接江苏省东西及南北陆路的交通大走廊位置。公司路产盈利水平强，路产区位优势明显。

公司旗下共计 11 条控股路桥，2022 年以来通车里程无变化，且短期内无收费权到期压力，处于稳定的竞争环境中。同时，公司参股了多家收费公路公司，持续获得一定规模的投资收益。

路产方面，截至 2023 年 3 月末，公司拥有控股路桥共计 11 条，且近一年内无新开通路产。近年来随着三条路桥项目分别通车运营，公司控股路产里程持续增长。此外，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 2022 年末，公司持有苏州市高速公路管理有限公司 23.86% 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（以下简称“沿江公司”）25.15% 股权。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司自参股路产取得投资收益分别为 7.33 亿元和 1.17 亿元，其中 2022 年投资收益较上年同期有所增长，主要系联营企业沿江公司以转让江苏沪苏浙高速公路有限公司 100% 股权方式发行基础设施公募 REITs，其经营业绩同比大幅增长所致。

收费公路的期限方面，公司控股路产经营期限均在 5 年及以上，短期内无收费权到期压力，且未来或通过路产改扩建工程延长收费期限，通行费收入可持续性较强，为其路产竞争力提供支撑。

表 1：近年来公司控股路产情况

路产名称	里程（公里）	收费期限	日均车流量（辆/日）			
			2020	2021	2022	2023.1~3
沪宁高速江苏段	248.21	1997~2032	103,035	101,936	79,550	115,764
广靖高速	17.20	1999~2029	84,461	68,436	52,894	77,750
锡澄高速	35.00	1999~2029	90,062	79,114	58,214	85,507
锡宜高速	69.30	2003~2028	26,255	29,638	23,959	32,476

¹ 2021 年末江苏省收费公路里程为 6,485.2 公里，公司收费路产里程（含参股）占比为 14.03%。公司收费路产里程（含参股）占 2022 年末江苏省高速公路通车里程的比例为 17.87%。

环太湖高速	20.00	2006~2031	13,631	12,308	19,394	37,470
宁常高速	87.26	2007~2032	48,764	45,770	38,548	60,156
镇溧高速	65.66	2007~2032	19,562	17,986	16,865	25,269
镇丹高速	21.63	2018~2043	19,602	19,518	15,498	20,819
常宜高速	17.71	2020~2045	5,234	21,788	22,035	33,627
宜长高速	25.46	2021~2046	--	16,597	17,188	24,311
五峰山大桥	35.92	2021~2046	--	16,689	15,897	36,142
合计	643.35	--	410,606	429,780	360,042	549,291

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、日均车流量数据均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 2：截至 2022 年末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	65,744	2,649.17
江苏沿江高速公路有限公司	沿江高速公路	134.60	2004~2034	43,742	4,077.52
苏州市高速公路管理有限公司	苏嘉杭高速公路	100.10	2002~2032	40,494	2,029.78
	常嘉高速公路	28.44	2016~2041	46,253	1,129.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。宁沪城际铁路、京沪高铁和宁杭高铁分别于 2010 年 7 月、2011 年 6 月和 2013 年 7 月开通运行，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。

路产养护方面，2020 年~2022 年控股路产的养护成本分别为 5.52 亿元、6.96 亿元和 6.10 亿元，其中 2021 年公司养护成本较高主要是当年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；2022 年养护成本降低主要系部分养护项目暂缓实施，公司每年养护支出占通行费收入比例处于合理水平。2023 年公司将对沪宁高速部分路段进行路面罩面的大修，或对通行量造成一定的影响，但公司实施集约化养护，有针对性、分阶段地开展各类养护专项，对道路通行的影响已降至最低。

2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，通行费收入同比下降，但公司整体路产运营效率很高，其中核心路产沪宁高速江苏段运营效率在同行业中处于很高水平；在建路产投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

