



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪386号

招商局公路网络科技控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招商局公路网络科技控股股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”、“招商局公路网络科技控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月六日

招商局公路网络科技控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	招商局公路网络科技控股股份有限公司		
债券名称	招商局公路网络科技控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	品种一简称“17 招路 01”； 品种二简称“17 招路 02”		
债券代码	品种一代码“112562.SZ”； 品种二代码“112563.SZ”		
发行规模	品种一发行规模为人民币 20 亿元； 品种二发行规模为人民币 10 亿元		
存续期限	品种一存续期限为 2017/8/7~2022/8/7； 品种二存续期限为 2017/8/7~2027/8/7		
上次评级时间	2018/6/8		
上次评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定

发行主体	招商局公路网络科技控股股份有限公司		
债券名称	招商局公路网络科技控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 招路 01		
债券代码	112734.SZ		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2018/7/18~2021/7/18		
上次评级时间	2018/7/9		
上次评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

招商公路	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	432.79	463.61	497.99	521.80
总资产（亿元）	553.64	651.70	840.84	867.98
总债务（亿元）	57.68	102.34	251.17	253.36
营业总收入（亿元）	50.53	53.41	67.59	17.08
营业毛利率（%）	44.22	43.72	44.93	46.32
EBITDA（亿元）	52.89	57.70	70.67	-
所有者权益收益率（%）	8.25	8.67	8.78	8.81*
资产负债率（%）	21.83	28.86	40.77	39.88
总债务/EBITDA（X）	1.09	1.77	3.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.87	19.77	7.94	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2019 年一季度带“*”的指标已经年化处理。

基本观点

招商局公路网络科技控股股份有限公司（以下简称“招商公路”或“公司”）股东实力强，对公司业务发展支持力度大，2018 年，公司又并购三条成熟路产，控股路产规模进一步扩大，区位优势明显，通行费收入稳定增长，公司财务结构稳健且进一步优化，为其信用水平提供了良好的支撑。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到高速公路收费政策变化、分流效应等因素可能对公司业务发展及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持招商公路主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA；维持“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

正 面

- 股东实力强，对公司业务发展支持力度大。公司控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”或“集团”）系驻港四大央企之一。作为招商局集团公路板块运营的主体，公司在项目资源、资金安排、管理团队等方面能得到股东的大力支持。
- 换股吸收合并华北高速并实现整体上市。2017 年 12 月，公司以换股方式吸收合并华北高速公路股份有限公司，并于深圳证券交易所成功上市，为公司实现良性发展提供了有利条件。
- 公司路产区位优势明显，通行费收入稳定增长。通行费收入为公司重要收入来源，公司旗下路产多位于全国公路主干线，地理位置优越；2018 年，公司又新收购了渝黔高速和沪渝高速 60% 股权、毫阜高速 100% 股权，该等路产均已进入成熟期，随着车流量及控股路产规

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月6日

模的增加，当期实现通行费收入 43.26 亿元，同比增加 46.91%。

- 财务结构稳健，偿债能力极强。公司资产负债率处于较低水平，且获现能力强，经营性现金流较为充裕，对债务利息的保障程度高，整体偿债能力极强。

关注

- 高速公路收费政策变化对公司经营的影响。燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费通行、绿色通道等多项收费公路相关政策近年陆续出台，对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策的变化值得关注。
- 分流效应及政策变动影响。长期来看，高速公路将持续面临来自铁路（特别是高速铁路）和航空等其他交通运输方式的竞争以及区域内其他新建高速公路的分流，并且不排除未来因政策变动部分收费公路中止收费的可能性，从而对公司业务可能产生一定的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”于 2017 年 8 月 28 日完成发行，实际发行规模 30 亿元，其中品种一（5 年期，证券代码“112562.SZ”，简称“17 招路 01”）发行规模 20 亿元，最终票面利率为 4.78%；品种二（10 年期，证券代码“112563.SZ”，简称“17 招路 02”）发行规模 10 亿元，最终票面利率为 4.98%。“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“18 招路 01”）于 2018 年 7 月 18 日完成发行，实际发行规模 30 亿元，3 年期，最终票面利率为 4.50%。

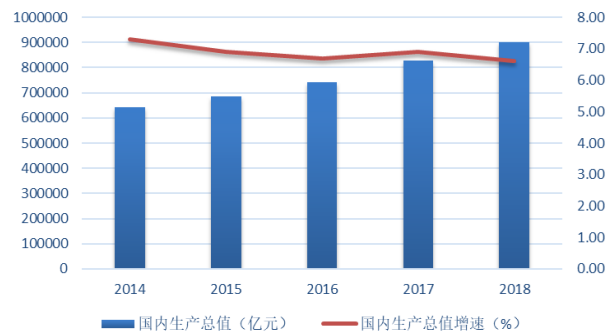
截至 2018 年末，上述债券共募集资金 60 亿元，公司已按照募集说明使用 50 亿元用于相应用途，募集资金专项账户余额为 10 亿元。上述债券均采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；其中，2018 年，“17 招路 01”和“17 招路 02”的利息已经正常支付，“18 招路 01”尚未到付息期。

行业分析

2018 年，我国经济维持稳定发展，汽车保有量显著提升，对高速公路行业发展提供了良好的外部环境

2018 年，我国实现国内生产总值 900,309 亿元，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 64,734 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 366,001 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 469,575 亿元，增长 7.6%。从三大产业占比来看，第一产业增加值占国内生产总值的比重为 7.2%，第二产业增加值比重为 40.7%，第三产业增加值比重为 52.2%。总体来看，目前我国经济运行稳中向好，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图 1：2014~2018 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，受传统汽车行业产能过剩和二手车市场的冲击，2018 年我国汽车产业面临较大的压力，产销量均出现下降，全年实现产销量分别为 2,780.9 万辆和 2,808.1 万辆，同比分别减少 4.2% 和 2.8%。随着汽车行业和国民经济的发展，全国民用汽车保有量仍实现两位数增长，截至 2018 年末，全国民用汽车保有量达到 24,028 万辆（包括三轮汽车和低速货车 906 万辆），比上年末增长 10.5%，其中私人汽车保有量 20,730 万辆，同比增长 10.9%。民用轿车保有量 13,451 万辆，同比增长 10.3%。汽车保有量的显著提升为我国高速公路行业发展提供最直接的动力。

国民经济平稳运行及汽车保有量增长等因素推动我国高速公路固定资产投资持续增长，2018 年全国交通固定资产投资完成 3.22 万亿元，其中公路建设固定资产投资完成 2.13 万亿元；新改建公路里程 7.31 万公里，高速公路里程 0.61 万公里。

此外，公司所投资运行的项目主要分布在广东、天津、广西、湖南、湖北及河南等区域，2018 年 GDP 分别增长 6.8%、3.6%、6.8%、7.8%、7.8% 和 7.6%，除天津市外均高于全国平均水平。

