

江苏交通控股有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小中 xzchen@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪2073号

江苏交通控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“12 苏交通 MTN1”、“12 苏交通 MTN2”、“13 苏交通 MTN2”、“15 苏交通 MTN001”、“15 苏交通 MTN002”、“15 苏交通 MTN003”、“15 苏交通 MTN004”、“15 苏交通 MTN005”、“17 苏交通 MTN001”、“17 苏交通 MTN002”、“17 苏交通 MTN003”、“17 苏交通 MTN004”、“18 苏交通 MTN001”、“18 苏交通 MTN002”、“18 苏交通 MTN003”、“18 苏交债 01/18 苏交 04”、“19 苏交债 01/19 苏交 01”、“19 苏交通 MTN001”、“19 苏交通 MTN002”、“19 苏交通 MTN003”、“19 苏交通 MTN004”、“19 苏交通 MTN005”、“20 苏交通 GN001”、“20 苏交通 MTN001”、“20 苏交通 MTN002”、“20 苏交通 MTN003”和“20 苏交通 MTN004”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“12 苏交通 MTN1”、“12 苏交通 MTN2”、“13 苏交通 MTN2”、“15 苏交通 MTN001”、“15 苏交通 MTN002”、“15 苏交通 MTN003”、“15 苏交通 MTN004”、“15 苏交通 MTN005”、“17 苏交通 MTN001”、“17 苏交通 MTN002”、“17 苏交通 MTN003”、“17 苏交通 MTN004”、“18 苏交通 MTN001”、“18 苏交通 MTN002”、“18 苏交通 MTN003”、“18 苏交通 MTN004”、“19 苏交通 MTN001”、“19 苏交通 MTN002”、“19 苏交通 MTN003”、“19 苏交通 MTN004”、“19 苏交通 MTN005”、“20 苏交通 GN001”、“20 苏交通 MTN001”、“20 苏交通 MTN002”、“20 苏交通 MTN003”和“20 苏交通 MTN004”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域经济持续增长、政府支持力度很强、获现能力较强以及通行费收入稳定增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到未来资本支出压力较大、疫情对公司通行费收入产生的影响、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

江苏交通（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	2,923.90	4,540.27	5,373.50
所有者权益合计（亿元）	1,033.96	1,855.01	2,193.79
总负债（亿元）	1,889.93	2,685.26	3,179.71
总债务（亿元）	1,691.63	2,235.06	2,620.74
营业总收入（亿元）	447.56	470.17	511.16
经营性业务利润（亿元）	106.64	103.51	94.10
净利润（亿元）	87.00	120.07	108.31
EBITDA（亿元）	238.83	287.82	303.94
经营活动净现金流（亿元）	200.09	169.31	255.14
收现比(X)	1.44	0.88	0.90
营业毛利率(%)	41.63	40.79	37.55
应收类款项/总资产(%)	2.88	1.94	1.51
资产负债率(%)	64.64	59.14	59.17
总资本化比率(%)	62.06	54.65	54.43
总债务/EBITDA(X)	7.08	7.77	8.62
EBITDA 利息倍数(X)	4.22	4.16	3.45

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告整理。

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)*	3.28	10
	EBITDA/总债务(X)*	0.13	10
	总资本化比率(%)	54.43	8
	FFO/当年资本支出(X)*	0.74	8
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	58.01	8
	单公里路费收入	10	10
运营实力 (30%)	区域经济发达程度	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。			

*指标采用近三年平均值

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。2019 年江苏省实现地区生产总值 99,631.5 亿元，同比增长 6.1%。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，跟踪期内，获得江苏省政府在资金上的大力支持，2019 年获得铁路专项补助 90 亿元，政府支持力度很强。

■ **公司路桥业务区域垄断优势明显，通行费收入稳步增长。**截至 2019 年末，公司经营的高速公路达 4,222 公里，较上年末增加 121 公里，约占江苏省高速公路通车里程的 87.41%，区域垄断优势明显。2019 年，公司路产实现通行费收入 282.32 亿元，同比增长 5.96%。

■ **获现能力较强。**受益于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，2019 年公司经营活动净现金流规模同比增长 50.69%，且当年收现比达到 0.90 倍，获现能力较强。

关注

■ **资本支出压力较大。**跟踪期内，公司在建收费公路和铁路投资规模维持较高水平，尚需投资 1,310.63 亿元，后续资本支出压力仍较大。

■ **受疫情影响，通行费收入有下滑风险。**疫情对收费公路企业造成冲击，导致公司 2020 年全年通行费收入有下滑风险。高速公路行业受政策变动影响较大，中诚信国际将持续关注疫情对收费公路行业及公司通行费收入的影响。

■ **跟踪期内公司债务规模持续增长，且面临一定的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司总债务为 2,620.74 亿元，同比增长 17.26%，近年来持续增长；其中短期债务为 953.23 亿元，公司面临一定短期偿债压力。