高速公路业务为公司的核心业务，近年来公司通行费收入占主营业务收入比重均在 70%以上²。车流量方面，近年来公司路产日均车流量呈波动下降趋势；其中 2022 年出行需求萎缩对长三角区域冲击显著，公司大多数路产日均车流量较上年同期显著下降，其中沪宁高速日均车流量同比大幅下降约 21.96%。通行费收入方面，2022 年随着车流量的下降以及四季度货车通行费减免 10% 政策³的双重影响，通行费收入同比减少 11.38%，其中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 58.46%、9.31%和 16.36%，核心路产盈利能力仍很强。2023 年一季度，受益于公众出行意愿及需求得到释放，公司车流量与

² 该比例为剔除其他业务收入中毛利率为 0 的建造期收入。

³ 2022 年 9 月 28 日，交通运输部、财政部联合发出《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》，称全国收费公路统一对货车通行费再减免 10%，时间为 2022 年 10 月 1 日 0 时起至 12 月 31 日 24 时。

通行费收入均有所增长。

盈利能力方面,2020年~2022年,公司控股路产单公里年通行费收入分别为1,033.78万元、1,284.38万元和1,138.26万元,整体路产运营效率很高。其中2022年,沪宁高速江苏段单公里通行费收入为1,724.71万元,广靖高速及锡澄高速的单公里通行费收入为1,306.92万元,五峰山大桥的单公里通行费收入为1,092.43万元,公司核心路产运营效率在同行业中处于很高水平。

表 3: 2020 年~2022 年以及 2023 年 1~3 月公司控股路产通行费收入情况 (亿元)

路产名称	2020	2021	2022	2023.1~3
沪宁高速公路江苏段	39.26	51.30	42.81	12.85
广靖高速及锡澄高速	7.54	8.70	6.82	2.09
锡宜高速及无锡环太湖公路	3.25	4.84	4.63	1.39
宁常高速及镇溧高速	9.41	13.09	11.98	3.44
镇丹高速公路	0.69	0.88	0.75	0.22
常宜高速	0.004	0.86	0.99	0.30
宜长高速	--	1.11	1.32	0.33
五峰山大桥	--	1.84	3.92	1.66
合计	60.16	82.63	73.23	22.28

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呈上升趋势,但公司路产通行车辆仍以客车为主。

表 4: 近年来公司主要路产货车流量占比情况(%)

路产名称	2020	2021	2022
沪宁高速公路江苏段	19.00	21.00	25.00
广靖高速公路	21.00	24.00	29.00
锡澄高速公路	20.00	22.00	26.00
锡宜高速公路	17.00	20.00	26.00
无锡环太湖公路	21.00	23.00	20.00
宁常高速公路	27.00	30.00	33.00
镇溧高速公路	30.00	40.00	46.00
镇丹高速公路	14.00	16.00	21.00

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

收费标准方面,江苏省境内高速公路采取统一收费标准。具体来看,客车按座位数分成4类,联网高速公路(含跨江大桥连接线)收费标准在0.45元/公里~1.50元/公里区间,苏锡常南部高速太湖隧道收费标准在45元/车次~90元/车次区间,五峰山大桥收费标准在35元/车次~70元/车次区间;货车和专项作业车均按车轴数分为6类收费,联网高速公路(含跨江大桥连接线)收费标准在0.45元/公里~2.32元/公里区间,苏锡常南部高速太湖隧道收费标准在50元/车次~240元/车次区间,五峰山大桥收费标准在40元/车次~185元/车次区间。

在建路产方面,截至2022年末,公司主要在建项目为龙潭过江通道、龙潭大桥北连接线和锡宜高速扩建项目,建成后将进一步提升收费里程和路产竞争力。其中资金来源方面,龙潭过江通道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。公司在建项目尚需投资140.62亿元,且根据公司2022年

