

2022 年度江苏交通控股有限公司信用评级报告

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

项目组成员：龚 微 wgong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 8 月 11 日

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 8 月 11 日至 2023 年 8 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]2599M 号

江苏交通控股有限公司：

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 8 月 11 日至 2023 年 8 月 10 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年八月十一日

评级观点：中诚信国际评定江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了区域经济持续增长、政府支持力度很强、业务垄断优势明显、日通行车辆持续增长以及融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注债务规模增长较快，仍面临较大的资本支出压力和“新冠”疫情反复对公司收入的冲击对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

江苏交通（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	5,373.50	6,219.62	6,956.85	7,130.66
所有者权益合计（亿元）	2,193.79	2,526.94	2,793.17	2,839.86
总负债（亿元）	3,179.71	3,692.68	4,163.68	4,290.79
总债务（亿元）	2,620.74	3,114.54	3,567.69	--
营业总收入（亿元）	511.16	441.42	574.17	133.40
经营性业务利润（亿元）	94.10	9.56	70.51	17.72
净利润（亿元）	108.31	103.82	167.66	38.65
EBITDA（亿元）	303.94	323.43	432.24	--
经营活动净现金流（亿元）	255.14	228.31	373.68	67.40
收现比(X)	0.90	0.81	0.84	0.94
营业毛利率(%)	37.55	26.55	35.07	37.82
应收类款项/总资产(%)	1.51	1.57	0.86	1.05
资产负债率(%)	59.17	59.37	59.85	60.12
总资本化比率(%)	54.43	55.21	56.09	--
总债务/EBITDA(X)	8.62	9.63	8.25	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.45	3.50	4.08	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未审计财务报告整理；2、分析时将 2019~2021 年应付短期债券、拆入资金中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务；3、因公司未提供 2022 年一季度财务报表附注，故未列示 2022 年一季度末债务规模及部分财务指标。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业(省级交通投资)
(C250101_2019_03)

江苏交通控股有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力 (30%)	FFO 利息倍数(X)*	3.05	10
	EBITDA/总债务(X)*	0.11	10
	总资本化比率(%)	56.09	8
	FFO/当年资本支出(X)*	0.50	8
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	69.34	8
	单公里路费收入	10	10
运营实力 (30%)	区域经济发展程度	10	10
	区域地位	10	10
	路产竞争力	10	10
规模(15%)	通行费收入	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打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)的基础上考虑评级调整得到。其中基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **发达的区域经济为公司的发展奠定了良好基础。**江苏省经济保持较快增长，综合经济实力位居全国前列，2021 年实现地区生产总值 116,364 亿元，同比增长 8.6%，江苏省很强的区域经济为公司未来的发展奠定了良好的基础。

■ **政府支持力度很强。**公司作为江苏省高速公路和铁路建设的主体，持续获得江苏省政府在资金上的大力支持，2021 年公司收到省级交通发展专项（铁路建设）收益性补助 80 亿元，政府支持力度很强。

■ **公司路桥业务区域垄断优势明显，日通行车辆保持稳定。**截至 2021 年末，公司经营及管理的高速公路达 4,381 公里，约占江苏省高速公路通车里程的 88%，区域垄断地位稳固。2021 年公司运营高速公路日均通行车辆 213 万辆，继续保持高位。

■ **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额 7,199.28 亿元，其中未使用授信额度 4,481.50 亿元；下属江苏宁沪高速公路股份有限公司为 A 股和 H 股上市企业，江苏金融租赁股份有限公司为 A 股上市企业，融资渠道畅通。

关注

■ **公司债务规模增长较快，且仍面临较大的资本支出压力。**公司收费公路和铁路投资规模较大，导致债务规模持续增加，截至 2021 年末，公司总债务为 3,567.69 亿元，其中短期债务为 1,254.82 亿元，面临一定短期偿债压力。同时，随着在建项目的持续推进，公司未来资金投入压力依然较重，或将进一步推升其债务水平。

■ **“新冠”疫情反复对公司收入的冲击。**2022 年以来长三角地区疫情形势较为严重，对公司路桥业务及铁路运输业务均造成了一定冲击，需关注疫情反复对公司收入规模造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，江苏交通控股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。**公司高速公路运营规模或通行费收入大幅下降，盈利能力明显恶化，偿债能力减弱等。

评级历史关键信息 1

江苏交通控股有限公司					
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	--	2022/6/28	朱洁、龚微	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	--	2009/12/9	--	--	--
AA+/稳定	--	2007/4/16	宋广宇、李璐、朱慧	--	阅读全文

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

江苏交通控股有限公司					
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	--	2019/6/25	邵新惠、吴凯琳	--	阅读全文
AAA/稳定	--	2018/2/11	邵新惠、吴凯琳、刘艳美	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2021年部分省级高速公路企业主要指标对比表（亿元、%）							
公司名称	资产总额	所有者权益	资产负债率	债务总额	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
江苏交通	6,956.85	2,793.17	59.85	4,163.68	574.17	167.66	373.68
江西交投	3,392.14	1,363.69	59.80	2,028.45	404.81	24.82	51.21
湖北交投	5,501.66	1,685.54	69.36	3,816.12	522.24	52.29	46.69
成都交通	1,621.57	570.70	64.81	1,050.87	129.79	8.27	-45.34
重庆高速	2,177.76	669.69	69.25	1,508.08	278.80	1.85	99.49

注：“江西交投”为“江西省交通投资集团有限责任公司”的简称；“湖北交投”为“湖北省交通投资集团有限公司”简称；“成都交通”为“成都交通投资集团有限公司”简称；“重庆高速”为“重庆高速公路集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”或“公司”）是经江苏省人民政府批准成立的具有投资性质的国有资产经营单位和投资主体，主要负责江苏省内干线高速公路和过江桥梁等交通基础设施投资建设和管理。2000年5月，江苏交通在原江苏交通投资公司的基础上成立。2004年9月，江苏交通和江苏交通产业集团有限公司合并重组。截至2021年末，江苏交通注册资本168亿元，实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司主营业务分为路桥业务和非路桥业务，其中路桥业务是公司核心业务，非路桥业务主要包括铁路投资、油品销售及金融业务等。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共144家。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	截至 2021 年末 持股比例	主营业务
江苏省铁路集团有限公司	铁路集团	95.12%	铁路投资
江苏京沪高速公路有限公司	京沪高速	55.27%	高速公路建设、运营
江苏宁沪高速公路股份有限公司	宁沪高速	54.44%	高速公路建设、运营
江苏沿江高速公路有限公司	沿江公司	80.61%	高速公路建设、运营
江苏金融租赁股份有限公司	江苏租赁	39.04%	融资租赁业务

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022年上半年，新一轮疫情冲击叠加俄乌冲突影响，经济运行中的“三重压力”进一步加大，二季度我国GDP增速仅有0.4%，拖累上半年GDP同比增长2.5%。展望下半年，随着疫情影响逐步消退以及稳增长政策效果持续显现，宏观经济有望修复性反弹，考虑到修复结构与政策节奏的不平衡，总体经济复苏或呈非对称“W”型走势。

因疫情影响上半年多项宏观经济指标在3至5月间出现收缩，宏观经济运行再次偏离长期增

长趋势线。从生产看，上半年工业生产总体韧性较强，6月份工业增加值增速出现显著回暖，但服务业受疫情冲击收缩幅度较大且持续修复的基础仍不牢靠。从需求看，上半年需求不足特征显著且内部结构不平衡，并以政策性因素为主要支撑。其中，因物流受阻及供应链循环趋缓制造业投资增速高位回落，市场预期依然负面之下房地产投资增速延续下滑，财政前置及地方基建项目加快落地推动二季度基建投资增速稳中有升，社零额增速则在疫情冲击之下连续三个月大幅下滑，出口短期看具有一定韧性但后续或受外需收缩拖累。从价格看，上半年PPI与CPI之差持续收敛，中下游行业的利润承压状况有所缓解，但需要关注消费价格上涨对消费信心的影响。从融资看，一季度末疫情冲击下融资需求显著收缩，随着专项债加快发行社融规模及结构于二季度有所改善，但可持续性仍有待观察。