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

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	20 苏交通 MTN004 (AAA)	2020/6/15	陈小中、代琳琳	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	20 苏交通 MTN003 (AAA)	2020/5/13	陈小中、代琳琳、田傲	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	20 苏交通 MTN002 (AAA)	2020/4/21	陈小中、代琳琳、田傲	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	20 苏交通 MTN001 (AAA)	2020/4/9	陈小中、代琳琳、田傲	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	20 苏交通 GN001 (AAA)	2020/1/9	顾合天、王璇	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	19 苏交通 MTN005 (AAA)	2019/12/4	杨晨晖、顾合天	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	19 苏交通 MTN004 (AAA)	2019/7/10	杨晨晖、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 苏交通 MTN003 (AAA)	2019/7/10	杨晨晖、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 苏交通 MTN002 (AAA) 19 苏交通 MTN001 (AAA) 18 苏交债 01/18 苏交 04 (AAA) 18 苏交通 MTN003 (AAA) 18 苏交通 MTN002 (AAA) 18 苏交通 MTN001 (AAA) 17 苏交通 MTN004 (AAA) 17 苏交通 MTN003 (AAA) 17 苏交通 MTN002 (AAA) 17 苏交通 MTN001 (AAA) 15 苏交通 MTN005 (AAA) 15 苏交通 MTN004 (AAA) 15 苏交通 MTN003 (AAA) 15 苏交通 MTN002 (AAA) 15 苏交通 MTN001 (AAA) 13 苏交通 MTN2 (AAA) 12 苏交通 MTN2 (AAA) 12 苏交通 MTN1 (AAA)	2019/6/26	杨晨晖、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 苏交通 MTN002 (AAA)	2019/4/25	王娟、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 苏交通 MTN001 (AAA)	2019/4/25	王娟、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	19 苏交债 01/19 苏交 01 (AAA)	2019/7/31	杨晨晖、顾合天	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02	阅读全文
AAA/稳定	18 苏交债 01/18 苏交 04 (AAA)	2018/5/10	顾合天、王璇	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(收费公路) CCXI 070201 2014_01	阅读全文
AAA/稳定	18 苏交通 MTN003 (AAA)	2018/4/18	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任	阅读全文

				公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	
AAA/稳定	18 苏交通 MTN002（AAA）	2018/4/18	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	18 苏交通 MTN001（AAA）	2018/4/18	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	17 苏交通 MTN004（AAA）	2017/8/10	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	17 苏交通 MTN003（AAA）	2017/8/10	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	17 苏交通 MTN002（AAA）	2017/8/10	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	17 苏交通 MTN001（AAA）	2017/8/10	揭晓小、顾合天	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	15 苏交通 MTN005（AAA）	2015/9/25	尹玉洁、曹闰	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	15 苏交通 MTN004（AAA）	2015/9/25	尹玉洁、曹闰	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	15 苏交通 MTN003（AAA）	2015/9/25	尹玉洁、曹闰	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	15 苏交通 MTN002（AAA）	2015/9/25	尹玉洁、曹闰	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	15 苏交通 MTN001（AAA）	2014/8/8	关飞、王龙	中诚信国际信用评级有限责任公司 公司评级方法（收费公路） CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/稳定	13 苏交通 MTN2（AAA）	2013/3/25	李婧、黄千	--	阅读全文
AAA/稳定	12 苏交通 MTN2（AAA）	2012/8/30	金波、潘永曜、张辰尧	--	阅读全文
AAA/稳定	12 苏交通 MTN1（AAA）	2012/7/27	潘永曜、张辰尧、金波	--	阅读全文

同行业比较

2019 年部分省级高速公路企业主要指标对比表（公里、亿元、%）							
公司名称	收费里程	通行费收入	资产总额	资产负债率	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
江苏交通	4,101.00	282.32	5,373.50	59.17	511.16	108.31	255.14
山东高速集团	2,870.45	131.86	7,217.50	70.94	847.93	58.66	98.91
浙江交投	2,871.00	170.81	4,784.28	66.70	1,504.72	79.25	195.51
四川交投	4,268.92	170.91	3,924.79	63.88	567.81	17.85	65.19
云南交投	3,603.61	120.31	4,427.72	70.69	754.03	21.70	141.99