总体来看，近年来我国国民经济的平稳发展、汽车保有量的持续增长以及稳定发展的区域经济均为公司高速公路运营提供了良好的外部环境。

高速公路行业呈稳定发展态势，需关注铁路规模的扩大对公路运输的分流影响以及相关行业政策的变化

公路运输在受宏观经济影响的同时，具有刚性需求的特点，在社会汽车保有量延续双位数增长、居民收入提升消费升级、电子商务日趋发达而促进

物流业飞速发展等利好因素支持下，具备持续增长的动力。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 2018 年末，全国公路总里程达 484.65 万公里，较上年末增加 7.31 万公里；公路密度 50.48 公里/百平方公里，较上年增加 0.76 公里/百平方公里；公路养护里程 475.78 万公里，占公路总里程 98.2%。截至 2018 年末，全国四级及以上等级公路里程 446.59 万公里，比上年增加 12.73 万公里，占公路总里程 92.1%，提高 1.3 个百分点。二级及以上等级公路里程 64.78 万公里，增加 2.56 万公里，占公路总里程 13.4%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 14.26 万公里，增加 0.61 万公里；高速公路车道里程 63.33 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.55 万公里，增加 0.33 万公里。

图 2：2014~2018 年全国公路总里程及密度



资料来源：2018 年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理

运输量方面，2018 年公路运输客流量稍有下滑，但在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2018 年，我国旅客运输总量为 179.38 亿人次，比上年下降 3.0%。其中公路完成旅客运输量 136.72 亿人次，比上年减少 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，比上年减少 5.0%；完成公路货运量 395.69 亿吨，同比增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，同比增长 6.7%。

由于铁路在长途运输的成本上要远低于公路，从而对公路形成直接的竞争。2018 年全国铁路行业固定资产投资完成 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达 13.1 万公里，其中高速铁路 2.9 万公里以上。旅客运输方面，2018 年国家铁路旅客发送量 33.75 亿人，增长 9.44%，旅客周转量 14,147

亿人公里，增长 5.13%。铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流影响。

此外，2018 年 12 月 20 日，国家交通运输部再度对外发布《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会公开征求意见。《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但新条例何时出台，目前尚无明确的时间。

总体来看，我国公路路网近年来不断完善，运输量快速增长，但同时我们也关注到铁路规模的扩大对公路运输的分流作用以及相关国家政策的变化。

业务运营

随着“大交通”平台战略的逐步实施，公司近年业务规模逐步扩大，围绕高速公路不断拓展延伸业务，目前公司主营业务涵盖投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态等四大板块，具体包括公路投融资及运营、交通科研、勘察设计、工程施工、生态环保等方面。

随着通行量的稳步增长及新增渝黔高速、沪渝高速和亳阜高速等三条控股路产，2018 年，公司实现营业收入 67.59 亿元，同比增加 26.56%，继续呈增加趋势。从构成上看，2018 年，公司投资运营板块实现收入 47.78 亿元，占当期营业收入的比重为 70.68%，主要是高速公路及光伏运营业务带来的收入，其中通行费收入为 43.26 亿元，同比增加 46.91%；交通科技板块收入 14.17 亿元，占比 20.96%，同比增加 1.65%，主要是工程咨询及施工业务带来的收入；智慧交通板块收入 3.78 亿元，占比 5.60%，同比增加 34.15%；招商生态板块收入 1.86 亿元，占比 2.76%，同比增加 25.61%，主要是生态环保业务带来的收入。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.08 亿元，其中投资运营板块收入 13.44 亿元、交通科技板块收入 2.20 亿元、智慧交通板块收入 1.27 亿元、招商生态板块收入 0.17 亿元。

图 3：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

高速公路

公司参控股路产规模逐步扩大，且基本位于国家高速公路主干线，地理位置优越、路产质量优良，为公司带来稳定增长的通行费收入和投资收益

高速公路投资运营是公司主要的业务，公司主要选择地理区位好、车流量高的成熟路产进行投资，通过控股和参股的方式运营，通行费收入和投资收益是公司收入和利润的主要来源。2018 年以

来，公司先后收购沪渝高速、渝黔高速、成渝高速（重庆段）、亳阜高速等 4 个项目，新增控股里程 276 公里、参股里程 109 公里。截至 2019 年 3 月末，公司参控股的公路、桥梁、隧道等总里程 8,839 公里，权益里程为 2,158 公里，其中高速公路（含桥）总里程 8,726 公里、权益里程 2,135 公里；且公司路产绝大部分位于全国公路主干线，遍及 19 个省（市）。

控股路产方面，截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内控股 12 条高速公路项目，通车里程合计 879.90 公里，权益里程合计 734.44 公里，均为经营性公路，且属于国高网组成部分。其中，沪渝高速、渝黔高速和亳阜高速等 3 个项目系公司于 2018 年 4 月、7 月新并购而来，新增权益里程合计 206.15 公里，分别于 2013 年 12 月、2007 年 3 月、2006 年 12 月通车，已进入成熟期，通行费收入较为稳定。

表 1：截至 2019 年 3 月末公司控股高速公路情况表

								单位：公里
序号	路段名称	起止点	所属路网	建设公里	收购时期	持股比例	收费期限	路产性质
1	京津塘高速	北京-塘沽	国高网	142.69	-	100%	1999~2029年	经营性公路
2	甬台温高速	乐清湖雾岭至白鹭屿段；温州瓯海南白象至苍南分水关段	国高网	140.17	2010.8	51%	2002~2030年	经营性公路
3	北仑港高速	北仑站-大朱家段；宁波东站-姜山站连接线段	国高网	51.43	2012.8	100%	1998~2027年	经营性公路
4	九瑞高速	昌九高速九江县互通至湖北阳新交界	国高网	48.14	2014.9	100%	2011~2040年	经营性公路
5	阳平高速	起于阳朔县高田镇，接桂阳高速，途径普益乡、平乐镇，止于平乐县二塘镇，接平钟高速	国高网	39.52	2015.9	100%	2008~2037年	经营性公路
6	桂阳高速	起于冲口立交，接桂柳高速，途经马面立交、临桂六塘、葡萄、阳朔白沙，在阳朔县高田镇接阳平高速	国高网	66.64	2015.10	100%	2008~2037年	经营性公路
7	桂兴高速	起于兴安县北梅村洞，路线经严关、溶江、三街，止于灵川粟家，接桂柳高速和灵三高速	国高网	53.40	2015.10	100%	2013~2042年	经营性公路
8	灵三高速	灵川县定江镇独田村接桂林至僚田高速公路，终于临桂县会仙镇马面村接桂林至梧州高速公路	国高网	46.71	2016.5	100%	2008~2038年	经营性公路
9	鄂东大桥	地跨湖北黄石、黄冈和鄂州三市，是沪渝、福银、大广三条国高网跨越湖北长江的共用过江通道	国高网	15.15	2017.12	54.61%	2010~2040年	经营性公路
10	渝黔高速	起点位于绕城渝黔互通，终点位于崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037年	经营性公路
11	沪渝高速	起于重庆绕城高速，止于涪陵接涪丰高速；另在巴南区双河口设通往	国高网	84.33	2018.4	60%	2013~2043年	经营性公路

长寿晏家化工园区的连接线

12	毫阜高速	起于安徽与河南两省交界的黄庄，终点与界阜蚌高速公路相接于刘小集互通	国高网	101.30	2018.7	100%	2006~2036年	经营性公路
----	------	-----------------------------------	-----	--------	--------	------	------------	-------