宏观风险：下半年宏观经济将以结构性修复为主线，但也将持续面临严峻复杂的外部压力与内部挑战。从外部环境看，俄乌冲突带来全球地缘冲突加剧以及金属、能源和粮食供应紧张，发达经济体的通胀压力正在放大全球经济的滞胀风险，美国持续寻求与中国加速“脱钩”。从内部挑战看：首先，变异病毒隐匿性更强传染系数更高，疫情反弹风险犹存；其次，预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈，企业家信心低迷，居民部门新增储蓄达到历史同期新高，预期偏弱或持续制约内需释放；第三，微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足，企业部门亏损家数及亏损额同比高位运行，居民部门就业压力较大，特别是年轻群体的失业率居高不下；第四，宏观债务风险持续存在，稳增长发力背景下宏观杠杆率或有进一步上升的压力，尤其是房地产等重点领域风险加速暴露，需高度警惕“停贷风波”发酵下的风险蔓延。

宏观政策：上半年宏观政策支撑经济顶住了超预期因素冲击，货币政策降准降息并下调中长期LPR，财政政策收支两端同时发力并加快专项

债发行。下半年稳增长依然是政策主线，但防风险是底线，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。货币政策稳字当头，稳中求进。央行二季度例会强调结构性货币政策要积极做好“加法”，下半年或主要以结构性政策工具配合财政金融政策着重推动宽信用，引导淤积的流动性流向实体。虽不排除总量货币政策的操作可能，但流动性充裕背景下总量货币政策的必要性及有效性或打折扣。财政政策以积极为基调，但重点或转向支出端。上半年存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年或以加大支出特别是专项债的使用为重点，包括调整固投资项目资本金比例及扩大专项债使用范围等。若政策效果滞后或不显著，亦不排除发行特别国债等增量工具的使用。

宏观展望：随着一揽子稳增长政策措施落地见效，下半年宏观经济或将结构性修复，但考虑到经济不同部门修复节奏的不统一以及政策效果显现具有一定延迟与滞后，经济总体或呈现出非对称“W”型走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济在面对超预期因素冲击时体现出了较强的韧性，宏观政策稳增长依然具有较好的效果，内需释放依然具有较大的潜力。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，创新发展能够持续为经济运行注入新的增长动能，中国经济长期向好的基本面并未改变。

行业及区域经济环境

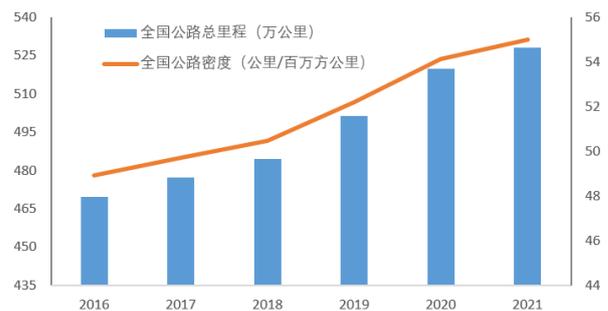
近年来我国公路通车里程持续增长，从各运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但近年来随着疫情反复下出行需求的减弱，以及铁路网络规模的扩大和高速铁路的大量投运，需关注上述因素对营业性客运带来的冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、

港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2021年末，全国公路总里程528.07万公里，比上年增加8.26万公里。公路密度55.01公里/百平方公里，较上年增加0.86公里/百平方公里。公路养护里程525.16万公里，占公路总里程99.4%。全国等级公路里程506.19万公里，比上年末增加11.74万公里，等级公路占公路总里程95.9%，同比提高0.7个百分点；其中，二级及以上公路里程达72.36万公里，较上年末增加2.13万公里，占公路总里程的13.7%，较上年末提升0.2个百分点；高速公路里程16.91万公里，较上年末增加0.81万公里；国家高速公路里程11.70万公里，较上年末增加0.40万公里。

图1：2016~2021年全国公路总里程及公路密度



资料来源：交通运输行业发展统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，受疫情反复下出行需求减弱影响，2021年全年完成营业性客运量83.03亿人，较上年继续下降14.1%，其中我国全年完成公路营业性客运量50.87亿人，较上年下降26.2%。从周转量方面来看，随着“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略实施，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营业性客运周转量持续负增长，叠加持续反复疫情影响，全年旅客运输周转量累计 3,627.54 亿人公里，同比下降 21.8%。从货物运输来看，“公转铁”政策和航运等其他运输方式近年来对公路客运和货运形成分流影响。但 2021 年作为“十四五”

良好开局，在国家坚持稳中求进工作总基调不变，完整、准确、全面贯彻新发展理念，统筹疫情防控和经济社会发展交通运输各项工作下，全年货物运输总量为 391.39 亿吨，同比增长 14.2%，货物运输周转量 69,087.65 亿吨公里，实现同比增长 8.9%，货运需求总量稳步提升。

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	33,238.00	8.9	47.74	4.9	9,567.81	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.65	14.8	391.39	14.2	3,627.54	-21.8	50.87	-26.2
水运	115,577.51	9.2	82.40	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.16	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	7.6
运输总量	218,181.32	10.9	521.60	12.3	19,758.15	2.6	83.0	-14.1

资料来源：《2021 年交通运输行业发展统计公报》，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强将进一步拉动对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但近年疫情反复，市民出行意愿下滑，同时铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，对营运性公路客运收入产生一定影响。

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%。

截至 2020 年末，全国收费公路累计建设总投资额 108,075.1 亿元，其中 2020 年建设总投资额 12,979.0 亿元，其中政府还贷公路累计建设总投资 45803.3 亿元，经营性公路累计建设总投资 62271.7 亿元。

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，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，比上年末增加 9,125.9 亿元，增长 14.8%。按收费公路按属性划分，政府还贷公路 32,991.6 亿元，经营性公路 37,669.6 亿元。2020 年，全国收费公路通行费收入 4,868.2 亿元，比上年减少 1,069.7 亿元，下降 18.0%。扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿还债务本金的资金为 2,763.1 亿元，当年偿还债务本金 7180.1 亿元，偿还债务利息 3061.3 亿元，通行费收支缺口 7,478.2 亿元，较上年进一步扩大。

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	31,922.1	45,803.3	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.7	37,669.6

合计	34,432.5	73,642.5	108,075.1	70,661.2
----	----------	----------	-----------	----------

注：(1)+(2)=(3)。

资料来源：《2020年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其

路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 4：2021 年部分省级高速公路集团财务指标

省级高速集团	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
江苏交通控股有限公司	574.17	35.07	6,956.85	59.85
陕西省交通建设集团公司	423.41	46.75	5,457.92	69.97
北京市首都公路发展集团有限公司	144.55	20.45	2,498.89	59.18
安徽省交通控股集团有限公司	451.22	32.01	3,020.18	64.97
重庆高速公路集团有限公司	278.80	24.27	2,177.76	69.25

注：陕西省交通建设集团公司对高速公路不计提折旧，营业毛利率高；

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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

2016年12月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式

（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广PPP等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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

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

表 5：近年来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	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，

行费实施方案》		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》	2021.6.2	因地制宜施策，完善政策引导，全面推广高速公路差异化收费，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

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

自 2015 年 7 月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《收费公路管理条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