注：“山东高速集团”为“山东高速集团有限公司”简称；“浙江交投”为“浙江省交通投资集团有限公司”简称；“四川交投”为“四川省交通投资集团有限责任公司”简称；“云南交投”为“云南省交通投资建设集团有限公司”简称；收费里程系 2018 年末数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
20 苏交通 MTN004	AAA	AAA	15	15	2020/6/23~2023/6/23
20 苏交通 MTN003	AAA	AAA	20	20	2020/5/20~2025/5/20
20 苏交通 MTN002	AAA	AAA	20	20	2020/4/28~2025/4/28
20 苏交通 MTN001	AAA	AAA	20	20	2020/4/21~2025/4/21 (5+N)
20 苏交通 GN001	AAA	AAA	3	3	2020/1/20~2025/1/20
19 苏交通 MTN005	AAA	AAA	20	20	2019/12/30~2022/12/30 (3+N)
19 苏交通 MTN004	AAA	AAA	17	17	2019/7/22~2024/7/22
19 苏交通 MTN003	AAA	AAA	25	25	2019/7/18~2024/7/18
19 苏交通 MTN002	AAA	AAA	20	20	2019/5/8~2022/5/8
19 苏交通 MTN001	AAA	AAA	20	20	2019/5/8~2024/5/8
19 苏交债 01/19 苏交 01	AAA	AAA	20	20	2019/8/29~2024/8/29
18 苏交债 01/18 苏交 04	AAA	AAA	35	35	2018/10/24~2023/10/24
18 苏交通 MTN003	AAA	AAA	20	20	2018/4/27~2021/4/27
18 苏交通 MTN002	AAA	AAA	20	20	2018/4/25~2021/4/25
18 苏交通 MTN001	AAA	AAA	20	20	2018/4/26~2021/4/26
17 苏交通 MTN004	AAA	AAA	20	20	2017/9/20~2020/9/20
17 苏交通 MTN003	AAA	AAA	20	20	2017/9/14~2020/9/14
17 苏交通 MTN002	AAA	AAA	20	20	2017/9/22~2020/9/22
17 苏交通 MTN001	AAA	AAA	20	20	2017/8/22~2020/8/22
15 苏交通 MTN005	AAA	AAA	12	12	2015/12/15~2022/12/15
15 苏交通 MTN004	AAA	AAA	25	25	2015/12/16~2020/12/16
15 苏交通 MTN003	AAA	AAA	12	12	2015/12/4~2020/12/4
15 苏交通 MTN002	AAA	AAA	15	15	2015/12/4~2022/12/4
15 苏交通 MTN001	AAA	AAA	15	15	2015/3/25~2022/3/25
13 苏交通 MTN2	AAA	AAA	14	14	2013/5/17~2023/5/17
12 苏交通 MTN2	AAA	AAA	14	14	2012/12/5~2022/12/5
12 苏交通 MTN1	AAA	AAA	15	15	2012/9/21~2022/9/21

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司“18苏交债01/18苏交04”和“19苏交债01/19苏交01”分别于2018年10月24日和2019年8月29日完成发行，发行规模分别为35亿元和20亿元。截至2020年3月末，募集资金已使用完毕，与募集说明书披露的用途一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依

存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

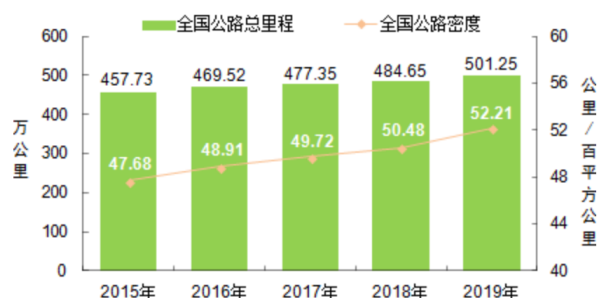
2019 年我国公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击，且需关注此次疫情对高速公路企业产生的影响

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。截至 2019 年末，全国公路总里程 510.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，较上年增加 1.73 公里/百平方公里。公路养护里程 495.31 万公里，占公路总里

程 98.8%。全国等级公路里程 469.87 万公里，比上年末增加 23.29 万公里，等级公路占公路总里程的 93.7%，同比提高 1.6 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 67.20 万公里，较上年末增加 2.42 万公里，占公路总里程的 13.4%，与上年基本持平。

图 1：2015~2019 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2019 年交通运输行业发展统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2019 年承担了国内约 72.99% 的货物运输量和约 73.92% 的旅客运输量。周转量方面，2019 我国公路货物运输周转量为 59,636.39 亿吨公里，同比增长 0.40%；旅客运输周转量为 8,857.08 亿人公里，同比下降 4.60%，近年来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了冲击。2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

2013 年 6 月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030 年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8

万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至 2018 年末高速公路总里程已达 14.26 万公里，对拥有 20 万以上城镇人口的城市的覆盖率约 98%，路网效应进一步加强。2018 年 6 月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018~2020）年》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到 2020 年，“高速公路总里程将达到 15 万公里，基本覆盖城镇人口在 20 万及以上城市及地级行政中心”。短期内我国高速公路建设仍将保持一定增速。

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。

自 2020 年 2 月 17 日零时至 2020 年 5 月 6 日零时，全国收费公路免收车辆通行费。此次免费经依法批准设置的所有收费公路（含收费桥梁和隧

道），免费对象为依法通行收费公路的所有车辆。全国高速公路免收通行费期限大幅延长，相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行费收入造成一定影响，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。

2019 年江苏省经济实力稳步增强，且现代化的交通基础设施网络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 年，江苏省实现地区生产总值 99,631.5 亿元，比上年增长 6.1%。其中，第一产业增加值 4,296.28 亿元，比上年增长 1.3%；第二产业增加值 44,270.51 亿元，比上年增长 5.9%；第三产业增加值 51,064.73 亿元，比上年增长 6.6%。2019 年全省人均生产总值 123,607 元，比上年增长 5.8%。2019 年江苏省产业结构加快调整，三次产业增加值比例由 2018 年的 4.5 : 44.5 : 51.0 调整为 4.3 : 44.4 : 51.3。固定资产投资方面，2019 年江苏省固定资产投资增速有所放缓，全年固定资产投资较上年增长 5.1%。