注：京津塘高速为公司成立时，交通部无偿划拨非股权收购。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从运营情况来看，随着汽车保有量及路产规模的增加，公司控股高速公路交通流量呈逐年递增趋势，运营环境较好。具体来看，甬台温高速、北仑港高速、鄂东大桥和京津塘高速通行量较大，2018年上述路段日均通行量分别为35,510辆/日、34,857辆/日、22,563辆/日和19,773辆/日，其中北仑港高速的通行量保持持续增长态势，而甬台温高速受并行线路分流影响，通行量小幅下降；京津塘高速受2017年天津港禁止公路运煤政策的影响，通行量持续下降，但降速有所放缓。其次，为渝黔高速、沪渝高速、桂兴高速、桂阳高速、毫阜高速和阳平高速，2018年日均通行量分别为18,583辆/日、16,657

辆/日、14,215辆/日、12,792辆/日、10,128辆/日和10,054辆/日，其中桂兴高速、桂阳高速、阳平高速的通行量均呈逐年递增趋势；其余路段车流量相对较小。通行费收入方面，得益于公司控股高速公路产规模不断增加且均为国高网重要路段，区位优势明显，通行费收入稳定增长，2018年及2019年1~3月公司合并口径通行费收入分别为432,600万元和120,166万元，其中2018年较上年增加46.91%，甬台温高速和京津塘高速对公司收入贡献最大。未来随着经济的发展及车辆保有量的持续增加，公司车流量和通行费收入有望继续增长。

表 2：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司控股路产运营情况

单位：万元、辆/日

序号	路段名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
		通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量
1	京津塘高速	70,675	22,576	65,646	20,047	66,171	19,773	14,848	18,023
2	甬台温高速	142,402	34,119	146,767	35,761	139,932	35,510	34,454	38,199
3	北仑港高速	33,392	28,788	36,641	31,449	39,735	34,857	9,433	34,825
4	九瑞高速	6,139	3,979	8,385	5,137	11,148	7,112	3,157	11,232
5	阳平高速	6,423	4,801	7,027	5,030	11,757	10,054	4,616	17,064
6	桂阳高速	15,040	9,151	13,417	7,515	19,964	12,792	7,352	20,132
7	桂兴高速	17,808	8,773	22,615	10,356	25,629	14,215	7,478	18,474
8	灵三高速	7,556	6,937	6,775	5,789	6,842	6,489	1,954	7,585
9	鄂东大桥	-	-	29,451	20,585	31,082	22,563	8,522	26,586
10	渝黔高速	-	-	-	-	46,006	18,583	11,311	18,499
11	沪渝高速	-	-	-	-	46,190	16,657	11,810	18,124
12	毫阜高速	-	-	-	-	34,223	10,128	8,756	12,509
合计		299,435	119,124	336,724	141,669	478,679	208,733	123,691	241,252

注：1、该表列示的通行费收入为各单体企业当年实现通行费收入非合并口径，且均为含增值税口径；

2、九瑞高速、阳平高速、桂阳高速、桂兴高速、灵三高速、鄂东大桥、渝黔高速和沪渝高速、毫阜高速分别收购于2014年9月、2015年9月、2015年10月、2015年10月、2016年5月、2017年12月、2018年4月、2018年7月。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

主要高速路段的车型构成方面，甬台温高速通行车型主要是一型车及五型车，其中一型车即7座以下客车及2吨以下货车2018年通行量占当年通行量比重为71.67%，对该路段当年通行费收入贡献

为49.07%；五型车即15吨以上货车2018年通行量占通行量比重为17.95%，对该路段当年通行费收入贡献为37.27%。

表 3: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月甬台温高速车型结构及其收入贡献

单位: %

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献
一型车	71.44	48.74	70.48	47.43	71.67	49.07	76.13	54.70
二型车	3.77	4.43	3.82	4.02	3.85	3.59	3.10	2.89
三型车	5.40	8.06	4.97	7.30	4.46	6.37	3.81	5.58
四型车	2.78	5.05	2.44	4.43	2.07	3.70	1.95	3.61
五型车	16.61	33.72	18.28	36.82	17.95	37.27	15.01	33.22

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

京津塘高速通行车型主要是一型车及五型车, 其中一型车即 7 座以下客车及 2 吨以下货车 2018 年通行量占当年通行量比重为 85.63%, 对该路段当

年通行费收入贡献为 72.47%; 五型车即 15 吨以上货车 2018 年通行量占通行量比重为 6.48%, 对该路段当年通行费收入贡献为 16.26%。

表 4: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月京津塘高速车型结构及其收入贡献

单位: %

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献
一型车	82.69	64.62	84.05	68.06	85.63	72.47	86.21	72.77
二型车	4.17	3.79	4.08	3.85	3.75	3.88	3.40	3.47
三型车	2.51	3.49	2.35	3.59	2.24	3.75	2.00	3.14
四型车	1.93	3.34	1.90	3.53	1.90	3.64	1.70	3.08
五型车	8.70	24.76	7.61	20.98	6.48	16.26	6.69	17.54

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

道路分流方面, 目前公司控股路产受其他路桥分流比较明显的路段是甬台温高速和渝黔高速。在温州地区在建高速路网中, 存在温州绕城西南线、甬台温复线、温州绕城北二期等对甬台温高速造成分流影响的竞争性路段, 其中, 温州绕城西南线是并行于甬台温高速温州南到飞云的竞争性路段, 已于 2018 年 2 月 1 日开通, 对温州南至万全枢纽带来一定分流影响; 甬台温复线并线段与温州绕城北二期是湖雾岭至白露屿的竞争性路段, 分别于 2019 年 1 月 16 日、2019 年 2 月 1 日开通, 对湖雾岭至白露屿路段带来一定分流影响; 甬台温复线预计 2021 年全线开通, 将对甬台温全线路段造成不同程度分流影响; 在重庆地区在建高速中, 渝黔扩能项目与渝黔高速基本平行, 预计 2020 年底全线通车, 将对渝黔高速造成一定的分流影响。

收费政策方面, 2018 年公司控股路产的收费标准未发生变化, 与上年保持一样。结算方面, 2018 年亦未发生变化, 即各个高速路段的收费站收缴通

行费, 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, 其中, 现金收入采取日清日结方式, 每日收款后由银行上门收款; ETC 收入由各地清算拆分中心按月进行, 结算后返回各路方。

道路养护方面, 高速公路养护分为日常养护、专项养护及大修、中修等, 均通过招投标方式确定第三方养护单位, 各项工程均按单项工程结算支付。2018 年及 2019 年 1~3 月公司公路养护支出分别为 26,479 万元和 3,890 万元, 其中 2018 年较上年增加 29.07%, 主要系路产增加所致所致。

表 5: 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司控股路段
养护支出情况

单位: 万元

序号	路段名称	2016	2017	2018	2019.1~3
1	京津塘高速	9,866	5,839	5,264	243
2	甬台温高速	9,480	10,002	9,968	1,878
3	北仑港高速	739	1,372	1,709	215
4	九瑞高速	166	231	446	52
5	阳平高速	1042	858	1,595	198
6	桂阳高速	1,204	612	695	179
7	桂兴高速	699	725	973	306
8	灵三高速	792	876	647	230
9	鄂东大桥	-	-	1,239	115
10	渝黔高速	-	-	2,274	271
11	沪渝高速	-	-	1,077	99
12	毫阜高速	-	-	592	104
合计		23,988	20,515	26,479	3,890