近年来我国铁路固定资产投资和设备投资额虽小幅下滑，但仍保持高位，且“十四五”期间有较大建设空间，铁路建设相关企业面临较好的发展机遇

经过多年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充且铁路固定资产投资维持在较高

水平。2021 年全国铁路固定资产投资额 7,489 亿元，较上年小幅下降，投产新线超 3,600 公里；截至 2021 年末，铁路网络规模进一步扩大，全国铁路营业总里程达 15 万公里，其中高铁营业里程达 4 万公里，占铁路营业里程比重超过 1/4。在 2021 年 2 月中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》中提出，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，国家铁路网规模达到 20 万公里左右，其中高速铁路 7 万公里（含部分城际铁路）。中诚信国际认为，2021 年全国铁路固定资产投资额下滑在一定程度上系疫情影响，未来伴随铁路网建设的不断完善及“十四五”规划重大铁路项目的推进，我国铁路投资仍有一定增长空间。

江苏省快速发展的区域经济以及发达的物流业为公司发展奠定了良好基础

江苏省位于中国大陆东部沿海，东临黄海，北接山东，西连安徽，东南与上海、浙江接壤，全省土地面积 10.72 万平方公里。截至 2021 年末，全省常住人口 8,505.4 万人，较上年末增加 28.1 万人，增长率为 0.33%；全省常住人口城镇化率

73.94%。

江苏省系我国经济最发达的省份之一，非公有制经济活力强，2021年非公有制经济实现增加值87,622.2亿元，占GDP的比重达75.3%，较上年继续提高0.4个百分点。

2021年，江苏省经济继续保持较快增长，地区生产总值在全国各省（市）中位列第2。GDP增速方面，2021年江苏省GDP按可比价格计算，同比增长8.6%。产业结构方面，第一产业增加值4,722.4亿元，比上年增长3.1%；第二产业增加值51,775.4亿元，比上年增长10.1%；第三产业增加值59,866.4亿元，比上年增长7.7%。2021年江苏省产业结构加快调整，三次产业增加值比例由2020年的4.4:43.1:52.5调整为4.1:44.5:51.4，产业结构进一步优化。持续提升的区域经济推动财政实力的不断增强，2021年江苏省一般公共预算收入10,015.2亿元，其中税收收入8,171.3亿元。

表 6: 2019~2021 年江苏省主要经济及财政指标(亿元、%)

项目	2019	2020	2021
地区生产总值	99,631.5	102,719	116,364
第一产业增加值	42,96.3	4,536.7	4,722.4
第二产业增加值	44,270.5	44,226.4	51,775.4
第三产业增加值	51,064.7	53,955.8	59,866.4
三次产业结构	3.3:42.1:54.6	4.4:43.1:52.5	4.1:44.5:51.4
固定资产投资同比增幅	5.1	0.3	5.8
社会消费品零售总额	35,291.2	37,086.1	42,702.6
一般公共预算收入	8,802	9,059	10,015.2
其中：税收收入	7,340	7,414	8,171.3
财政平衡率	70.00	66.21	68.66

资料来源：根据江苏省统计公报整理

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。截至2020年底，全省高速公路里程达5,000公里，面积密度居全国前列。

汽车保有量方面，2021年末江苏省机动车保有量2,365.92万辆，其中汽车保有量2,182.54万辆，同比增长6.08%；机动车驾驶人3,229.61万人，其中汽车驾驶人3,076.5万人，同比增长4.65%。

根据《江苏省高速公路网规划（2017~2035年）》，规划指出，到2035年江苏省高速公路网的合理规模为6,000~7,000公里，采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，总体上形成“十五射六纵十横”的布局形态，届时江苏省高速公路里程和密度将进一步增长，公司下属路段的高速公路车流量有望进一步上升。

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

目前公司业务涵盖路桥业务、油品销售、铁路业务及金融板块等。收入构成方面，公司营业收入主要来源于路桥业务、油品销售两大业务板块，具体明细见下表。

表 7: 2019~2021 年公司主要业务收入及占比情况（亿元、%）

项目	2019		2020		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
路桥业务	282.32	55.23	246.35	55.81	330.59	57.58
石油制品销售	120.12	23.50	97.45	22.08	85.74	14.93
金融业务	56.35	11.02	59.04	13.37	67.75	11.78
铁路业务	16.63	3.25	21.56	4.88	55.28	9.63
其他	35.74	6.99	17.03	3.86	34.92	6.08
合计	511.16	100.00	441.42	100.00	574.17	100.00

注：1、金融业务包括融资租赁等利息收入、租赁手续费及佣金收入和资产租赁收入；2、其他业务包含工程施工、物资销售及房地产销售等；3、因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

路桥业务

随着在建路产的逐步通车，公司经营实力不断增强，加之执行正常通行收费政策，2021年通行费收入大幅增长；公司公路建设后续投资规模较大，面临较大投融资压力

公司承担了江苏省内大部分高速公路的投融资任务，2019~2021年末，公司运营和管理的高速公路里程分别为4,222公里、4,280公里和4,381公里，分别占同期江苏省高速公路通车总里程的87.07%、87.41%和88.04%，公司在江苏省高速公路建设与运营业务中垄断优势明显。

近年来江苏省区域经济持续增长，公司的通行量和通行费在高速公路运营业务的区域垄断性下得到了较好保证。2019年，公司实现车辆通行费收入282.32亿元、运营高速公路日均通行量171.19万辆。2020年，公司运营高速公路日均通行车辆增至215.72万辆，同比增长26.01%，但

受新冠肺炎疫情影响，2020年2月17日零时至2020年5月6日零时期间，全国收费公路免收车辆通行费，免收政策对公司2020年路产通行费收入产生较大影响，当年实现通行费234.89亿元，同比下滑16.80%。2021年公司运营高速公路日均通行车辆为213万辆，基本与上年持平；当年公司实现通行费收入330.59亿元，同比大幅增长34.20%，主要系2020年执行免收通行费政策，2021年全年执行正常收费政策所致。

公司的路桥业务覆盖全省，但通行费收入主要集中于沪宁高速、京沪高速及苏通大桥等七大大路桥。2019~2021年公司七大高速共分别实现通行费收入160.74亿元、124.43亿元和162.61亿元，分别占通行费总收入的56.94%、52.97%和49.19%。其中受疫情防控以及叠加扩建施工的影响，2020~2021年京沪高速江苏路段的通行费持续下滑，系公司核心路产中收入下滑幅度最大的通行路段。

表 8：2019~2021 年公司经营主要路桥运营情况（公里、亿元、万辆）

路段名称	里程	通行费收入			标准通行量		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
沪宁高速	248.21	52.31	39.26	51.30	3,692	4,655	5,186
京沪高速	261.47	23.67	11.17	7.98	1,862	1,814	884
苏通大桥	32.42	21.86	18.14	23.96	3,680	6,536	6,632
宁杭高速	152.10	17.04	13.56	18.97	4,177	6,408	6,239
扬子大桥	5.18	15.06	16.69	24.72	5,857	8,828	10,979
润扬大桥	35.66	10.89	9.09	13.63	3,034	3,375	3,391
沿江高速	138.62	19.91	16.52	22.05	5,336	6,431	6,530
合计	873.65	160.74	124.43	162.61	27,638	38,047	39,841

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理；

收费标准方面，江苏省对客车实行四级分类，一类车费率为0.45元/车公里，其他车型费率乘以相应车型的收费系数确定，与大部分省份相同，预计未来几年基本费率将保持稳定。

表 9：公司主要路段客车现行通行费标准

类别	客车	费率标准 (元/车公里)
第 1 类	≤9 座	0.45
第 2 类	10 座~19 座	0.675

第 3 类	20 座~39 座	0.90
第 4 类	≥40 座	0.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年1月1日，江苏省货车计重收费标准由计重收费改为按车（轴）型收费，按照轴数分为6类车型，其中专业作业车车型分类标准及收费标准参照货车执行。