年度报告，公司已启动核心路产沪宁高速公路江苏段改扩建项目的前期研究阶段，未来仍面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2022 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	截至 2022 年末已投资	2023 年投资计划
龙潭过江通道	4.93	62.54	2019~2024	40%	53.60%	32.80	8.00
龙潭大桥北连接线	12.40	49.85	2022~2024	50%	60%	16.46	16.50
锡宜高速公路南段扩建项目	37.735	77.55	2022~2026	40%	85%	0.06	14.00
合计	55.065	189.94	--	--	--	49.32	38.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司公路配套服务收入受路产通行量下降影响有所减少；房地产业务后续投资及销售情况值得关注；新能源业务或将成为公司新的增长点，但需持续关注政策变动对清洁能源发电的影响，以及投产项目的盈利稳定性；此外，公司金融业务投资规模不断增长，风险控制值得关注。

公路配套服务业务主要包括沪宁高速公路沿线服务区油品销售、餐饮、商品零售和其他相关业务。油品销售收入占公路配套服务业务收入的比重在 80%以上，2020~2022 年油品销售收入分别为 10.61 亿元、11.91 亿元和 10.53 亿元，其中 2021 年收入同比增长主要系受国际原油供应市场资源紧张影响，油价上涨所致；2022 年受路产通行量下降影响，油品销量及收入随之减少。

公司房地产业务由子公司宁沪置业公司、瀚威公司负责，截至 2022 年末，公司房地产板块共拥有 17.57 万平方米的土地储备，计划建筑面积为 54.60 万平方米。房地产项目尚待销售面积 17.14 万平方米，累计确认房地产销售收入 64.38 亿元。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 6：截至 2022 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	预售收入	已结转销售收入
同城世家花园 B 地块	15.17	13.51	16.66	16.00
庆园	2.27	1.68	4.37	3.42
南门世嘉华庭	5.99	5.84	15.17	14.56
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	3.72	7.98	7.18
瀚瑞中心	13.38	4.74	10.83	10.65
合计	58.08	40.94	67.67	64.38

注：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

2022 年新增新能源业务板块⁴，运营主体为子公司云杉清能公司及其附属 10 家控股子公司，主要业务为光伏、海上风电等清洁能源发电，项目均位于江苏省内。截至 2022 年末已投资清洁能

⁴ 公司于 2022 年 7 月完成收购云杉清能公司 100%股权，投资金额为 24.57 亿元。2022 年末，公司根据中国会计准则合并云杉清能公司，并对前期比较报表数据进行相应追溯调整。

源项目共 67 个，并网项目总装机容量达 526.6 兆瓦（含参股权益装机量），其中包括 2021 年第四季度全容量并网投运的控股江苏如东 H5 海上风电场项目 300 兆瓦、控股光伏电站 113.1 兆瓦、参股光伏电站 3.5 兆瓦及参股风电 110 兆瓦。新能源业务对公司收入形成一定的补充，但仍需持续关注政策变动对清洁能源发电的影响，以及投产项目的盈利稳定性。

金融投资方面，近年来公司持续布局金融产业。公司仍持有一定份额的私募基金⁵，2022 年其公允价值变动损益为-1.49 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，且继续持有江苏租赁可转债。公司于 2021 年以自有资金 19.90 亿元对紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）进行增资后，截至 2022 年末，公司持有紫金信托 20%股权。此外，公司以自有资金 12.73 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，本次增持已完成，目前公司及子公司宁沪投资合计持有江苏银行 5.3005%的股份。

表 7：近年来公司金融投资主要项目情况（亿元）

项目名称	投资时间	截至 2022 年末 已投资	投资收益		
			2020	2021	2022
紫金信托	2021 年 9 月起	19.90	--	0.06	1.68
江苏银行	2013 年起	33.56	0.93	1.38	2.38
合计	--	53.56	0.93	1.44	4.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，宁沪高速整体盈利能力仍很强，在合并范围扩大以及对外股权投资增加的背景下，公司资产、负债规模整体呈上升趋势。总体来看，公司债务结构仍以中长期为主，整体财务杠杆处于相对合理水平，整体偿债能力亦保持在较好水平，并可通过良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，整体财务风险很低；但短期债务规模较大，对公司资金管控及流动性管理提出更高要求。