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 6: 2016~2018 年公司重要参股企业经营情况

单位: 万元

序号	公司名称	2016 年		2017 年		2018 年	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
1	山东高速	846,056	291,476	737,953	287,685	682,880	362,641
2	宁沪高速	920,130	343,714	945,568	368,482	996,901	447,571
3	成渝高速	826,589	112,350	798,436	96,894	596,902	90,080
4	皖通高速	249,914	90,904	286,141	108,563	296,695	109,664
5	福建高速	252,813	88,701	247,427	86,330	266,267	95,823

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

值得注意的是, 目前公司在江苏省投资持有三家非上市公路公司参股股权, 包括江苏扬子大桥股份有限公司 (以下简称“扬子大桥”) 21.64% 股权、江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司 (以下简称“广靖锡澄”) 15.00% 股权和江苏宁靖盐高速公路有限公司 (以下简称“宁靖盐”) 10.51% 股权, 这三家公司的实际控制人均为江苏交通控股有限公司 (以下简称“江苏交控”); 2018 年 11 月 20 日, 公司发布《招商局公路网络科技控股股份有限公司关于参股公司资产置换的公告》, 称为增加公司控股路产里程, 拟通过股权置换的方式对上述三家参股公司股权进行整合, 即公司以所持扬子大桥 21.64% 股权和广靖锡澄 15.00% 股权置换江苏交控所持宁靖盐 53.08% 股权; 该置换完成后, 公司将不再持有扬子

参股路产方面, 作为投资运营收费公路的专业化公司, 截至 2019 年 3 月末, 招商公路共投资参股 21 家经营性公司, 其中 12 家公路上市公司。公司投资参股的收费公路项目主要分布在全国公路主干线上, 如宁沪高速、成渝高速、济青高速等, 覆盖黑龙江、吉林、山东、河南、江苏、安徽、四川、福建、浙江、湖北、湖南、广西、广东、贵州、重庆以及山西等多个省 (市)。截至 2019 年 3 月末, 公司参股的公路、桥梁、隧道的总里程达到 7,959.10 公里, 权益里程为 1,423.56 公里。得益于公司投资路产质量优良, 区位优势明显, 2016~2018 年公司分别实现长期股权投资收益 25.73 亿元、28.14 亿元和 29.98 亿元, 呈逐年增长趋势。

大桥和广靖锡澄的股权, 同时持有宁靖盐 63.59% 股权, 增加控股里程 268.42 公里, 加大在长三角区域的战略布局。目前, 该置换尚需获得国务院国资委和江苏省国资委的批复, 尚未完成工商变更登记。

总体来看, 公司紧紧围绕高速公路主业, 参控股路产规模大且基本位于国家高速公路主干线, 地理位置优越、路产质量优良, 稳定的通行费收入和投资收益系公司利润的主要保障, 且持续增长的人口、汽车保有量及居民可支配收入都将给高速公路车流量及通行费收入带来积极影响。

光伏发电

随着机组实现全年运营，2018 年公司光伏发电业务运营平稳，发电量和上网电量同步上升，但政策性限电和西部地区电网基础设施发展速度不匹配等因素仍然影响着公司发电的上网效率

为培育新的利润增长点及提高资金使用效率，

2013 年公司收购江苏徐州丰县光伏电站 50% 股权，业务范围拓展至光伏发电领域。2014 年，公司先后投资收购多个光伏电站项目，均已取得路条及并网核准，主要分布在江苏、内蒙、新疆和宁夏等地区。截至 2019 年 3 月末，公司已拥有光伏电站装机容量 293.80MW，权益规模达 279.91MW。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司投资经营电站情况

电站名称	所在地区	装机容量 (MW)	上网电价	并网日期	投资金额 (亿元)	持股比例 (%)	合作方
江苏徐州丰县 23.8MW	江苏	23.80	2.40 元/度	2011.12.25	2.25	50.00	联合光伏(深圳)有限公司、联合光伏(常州)投资有限公司、深圳国调招商并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)
科左后旗 40MW	内蒙古	40.00	1.00 元/度	2013.12.20	3.65	96.68	联合光伏(常州)投资有限公司、国电奈曼风电有限公司
科左后旗二期 20MW	内蒙古	20.00	0.95 元/度	2014.12.19	不超过 1.84	96.68	联合光伏(常州)投资有限公司、国电奈曼风电有限公司
新疆 110MW	哈密常晖	30.00	0.90 元/度	2014.10.21		100.00	-
	吐鲁番协合	20.00	0.95 元/度	2014.12.31		100.00	-
	吐鲁番昱泽	20.00	0.95 元/度	2014.12.31	10.22	100.00	-
	吐鲁番中晖	20.00	0.95 元/度	2014.11.02		100.00	-
伊犁矽美仕	新疆	20.00	0.95 元/度	2014.10.31		100.00	-
宁夏中利 100MW	宁夏	100.00	0.90 元/度	2014.12.23	9.10	100.00	-
合计		293.80	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产方面，自 2015 年以来，公司光伏发电业务板块布局稳定，机组实现全年运营，发电量和上网电量逐年上升。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现发电量 4.31 亿千瓦时和 1.02 亿千瓦时，上网电量分别为 4.29 亿千瓦时和 1.01 亿千瓦时，同期实现发电及相关收入 3.62 亿元和 0.84 亿元，其中 2018 年较上年分别增加 5.22%、5.13% 和 3.43%。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司光伏电站运营指标

	2016	2017	2018	2019.1~3
可控装机容量 (MW)	293.80	293.80	293.80	293.80
权益装机容量 (MW)	279.91	279.91	279.91	279.91
发电量 (亿千瓦时)	3.5865	4.0968	4.3105	1.0216
上网电量 (亿千瓦时)	3.5731	4.0843	4.2937	1.0109
机组利用小时 (小时数)	1,216.00	1,394.40	1,467.16	347.71
含税平均上网电价 (元/千瓦时)	1.03	1.0022	0.9806	0.9966
度电成本 (元/千瓦时)	0.44	0.38	0.36	0.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，由于光伏电站建设成本较高，完全商业化运作的价格无法与火电水电等传统电力能源竞争，因此国家利用可再生能源发展基金对光伏发电企业予以补贴。截至 2019 年 3 月末，公司投资的光伏电站均已列入国补目录，享受电价补助。光伏电站标杆上网电价包括脱硫燃煤机组标杆价格和可再生能源发电补助两部分。2018 年，江苏徐州丰县晖泽上网电价有所调整，在标杆价维持 0.391 元的基础上将补贴价由 2.019 元下调至 2.009 元，上网总价随之下调至 2.40 元。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司各电站上网电价及补贴构成

项目名称	是否纳入财政补贴名录	上网电价（元）		
		上网价	其中：标杆价	其中：补贴价
宁夏腾晖	已列入第六批目录资格	0.90	0.2595	0.6405
哈密常晖	已列入第六批目录资格	0.90	0.25	0.65
吐鲁番昱泽	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.70
吐鲁番协合	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.70
吐鲁番中晖	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.70
伊犁矽美仕	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.70
科左光伏一期	已列入第六批目录资格	1.00	0.3035	0.6965
科左光伏二期	已列入第六批目录资格	0.95	0.3035	0.6465
丰县晖泽	已列入第四批目录	2.40	0.391	2.009