表 1：2015~2019 年江苏省 GDP 和固定资产投资情况

	2015	2016	2017	2018	2019
GDP（亿元）	70,116.4	76,086.2	85,900.9	92,595.4	99,631.5
GDP 增速（%）	8.5	7.8	7.2	6.7	6.1
固定资产投资（亿元）	45,905.2	49,370.9	53,000.2	--	--
固定资产投资增速（%）	10.5	7.5	7.5	5.5	5.1

注：江苏省统计公报未提供 2018~2019 年固定资产投资数据。

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 2019 年末，江苏省高速公路里程 4,865 公里，路网密度位居全国前列。

汽车保有量方面，2019 年末江苏省民用汽车保有量 1,919.2 万辆，较上年末增长 7.6%；年末个人汽车保有量 1,646.2 万辆，较上年末增长 7.1%，其中，个人轿车保有量 1,131.3 万辆，较上年末增长 6.0%。

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 6000~7000 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。

跟踪期内，公司维持原有业务格局，当年路桥业务收入增加，推动营业总收入实现增长

跟踪期内，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业务、油品销售及金融板块等板块。2019 年公司路桥业务收入增加，推动当年营业总收入同比增长 8.72%，具体收入明细详见下表。

表 2：2017~2019 年公司主要业务收入及占比情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
路桥业务	251.13	56.11	266.45	56.67	282.32	55.23
石油制品销售	117.69	26.30	126.04	26.80	120.12	23.50
金融业务	41.19	9.20	49.93	10.62	56.35	11.02
铁路业务	--	--	--	--	16.63	3.25
其他	37.55	8.39	27.75	5.91	35.74	6.99
合计	447.56	100.00	470.17	100.00	511.16	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

受益于公司高速公路业务在江苏省的垄断地位以及车流量的增长，2019 年公司通行费收入稳定增长，但在建路产后续投资规模较大，面临较大投融资压力

公司承担江苏省内大部分高速公路的投融资任务，截至 2019 年末运营和管理的高速公路共 54 条，通车里程 4,222 公里，较上年末增加 121 公里，占江苏省高速公路通车总里程的 87.41%，公司在江苏省高速公路建设与运营业务中垄断优势明显。

在区域经济持续增长的情况下，公司高速公路运营业务的区域垄断性保证了公司通行量和通行费的稳定增长。2019 年，公司实现车辆通行费收入 282.32 亿元，同比增长 5.96%；同期运营高速公路日均通行量 171.19 万辆，较上年增长 5.93%。值得

关注的是，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 年上半年路产通行费收入和盈利产生较大影响，全年经营情况值得关注。

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路桥。2019 年公司七大路桥实现通行费收入 160.74 亿元，占通行费总收入的 56.94%。公司核心路产宁沪高速江苏段和京沪高速江苏段对路桥收费收入的贡献最大，2019 年上述两条高速公路分别实现通行费收入 52.31 亿元和 23.67 亿元，两者合计占 2019 年公司路桥收费收入总额的 26.91%。2019 年京沪高速通行费收入较上年有所下滑，主要系京沪高速改扩建施工所致。

表 3：2017~2019 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
沪宁高速	248.21	48.38	50.17	52.31	4,437	4,621	3,692
京沪高速	261.47	27.65	27.58	23.67	2,127	3,273	1,862
苏通大桥	32.42	20.44	21.03	21.86	3,467	3,520	3,680
宁杭高速	152.10	15.30	16.15	17.04	3,789	4,401	4,177
扬子大桥	5.18	13.02	13.98	15.06	5,014	5,401	5,857
润扬大桥	35.66	9.03	10.15	10.89	2,444	2,883	3,034
沿江高速	138.62	18.08	18.99	19.91	4,474	4,911	5,336
合计	873.65	151.90	158.05	160.74	25,752	29,010	27,638

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

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，但随着公司开展预防性养护，以及车流量增长带来的无形资产摊销增长，养护成本有所上升，2019年公司路产养护成本71.16亿元，同比增长18.42%。

路桥建设方面，截至2019年末，公司在建高速公路601.25公里，总投资规模为1,153.76亿元，已完成投资500.53亿元。

拟建项目方面，截至2019年末，公司拟建项目包括连云港至宿迁高速公路沭阳至宿豫段、江阴第二过江通道。上述2条拟建路段计划总投资达235.33亿元，建设期分别为4年和5年，公司计划于2020~2022年分别投资1.00亿元、39.30亿元和42.90亿元。

表4：截至2019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	已完成投资
海安至启东高速公路	130.74	109.10	40	90.55
无锡至南通过江通道公路北接线	22.40	41.33	40	38.91
无锡至南通过江通道公路南接线	9.66	28.84	40	24.89
沪通大桥公路部分	6.99	49.67	40	45.10
溧阳至高淳高速公路	33.98	31.68	40	25.20
常州至宜兴高速公路一期工程	17.71	38.00	40	29.40
宜长高速公路	25.46	39.79	40	20.00
苏锡常南部高速常州至无锡段	43.90	159.12	50	76.01
五峰山过江通道南北公路接线	33.04	93.58	40	64.60
五峰山公路大桥部分	2.88	27.08	40	25.62
京沪高速沂淮段扩建	259.50	314.10	40	44.50
常泰过江通道	10.03	158.07	50	12.00
龙潭过江通道	4.96	63.40	40	3.75
合计	601.25	1,153.76	--	500.53