表 10：江苏省联网高速公路货车现行通行费标准

类别	总轴数（含	车长和最大允	收费标准（元	差异化优惠
----	-------	--------	--------	-------

	悬浮轴)	许总质量	/车公里)	标准 (元/车公里)
一类	2	车长小于6,000MM且最大允许总质量小于4,500KG	0.45	0.45
二类	2	车长小于6,000MM且最大允许总质量小于4,500KG	1.05	0.977
三类	3	--	1.57	1.350
四类	4	--	1.90	1.805
五类	5	--	1.94	1.843
六类	6	--	2.32	2.204

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，各个高速路段的收费站收缴通行费后，统一上缴至各省高速公路联网拆分中心，拆分中心按照路段所属情况，将归属于公司的通行费拆分至公司通行费专户。高速公路的通行费收入分为现金收入和ETC收入，现金收入采取日清日结方式，ETC收入由各地清算拆分中心按月进行。

公司路产养护能力在全国处于较高水平，在保持道路品质的情况下合理控制养护成本，2019~2021年公司的路产养护成本分别为67.70亿元、84.47亿元和79.64亿元，随着公司开展预

防性养护，以及高速公路使用年限增加下摊销的公路经营收费权增加，近年来养护成本保持增长，但受以京沪高速为主的在扩建路产不再计提折旧及摊销等影响，2021年公司的路产养护成本同比减少5.72%。

路桥建设方面，公司按照“以省为主、省市共建”的原则投资建设，建设项目资本金占总投资比例不低于40%，其中苏南5市（南京、无锡、常州、苏州、镇江市）地方资本金出资比例为40%。苏中3市（南通、扬州、泰州市）地方资本金出资比例为30%，苏北5市（徐州、连云港、淮安、盐城、宿迁市）地方资本金出资比例为10%。路桥建设方面，截至2021年末。公司在建高速公路494.72公里，总投资额1,141.48亿元，已完成投资390.11亿元。

拟建项目方面，截至2021年末，公司拟建项目包括南京至盐城高速公路、张皋过江通道、丹阳至金坛高速公路等12个公路项目投资计划，合计总投资2,044.67亿元，建设期主要集中于3~5年，上述拟建项目计划于2022~2024年分别投资190.00亿元、510.20亿元和496.85亿元，仍面临较大的支出压力。

表 11：截至 2021 年末公司高速公路在建项目情况表（公里、亿元、%）

项目名称	建设里程	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资	未来投资计划		
						2022	2023	2024
常泰大桥接线	31.97	128.13	50.00	26.50	42.92	40.00	21.90	21.90
洋通高速公路二期项目	16.00	26.53	50.00	6.63	7.85	11.80	6.60	3.33
建兴高速	72.00	128.86	40.00	33.28	32.25	45.00	33.60	16.76
连云港至宿迁高速公路沭阳至宿豫段	47.67	88.18	50.00	30.00	34.10	20.00	19.30	9.58
常泰大桥主桥	10.03	158.07	50.00	41.79	62.12	30.00	27.00	27.00
连云港至宿迁高速公路徐圩至灌云段	40.65	90.61	60.00	13.00	12.90	15.00	23.00	23.00
京沪改扩建	259.57	314.10	40.00	83.01	133.07	73.50	79.99	--
龙潭过江通道	5.00	63.40	40.00	21.66	20.78	13.00	17.60	8.79
江阴二通道	11.83	143.60	40.00	36.77	44.12	27.50	29.00	29.00
合计	494.72	1,141.48	--	292.64	390.11	275.80	257.99	139.36

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非路桥业务

随着铁路集团的成立，江苏省内铁路建设模式由铁总控股投资逐渐变更为省内控股投资，公司后续铁路建设投资将加大公司投融资压力。此外，公司产品销售、金融等业务运营情况良好，为公司收入和利润来源提供了有效的补充

铁路投资

铁路建设方面，在公司原子公司江苏铁路投资发展有限公司的基础上，江苏省人民政府根据江苏省人民政府苏政发〔2018〕60号《关于组建江苏省铁路集团有限公司的通知》组建成立了铁路集团。截至2021年末，铁路集团注册资本为1,000.00亿元，实收资本706.09亿元，公司以原参股建设铁路的投资额和自有资金出资，对铁路集团的持股比例为95.1236%。

2018年，铁路集团与中国铁路上海局集团有限公司（以下简称“上海局”）签订《关于对苏北铁路有限公司（现改名为江苏高速铁路有限公司）增资的协议》，铁路集团与上海局分别将对新长铁路有限责任公司、丰沛铁路股份有限公司按照基准日（2018年6月30日）经审计的实收资本股权比例和经评估的股东全部权益，作价增资至江苏高速铁路有限公司（以下简称“高速铁路”）。增资后高速铁路注册资本为1,357.41亿元，铁路集团拥有表决权比例为51.23%，2018年12月31日，公司将高速铁路纳入合并范围。

根据《江苏省轨道交通“十三五”及中长期发展规划》，公司将作为多条铁路的控制主体，代表省方承担资本金出资和项目融资的任务，其中公司承担资本金的来源主要是路桥经营产生的资金和政府补贴，融资部分公司将探索多种模式，包括但不限于设立铁路发展基金，依靠政策性银

行贷款等。根据江苏省人民政府文件《省政府关于进一步加快推进铁路发展的意见》（苏政发〔2016〕175号），省方资本金由省市共同分担，以国家投资为主的新开工铁路项目，省市出资比例为苏南地区1:1，苏中地区2:1，苏北地区3:1；以省投资为主的新开工铁路项目，省市出资比例为苏南地区5:5，苏中地区6:4，苏北地区7:3。

公司前期参与的铁路项目多为“以国家投资为主的铁路项目”（以下简称“国铁项目”），组建的铁路项目公司由中国铁路总公司控股，公司及铁路集团为参股方，只按项目公司的持股比例缴纳注册资本金，铁路项目的建设资金的融资则由中国铁路总公司负责。合资铁路投入运营后，公司仅作为参股方参与分红实现投资收益，分红按照项目公司的持股比例分配。目前，公司在建及拟建的铁路项目多为“以省投资为主的铁路项目”（以下简称“省铁项目”），省铁项目以铁路集团控股出资建设，负责省方资本金出资和项目融资，并负责后续运营管理及沿线开发等，未来以项目运营收入作为还本付息来源。

截至2021年末公司已完工省铁项目共12条铁路，总里程2,514.94公里，江苏段总投资2,004.16亿元，已完工铁路全部纳入合并范围。2021年，公司铁路运输业务实现收入55.28亿元，同比大幅增长156.40%，随着投运铁路线路及车辆的增加、货运政策的倾斜，公司铁路运输收入保持良好的增长趋势；当年铁路业务毛利率为-34.98%，因铁路项目投资周期长、项目投入大的特性决定了短期内毛利率水平较低，且目前省内线路尚未形成铁路网，铁路运力尚未被完全使用，铁路业务毛利仍为负，但亏损幅度较上年大幅缩窄。

表 12：截至 2021 年末公司已完工铁路项目情况（公里、亿元、%）

项目名称	里程（公里）	建设期	总投资额（亿元）	江苏段总投资（亿元）	省方持股比例（%）	日开行对数
连盐铁路	234.03	2013~2018	248.63	248.63	30.00	18
青连铁路（江苏段）	8.00	2014~2018	5.47	5.47	50.00	28
宁启二期	92.28	2014~2018	64.73	64.73	30.00	7

徐宿淮盐	316.00	2015-2019	408.9	408.9	57.46	徐淮 37/淮盐 22
新长铁路	544.00	1998~2005	68.10	58.76	31.28	9
宁启铁路	284.00	2002~2005	37.33	37.33	30.00	61.5
宁启复线电化改造	268.00	2009~2016	156.53	156.53	30.00	--
海洋铁路	77.00	2008~2013	20.12	20.12	30.85	1
丰沛铁路	50.00	2009~2013	9.82	9.82	36.00	--
盐通铁路	156.60	2018~2020	275.67	275.67	70.00	34
连淮扬镇	305.00	2014~2020	456.84	456.84	30.00	连淮 38/淮镇 56
连徐高铁	180.03	2016~2020	260.99	260.99	70.00	10
合计	2,514.94	-	2,013.13	2,003.46	--	--

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

已完工国铁项目方面，公司参股投资建设并已通车的铁路包括京沪高速铁路、沪宁城际铁路、宁杭铁路等 8 条，江苏段总里程达 992.00 公里，

江苏段总投资额达 1,180.45 亿元，其中公司出资 190.29 亿元，2021 年收到参股铁路现金分红 3.91 亿元。

表 13：截至 2021 年末公司主要参股已完工铁路投资项目情况（公里、亿元、%）

项目名称	建设期	总投资额	江苏段总投资	江苏段里程	省方持股比例	公司持股比例	公司累计出资
沪宁城际	2008~2010	482.74	321.00	269.00	42.50	32.02	63.15
京沪高铁	2009~2013	1,965.31	533.70	358.00	5.24	3.22	44.17
宁杭铁路	2008~2013	340.98	173.00	146.00	21.43	10.58	16.60
宁安铁路	2009~2013	348.88	36.00	37.00	7.14	5.00	6.30
合宁铁路	2008~2013	60.21	12.00	49.00	11.34	5.67	1.55
宿淮铁路	2009~2013	49.34	26.40	97.00	14.09	11.74	3.10
郑徐客专	2008~2013	479.79	78.35	36.00	2.72	1.63	18.17
沪通一起	2014~2020	353.84	-	-	43.44	23.93	37.25
合计	-	4,081.09	1,180.45	992.00	-	-	190.29

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，目前公司在建铁路项目主要包含南沿江铁路和宁淮铁路 2 条省铁项目。上述 2 条省铁总投资 840.69 亿元，截至 2021 年末，已投资 348.33 亿元。拟建铁路项目方面，公司计划拟建省铁 3 条，预计总投资 2,729.04 亿元（江苏段总投资），其中 2022 年、2023 年和 2024 年分别计划投资 196.00 亿元、400.00 亿元和 460.00 亿元。

整体看，公司建设运营的铁路项目分为控股和参股两种方式，部分铁路项目已进入运营阶段，2021 年仍处于亏损状态；国铁项目通过合资铁路运营后参与分红实现收益。此外，未来随着多条铁路陆续开工建设，公司面临一定投融资压力。

石油制品销售

公司油品销售主要依托下属子公司石油公司、

宁沪高速和孙公司南京空港油料有限公司（以下简称“空港油料公司”）负责，其中石油公司和宁沪高速通过省内加油站实现成品油销售，空港油料公司销售航空煤油至南京禄口机场。2021 年，因空港油料有限公司不再纳入合并报表范围内，当年销售的油品种类不再包含航空煤油，油品板块收入全部来自于成品油销售。

公司油品销售业务的采购供应商为中国石化销售有限公司江苏石油分公司和中国航空油料集团公司。结算方面，公司实行先进货再向供货商付款的模式，减少对于公司资金的占用。价格方面，公司油品采购价格为当前零售价格扣除固定差价，毛利水平稳定。同时，针对竞争加剧、汽柴油供应不确定或趋紧等不利情况，公司积极采取应对措施，包括多样性配置油品品种、降价让利销售、稳定汽柴油供应等。2019~2020 年受石

油价格持续下跌及航空煤油需求减弱的影响，公司石油销售板块收入整体呈下滑趋势，分别实现营业收入 120.12 亿元和 97.34 亿元；2021 年国际原油供给减少，价格震荡上行，油品零售价格的

上涨导致下游需求减弱，加之新能源市场的冲击及不再实现航空煤油销售影响，当年公司实现成品油销售 86.66 亿元，同比减少 10.97%。

表 14：2019~2021 年公司油品销售情况（万吨、亿元）

公司名称	主要油品种类	2019		2020		2021	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
石油公司	成品油	97.02	69.74	111.02	68.71	99.66	74.75
空港油料公司	航空煤油	83.25	39.57	59.80	18.02	--	--
宁沪高速	成品油	13.50	10.81	15.16	10.61	14.57	11.91
合计	--	193.77	120.12	185.98	97.34	114.23	86.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融业务

公司从事金融租赁业务的实体主要为江苏租赁。2018 年 3 月 1 日，江苏租赁在上交所挂牌上市，股票代码为 600901。截至 2021 年末，公司直接或间接持有江苏租赁的股权比例为 39.04%。

依托长三角经济较发达的地缘优势，经过多年发展，江苏租赁在城市公用、清洁能源、高端装备、农业机械、汽车金融等细分领域和新兴市场拓展融资租赁业务，业务规模稳步增长，2019~2021 年，公司金融业务分别实现收入 56.35 亿元、54.07 亿元和 67.75 亿元，其中融资租赁业务收入分别为 49.81 亿元、57.85 亿元和 65.46 亿元。

公司融资租赁业务类型包括售后回租和直接租赁，以售后回租为主，截至 2021 年末江苏租赁应收融资租赁款余额 936.62 亿元，业务期限集中于 3~5 年，展业区域集中于江苏省，涉及行业多元化。公司要求客户所投资项目符合国家产业政策，租赁标的资产符合承租人实际需要和市场发展。公司主要通过资产抵押、融资项目股权质押或第三方担保等方式来控制无法兑付风险。近年江苏租赁资产质量保持较好水平，应收融资租赁款不良率维持在 1% 以下，2021 年不良资产率为 0.96%，较上年提高 0.08 个百分点；不良租赁资产分布方面，截至 2021 年末，江苏租赁不良租赁资产主要分布在水利、电力、热力、燃气及

医疗卫生等领域。近年来江苏租赁加大了租赁资产减值准备计提力度，2021 年末减值准备对不良应收融资租赁款的覆盖率为 431.97%，风险抵补能力持续保持较强水平。总体看，公司整体资产质量良好，拨备覆盖水平持续提升，江苏租赁的上市进一步拓宽融资渠道，提升其资本实力，对业务发展起到积极的推动作用。

其他业务

公司的其他业务主要为文化传媒、物资销售及房地产销售等。2019~2021 年，公司其他业务分别取得业务收入 35.74 亿元、14.46 亿元和 34.92 亿元。

文化传媒方面，公司于 2018 年与新华传媒共同设立了江苏交通文化传媒有限公司，目前合计管理省内高速公路沿线的 3,896 个媒体设施；房地产销售业务方面，公司地产业务由子公司江苏宁沪置业有限责任公司负责，公司通过竞拍相继取得了句容市宝华镇鸿堰社区地块、昆山花桥商务核心区地块、苏州沧浪区新市路地块和苏州南门外 G25 地块四个项目，地产开发以稳健经营为方针，整体运营较为平稳。

战略规划及管理

公司的战略规划有助于公司形成符合自身特色的业务定位及核心竞争力，但发展目标的实现受宏观经济环境影响具有一定的不确定性

江苏交通制定了围绕交通主业、适当进行相关多元化经营的长远发展规划，路桥业务仍是公司业务发展的重点。公司将提高企业的运营管理和战略管理层次，以资本经营为核心，以增效拓宽融资渠道为手段，运用多种资本运作方式，实现资本经营和业务经营的相互促进，形成“投资—回收—再投资”良性循环和滚动发展的控股经营模式。