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2018 年公司光伏发电业务结算方式未发生变化，即光伏电站脱硫标杆电价的结算对象为当地电网公司，上网电量以月为结算期，实现日清月结，年终清算；国家可再生能源补助实行按季预拨，年终清算，由中央财政向国家电网公司、南方电网公司及地方独立电网企业所在省级财政部门预拨补贴资金，并顺序下达目录内项目公司。

此外，目前光伏发电在国内仍受政策性限电和部分区域电网基础设施不匹配的影响，其中政策性限电包括特殊时段限电和日常限电两种类型，主要集中在工业较落后、用电需求较小的西北地区，公司下属新疆及宁夏地区电站存在限电问题；另外，受西北地区电网基础设施建设速度无法与光伏电站建设速度匹配的影响，公司光伏电站发电量亦无法保证实现全额上网，从而导致收益率低于预期。目前公司通过参与电量交易、及时清洗组件、保障设备可用率、缩短设备消缺时间、及时调控 AGC 曲线等方法间接减小限电对发电量的影响，未来有望通过参与多种类型的电量交易、加强电力营销等措施降低限电影响。

交通科技及其他

凭借雄厚的科研实力和技术积累，2018 年公司交通科技、智能交通、生态环保等业务进展顺利，在手项目充足，为后续业务的开展打下了良好基础

2016 年 9 月招商局集团以招商局重庆交通科研设计院有限公司（以下简称“招商交科”）100% 股权认购公司股份，公司业务范围增加了交通科技、智能交通、生态环保等三大产业板块，与公司公路业务协同发展，未来发展前景较好。2018 年，上述三大板块分别实现营业收入 14.17 亿元、3.78 亿元和 1.86 亿元，同比分别增加 1.65%、34.15% 和 25.61%。

交通科技板块主要是围绕交通基础设施建设提供的全过程咨询服务、工程技术和产品。2018 年，招商交科交通科技板块中标 215 项，中标金额 174,028 万元，同比减少 2%。其中，咨询服务业务中标金额 83,947 万元，工程施工业务 42,090 万元，产品制造业务 47,991 万元；较大项目包括《拉萨至林周公路新改建工程（设计、勘察）项目》、《金沙江大桥主缆制造项目》、《武隆省道 S204 线桐梓至丰都界段改建工程及 S204 连接线尖山子至鱼子坳改建工程施工》。2019 年 1~3 月，招商交科交通科技板块中标 19 项，中标金额 25,378 万元，同比减少 40%；其中较大项目包括《两江新区-长寿区快速通道项目勘察、设计》、《中铁大桥局武汉青山长江大桥桥面防水及沥青铺装施工》、《遵义市普通国道国土空间控制规划编制服务二标段》。

智慧交通板块主要包括智慧收费、交通广播、电子发票等三大业务。2018 年，招商交科智慧交通板块中标 66 项，中标金额 67,528 万元，同比增加 117%。2019 年 1~3 月，智慧交通板块中标 12 项，中标金额 10,511 万元，同比减少 63%，其中较大项目包括《云南昭通至四川乐山高速公路串丝至佛耳岩段机电工程 JD-01 标段》。

生态环保板块主要是公司在传统的环境治理保护和景观房建业务打包整合的基础上吸纳新业态转型升级的新业务板块，专门从事水生态修复、土壤修复、生态景观、市政大型综合性景观、旅游公路、环境咨询、绿色建筑等业务。2018 年，招商

交科生态环保业务中标 35 项，中标金额 8,684 万元，同比减少 5%。2019 年 1~3 月，生态环保板块中标 12 项，中标金额 3,394 万元；其中，较大型项目包括《重庆市北碚区梁滩河内源整治及清淤工程 EPC 总承包项目》。

综合来看，公司作为招商局集团重要的高速公路投资主体，获得了良好的发展机遇，路产规模不断扩大，车流量和路费收入呈稳定增长态势，光伏发电业务运营平稳，交通科技及其他业务在手项目充足，整体经营状况良好。成功上市之后，公司将“中国领先、世界一流的高速公路投资运营服务商和行业领先的交通科技综合服务商”作为战略目标，未来公路投资能力和运营管理能力有望得到进一步提升。

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2016 年、2017 度、2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，以下数据均为合并口径。

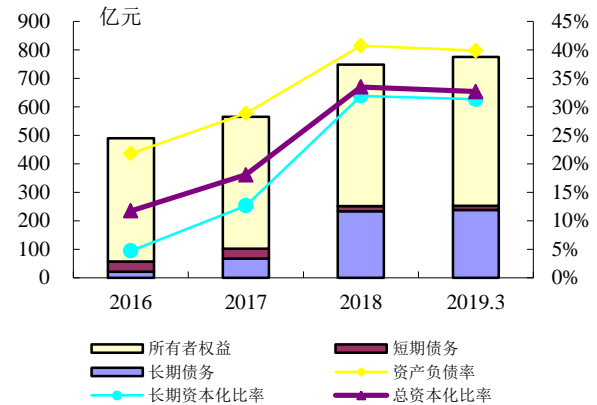
资本结构

2018 年，公司新并购了沪渝高速、渝黔高速及毫阜高速，带动总资产规模由上年末的 651.70 亿元增至 840.84 亿元，同比增加 29.02%。业务规模扩张的同时也推升了公司的资金需求和债务规模，2018 年末，公司负债总额为 342.85 亿元，同比增加 82.28%，主要是为并购路产而新增的长期借款和公司债券。得益于路产的增加及经营效益较好，近年来公司自有资本不断夯实，2018 年末，公司所有者权益为 497.99 亿元，同比增加 7.42%，主要系未分配利润增加 23.36 亿元所致。进入 2019 年，为置换成本较高的并购贷款，公司于 3 月份发行了 50 亿元可转换公司债券，扣除发行相关费用后的 10.30 亿元计入权益、39.44 亿元计入负债；截至 2019 年 3 月末，公司总资产增至 867.98 亿元，所有者权益增至 521.80 亿元，负债总额增至 346.17 亿元。

财务杠杆方面，随着债务规模的增长，公司杠杆比率呈上升趋势，但得益于较强的自有资本实力

及可转债的成功发行，仍保持在较低水平。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 40.77% 和 39.88%，总资本化比率分别为 33.53% 和 32.68%。

图 4：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2018 年末，公司非流动资产分为 724.28 亿元，占当期资产总额的 86.14%，主要包括无形资产 394.19 亿元、长期股权投资 281.81 亿元及固定资产 27.81 亿元等，其中无形资产主要是收费公路特许经营权，较上年大幅增加 158.43 亿元，主要系 2018 年并购沪渝高速、渝黔高速及毫阜高速所致；长期股权投资主要是对山东高速、皖通高速、四川成渝、扬子大桥、宁沪高速等联营和合营公司的投资，较上年增加 24.55 亿元，主要是当年投资重庆成渝高速公路有限公司、招商局海南投资开发有限公司 17.08 亿元所致；固定资产主要系公司旗下光伏电站设备、房屋建筑物和机器设备及其他设备，2018 年因折旧而同比减少 1.36 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产增加 8.63 亿元至 732.91 亿元，主要系长期股权投资增加 8.45 亿元至 290.26 亿元所致。