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

公司建设运营的铁路项目有控股和参股两种方式，部分铁路项目已进入运营阶段，2019年处于亏损状态，国铁项目通过合资铁路运营后参与分红实现收益。同时公司后续铁路建设投资将加大投融资压力

2018年，公司下属子公司江苏省铁路集团有限公司（以下简称“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，作价增资至苏北铁路有限公司（以下简称“苏北铁

路”）。增资后苏北铁路注册资本为1,357.41亿元，铁路集团代表江苏省合计出资695.43亿元，占注册资本的51.23%，2018年12月31日，公司将苏北铁路纳入合并范围。

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 2019 年末公司已完工省铁项目共 8 条铁

路，总里程 1,557.31 公里，江苏段总投资 601.06 亿元，已完工铁路全部纳入合并范围。2019 年，公司铁路运输业务实现收入 16.63 亿元，因尚未形成铁路网，铁路运力尚未被完全使用，当年铁路业务毛利率为-92.12%。

表 5：截至 2019 年末公司已完工铁路项目情况（公里、亿元、%）

项目名称	里程	建设期	总投资额	江苏段总投资	省方持股比例
连盐铁路	234.03	2013~2018	248.63	248.63	30.00
青连铁路（江苏段）	8.00	2014~2018	5.47	5.47	50.00
宁启二期	92.28	2014~2018	64.73	64.73	30.00
新长铁路	544.00	1998~2005	68.10	58.76	31.28
宁启铁路	284.00	2002~2005	37.00	37.00	30.00
海洋铁路	77.00	2008~2013	20.12	20.12	30.85
丰沛铁路	50.00	2009~2013	9.82	9.82	36.00
宁启复线电化改造	268.00	2009~2016	156.53	156.53	30.00
合计	1,557.31	-	610.40	601.06	-

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 7 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，其中公司出资达 153.04 亿元，2019 年发放分红 4.38 亿元。

表 6：截至 2019 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
合计		3,727.26	1,180.45	992.00	-	-	153.04

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连淮扬镇铁路、连徐高铁、盐城至南通铁路及南沿江铁路等 4 条省铁项目。上述 4 条省铁总投资 1,496.51 亿元，截至 2019 年末，已投资 839.11 亿元。

拟建铁路项目方面，公司计划拟建省铁 3 条，总投资 410.60 亿元（含其他项目 110 亿元），

2020~2021 年计划投入 53.80 亿元和 319 亿元；参股国铁项目 1 个，公司需出资 7.15 亿元。

跟踪期内，公司石油制品销售及金融业务运营良好，系公司收入来源有效补充，2019 年石油制品销售收入小幅下滑，当年融资租赁业务收入实现增长，资产质量良好

近年来公司加快发展高速公路衍生产业，包括高速沿线服务区加油站的成品油销售业务以及航空煤油销售业务。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 年受油价下跌影响，当年公司油品销售业务收入同比下降 4.70%。

表 7:2017~2019 年公司油品销售情况（万吨、亿元）

种类	2017		2018		2019	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
成品油	135.55	89.43	117.32	87.47	110.52	80.55
航空煤油	75.52	28.26	70.23	38.57	83.25	39.57
合计	211.07	117.69	187.55	126.04	193.77	120.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司从事金融租赁业务的实体主要为江苏金融租赁股份有限公司（以下简称“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 2019 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 年公司金融业务实现收入 56.35 亿元，其中融资租赁业务收入为 49.82 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 2019 年末江苏租赁应收融资租赁款余额 675.67 亿元，同比增长 16.56%。公司融资租赁业务期限集中于 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、融资项目公司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，2019 年应收融资租赁款不良率为 0.85%，截至 2019 年末，江苏租赁不良租赁资产主要分布在医疗卫生、农机、印刷包装等领域。近年来江苏租赁加大了租赁资产减值准备计提力度，2019 年末减值准备对不良应收融资租赁款的覆盖率为 436.64%，较上年提升 3.95 个百分点，风险抵补能力持续增强。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。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告，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 2018~2019 年财务报告。其中 2017~2019 年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。

2019 年公司营业毛利率下滑，且受财务费用上升等因素影响，当年经营性业务利润小幅下降，但整体盈利水平仍维持高位

毛利率方面，2019 年公司营业毛利率呈下降趋势。细分业务板块来看，因车流量上升和通车里程小幅增加使得折旧成本持续增长，2019 年公司路桥业务毛利率较上年下降 2.54 个百分点，但总体仍保持较高水平。2019 年公司航空煤油收入比重提升，推动当年石油制品销售毛利率同比上升 1.77 个百分点；同期，金融业务毛利率仍维持较高水平。公司完工铁路尚未形成铁路网，铁路运力尚未被完全使用，2019 年铁路业务处于亏损状态。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
路桥业务	59.20	55.39	52.85
石油制品销售	8.94	8.90	10.67
金融业务	55.81	52.73	58.19
铁路业务	--	--	-92.12
其他	11.05	23.98	34.89
综合	41.63	40.79	37.55