以经营性业务利润和投资收益为主的利润结构较优，跟踪期内，公司营业收入在出行需求变动的影响下有所波动，但整体保持很强的盈利能力。

营业收入方面，2022 年受公司经营路网通行量下降及四季度货车减免通行费影响，收入占比较大的通行费及公路配套服务收入均同比下降，带动当期营业收入同比下降。2023 年一季度，受益于出行需求的释放，通行费收入回升，营业收入亦随之同比增长 32.95%。营业毛利率方面，近年来公司营业毛利率持续下滑，其中 2022 年受通行费及配套服务毛利率下滑影响，综合毛利率较上年小幅减少，其中受成品油成交价差持续下降及服务区租赁收入减少的影响，公路配套服务板块毛利率由正转负。

期间费用方面，2022 年公司期间费用规模及期间费用率均有所增长，但整体仍处于较低水平，

⁵ 截至 2022 年末，公司对苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）、南京洛德中北致远股权投资合伙企业（有限合伙）和南京洛德汇智股权投资合伙企业（有限合伙）的投资公允价值分别为 16.87 亿元、2.57 亿元和 4.60 亿元。

费用控制能力强。同期，经营性业务利润受出行需求变动及减免政策冲击而明显下降。2023 年 1~3 月，公司期间费用率水平下降，营业毛利率回升，经营性业务利润规模较去年同期相比有所恢复。此外，公司参股的高速公路项目以及股权投资仍给公司带来了丰厚的投资收益，对公司利润总额形成了有益补充。整体来看，公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，盈利能力很强。

表 8：近年来公司营业收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	60.16	48.53	82.63	55.94	73.23	53.97	22.28	66.86
公路配套服务	13.11	10.11	14.37	3.97	11.24	-14.63	4.35	1.79
房地产开发	6.22	43.45	10.29	28.78	6.74	35.41	1.69	47.72
电力销售	--	--	--	--	6.52	49.65	1.75	50.98
建造服务	--	--	29.49	0.00	33.40	0.00	5.72	0.00
其他业务	0.83	27.82	1.15	30.78	1.42	45.22	0.49	21.69
营业收入	80.32	41.65	137.93	36.33	132.56	33.30	36.30	46.24

注：2021 年营业收入数据及毛利数据为 2021 年年度财务报告期末数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	8.29	7.99	10.58	8.78
经营性业务利润	25.87	38.86	28.75	13.43
公允价值变动收益	0.34	4.90	-1.43	0.28
投资收益	6.18	12.14	18.68	2.36
利润总额	32.34	55.66	45.81	15.99
EBITDA	53.00	86.24	77.47	--
总资产收益率	6.00	9.53	7.46	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，在合并范围扩大及对外股权投资增加的背景下，期末资产规模上升，大规模的投资同时推动公司融资需求增加，长期借款以及应付债券规模相应扩大，但财务杠杆水平仍处于相对合理水平。

2022 年随着公司对云杉清能公司的收购，合并范围有所扩大。公司资产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，资产结构以非流动资产为主，符合高速公路行业特点。公司流动资产中存货占比较高，主要为房地产项目开发成本及开发产品。近年来，随着常宜高速、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。同时随着路产项目的逐步开通，在建工程规模大幅回落。2022 年，随着对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以及紫金信托等公司在权益法下确认投资收益，公司长期股权投资呈持续上升趋势。受益于江苏银行等账面价值增加，其他权益工具投资规模亦有所增长。截至 2023 年 3 月末，公司总资产为 800.57 亿元，较 2022 年末略有增长。

近年来为满足资金周转需求、在建路桥项目及房地产项目的资金支出，叠加新投资项目的并表，公司负债总额大幅增长。流动负债相对稳定，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；非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，是带动债务规模持续扩大的主要因素。债务结构方面，公司债务结构主要以银行的间接融资及债务融资工具的直接融资为主，债务