2018 年末，公司流动资产为 116.56 亿元，同比增加 5.37%，占当期总资产比重为 13.86%，主要包括货币资金 70.55 亿元、应收账款 15.70 亿元、存货 13.93 亿元及其他应收款 12.19 亿元等。公司应收账款主要系下属子公司的应收道路工程回购款、国网各子公司的上网电费及光伏项目应收财政补贴款，前五大客户应收账款余额占比 38.53%，账期多在一年以内；公司存货主要系已完工未结算的

工程项目；同期，公司其他应收款主要为广西交通投资集团有限公司应付的广西柳桂高速公路运营有限责任公司 40% 股权的收购款 7.93 亿元、关联方黑龙江信通房地产开发有限公司向公司借款 1.35 亿元、集团内部往来款 1.57 亿元、押金及履约保证金 1.73 亿元等，账龄集中在一年以内，已计提坏账准备 1.85 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产增加 18.50 亿元至 135.07 亿元，主要是融资资金到位后公司货币资金大幅增加所致。

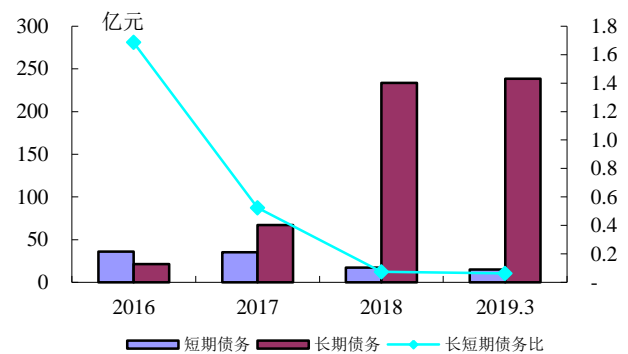
负债方面，2018 年末，公司非流动负债大幅增加 179.32 亿元至 274.16 亿元，占总负债的比率为 79.97%，成为负债的主要构成，主要包括长期借款 172.73 亿元、应付债券 61.00 亿元和递延所得税负债 33.60 亿元等，其中长期借款主要为质押借款、信用借款和保证借款，较上年末增加 136.58 亿元，主要是项目并购增加借款、新并购项目带入债务所致；应付债券较上年大幅增加 30.00 亿元，系因公司当期公开发行了“18 招路 01”，3 年期，票面利率 4.50%。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债增加 5.21 亿元至 279.37 亿元，主要系当期发行 50 亿元可转债（债券简称“招路转债”，债券代码“127012”），其中 39.44 亿元计入应付债券，债券利率为第一年 0.1%、第二年 0.3%、第三年 0.6%、第四年 0.8%、第五年 1.5%、第六年 2.0%；同时置换成本较高的长期借款 35.32 亿元。

截至 2018 年末，公司流动负债为 68.69 亿元，主要包括其他应付款 12.74 亿元、应付账款 11.62 亿元、一年内到期的非流动负债 9.90 亿元、短期借款 6.17 亿元等。其中，其他应付款主要为公司与集团、集团内各单位往来款、项目公司履约保证金及押金，较上年末减少 11.58 亿元，主要系鄂东大桥收购款在当期完成支付所致；应付账款主要为应付工程款及材料款；一年内到期的非流动负债主要是临近到期的长期借款，较上年增加 5.52 亿元；短期借款主要为信用借款和保证借款，较上年末减少 24.08 亿元，主要系到期偿还所致。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债小幅减至 66.80 亿元，主要系当期偿还一年内到期的长期借款所致。

有息债务方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，

公司总债务分别增至 251.17 亿元和 253.36 亿元，呈持续增加趋势，主要是为支撑业务规模扩张，公司新增了长期借款和应付债券所致。随着长期债务的增加，公司债务期限结构逐渐以长期债务为主；2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期债务分别为 233.72 亿元和 238.41 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.07 倍和 0.06 倍。总的看，公司以长期债务为主的债务结构较为合理，债务结构进一步优化。

图 5：2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限分布情况来看，公司债务主要集中在 2023 年及以后到期，此外 2021 年公司需偿还债务本金 54.59 亿元，是公司中期内的偿债高峰期，短期偿债压力相对较小。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司债务到期分布情况

	单位：亿元				
	2019.4-12	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务本金	7.75	16.85	54.59	27.93	146.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着业务的扩张，公司规模逐年增长，同时，公司经营效益较好，财务杠杆比率仍保持较低水平，债务期限结构较为合理。

盈利能力

如前所述，公司营业收入主要来自投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态等四大板块，随着通行量的稳步增长及控股路产的增加，公司营业收入呈逐年增加趋势。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 67.59 亿元和 17.08 亿元。

毛利率方面，2018 年，公司营业毛利率为 44.93%，较上年小幅提升 1.21 个百分点，主要是新增路产均已进入成熟期，通行费业务毛利较高所

致。分板块来看，随着控股路产的增加且均已进入成熟期，公司投资运营板块毛利率小幅提升 0.85 个百分点至 57.61%，是公司目前最主要的利润来源；受材料成本上升的影响，公司交通科技业务毛利率下降 5.29 个百分点至 14.02%；智慧交通板块运行

较为稳定，毛利保持增长趋势，2018 年继续提升 2.26 个百分点至 14.95%；受市场竞争激烈的影响，2018 年公司招商生态板块毛利率同比下降 7.08 个百分点至 15.90%。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 46.32%，在投资运营板块的支撑下相对稳定。

表 11：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入和毛利率情况

	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
投资运营板块	33.13	58.80	35.16	56.76	47.78	57.61	13.44	57.30
交通科技板块	13.68	17.09	13.94	19.32	14.17	14.02	2.20	6.95
智慧交通板块	2.29	10.93	2.82	12.69	3.78	14.95	1.27	3.95
招商生态板块	1.43	19.05	1.48	22.98	1.86	15.90	0.17	6.02
合计	50.53	44.22	53.41	43.72	67.59	44.93	17.08	46.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，随着债务规模的增长，2018 年公司财务费用大幅增长，对公司利润总额造成一定侵蚀。2018 年，公司期间费用合计为 13.01 亿元，同比增长 85.52%，期间费用收入占比为 19.24%，较上年上升 6.11 个百分点；其中，管理费用主要包括人工成本、研究与开发费用等，合并范围不断扩大及研发投入增加的影响，公司管理费用增至 3.70 亿元，同比增加 18.32%。同期，公司财务费用为 7.88 亿元，同比增长 264.02%，主要系 2018 年公司新增了长期借款和公司债券，使得财务费用大幅增长。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 3.85 亿元，仍以管理费用和财务费用为主，期间费用收入比为 22.51%。随着债务规模的上升，预计财务支出仍将增长，公司期间费用收入占比存在一定上行压力。

表 12：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用分析

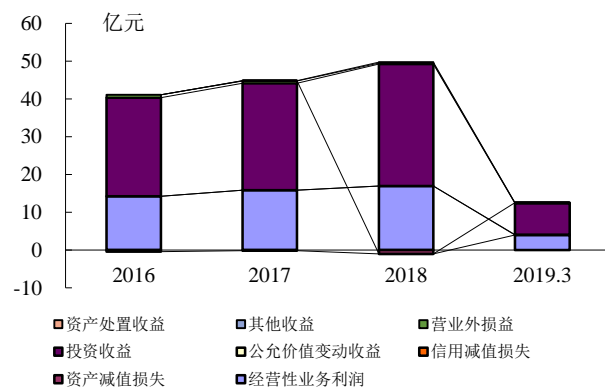
项目	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	0.61	0.58	0.47	0.10
管理费用	3.87	4.27	3.70	1.01
财务费用	2.85	2.17	7.88	2.53
研发费用	-	-	0.95	0.20
期间费用合计	7.33	7.01	13.01	3.85
营业总收入	50.53	53.41	67.59	17.08
期间费用收入占比	14.51%	13.13%	19.24%	22.51%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业