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年公司期间费用率较上年提升 0.52 个百分点，其中财务费用比重最高，当年财务费用 68.86 亿元，同比增长 13.00%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	77.25	83.86	93.85
期间费用率(%)	17.26	17.84	18.36
经营性业务利润	106.64	103.51	94.10
资产减值损失	6.14	5.44	7.38
信用减值损失	--	--	7.01
公允价值变动收益	0.00	1.75	0.73
投资收益	6.37	14.13	27.12
营业外损益	10.16	38.25	37.49
利润总额	117.12	152.21	144.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润总额方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润、营业外损益和投资收益，受毛利率下降及财务费用上升等因素的影响，2019 年经营性业务利润同比下降 9.09%，但整体仍处于较高水平。2019 年公司收到江苏省财政厅铁路专项资金 40 亿元作为收益性补助，同比增长 14.37%，政府补助对公司整体盈利形成一定补充。此外，2019 年公司获得投资收益 27.12 亿元，其中当年取得权益法核算的长期股权投资收益 10.74 亿元，主要来源于苏州高速公路管理有限公司和沪宁城际铁路股份有限公司等联营企业；当年处置长期股权投资产生的投资收益 2.61 亿元；同期可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益 9.09 亿元。此外，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；信用减值损失系 2019 年铁路集团对新长铁路进行清产核资，对废弃资产计提减值准备。综上，2019 年公司实现利润总额 144.54 亿元，同比下降 5.04%，整体盈利水平仍维持高位。

跟踪期内，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，资产规模不断增大，2019 年末公司总资产为 5,373.50 亿元，同比增长 18.35%。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。2019 年末，公司非流动资产占总资产的比重为 88.77%。公司非流动资产由无形资产、在建工程、固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产、发放贷款及垫款构成。公司无形资产主要为下属公路的收费经营权，2019 年末随着在建高速项目完工转入而有所增长，同期末在建工程规模相应小幅下降。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2019 年末同比增长 63.68%。发放贷款及垫资主要为应收融资租赁款，随着租赁业务的持续开展，2019 年末同比增长 10.35%。2019 年公司加大对外股权投资力度，当年末可供出售金融资产和长期股权投资规模同比分别增长 14.80%和 10.78%，投资对象均集中于铁路、港口、机场及金融行业。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	83.60	133.75	104.50
其他流动资产	19.93	62.14	98.69
一年内到期的非流动资产	3.00	186.02	238.68
发放贷款及垫款	476.53	373.82	412.51
长期股权投资	341.73	287.63	318.64
可供出售金融资产	222.49	200.86	230.58
固定资产	112.82	608.49	995.97
在建工程	258.39	1,120.11	1,050.54
无形资产	1,267.57	1,299.03	1,493.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动资产方面，公司流动资产主要由一年内到期的非流动资产、货币资金和其他流动资产构成。公司一年内到期的非流动资产随着江苏租赁的业务逐步发展而快速增长，2019 年末全部为一年内到期的应收融资租赁款。公司货币资金规模较大，主要是由于公司稳定的通行费收入和较大的融资规模所致，截至 2019 年末受限规模 4.82 亿元，整体流动性较强。其他流动资产主要为一年内到期的理财产品，2019 年末同比增长 58.82%

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，2019年末总负债为3,179.71亿元，同比增长18.41%。从负债结构来看，因公司存在金融业务板块，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。2019年末，公司非流动负债占总负债的比重为57.69%，主要由长期借款和应付债券构成，因新增铁路建设项目规模较大，近年公司资金筹措力度加大，2019年末长期借款规模大幅增加。此外，公司大量应付债券临近到期，由应付债券科目转入一年内到期的非流动负债科目核算，2019年末应付债券规模同比下降17.44%。

表 11：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019
长期借款	628.33	1,004.69	1,249.48
应付债券	321.62	463.01	382.24
拆入资金	279.79	291.12	374.55
应付短期债券	--	225.00	220.29
应付账款	55.79	196.73	254.72
一年内到期的非流动负债	120.37	104.60	239.65

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。公司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，利率区间为4.00%~5.90%，其融资租赁规模近年来持续扩张，2019年末同比增长28.66%。公司应付短期债券主要为发行的超短期融资券，整体规模较大。应付账款主要为应付设备采购和工程款、应付上海铁路局委托经营款等，2019年末同比增长29.48%。2019年公司大量应付债券临近到期，推动年末一年内到期的非流动负债规模大幅增加。

所有者权益方面，受益于资本注入、永续中票发行、利润留存及少数股东增资，公司自有资本不断增强，2019年末所有者权益合计2,193.79亿元，同比增长18.26%。近年公司财务杠杆比率维持稳定，2019年末资产负债率和总资本化比率分别为59.17%和54.43%。

2019年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，经营活动净现金流和EBITDA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，2019年公司经营活动净现金流入规模同比增长50.69%。随着高速公路、铁路建设进程的推进，公司投资支出规模逐步上升且处于较高水平，2019年公司投资活动净现金流出额大幅上升。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，2019年因公司融资规模较大，其筹资活动净现金流增长较快。

受债务规模和利息支出大幅上升影响，2019年公司EBITDA对债务本息的覆盖能力有所下降，但仍可对债务利息形成有效覆盖。同时，当年公司经营活动净流入规模增幅较大，对债务本息的保障程度得到提升，但对总债务的保障程度仍较弱。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，预计短期内不会明显改善。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	200.09	169.31	255.14
投资活动净现金流	-296.68	-332.65	-726.69
筹资活动净现金流	118.28	218.66	437.48
经营净现金流/总债务	0.12	0.08	0.10
经营活动净现金流利息保障系数	3.54	2.45	2.90
EBITDA 利息倍数	4.22	4.16	3.45
总债务/EBITDA	7.08	7.77	8.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总债务规模逐年上升，2019年末总债务为2,620.74亿元，同比增长17.26%，同期，短期债务/总债务指标为0.36倍，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、资金需求量大特点；但同时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2019年末，公司短期债务为953.23亿元，中诚信国际将对公司

偿债资金安排情况予以关注。

跟踪期内，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 2019 年末，公司获得银行授信总额 6,118.50 亿元，其中未使用授信额度 4,106.93 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 2019 年末，公司对外担保余额 50.44 亿元，占公司净资产的比重为 2.30%。被担保对象主要为江苏省高速公路经营管理中心（26.13 亿元）及东部机场集团有限公司（16 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进行了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 2019 年末，公司资产抵、质押金额合计 409.25 亿元，占当期末总资产比重的 7.62%。

截至 2019 年末，公司涉及三项未决诉讼，其中两项主要系子公司之间担保银行借款发生纠纷引起的诉讼；一项系租赁合同产生纠纷引起的诉讼，上述三项未决诉讼金额合计 0.44 亿元，占当年末净资产比例不足 0.10%，对公司生产经营影响较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2020 年 6 月 12 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，跟踪期内得到了政府强有力的支持

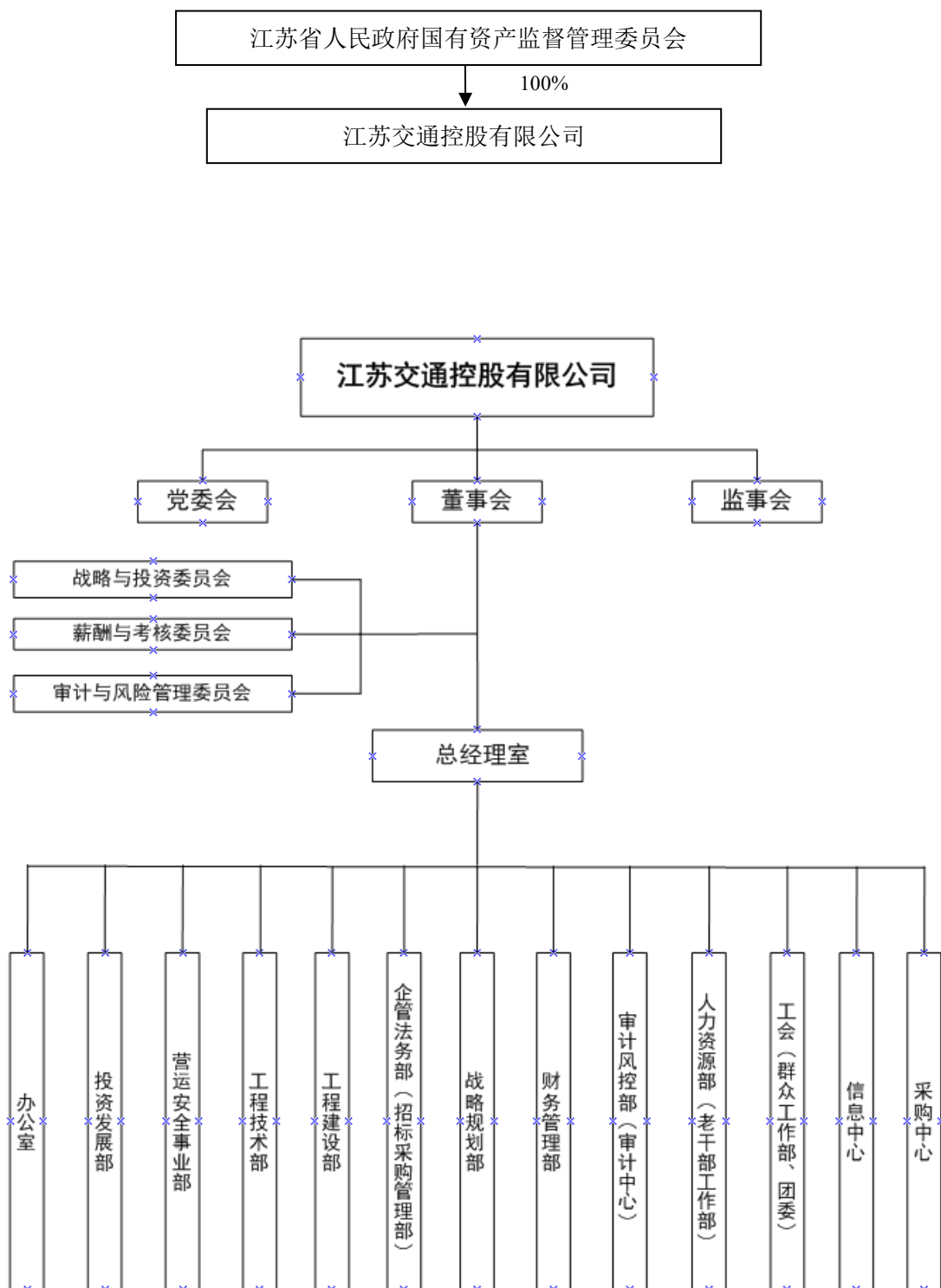
公司在江苏省高速公路建设与运营业务中垄断优势明显，承担了江苏省大量的公路、铁路基础设施建设任务，而基础设施建设投资规模大、投资

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。2019 年公司获得铁路专项补助 90 亿元（其中 40 亿元为收益性补助，50 亿元为资本性补助），较上年增加 55 亿元，政府支持力度很强。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“12 苏交通 MTN1”、“12 苏交通 MTN2”、“13 苏交通 MTN2”、“15 苏交通 MTN001”、“15 苏交通 MTN002”、“15 苏交通 MTN003”、“15 苏交通 MTN004”、“15 苏交通 MTN005”、“17 苏交通 MTN001”、“17 苏交通 MTN002”、“17 苏交通 MTN003”、“17 苏交通 MTN004”、“18 苏交通 MTN001”、“18 苏交通 MTN002”、“18 苏交通 MTN003”、“18 苏交债 01/18 苏交 04”、“19 苏交债 01/19 苏交 01”、“19 苏交通 MTN001”、“19 苏交通 MTN002”、“19 苏交通 MTN003”、“19 苏交通 MTN004”、“19 苏交通 MTN005”、“20 苏交通 GN001”、“20 苏交通 MTN001”、“20 苏交通 MTN002”、“20 苏交通 MTN003”和“20 苏交通 MTN004”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2019 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）	2017	2018	2019
货币资金	835,984.71	1,337,524.05	1,045,004.86
应收账款	77,428.46	95,136.08	124,105.26
其他应收款	79,507.86	435,299.82	479,361.03
存货	353,081.61	454,052.71	492,563.61
长期投资	5,642,209.08	4,884,924.29	6,092,416.87
在建工程	2,583,857.51	11,201,064.05	10,505,386.55
无形资产	12,675,676.47	12,990,263.16	14,930,470.51
总资产	29,238,959.97	45,402,666.17	53,734,983.52
其他应付款	404,681.83	633,443.45	1,021,385.77
短期债务	7,035,620.11	7,266,807.57	9,532,281.62
长期债务	9,880,651.69	15,083,787.43	16,675,155.08
总债务	16,916,271.80	22,350,595.00	26,207,436.70
总负债	18,899,337.31	26,852,596.45	31,797,076.50
费用化利息支出	540,269.78	619,220.86	684,354.83
资本化利息支出	25,244.32	72,999.76	195,926.00
实收资本	1,680,000.00	1,680,000.00	1,680,000.00
少数股东权益	3,631,158.17	11,034,179.76	12,234,050.75
所有者权益合计	10,339,622.67	18,550,069.72	21,937,907.02
营业总收入	4,475,617.67	4,701,741.51	5,111,600.37
经营性业务利润	1,066,379.47	1,035,098.27	941,039.67
投资收益	63,696.93	141,296.08	271,213.00
净利润	869,984.20	1,200,681.86	1,083,097.68
EBIT	1,711,515.88	2,141,344.81	2,129,717.55
EBITDA	2,388,251.41	2,878,208.35	3,039,383.66
销售商品、提供劳务收到的现金	6,463,166.05	4,121,416.74	4,607,913.02
收到其他与经营活动有关的现金	99,446.23	556,606.53	680,731.84
购买商品、接受劳务支付的现金	4,694,673.04	1,239,450.66	1,441,428.07
支付其他与经营活动有关的现金	44,380.89	212,664.57	434,421.36
吸收投资收到的现金	379,309.52	618,871.96	1,111,740.66
资本支出	1,834,707.50	1,331,724.78	6,284,018.86
经营活动产生现金净流量	2,000,898.11	1,693,061.08	2,551,407.53
投资活动产生现金净流量	-2,966,759.06	-3,326,519.08	-7,266,889.92
筹资活动产生现金净流量	1,182,783.19	2,186,635.62	4,374,846.56
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	41.63	40.79	37.55
期间费用率（%）	17.26	17.84	18.36
应收类款项/总资产（%）	2.88	1.94	1.51
收现比（X）	1.44	0.88	0.90
总资产收益率（%）	6.17	5.74	4.30
资产负债率（%）	64.64	59.14	59.17
总资本化比率（%）	62.06	54.65	54.43
短期债务/总债务（X）	0.42	0.33	0.36
FFO/总债务（X）	0.12	0.11	0.10
FFO 利息倍数（X）	3.49	3.48	2.98
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	3.54	2.45	2.90
总债务/EBITDA（X）	7.08	7.77	8.62
EBITDA/短期债务（X）	0.34	0.40	0.32
货币资金/短期债务（X）	0.12	0.18	0.11
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	4.22	4.16	3.45

注：1、公司各期财务报表依据新会计准则编制；2、将公司各期财务报表“其他流动负债”中带息金额及“拆入资金”纳入短期债务核算；3、将公司各期财务报表“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。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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。