期限以中长期为主。

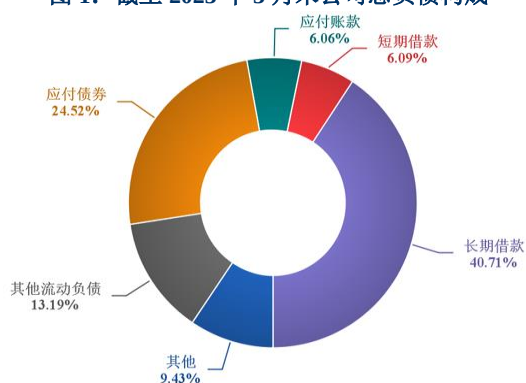
权益结构方面，受益于利润的积累，近年来公司所有者权益保持增长。随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，少数股东权益增至 2023 年 3 月末的 62.67 亿元。同期末，公司资产负债率和总资本化比率均小幅下降，整体财务杠杆水平处于相对合理水平，财务结构较为稳健。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.03
货币资金	3.87	6.24	9.33	9.33
存货	41.48	38.90	25.85	25.11
长期股权投资	71.31	101.56	110.90	113.24
其他权益工具投资	54.71	58.06	69.89	68.81
固定资产	20.48	76.46	80.46	79.06
在建工程	152.81	2.65	1.89	2.09
无形资产	212.99	371.44	391.61	392.82
非流动资产占比	87.66	87.74	88.04	86.54
总资产	610.96	742.47	784.58	800.57
总债务	244.16	316.29	359.96	365.37
短期债务/总债务	44.54	30.53	27.64	27.30
资产负债率	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率	42.49	45.66	48.68	48.14

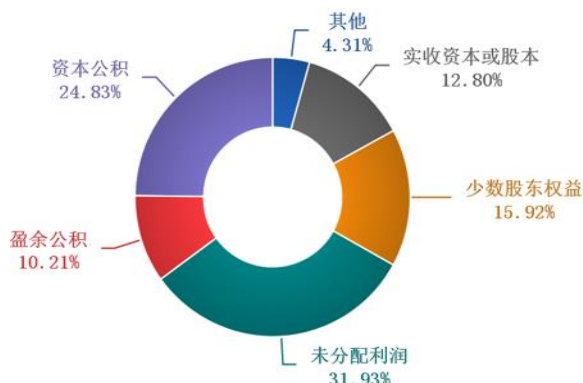
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总负债构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营现金流水平良好，债务规模虽增长，但整体偿债能力保持在较好水平；货币资金对短期债务覆盖能力弱，存在一定短期偿债压力。

公司获现能力较强，2022 年受通行费收入及配套业务收入下降影响，经营活动净现金流入规模同比有所下滑。因高速公路建设项目的持续投入、购买理财产品及股权投资等持续支出所致，投资活动现金流保持净流出状态，其中 2022 年投资活动现金流净流出规模同比大幅下降，主要系对在建路桥项目的建设投入同比减少，以及收到分红款同比增加所致。筹资活动净现金流受公司融资活动及债务到期偿还等因素影响呈现一定的波动；2022 年由于公司发行债券和借款取得的现金净流入同比减少，导致筹资活动净流入规模随之下降。

由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快。但受益于较好的经营获现能力，经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力保持较好水平。2022 年 EBIT 和 EBITDA 均有所下滑，其对债务本息的覆盖倍数有所弱化，但整体偿债能力仍保持在较好水平。近年来公司债务结构虽不断优化，但短期债务规模仍较大，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 2023 年 3 月末，公司货币等价物对短期债务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，中诚信国际对公司短期债务的偿还计划保持持续关注。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流/利息支出	4.18	5.51	4.96	--
EBITDA 利息保障倍数	7.06	8.33	6.96	--
FFO/总债务	0.13	0.16	0.11	--
总债务/EBITDA	4.61	3.67	4.65	--
货币等价物/短期债务	0.17	0.34	0.44	0.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，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无形资产、质押的电费收费权，截至 2023 年 3 月末受限的无形资产和应收账款账面净值分别为 187.16 亿元和 6.62 亿元。此外，公司使用权受限制的货币资金为 0.08 亿元。受限资产占总资产的比重为 24.22%。