务利润和投资收益构成。随着参控股路产规模增加且运营稳定，2018 年，公司利润总额增至 48.70 亿元，同比增加 8.94%；其中，经营性业务利润为 16.95 亿元，同比增加 7.13%；公司投资收益保持稳定态势，同期，公司投资收益为 32.28 亿元，同比增加 13.98%。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 12.53 亿元，其中经营性业务利润为 3.90 亿元，投资收益 8.38 亿元。

图 6：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

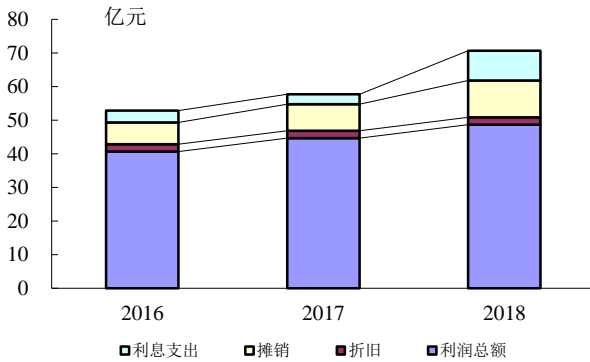
整体来看，随着经济增长、汽车保有量增加、投资路产的增加以及交通相关产业链的延伸，公司收入规模逐年提升，整体毛利率保持在较高水平，同时投资收益规模较大，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和无形资产摊销构成，随着投资路产的增加及盈利

能力的提升, 公司 EBITDA 呈逐年增加态势, 2018 年公司 EBITDA 为 70.67 亿元, 同比增加 22.48%。同期, 公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 3.55 倍和 7.94 倍, 公司 EBITDA 对债务本金的保障能力有限, 但对利息的保障程度很高。

图 7: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 随着公司收费道路经营日趋成熟, 各条道路的车流量维持稳定增长的态势, 公司经营活动净现金流呈上升态势。2018 年, 公司经营活动净现金流为 36.83 亿元, 同比增加 23.65%; 同期, 公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为 0.15 倍和 4.14 倍。总的来看, 公司经营性现金流对债务本金的保障能力较弱, 但对利息的保障程度较好。

表 13: 2016~2019.3 公司主要财务能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.3
短期债务 (亿元)	36.19	35.19	17.45	14.95
长期债务 (亿元)	21.48	67.14	233.72	238.41
总债务 (亿元)	57.68	102.34	251.17	253.36
EBITDA (亿元)	52.89	57.70	70.67	-
经营活动净现金流 (亿元)	23.06	29.79	36.83	7.22
总债务/EBITDA (X)	1.09	1.77	3.55	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	14.87	19.77	7.94	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.40	0.29	0.15	0.11
经营净现金流/利息支出 (X)	6.48	10.21	4.14	2.53

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末, 公司获得各主要银行授信 243.00 亿元, 其中已使用授信额度 172.79 亿元、已过期授信额度 16.13 亿元, 尚可使用授信额度 54.08 亿元, 公司备用流动性充足。

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司无对外担保。重大未决诉讼或仲裁方面, 截至 2019 年 3 月末, 与公司相关的诉讼共有 7 起, 主要为贸易纠纷、工程纠纷及相邻关系纠纷等, 涉诉金额合计 3.58 亿元, 其中公司作为原告的涉诉金额 2.09 亿元, 作为被告的涉诉金额 1.49 亿元。公司作为原告的纠纷主要是招商交科子公司重庆市智翔铺道技术工程有限公司 (以下简称“智翔公司”) 诉重庆市沙坪坝区园林管理局支付 2011 年东部城区道路整治 BT 项目款项, 目前智翔公司已收取首期项目相关款项合计 2.29 亿元, 还剩余二、三期项目款及相关费用 2.09 亿元正在诉讼中。在公司作为被告的纠纷中, 以子公司广西桂兴高速公路投资建设有限公司 (以下简称“广西桂兴”) 作为被告的三起案件涉诉金额共计 1.29 亿元, 该等案件均为广西桂兴原股东 (以下简称“转让方”) 持有广西桂兴股权期间发生的桂兴公路工程建设事项合同纠纷; 公司已与转让方在《股权购买协议》及交割承诺书中做出相关安排, 若有任何第三方要求广西桂兴就桂兴公路工程建设事项支付任何款项或承担任何费用的, 应由转让方全额承担该等义务或费用, 故该纠纷不会对公司造成实质性损失。目前上述案件均在审理中, 中诚信证评将持续关注案件的审理进展。

表 14: 截至 2019 年 3 月末公司重大未决诉讼

单位: 万元

序号	涉诉主体	诉讼地位	对方当事人名称	涉诉金额	案由	案件进度
1	重庆市智翔铺道技术工程有限公司	原告	重庆市沙坪坝区市政园林管理局	10,559.20	沙坪坝区 2011 年东部城区道路整治 BT 融资建设项目 (1 标段二期、三期), 双方对结算中计价原则发生争议, 无法办理结算和支付	一审已多次开庭, 现正进行建安工程造价司法鉴定, 最终鉴定结果尚未出具
2	重庆市智翔铺道技术工程有限公司	原告	重庆市沙坪坝区市政园林管理局	10,321.76	沙坪坝区 2011 年东部城区道路整治 BT 融资建设项目 (2 标段二期、三期), 双方对结算中计价原则发生争议, 无法办理结算和支付	一审已多次开庭, 现正进行建安工程造价司法鉴定, 最终鉴定结果尚未出具
3	广西桂兴高速公路投资建设有限公司	被告	中国葛洲坝集团股份有限公司	4,652.68	建设工程施工合同纠纷	已受理, 《受理通知书》(南仲受字(2014)第 233 号)
4	广西桂兴高速公路投资建设有限公司	被告	中铁七局集团有限公司	4,989.29	建设工程施工合同纠纷	已受理, 《受理通知书》(南仲受字(2015)第 375 号)
5	广西桂兴高速公路投资建设有限公司	被告	中铁七局集团有限公司	3,237.76	建设工程施工合同纠纷	已受理, 《受理通知书》(南仲受字(2015)第 376 号)
6	沪渝高速	被告	重庆南方金山谷农牧有限公司	1,895.00	原告以沪渝高速建设经营的高速公路导致其不能取得动物防疫证及高速公路运营影响其猪产仔为由, 以相邻关系为案由提起诉讼, 要求赔偿其损失并对土地进行复垦	审理中, 尚未判决
7	沪渝高速	被告	重庆中规物流有限公司	161.94	原告以《承包经营合同》已解除为案由要求沪渝高速返还合同款并支付相应资金占用损失	审理中, 尚未判决

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

受限资产方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司受限资产合计 109.38 亿元, 包括收费公路特许经营权、货币资金、应收账款等资产, 占期末总资产的比重为 12.60%, 受限资产规模相对较小。