高速公路方面，公司将围绕江苏省交通建设投资目标和要求，参与省内高速公路建设，继续发展扩大主业。随着全国高速公路网络密度的提高、江苏省城市化进程的加快以及私人汽车保有量的增加，江苏省交通基础设施需求快速增长，公司的高速公路业务将拥有较大的发展空间。公司短期内以推进高速公路通道扩容和加强省际衔接为重点，推动苏锡常南部通道、五峰山公铁大桥南北接线等项目，完善江苏省“五纵九横五联”高速公路互通布局。此外，公司加快推进京沪高速改扩建，注重车流量趋于饱和路段的扩建前期方案制定，做好部分高速公路服务区的改扩建，提升服务区服务能力。

金融板块方面，公司制定了专业化战略、客户导向战略、风险管理战略和人才发展战略，目标是成为国内最佳中小机构融资租赁服务商。

专业化战略是公司应对目前租赁行业快速扩张、无序竞争的关键，是公司品牌定位和企业形象的重要支撑。专业化战略需要公司围绕“服务民生、服务中小”的战略定位，集中资源和能力打造竞争优势，最终使之成为公司业务发展和利润增长的重要保障。

公司的客户导向战略以增加客户价值为出发点。在经营过程中，公司将充分关注客户的基本特征、需求偏好，保持产品开发和营销手段适时而变，动态的满足客户需求。

风险管理战略的主要目的是根据各业务板块主要风险，构建责任清晰、适应转型发展和结构

调整的全面风险管理体系。公司将运用创新的风险资产经营管理模式及化解处置手段，逐步实现涵盖战略重点业务领域的全面风险监控，提高资产质量。

公司实施人才战略以建立和完善人才培养机制，通过制定有效的人才培养与开发计划，合理培养公司战略后备人才队伍，为公司的可持续发展提供智力资本支持。

公司目前的风险管理意识较强，治理结构的风险监督安排较为健全，但由于公司是江苏省主要的基础设施投资主体，在某些重大项目决策上受政府影响较大，投资决策的自主权方面存在一定欠缺

江苏交通实行董事会领导下的总经理负责制，董事会成员由江苏省人民政府或省国资委委派，监事会由国资委委派的专职监事和职工监事共同组成。公司本部已按照现代企业制度成立了董事会和监事会，形成符合市场经济规律和现代企业制度原则的公司治理结构。

在人力资源管理上，控股公司管理层一般为政府委派，流动性低。中低层业务和技术人员一般采取市场招聘和内部竞聘方式，公司职工学历结构符合公司业务发展要求。公司制定了新的《交通控股系统企业经营管理目标考核办法》，对于下属子公司经营管理层进行考核和相应的奖惩。对于路桥等非竞争性行业以成本考核为中心，对于竞争性行业的考核以利润增长为核心。公司确定考核指标时参考各企业前几年经营状况，并充分考虑宏观经济环境、行业发展态势、市场竞争情况、同类公司经营状况等因素。

公司的风险管理主要体现在投资管理和财务管理。投资活动由本部的投资发展部统一管理。公司制定了《江苏交通控股有限公司系统投资管理规定》，对投资决策程序、项目跟踪管理和相应责任进行规范。对于基础设施项目股权投资，公司本部根据政府规划统一安排，下属企业不得自行投资；而非基础设施项目股权投资及资本性

支出投资，公司制定了较严格的投资管理决策程序，以避免投资失控、重复建设、投资过于分散等现象的发生，影响公司总体战略目标的实现。需要注意的是，公司交通主业投资需服从于政府规划和决策，尽管可根据自身情况进行调整并对政府规划施以影响，但投资项目的决策风险很难在公司层面完全规避。

财务管理方面，公司成立以来，结合实际情况，制定并不断完善一系列的财务管理制度。公司建立了以财务预算为核心的资金拨付制度，以实现对本部及下属企业资金的筹集和使用进行集中管理。财务预算工作由各企业的财务部门具体负责。每年各部门根据公司的中长期规划，向公司财务部门报财务预算。预算的编制按照上下结合、分级编制、逐级汇总、审查平衡、审议批准、下达执行的程序进行。预算一经审议批准，即对所有预算单位具有约束效力，各单位所有筹资、投资及其它财务经营行为皆需按照预算严格执行，以保证公司本部及各级企业资金筹集和使用的计划性，为对外融资的及时归还提供制度保障，在财务制度上进一步遏制了不合规投资行为的产生。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未审计财务报表，其中财务数据均为每年审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

执行正常收费政策后，2021 年公司毛利率回归常态水平，经营性业务利润大幅增长，且政府补助及投资收益对盈利的贡献依旧稳定

毛利率方面，近三年石油制品销售和金融板块毛利保持稳定趋势；公司铁路运输板块已完工铁路逐步成网，运力得以体现，业务亏损情况逐

步改善；路桥业务因 2021 年全年执行正常收费政策，公司通行费收入得以正常体现，毛利率水平恢复常态水平，受此影响，2021 年公司整体营业毛利率较上年增加 8.52 个百分点至 35.07%。

表 15：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021
路桥业务	52.85	35.74	48.75
石油制品销售	10.67	13.78	12.69
金融业务	58.19	63.16	61.27
铁路业务	-92.12	-122.21	-34.98
其他	34.89	36.34	20.69
综合	37.55	26.55	35.07

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用中财务费用比重最高，近年来债务规模增加，财务费用支出亦随之上升，致使期间费用率处于较高水平，对整体经营获利能力产生一定影响。

利润总额方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润，受毛利率回升及营收规模增长等因素推动，2021 年公司经营性业务利润大幅提升。营业外收支方面，2019~2022 年 3 月公司分别收到江苏省财政厅铁路专项资金 40 亿元、80 亿元、80 亿元和 20 亿元。同期，公司分别获得投资收益 27.12 亿元、47.76 亿元、48.89 亿元和 10.50 亿元，对公司盈利形成良好补充，公司投资收益主要由权益法核算下的长期股权投资收益及可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益构成，整体看，政府补助及投资收益对公司整体盈利形成较强的补充。公司资产减值损失主要系应收融资租赁款减值准备，近年不良率均维持在 1% 以下，资产质量较好。

表 16：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	93.85	103.40	123.18	31.79
其中：财务费用	68.86	76.38	92.61	24.52
期间费用率(%)	18.36	23.43	21.45	23.83
经营性业务利润	94.10	9.56	70.51	17.72
资产减值损失	7.38	0.66	0.17	-0.005
信用减值损失	7.01	9.18	8.18	-1.67

公允价值变动收益	0.73	0.38	13.35	0.01
投资收益	27.12	47.76	48.89	10.50
营业外损益	37.49	80.02	81.11	20.08
利润总额	144.54	127.78	204.64	46.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司总资产规模扩张的同时，负债规模也有相应增加，资本结构尚属稳定。但公司未来公路和铁路投资规模仍较大，债务规模存在持续上升压力

近年来公司不断增加交通基础设施、交通运输及相关产业投资，总资产规模不断增大，2021年末总资产规模达6,956.85亿元。公司主要从事高速公路和铁路的投资建设和运营，受行业特征影响，其资产结构以非流动资产为主。2021年末公司非流动资产占总资产的比重为85.97%，主要系无形资产、在建工程、固定资产、长期股权投资、发放贷款及垫款等，其中因部分路产及铁路项目在跟踪期内陆续完工通车，相应资产分别由在建工程转入无形资产、固定资产及无形资产科目，导致在建工程规模减少；公司长期股权投资对象集中于铁路、港口、机场及金融等行业，2021年末规模增长主要系执行新金融工具准则，将部分可供出售金融资产转入长期股权投资核算所致；公司发放贷款及垫款主要为应收融资租赁款，随着租赁业务的开展，2021年末规模继续保持增长。

表 17：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	104.50	209.07	192.37	243.98
交易性金融资产	42.33	129.59	193.72	161.01
其他流动资产	98.69	80.71	75.39	92.47
一年内到期的非流动资产	238.68	299.59	371.65	403.52
流动资产	603.42	855.17	976.09	1,053.46
发放贷款及垫款	412.51	482.85	535.97	546.46
长期股权投资	318.64	611.34	721.52	732.59
可供出售金融资产	230.58	182.03	--	--
固定资产	995.97	1,431.66	1,652.12	1,640.05
在建工程	1,050.54	914.06	818.55	918.88
无形资产	1,493.05	1,657.21	1,954.22	1,935.17

非流动资产	4,770.08	5,364.46	5,980.76	6,077.20
资产总额	5,373.50	6,219.62	6,956.85	7,130.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动资产方面，公司流动资产主要集中于一年内到期的非流动资产、货币资金、交易性金融资产和其他流动资产中，其中一年内到期的非流动资产随着江苏租赁的业务发展而快速增加，2021年末全部为一年内到期的应收融资租赁款；公司货币资金整体保持稳定，截至2021年末的受限规模为18.71亿元，整体流动性很强；交易性金融资产主要为结构性存款；其他流动资产主要为一年内到期的理财产品。

公司高速公路和铁路项目建设资金主要依托外部融资，随着项目建设的推进，近年来公司总负债规模持续增长，2021年末总负债增至4,163.68亿元。从负债结构来看，因公司存在金融租赁业务板块，其拆入资金规模使得流动负债维持在较高水平，但近年来公司负债结构仍以非流动负债为主，2021年末，公司非流动负债占总负债的比重为60.91%，主要由长期借款和应付债券构成，跟踪期内，公司建设项目规模依旧较大，资金筹措力度不减，当年末长期借款及应付债券规模均保持增长。

2022年3月末，公司总资产规模增至7,130.66亿元，且以非流动资产为主的资产结构保持稳定。

表 18：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	112.01	144.67	159.10	190.06
拆入资金	374.55	438.40	563.99	575.27
应付短期债券	220.29	313.24	277.36	324.55
应付账款	254.72	270.55	274.96	225.38
一年内到期的非流动负债	239.65	226.16	221.67	218.60
流动负债	1,345.31	1,531.32	1,627.52	1,712.17
长期借款	1,249.48	1,496.51	1,572.38	1,592.58
应付债券	382.24	439.86	648.28	648.61
非流动负债	1,834.40	2,161.36	2,536.16	2,578.62
负债总额	3,179.71	3,692.68	4,163.68	4,290.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动负债方面，公司流动负债主要由拆入资

金、应付短期债券、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，其中拆入资金主要为子公司江苏租赁通过全国银行间同业拆借中心拆借款项及同业借款，借款规模随着融资租赁业务的快速发展而持续扩大；公司应付短期债券主要为发行的超短期融资券；一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款及应付债券转入构成。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额 4,290.79 亿元，较年初略有增长。

所有者权益方面，受益于资本注入、利润留存及少数股东增资，公司自有资本不断增强，2021 年末及 2022 年一季度末所有者权益分别为 2,793.17 亿元和 2,839.86 亿元。资产负债率方面，2021 年末和 2022 年一季度末，公司资产负债率及分别为 59.85% 和 60.17%，整体较为平稳。

2021 年末，公司总债务规模增至 3,567.69 亿元，但短期债务/总债务的比重较上年的 0.36 倍下降至 0.35 倍，债务期限结构有所改善，以长期债务为主的债务结构符合高速公路和铁路投资企业项目建设周期长、资金需求量大的特点。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流持续净流入，但随着公路、铁路建设的推进，投资活动净现金流持续净流出；公司债务规模大，但经营活动净现金流和 EBITDA 仍可对债务利息形成有效覆盖

经营活动净现金流方面，受益于公司路桥业务收入的不增长和高速公路运营现金流充沛的行业特点，近年来公司经营活动净现金流呈持续净流入状态；随着高速公路、铁路建设进程的推进，公司投资支出逐步上升且处于较高水平，近三年公司投资活动净现金流出额整体呈增长态势；筹资活动方面，公司直接和间接筹资渠道多样，筹资活动现金流入和流出规模维持在较高水平，2018 年以来因公司融资规模较大，其筹资活动净现金流入保持较大规模。

受债务规模和利息支出上升影响，近年公司

经营性现金流及 EBITDA 对债务本金的保障程度较低，但仍可对债务利息形成有效覆盖。总体而言，受高速公路及铁路行业特征影响，公司在未来较长时期内债务规模仍将处在较高水平，目前公司与总债务相关的偿债指标偏弱，预计短期内不会得到明显改善。

表 19：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	255.14	228.31	373.68	67.40
投资活动净现金流	-726.69	-683.90	-683.59	-139.83
筹资活动净现金流	437.48	566.67	296.58	118.24
经营净现金流/总债务	0.10	0.07	0.11	--
经营活动净现金流利息保障系数	2.90	2.47	4.04	--
EBITDA 利息倍数	3.45	3.50	4.08	--
总债务/EBITDA	8.62	9.63	8.25	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司近年来通过拆入资金开展融资租赁业务，并发行较大规模的超短期融资券，使得短期债务规模较大。截至 2021 年末，公司短期债务为 1,254.82 亿元，中诚信国际将对公司偿债资金安排情况予以关注。

公司充足的外部授信和畅通的融资渠道可对整体偿债能力提供有力支持；且受限资产规模小，仍有外部融资能力，代偿风险较小

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额 7,199.28 亿元，其中未使用授信额度 4,481.50 亿元，财务弹性良好。此外，公司子公司宁沪高速在 1997 年及 2001 年分别于香港及上海两地上市，子公司江苏租赁 2018 年于上交所上市，融资渠道较为通畅。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额 40.42 亿元，占当期净资产的比重为 1.45%，被担保对象主要包括江苏省高速公路经营管理中心（23.59 亿元）及东部机场集团有限公司（16.00 亿元）等国有企业，公司面临的或有负债风险较小。

公司所有权受限制的资产主要是用于收费权质押的高速公路资产、部分参股公司的股权及其

他固定资产。截至 2021 年末，公司资产抵、质押金额合计 676.10 亿元，占当期末总资产比重的 9.72%，其中质押的高速公路收费权 470.92 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月 31 日，公司不存在未结清的关注和不良类贷款，未出现过已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司在江苏省高速公路建设与运营业务中垄断优势明显，且得到了政府强有力的支持，整体抗风险能力极强

公司在江苏省高速公路建设与运营业务中垄断优势明显，承担了江苏省大量的公路、铁路基础设施建设任务，而基础设施建设投资规模大、投资回收周期长，为减轻公司在承担全省交通建设任务所面临的资金压力，江苏省政府承诺在公司承担铁路建设期间，省财政每年将安排铁路建设专项资金给予支持。公司自 2008 年起每年获得省财政厅铁路专项资金补助，2019~2021 年公司分别获得专项补助 90 亿元（其中 40 亿元为收益性补助，50 亿元为资本性补助）、80 亿元和 80 亿元，政府支持力度很强。

综上，中诚信国际认为公司具有极强的抗风险能力。

评级结论

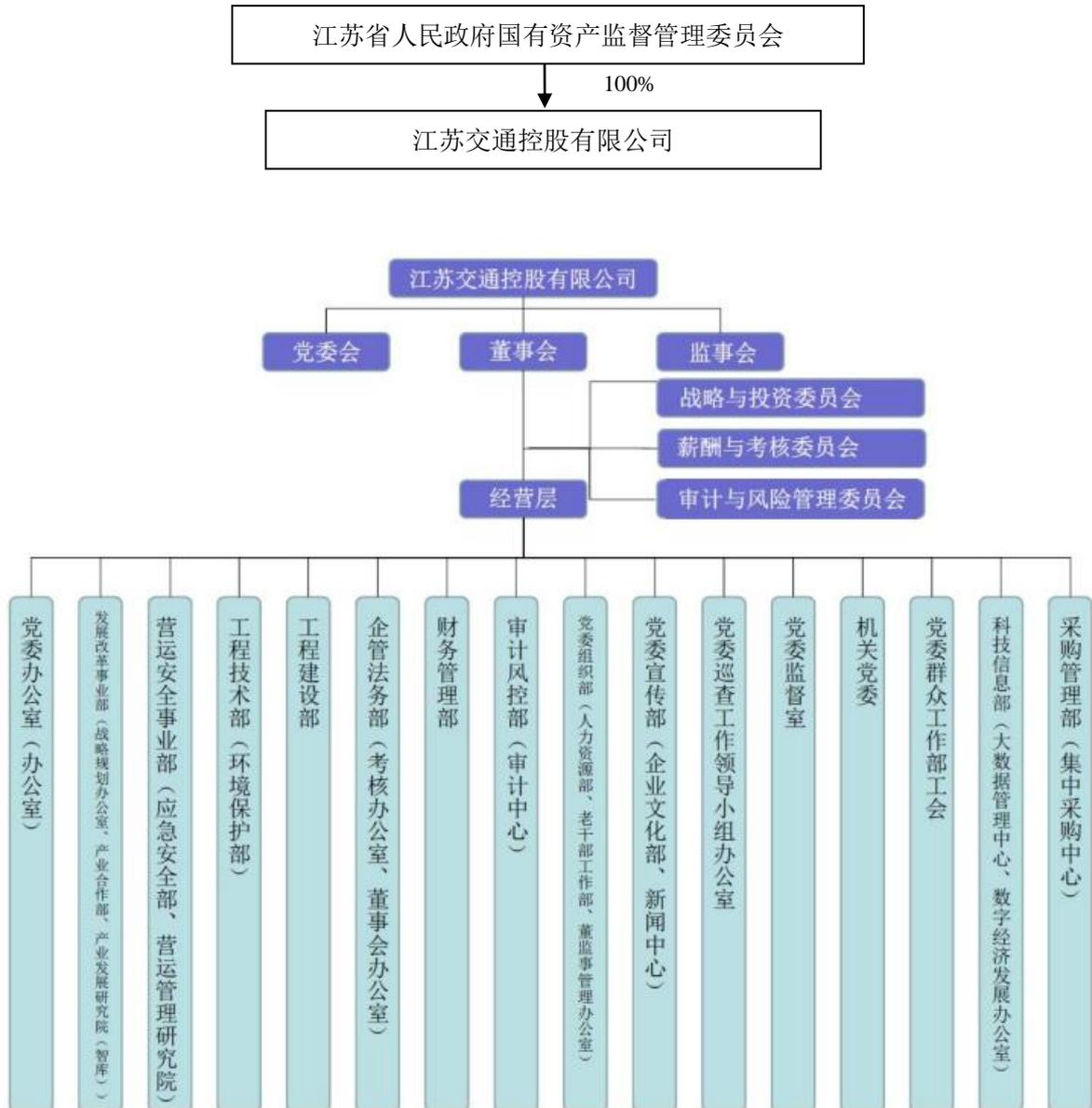
综上所述，中诚信国际评定江苏交通控股有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于江苏交通控股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：江苏交通控股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：江苏交通控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,045,004.86	2,090,679.47	1,923,667.64	2,439,790.89
应收账款	124,105.26	116,170.85	117,648.87	174,094.40
其他应收款	479,361.03	591,527.16	481,847.60	578,697.53
存货	492,563.61	486,909.72	453,626.96	445,363.36
长期投资	6,092,416.87	7,380,663.32	8,924,123.06	9,125,166.35
在建工程	10,505,386.55	9,140,602.48	8,185,465.16	9,188,816.42
无形资产	14,930,470.51	16,572,119.44	19,542,238.56	19,351,732.38
总资产	53,734,983.52	62,196,241.20	69,568,498.86	71,306,570.41
其他应付款	1,021,385.77	854,504.04	636,570.14	893,554.40
短期债务	9,532,281.62	11,352,267.10	12,548,246.86	--
长期债务	16,675,155.08	19,793,087.72	23,128,698.12	--
总债务	26,207,436.70	31,145,354.82	35,676,944.98	--
总负债	31,797,076.50	36,926,831.85	41,636,787.63	42,907,944.86
费用化利息支出	684,354.83	769,576.23	946,878.29	--
资本化利息支出	195,926.00	155,233.35	113,309.88	--
实收资本	1,680,000.00	1,680,000.00	1,680,000.00	1,680,000.00
少数股东权益	12,234,050.75	14,203,466.74	15,183,215.43	15,214,982.43
所有者权益合计	21,937,907.02	25,269,409.35	27,931,711.23	28,398,625.56
营业总收入	5,111,600.37	4,414,170.79	5,741,713.99	1,333,959.90
经营性业务利润	941,039.67	95,601.60	705,094.24	177,187.50
投资收益	271,213.00	477,602.90	488,931.81	105,033.96
净利润	1,083,097.68	1,038,241.23	1,676,563.13	386,417.40
EBIT	2,129,717.55	2,047,378.43	2,993,274.13	--
EBITDA	3,039,383.66	3,234,302.12	4,322,438.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,607,913.02	3,553,562.95	4,831,302.63	1,260,089.73
收到其他与经营活动有关的现金	680,731.84	1,031,244.66	1,106,665.87	664,669.17
购买商品、接受劳务支付的现金	1,441,428.07	1,030,097.86	1,066,455.58	477,122.78
支付其他与经营活动有关的现金	434,421.36	624,200.97	558,712.72	477,337.55
吸收投资收到的现金	1,111,740.66	2,116,492.09	909,599.06	31,648.91
资本支出	6,284,018.86	5,777,270.85	5,266,411.62	--
经营活动产生现金净流量	2,551,407.53	2,283,148.03	3,736,802.11	673,990.13
投资活动产生现金净流量	-7,266,889.92	-6,838,967.70	-6,835,898.15	-1,398,250.92
筹资活动产生现金净流量	4,374,846.56	5,666,730.46	2,965,813.72	1,182,358.64

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	37.55	26.55	35.07	37.82
期间费用率（%）	18.36	23.43	21.45	23.83
应收类款项/总资产（%）	1.51	1.57	0.86	1.05
收现比（X）	0.90	0.81	0.84	0.94
总资产收益率（%）	4.30	3.53	4.54	4.08
资产负债率（%）	59.17	59.37	59.85	60.12
总资本化比率（%）	54.43	55.21	56.09	--
短期债务/总债务（X）	0.36	0.36	0.35	--
FFO/总债务（X）	0.10	0.08	0.10	--
FFO 利息倍数（X）	2.98	2.85	3.27	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	2.90	2.47	3.52	--
总债务/EBITDA（X）	8.62	9.63	8.25	--
EBITDA/短期债务（X）	0.32	0.28	0.34	--
货币资金/短期债务（X）	0.11	0.18	0.15	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.45	3.50	4.08	--

注 1、将公司各期财务报表“应付短期债券”及“拆入资金”纳入短期债务核算；2、将公司 2019~2021 年财务报表中“其他非流动负债”和“长期应付款”中带息部分金额纳入长期债务核算；3、因未提供 2022 年一季度财务报表附注，故未列示 2022 年一季度末债务规模及部分财务指标。

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
	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。