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 2023 年 3 月末，尚未结清的担保金额为 1.11 亿元。除此以外，截至 2023 年 3 月末，公司无其他对外担保；未决诉讼或仲裁方面，截至 2022 年末，公司不存在重大未决诉讼情况。总体来看或有负债风险可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 4 月，公司无未结清或已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测⁶

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

外部支持

控股股东实力雄厚，在江苏省高速公路建设及运营业务中具有垄断地位。作为江苏交通控股体系内唯一上市公司，公司在股东及江苏省高速公路行业地位重要，股东及地方政府对公司发展支持力度大。

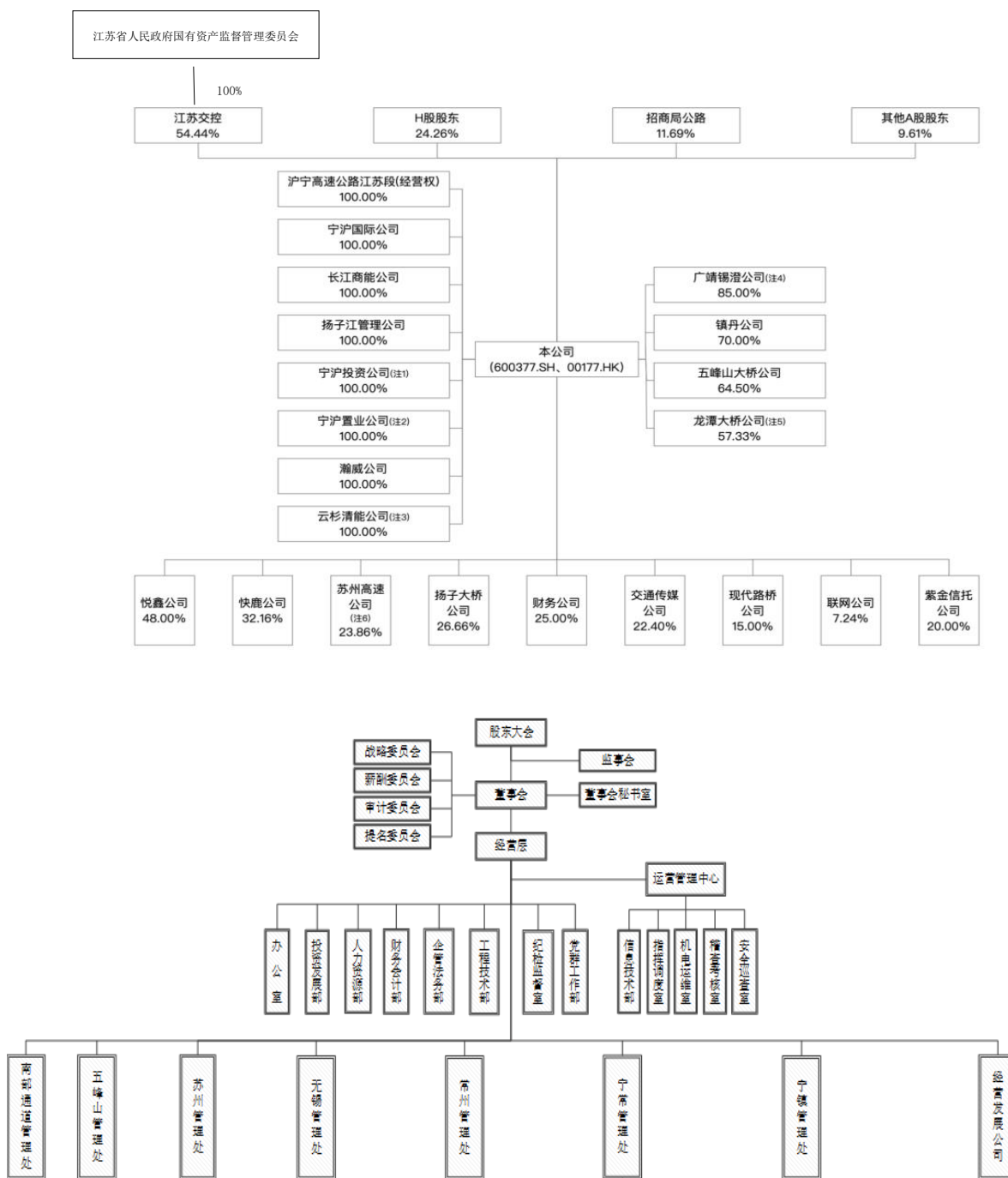
⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司位于江苏省南京市，最终控制人为江苏省国资委。公司控股股东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。公司作为江苏交通控股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。此外，作为江苏省重要的高速公路运营主体，公司亦获得一定的政府支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持“21 宁沪 G1”、“21 宁沪 G2”、“22 宁沪 G1”和“G22 宁沪 1”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 2022 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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	38,671.27	62,363.73	93,293.13	93,260.80
应收账款	30,907.26	86,867.27	112,767.00	120,187.08
其他应收款	6,933.28	7,210.04	5,776.89	5,526.08
存货	414,846.00	388,950.03	258,501.81	251,123.08
长期投资	1,464,074.57	1,896,527.58	2,095,679.39	2,109,802.32
固定资产	204,823.78	764,593.37	804,597.88	790,551.60
在建工程	1,528,071.69	26,504.62	18,869.74	20,941.90
无形资产	2,129,881.81	3,714,424.79	3,916,090.17	3,928,152.98
资产总计	6,109,556.04	7,424,683.16	7,845,834.51	8,005,672.42
其他应付款	14,684.70	17,355.42	18,348.49	34,700.94
短期债务	1,087,403.82	965,758.40	994,998.17	997,629.75
长期债务	1,354,182.37	2,197,104.52	2,604,623.51	2,656,029.51
总债务	2,441,586.19	3,162,862.91	3,599,621.68	3,653,659.26