总体来看, 公司财务结构稳健, 财务杠杆比率低, 近年业务运营良好, 盈利能力强, 现金流稳定, 偿债指标表现良好。同时考虑到股东方在资金、政策等方面给予公司的支持力度强, 公司实际偿债风险极小。

结 论

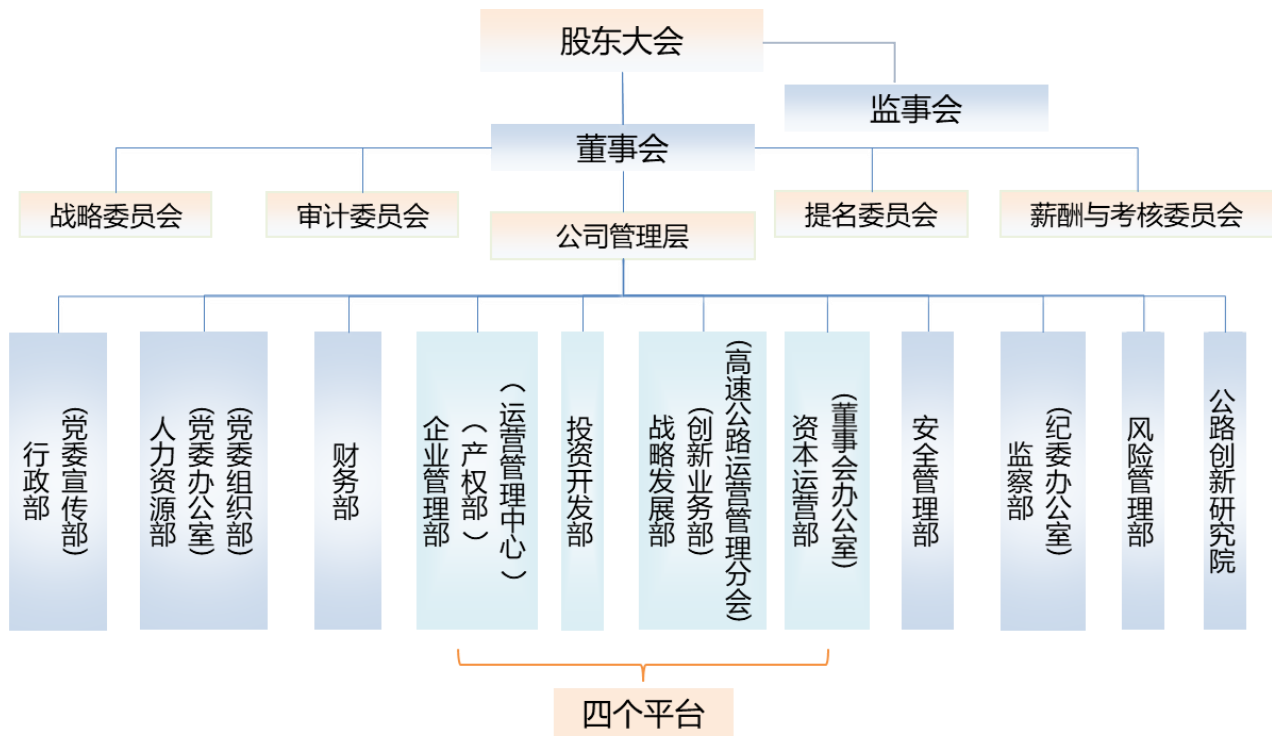
综上, 中诚信证评维持招商公路主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”信用级别为 **AAA**; 维持“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”信

用级别为 **AAA**。

附一：招商局公路网络科技控股股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

序号	股东名称	持股比例	持股数量（股）
1	招商局集团有限公司	68.65%	4,241,425,880
2	四川交投产融控股有限公司	6.37%	393,700,787
3	中新互联互通投资基金管理有限公司—重庆中新壹号股权投资中心（有限合伙）	6.37%	393,700,787
4	泰康人寿保险有限责任公司—分红—个人分红-019L-FH002 深	3.73%	230,314,961
5	天津市京津塘高速公路公司	2.90%	179,184,167
6	民信（天津）投资有限公司	2.12%	131,233,595
7	泰康人寿保险有限责任公司—传统—普通保险产品-019L-CT001 深	1.59%	98,425,197
8	北京首发投资控股有限公司	1.49%	92,046,661
9	芜湖信石天路投资管理合伙企业（有限合伙）	1.06%	65,616,797
10	泰康人寿保险有限责任公司—分红—团体分红-019L-FH001 深	0.64%	39,370,079
11	其他流通股	5.08%	313,192,586
	合计	100.00%	6,178,211,497

附二：招商局公路网络科技控股股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：招商局公路网络科技控股股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	314,531.14	700,685.60	705,489.62	943,251.74
应收账款净额	134,447.83	124,689.53	156,996.47	170,076.60
存货净额	113,842.95	123,252.40	139,298.76	155,233.03
流动资产	718,732.61	1,106,255.65	1,165,617.12	1,350,666.15
长期投资	2,460,614.88	2,648,222.59	2,861,969.87	2,902,612.12
固定资产合计	307,654.00	291,686.18	399,453.89	412,482.58
总资产	5,536,364.31	6,517,048.56	8,408,425.37	8,679,762.81
短期债务	361,945.90	351,949.33	174,514.97	149,480.58
长期债务	214,805.34	671,407.47	2,337,211.86	2,384,095.18
总债务（短期债务+长期债务）	576,751.24	1,023,356.80	2,511,726.83	2,533,575.76
总负债	1,208,493.97	1,880,936.33	3,428,509.31	3,461,741.22
所有者权益合计（含少数股东权益）	4,327,870.34	4,636,112.24	4,979,916.06	5,218,021.58
营业总收入	505,323.83	534,066.43	675,934.02	170,846.15
期间费用前利润	215,476.42	228,338.41	299,582.77	78,347.39
投资收益	261,255.32	283,185.99	322,774.94	83,762.73
净利润	356,903.83	401,891.57	437,105.12	114,975.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	528,859.10	576,956.16	706,676.95	-
经营活动产生现金净流量	230,600.34	297,939.27	368,349.63	72,197.56
投资活动产生现金净流量	-188,654.50	60,287.04	-697,058.29	65,233.41
筹资活动产生现金净流量	-161,252.75	35,249.69	332,278.18	101,185.19
现金及现金等价物净增加额	-133,643.34	391,875.28	4,805.96	237,802.08
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	44.22	43.72	44.93	46.32
所有者权益收益率（%）	8.25	8.67	8.78	8.81*
EBITDA/营业总收入（%）	104.66	108.03	104.55	-
速动比率（X）	0.77	1.05	1.49	1.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.40	0.29	0.15	0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.85	2.11	1.93*
经营活动净现金/利息支出（X）	6.48	10.21	4.14	2.53
EBITDA 利息倍数（X）	14.87	19.77	7.94	-
总债务/EBITDA（X）	10.9	1.77	3.55	-
资产负债率（%）	21.83	28.86	40.77	39.88
总资本化比率（%）	11.76	18.08	33.53	32.68
长期资本化比率（%）	4.73	12.65	31.94	31.36

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2019 年一季度带“*”的指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

期间费用前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。