净债务	2,406,487.28	3,101,132.23	3,507,120.40	3,561,189.45
负债合计	2,804,629.07	3,660,924.75	4,050,801.32	4,068,947.43
所有者权益合计	3,304,926.96	3,763,758.42	3,795,033.19	3,936,724.99
利息支出	75,124.00	103,548.48	111,357.89	28,394.88
营业总收入	803,246.67	1,426,053.29	1,325,560.31	362,950.37
经营性业务利润	258,668.74	388,598.68	287,497.22	134,313.84
投资收益	61,846.00	121,371.41	186,796.15	23,585.77
净利润	251,875.47	427,673.87	374,798.89	127,261.15
EBIT	366,473.36	644,885.45	569,890.69	--
EBITDA	530,030.85	862,437.80	774,737.92	--
经营活动产生的现金流量净额	313,740.15	570,276.93	552,792.10	162,326.92
投资活动产生的现金流量净额	-569,986.78	-802,031.53	-642,664.48	-206,007.91
筹资活动产生的现金流量净额	246,404.52	230,794.34	120,642.98	43,644.93
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	41.65	36.90	33.30	46.24
期间费用率（%）	8.29	7.99	10.58	8.78
EBIT 利润率（%）	45.62	45.22	42.99	--
总资产收益率（%）	6.00	9.53	7.46	--
流动比率（X）	0.54	0.65	0.69	0.81
速动比率（X）	0.24	0.37	0.50	0.62
存货周转率（X）	1.13	2.24	2.73	3.06*
应收账款周转率（X）	25.99	24.22	13.28	12.46*
资产负债率（%）	45.91	49.31	51.63	50.83
总资本化比率（%）	42.49	45.66	48.68	48.14
短期债务/总债务（%）	44.54	30.53	27.64	27.30
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.10	0.16	0.12	0.15*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.22	0.51	0.45	0.57*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	4.18	5.51	4.96	--
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.67	4.65	--
EBITDA/短期债务（X）	0.49	0.89	0.78	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.06	8.33	6.96	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.88	6.23	5.12	--
FFO/总债务（X）	0.13	0.16	0.11	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn