

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（2021）

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 03 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 [2021]跟踪 0541 号

招商局公路网络科技控股股份有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 招路 01”、“17 招路 02”和“18 招路 01”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

二零二一年六月三日

评级观点：中诚信国际维持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”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“17招路01”、“17招路02”和“18招路01”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了强大的股东实力，公司突出的公路投资运营主体地位，业务布局较为多元，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，中诚信国际关注到受疫情影响公司在跟踪期内盈利指标有所下降以及短期债务上升较快带来一定的债务集中到期压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

| 招商公路（合并口径） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 840.84 | 909.13 | 940.09 | 945.80 |
| 所有者权益合计（亿元） | 497.99 | 539.38 | 597.34 | 610.41 |
| 总负债（亿元） | 342.85 | 369.75 | 342.75 | 335.39 |
| 总债务（亿元） | 251.17 | 253.91 | 258.49 | 249.93 |
| 营业总收入（亿元） | 67.59 | 81.85 | 70.69 | 19.39 |
| 经营性业务利润（亿元） | 17.17 | 19.05 | 8.99 | 4.96 |
| 净利润（亿元） | 43.71 | 48.65 | 25.77 | 13.72 |
| EBITDA（亿元） | 70.67 | 80.53 | 60.88 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 36.83 | 43.10 | 32.16 | 7.41 |
| 收现比（X） | 0.98 | 1.01 | 0.98 | 0.98 |
| 营业毛利率（%） | 44.93 | 42.95 | 34.91 | 44.02 |
| 应收类款项/总资产（%） | 3.48 | 2.28 | 5.22 | 5.33 |
| 资产负债率（%） | 40.77 | 40.67 | 36.46 | 35.46 |
| 总资本化比率（%） | 33.53 | 32.01 | 30.20 | 29.05 |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.55 | 3.15 | 4.25 | -- |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.94 | 7.03 | 4.74 | -- |

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年审计报告期末数；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

■ **强大的股东实力。**公司控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）全额出资的大型中央企业。作为招商局集团公路运输的重要运营平台，公司在项目资源、业务拓展、

资金安排及资本运营等方面能得到股东的大力支持。

■ **突出的公路投资运营主体地位。**通过无偿划转获得及外延式收购，公司控股、参股路产规模持续增长，其中控股高速路产均属国高网组成部分，参股路产大多为行业内排名靠前企业，上述路产为公司带来了稳定的通行费收入和投资收益，公路投资运营主体地位突出。

■ **业务布局较为多元。**公司形成了投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态四大业务板块，业务布局较为多元。

■ **通畅的融资渠道。**公司融资能力很强，银行授信充裕，且作为 A 股上市公司，融资渠道畅通。

关注

■ **跟踪期内盈利指标有所下降。**受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，2020 年公司营业总收入和营业毛利率均有所下降，其他各项盈利指标亦受到一定影响。

■ **短期债务上升较快。**截至 2021 年 3 月末，公司短期债务达到 57.70 亿元，较 2019 年末增长 21.61 亿元，面临一定的债务集中到期压力。

评级展望

中诚信国际认为，招商局公路网络科技控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境明显恶化等。

同行业比较

2020 年部分收费公路上市企业主要指标对比表

| 公司名称 | 路产规模（公里） | 总资产（亿元） | 资产负债率（%） | 通行费收入（亿元） | 营业毛利率（%） | 净利润（亿元） | 经营活动净现金流（亿元） |
|-------------------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|--------------|
| 招商局公路网络科技控股股份有限公司 | 879.90 | 940.09 | 36.46 | 39.33 | 34.91 | 25.77 | 32.16 |
| 越秀交通基建有限公司 | 535.00 | 363.68 | 62.46 | 28.72 | 53.40 | 4.04 | 21.03 |
| 江苏宁沪高速公路股份有限公司 | 581.97 | 610.96 | 45.91 | 60.16 | 41.65 | 25.19 | 31.37 |

注：路产规模为各公司控股路产规模。

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 | 上次评级时间 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------------------|------|
| 17 招路 01 | AAA | AAA | 2020/06/15 | 20.00 | 20.00 | 2017/08/07~2022/08/07 | -- |
| 17 招路 02 | AAA | AAA | 2020/06/15 | 10.00 | 10.00 | 2017/08/07~2027/08/07 | -- |
| 18 招路 01 | AAA | AAA | 2020/06/15 | 30.00 | 30.00 | 2018/07/18~2021/07/18 | -- |

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

“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）”发行规模为 30 亿元，其中品种一（“17 招路 01”）发行规模为 20 亿元，品种二（“17 招路 02”）发行规模为 10 亿元；“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）”（“18 招路 01”）发行规模为 30 亿元。上述债券共募集资金 60 亿元，截至 2020 年末，募集资金已全部按募集说明书列明用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和

企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

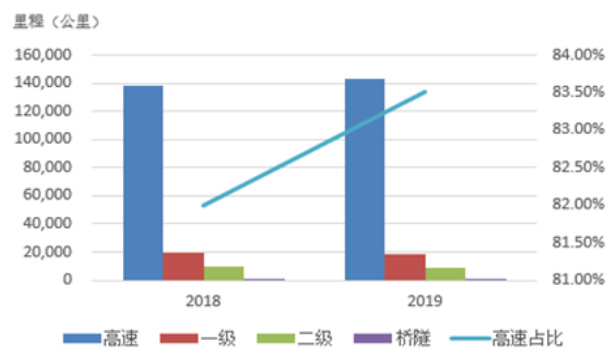
近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。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 501.25 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，增加 1.73 公里/百平方公里。全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程的 3.4%。按技术等级划分，高速公路 14.28 万公里，一级公路 1.86 万公里，二级公路 0.87 万公里，独立桥梁及隧道 1,024 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 9.39 万公里，占全国收费公路里程的 54.9%；经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 1：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2019 年全国收费公路统计公报

运输量方面，2020 年以来，受疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。

表 1：2020 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 | 30,371.8 | 1.0 | 44.6 | 3.2 | 8,266.2 | -43.8 | 22.0 | -39.8 |
| 公路 | 60,171.8 | 0.9 | 342.6 | -0.3 | 4,641.0 | -47.6 | 68.9 | -47.0 |
| 水运 | 105,834.4 | -2.5 | 76.2 | -3.3 | 33.0 | -58.0 | 1.5 | -45.2 |
| 民航 | 240.2 | -8.7 | 0.07 | -10.2 | 6,311.2 | -46.1 | 4.2 | -36.7 |
| 运输总量 | 196,618.3 | -1.0 | 470.6 | -0.5 | 19,251.4 | -45.5 | 96.7 | -45.1 |

资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于

调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2019 年，全国完成公路建设投资 2.19 万亿元，比上年增长 2.6%。其中，高速公路建设完成投资 11,504 亿元，增长 15.4%；普通国省道建设完成投资 4,924 亿元，下降 10.3%；农村公路建设完成投资 4,663 亿元，下降 6.5%。

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 2019 年末，全国收费公路累计建设投资总额 95,096.1 亿元，较上年末净增加 6,272.6 亿元，增长 7.1%。截至 2019 年末，全国收费公路债务余额 61,535.3 亿元，同比增长 8.1%。2019 年，全国收费公路通行费收入为 5,937.9 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 3,559.8 亿元，除支付当年 2,816.9 亿元利息外，仅可还本 742.9 亿元。

表 2：2019 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 | 13,947.3 | 32,602.6 | 46,549.9 | 33,147.7 |
| 经营性公路 | 15,870.8 | 32,675.4 | 48,546.1 | 28,387.6 |
| 合计 | 29,818.1 | 65,278.0 | 95,096.0 | 61,535.3 |

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

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

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三

大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本

付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容

| 政策名称 | 实施日期 | 主要内容 |
|------------------------------------|------------|--|
| 《成品油价税费改革方案》 | 2009.01.01 | 逐步有序取消政府还贷二级公路收费。 |
| 《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》 | 2009.01.01 | 长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。 |
| 《关于开展收费公路专项清理工作的通知》 | 2011.06.10 | 要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。 |
| 《重大节假日小型客车通行费实施方案》 | 2012.07.24 | 收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。 |
| 《物流业发展中长期规划（2014-2020）》 | 2014.10.04 | 加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。 |
| 《收费公路管理条例》修订征求意见稿 | -- | 对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。 |
| 《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》 | -- | 对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。 |
| 《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》 | 2017.6.26 | 明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。 |
| 《收费公路管理条例（修订草案）》 | 2018.12.20 | 在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。 |
| 《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》 | 2019.5.21 | 进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。 |

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。

2020 年上半年，受疫情及收费公路免通行费等因素影响，公司控股路产通行费收入及对参股路产的投资收益均产生较大降幅；2020 年下半年以来，随着疫情的有效控制，公司路产运营情况逐步好转，全年控股路产通行费收入降幅在预期以内

截至 2020 年末，公司投资经营的路产总里程达 10,963 公里，权益里程为 3,176 公里，管理里程达 1,824 公里。2020 年，公司无新增控股路产；同期末，公司合并范围内控股高速公路项目仍为 12 条，通车里程合计 879.90 公里，均为经营性公路，且属于国高网组成部分。从路产获取情况看，京津塘高速为公司成立时交通运输部无偿划转，其余路产均为公司收购而来。

表 4：截至 2020 年末公司控股路产情况（公里）

| 路段名称 | 起止点 | 所属路网 | 里程 | 收购时期 | 持股比例 | 收费期限 |
|-------|---|------|--------|---------|--------|-------------|
| 京津塘高速 | 北京-塘沽 | 国高网 | 142.69 | - | 100% | 1999~2029 年 |
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| 阳平高速 | 起于阳朔县高田镇，接桂阳高速，途经普益乡、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 |
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| 渝黔高速 | 起于重庆市江北董家院子立交，止于綦江县崇溪河 | 国高网 | 90.42 | 2018.4 | 60% | 2007~2037 年 |
| 沪渝高速 | 主线涪陵龙桥互通至绕城东互通；连接线茶店互通至麻柳嘴互通 | 国高网 | 84.33 | 2018.4 | 60% | 2013~2043 年 |
| 亳阜高速 | 起点位于安徽与河南两省交界的黄庄，止于刘小集互通立交 | 国高网 | 101.30 | 2018.7 | 100% | 2006~2036 年 |
| 合计 | - | - | 879.90 | - | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

道路分流方面，目前甬台温高速的主要竞争路段包括温州绕城西南线、甬台温复线、温州绕城北二期等。除甬台温高速外，公司其他路产目前未受到明显分流影响。中诚信国际将持续关注公司路产受到的分流情况及其对公司通行费收入及车流量的影响。

2020 年上半年，因疫情防控，高速公路客、货

运需求同比大幅下滑；同时，为落实我国疫情防控要求，交通部印发了《关于疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，公司自 2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日暂停收取通行费 79 天。受此影响，2020 年上半年公司通行费收入同比降幅较大。2020 年下半年，随着国内疫情得到有效控制及恢复收取通行费，公司通行费收入较上年有所增长。2020 年，公

司控股路产实现通行费收入 39.33 亿元，日均车流量 184,176 辆，同比分别下降 21.27% 和 16.96%。同

期，除九瑞高速和阳平高速通行费收入同比小幅增长外，公司其它路段通行费收入同比均有所下降。

表 5：2018~2020 年公司控股路产经营情况（万元、辆）

| 路段名称 | 2018 | | 2019 | | 2020 | |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 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 |
| 京津塘高速 | 66,171 | 19,773 | 64,838 | 18,659 | 38,821 | 13,804 |
| 甬台温高速 | 139,932 | 35,510 | 143,771 | 38,217 | 107,927 | 29,743 |
| 北仑港高速 | 39,735 | 34,857 | 40,578 | 36,300 | 30,678 | 28,816 |
| 九瑞高速 | 11,148 | 7,112 | 12,020 | 8,166 | 12,139 | 7,914 |
| 阳平高速 | 11,757 | 10,054 | 13,700 | 11,856 | 13,704 | 11,857 |
| 桂阳高速 | 19,964 | 12,792 | 22,049 | 14,184 | 19,281 | 12,085 |
| 桂兴高速 | 25,629 | 14,215 | 29,403 | 16,380 | 23,988 | 15,018 |
| 灵三高速 | 6,842 | 6,489 | 7,993 | 7,937 | 6,039 | 6,228 |
| 鄂东大桥 | 31,082 | 22,563 | 32,116 | 23,308 | 26,329 | 18,333 |
| 渝黔高速 | 46,006 | 18,583 | 48,844 | 18,248 | 42,832 | 15,683 |
| 沪渝高速 | 46,190 | 16,657 | 47,819 | 17,196 | 37,829 | 14,350 |
| 亳阜高速 | 34,223 | 10,128 | 36,402 | 11,334 | 33,693 | 10,345 |
| 合计 | 478,679 | 208,733 | 499,533 | 221,785 | 393,260 | 184,176 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

道路养护方面，公司采取了以防护性养护为主的政策，以减少高速公路的大中修次数。2018~2020 年，公司公路费用化养护支出分别为 2.67 亿元、2.27 亿元和 2.08 亿元，呈逐年下降趋势。

除控股路产外，公司围绕高速公路运营主业，参股了多家优质收费公路公司。2020 年，公司收购了诸永高速 35% 的股权。同期，公司原参股的贵黄高速于 2020 年 1 月 1 日零时起停止收费，被政府

回购。截至 2020 年末，公司对贵黄公路合营公司的长期股权投资期末余额为 1.05 亿元。截至 2020 年末，招商公路共投资参股 19 家收费公路公司，其中 12 家为 A 股上市公司。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，覆盖山东、河南、江苏、安徽、四川、浙江等多个省（市）。2020 年，公司实现参股路产投资收益 16.18 亿元，较上年减少 16.45 亿元。

表 6：截至 2020 年末公司主要参股高速公路运营公司情况

| 公司名称 | 直接持股比例 | 主营业务 | 核心路产 |
|------------------|--------|--|---------------|
| 山东高速股份有限公司 | 16.29% | 交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资 | 济青高速、京福高速山东段 |
| 江苏宁沪高速公路股份有限公司 | 11.69% | 沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥的投资、建设、经营和管理，公路沿线的客运及其它辅助服务业 | 沪宁高速江苏段 |
| 四川成渝高速公路股份有限公司 | 21.73% | 四川省境内公路基建项目的投资、建设、经营和管理，能源销售、工程施工等 | 成渝高速四川段 |
| 安徽皖通高速公路股份有限公司 | 24.37% | 安徽省境内收费高速公路及公路的持有、经营及开发 | 合宁高速、高界高速 |
| 福建发展高速公路股份有限公司 | 17.75% | 高速公路建设、运营、收费、养护与管理 | 福泉高速、泉厦高速 |
| 江苏扬子大桥股份有限公司 | 21.64% | 桥隧和公路运营、公路配套服务、广告等 | 江阴大桥 |
| 广西中铁交通高速公路管理有限公司 | 49.00% | 高速公路运营、收费等 | 广西岑兴高速、山东德商高速 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海外并购方面，2019 年 12 月，公司牵头联合招商局集团旗下海外战略性投资平台招商局联合发展有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公

司、江苏宁沪高速公路股份有限公司、四川成渝高速公路股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司组成投资联合体拟共同收购土耳其伊斯坦布

尔第三大桥和北部高速及其运营养护公司 51% 的股权和股东贷款。伊斯坦布尔是土耳其经济中心城市，伊斯坦布尔第三大桥及北环高速公路横跨博斯布鲁斯海峡，是连接欧亚大陆的唯一陆路货运通道，且紧邻土耳其最大的国际机场，是机场高速公路的重要组成部分。项目进展方面，目前公司已牵头联合体成员与土耳其 IC 控股集团签约，但本次并购仍需履行中土两国政府部门备案或审批及其他相关手续，中诚信国际将持续关注本次海外并购进展及其对公司后续运营的影响。

中诚信国际关注到，自疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工及各项免收车辆通行费政策的影响，2020 年上半年公司高速公路通行费收入规模及投资收益短期内受到了一定冲击。但随着疫情得到有效控制，企业复工复产，公司高速公路运营情况于 2020 年下半年得到好转，较大地减轻了上半年受到的负面影响。

2020 年末，公司集中处置光伏资产，光伏发电业务大规模萎缩，后续情况值得关注

2020 年，公司各光伏电站上网电量 4.53 亿千瓦时，实现发电收入 3.85 亿元。

2020 年 12 月，公司子公司华祺投资有限责任公司与新疆丝路坤元能源有限责任公司签署《产权交易合同》，以 111,977,645.93 元的价格转让宁夏中利腾晖新能源有限公司、哈密常晖光伏发电有限公司、吐鲁番昱泽光伏发电有限公司、吐鲁番协合太阳能发电有限责任公司、吐鲁番市中晖光伏发电有限公司、伊犁矽美仕新能源有限公司的 100% 股权；同月，公司与新疆丝路坤元能源有限责任公司签署《产权交易合同》，以 402,026,986.44 元的价格转让国电科左后旗光伏发电有限公司的 96.6766% 股权。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已收到全部对价款，撤出了派驻的董事及管理人员，移交了上述 7 家光伏电站的控制权，公司自 2020 年 12 月 31 日起不再将上述 7 家光伏电站纳入合并范围，光伏发电业务受此影响大规模萎缩，后续发展情况值得关注。

截至 2021 年 3 月末，公司投资经营的电站仅剩 1 家，系江苏徐州丰县 23.8MW 电站，装机容量 23.80MW，权益规模 11.90MW。

表 7：截至 2021 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 (元/度) | 并网日期 | 投资金额 (亿元) | 持股比例 |
|---------------|------|-----------|-------------------|------------|-----------|--------|
| 江苏徐州丰县 23.8MW | 江苏 | 23.80 | 标杆价：0.39，补贴价：2.01 | 2011.12.25 | 4.50 | 50.00% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司交通科技板块稳步推进，智慧交通板块和招商生态板块对营业总收入贡献较小

公司交通科技业务由招商局重庆交通科研设计院有限公司（以下简称“招商交科院”）负责运营。该业务每年中标金额有一定变动，2020 年中标 202 项，中标金额 16.68 亿元，较上年有所增长，其中咨询业务中标金额较上年增长 2.06 亿元，但工程施工业务和产品制造业务的中标金额均有所下降。2021 年 1~3 月，招商交科院交通科技板块中标 62 项，中标金额 6.44 亿元。

表 8：2018~2020 年交通科技板块中标情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|------|------|------|
| 咨询业务 | 8.39 | 4.61 | 6.67 |

| | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 工程施工业务 | 4.21 | 7.55 | 6.65 |
| 产品制造 | 4.80 | 3.97 | 3.36 |
| 合计 | 17.40 | 16.13 | 16.68 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，招商交科院与中国长江航运集团有限公司（以下简称“长江航运”）签订了相关股权转让协议，长江航运原子公司武汉长江航运规划设计院有限公司（以下简称“长航规划院”）于 2020 年 7 月 30 日完成工商变更，成为招商交科院全资子公司，并于 2020 年 8 月 1 日起纳入公司合并报表范围。以上收购有助于丰富招商交科院在交通科技板块的业务开展和扩大行业影响力。

公司智慧交通板块主要包括智慧收费、交通广

播和电子发票等三大业务，目前业务布局基本完成。智慧收费业务方面，公司收费及信息化系统建设业务已覆盖 25 个省市，并已拥有 14 个省份的联网结算中心业务，8 个省份及招商银行的 ETC 升级系统业务，共覆盖了 7,053 条 ETC 车道以及 4,800 条 MTC 车道，涵盖了产品研发和工程技术实施；交通广播目前频率已覆盖北京、上海、湖南、湖北等 19 个省市；电子发票平台已实现对我国经营性收费公路业主及 ETC 发行方全覆盖。此外，智慧交通板块还包括智慧城市、智能管养等业务。2020 年，招商交科院智慧交通板块中标 39 项，中标金额为 12,646 万元；2021 年 1~3 月，智慧交通板块中标 17 项，中标金额 36,669 万元。

招商生态板块包括水生态修复、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。2020 年，生态环保板块中标 64 项，中标金额 14,210 万元；2021 年 1~3 月，生态环保板块中标 13 项，中标金额 4,327 万元。目前招商生态业务处于前期开展阶段，对公司营业总收入贡献有限，但随着国家环保力度加大，未来发展潜力较大。

财务分析

以下分析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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

2020 年，受疫情影响，公司投资运营板块收入和毛利率降幅较大，营业总收入和营业毛利率随之下降，但 2021 年一季度已恢复至正常水平

营业收入方面，2020 年，因占比最大的投资运营板块收入受疫情影响降幅较大，公司实现营业总收入 70.69 亿元，同比下降 14.75%。同期，交通科技、智慧交通及招商生态板块营业收入均有所波动。2021 年 1~3 月，公司实现营业总收入 19.39 亿元，同比增长 120.60%，已从疫情影响中恢复。

营业毛利率方面，2020 年受客流量减少及免收通行费时间较长等因素影响，公司投资运营板块毛利率较上年下降 11.93 个百分点，导致整体营业毛利率同比下降 8.04 个百分点至 34.91%。但同期，交通科技板块、智慧交通板块和招商生态板块的毛利率均有所提升。2021 年一季度，公司营业毛利率为 44.02%，已恢复至正常水平，基本消除疫情带来的影响。

表 9：近年来公司营业收入和毛利率构成情况（亿元、%）

| 营业收入 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
|--------|-------|-------|-------|----------|
| 投资运营板块 | 47.78 | 54.58 | 44.71 | 14.24 |
| 交通科技板块 | 14.17 | 16.75 | 16.18 | 3.53 |
| 智慧交通板块 | 3.78 | 8.97 | 7.85 | 1.19 |
| 招商生态板块 | 1.86 | 1.55 | 1.95 | 0.43 |
| 合计 | 67.59 | 81.85 | 70.69 | 19.39 |
| 营业毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
| 投资运营板块 | 57.61 | 57.68 | 45.75 | 56.20 |
| 交通科技板块 | 14.02 | 12.11 | 12.92 | 8.59 |
| 智慧交通板块 | 14.95 | 15.69 | 22.32 | 6.00 |
| 招商生态板块 | 15.90 | 15.45 | 19.49 | 16.12 |
| 合计 | 44.93 | 42.95 | 34.91 | 44.02 |

注：投资运营板块主要包括高速公路运营及光伏发电业务（2020 年末已基本退出），另有少量高速服务区自营业务、高速清障施救等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司期间费用控制较好，期间费用规模与上年基本持平。但受疫情影响，公司营业总收入较上年大幅下降，经营性业务利润、利润总额及总资产收益率等各项盈利指标受此影响均出现一定程度的下滑。此外，由于公司投资收益主要来自参股高速运营公司，受疫情影响亦出现大幅下降。2021 年一季度，公司期间费用率由上年末的 22.49% 下降至 18.59%，其他盈利指标也随着营业总收入的恢复而回归至正常水平。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
|------------|--------|-------|-------|----------|
| 期间费用合计 | 13.01 | 15.78 | 15.90 | 3.60 |
| 期间费用率 | 19.24 | 19.28 | 22.49 | 18.59 |
| 经营性业务利润 | 17.17 | 19.05 | 8.99 | 4.96 |
| 投资收益 | 32.28 | 34.44 | 19.52 | 9.67 |
| 利润总额 | 48.70 | 53.37 | 30.90 | 14.95 |
| EBITDA 利润率 | 104.55 | 98.39 | 86.12 | -- |
| 总资产收益率 | 7.72 | 7.38 | 4.69 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产规模不断扩大，因发行永续类债券和接受永续债权投资，所有者权益增幅较大；公司总债务规模变化不大，短期债务整体增长较快，但仍以长期债务为主，财务杠杆水平不高

资产方面，公司资产主要由货币资金、长期股权投资以及无形资产构成，跟踪期内规模不断扩大，主要系长期股权投资增长所致。2020年以来，公司货币资金整体有所下降，但保有量仍较为充足。长期股权投资主要系公司对参股高速公路运营公司的投资，跟踪期内不断增长；其中，2020年末较上年末增长20.73亿元，主要系当期公司新增部分公路投资所致。无形资产主要系公司控股路产特许经营权，2020年以来规模较为稳定。此外，2020年因处置光伏电站资产，公司固定资产规模降幅较大。

负债方面，公司负债规模呈下降趋势，其中2020年末较上年末减少27.00亿元，主要系其他应付款和应付债券大幅减少所致。具体来看，2020年其他应付款的减少主要是公司支付了上年收购广西中铁高速公路管理有限公司（以下简称“广西中铁”）24.00亿元的应付股权转让款所致。同期末，应付债券余额较2019年末大幅减少，主要系短期应付债券被重分类至一年内到期的非流动负债中。截至2021年3月末，公司一年内到期的非流动负债为38.07亿元，其中30.00亿元为2021年7月将到期的“18招路01”，公司面临一定的债务集中到期压力。

所有者权益方面，跟踪期内，公司所有者权益不断增长，主要系其他权益工具的增长及未分配利润的积累所致。2020年，公司陆续发行了“20招路Y1”、“20招路Y2”和“20招路Y3”三只可续期公司债券，募集资金38.00亿元；与平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）签署了《永续债权投资合同》，于当年获得投资金额2.51亿元；与人保资本投资管理有限公司（以下简称“人保资本”）签署了《人保资本-招商公路永续债权投资计划（一期）投资合同》，并于当年获得投资金额12.50

亿元。上述事项使得2020年公司其他权益工具共计增加53.01亿元，推动所有者权益的增长。

有息债务方面，2020年末公司总债务规模较上年末变化不大，但同期末资产负债率和总资本化比率随着其他权益工具的大幅增加而有所下降。若将永续类债券和债权从所有者权益调整至负债，截至2021年3月末，公司经调整后的资产负债率和总资本化率分别为41.07%和35.21%，较2019年末有所上升，但财务杠杆水平不高。跟踪期内，公司短期债务占比呈上升趋势，但公司债务结构仍以长期债务为主。总体来看，公司资本结构较为稳健。

表 11：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元、X、%）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 840.84 | 909.13 | 940.09 | 945.80 |
| 货币资金 | 70.55 | 66.12 | 67.98 | 57.94 |
| 长期股权投资 | 281.81 | 361.16 | 381.89 | 393.77 |
| 无形资产 | 394.19 | 382.60 | 391.88 | 387.86 |
| 固定资产 | 27.81 | 27.56 | 13.11 | 12.91 |
| 总负债 | 342.85 | 369.75 | 342.75 | 335.39 |
| 短期借款 | 6.17 | 25.10 | 27.45 | 16.96 |
| 其他应付款 | 12.74 | 33.38 | 9.79 | 9.85 |
| 一年内到期的非流动负债 | 9.90 | 10.18 | 37.61 | 38.08 |
| 长期借款 | 172.73 | 114.95 | 116.90 | 117.45 |
| 应付债券 | 61.00 | 102.87 | 74.39 | 74.77 |
| 所有者权益 | 497.99 | 539.38 | 597.34 | 610.41 |
| 实收资本 | 61.78 | 61.78 | 61.78 | 61.78 |
| 资本公积 | 287.83 | 290.37 | 288.51 | 288.60 |
| 其他权益工具 | 0.00 | 8.14 | 61.52 | 61.91 |
| 未分配利润 | 98.98 | 126.40 | 130.14 | 141.71 |
| 总债务 | 251.17 | 253.91 | 258.49 | 249.93 |
| 短期债务/总债务 | 0.07 | 0.14 | 0.26 | 0.23 |
| 资产负债率 | 40.77 | 40.67 | 36.46 | 35.46 |
| 总资本化比率 | 33.53 | 32.01 | 30.20 | 29.05 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受疫情影响，2020年公司经营活动现金流净流入规模有所下降；同期，公司偿债指标有所弱化，但整体偿债能力仍较强

现金流方面，2020年公司获现能力依然很强，但受疫情影响，经营活动现金流净流入规模有所下降。2020年，公司投资活动现金流仍维持较大规模净流出状态，主要系当期公司支付上年收购广西中

铁的股权款所致。同期，因公司加大对外融资力度，吸收权益投资、取得借款及发行债券取得的现金大幅增加，公司筹资活动净现金流大幅增长 43.68 亿元至 18.87 亿元。

偿债指标方面，受疫情影响，2020 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 均较上年产生一定降幅，两者对债务本息的覆盖能力有所减弱，无法覆盖债务本金，但仍能有效覆盖利息支出。短期偿债指标方面，跟踪期内，因短期债务规模的扩大，公司货币资金对短期债务的覆盖能力呈下降趋势，但货币资金仍能完全覆盖短期债务。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | 36.83 | 43.10 | 32.16 | 7.41 |
| 投资活动净现金流 | -69.71 | -23.13 | -49.16 | -5.62 |
| 筹资活动净现金流 | 33.23 | -24.81 | 18.87 | -12.04 |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.15 | 0.17 | 0.12 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 4.14 | 3.76 | 2.51 | -- |
| EBITDA | 70.67 | 80.53 | 60.88 | -- |
| 总债务/EBITDA | 3.55 | 3.15 | 4.25 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数 | 7.94 | 7.03 | 4.74 | -- |
| 货币资金/短期债务 | 4.04 | 1.83 | 1.01 | 1.00 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较好且融资渠道通畅，无对外担保，涉诉规模可控

财务弹性方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 301.11 亿元，其中未使用授信额度 128.29 亿元，备用流动性较好。此外，公司作为深交所上市公司，融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司不存在对合并报表范围外的担保事项。重大未决诉讼或仲裁方面，截至 2021 年 3 月末，与公司相关的诉讼共有 4 起，主要为贸易纠纷、工程纠纷及相邻关系纠纷等，涉案金额规模较小，目前上述案件部分尚待开庭、部分正在审理、部分已审结，总体来看风险相对可控。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司所

有权或使用权受到限制的资产合计 128.13 亿元，主要为质押的公路收费权等，占当期末总资产比重的 13.55%。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

控股股东实力雄厚，对公司业务发展支持力度大

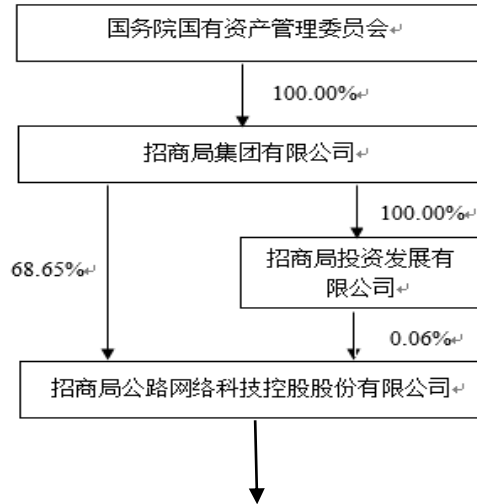
公司控股股东招商局集团是国务院国资委全额出资的大型中央企业，业务涉及交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营等，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商蛇口以及招商资本等一批公司，综合实力雄厚。

交通运输系招商局集团三大核心主营业务之一，公司作为招商局集团公路运输的重要运营平台，能够在项目资源、业务拓展、资金安排及资本运营等方面得到招商局集团的大力支持。具体来看，招商局集团通过下属子公司在资金借贷及担保等方面给予公司资金方面的有力支持；同时，公司在进行境内、境外业务扩张时，可以共享招商局集团的业务资源，有助于公司较为快速地实现异地布局及海外事业拓展。

评级结论

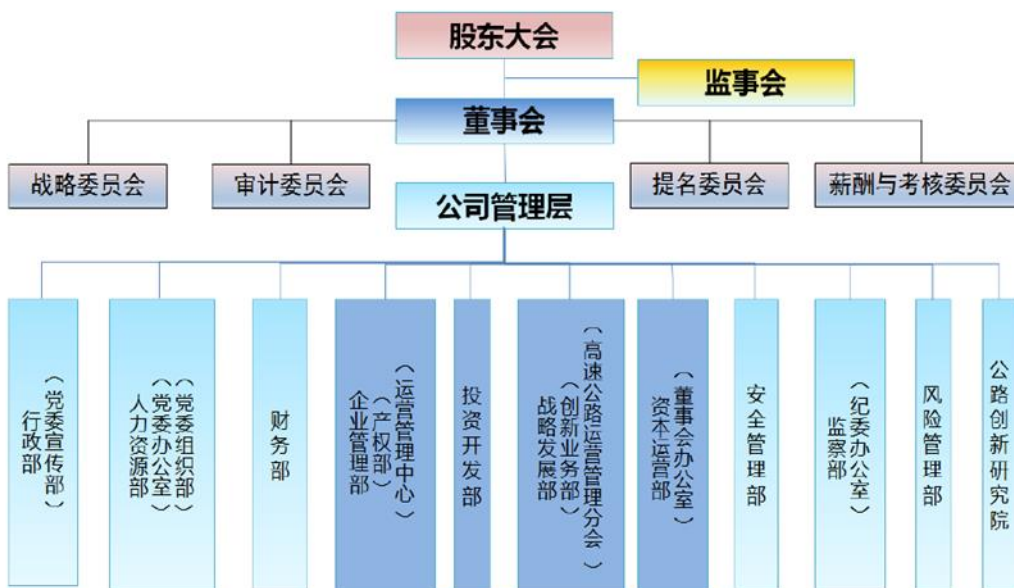
综上所述，中诚信国际维持招商局公路网络科技控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 招路 01”、“17 招路 02”和“18 招路 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：招商局公路网络科技控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2021年3月末）



| 公司名称 | 子公司性质 | 持股比例(%) |
|----------------------|-------|---------|
| 广西桂兴高速公路投资建设有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 安徽亳阜高速公路有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 诚坤国际（江西）九瑞高速公路发展有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 广西华通高速公路有限责任公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 桂林港建高速公路有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 浙江温州甬台温高速公路有限公司 | 控股子公司 | 51.00 |
| 安徽亳阜高速公路有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 招商新智科技有限公司 | 控股子公司 | 77.73 |
| 湖北鄂东长江公路大桥有限公司 | 控股子公司 | 54.61 |
| 天津华正高速公路开发有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |
| 招商局重庆交通科研设计院有限公司 | 全资子公司 | 100.00 |

注：表中数据为公司部分业务相关的子公司情况。



资料来源：公司提供

附二：招商局公路网络科技控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据(单位: 万元) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 705,489.62 | 661,221.73 | 679,769.75 | 579,365.92 |
| 应收账款 | 156,996.47 | 156,625.16 | 119,522.79 | 137,609.99 |
| 其他应收款 | 121,912.04 | 41,701.29 | 49,025.24 | 40,221.24 |
| 存货 | 139,298.76 | 184,606.13 | 27,909.86 | 37,118.46 |
| 长期投资 | 2,861,969.87 | 3,665,259.47 | 3,825,592.31 | 3,960,601.51 |
| 在建工程 | 105,475.79 | 182,429.64 | 55,626.89 | 70,924.95 |
| 无形资产 | 3,941,909.84 | 3,826,049.66 | 3,918,844.23 | 3,878,589.70 |
| 总资产 | 8,408,425.37 | 9,091,320.86 | 9,400,917.48 | 9,457,957.47 |
| 其他应付款 | 127,395.07 | 411,679.29 | 97,881.12 | 98,497.35 |
| 短期债务 | 174,514.97 | 360,857.13 | 671,911.76 | 576,994.35 |
| 长期债务 | 2,337,211.86 | 2,178,235.32 | 1,912,972.59 | 1,922,259.79 |
| 总债务 | 2,511,726.83 | 2,539,092.46 | 2,584,884.35 | 2,499,254.13 |
| 总负债 | 3,428,509.31 | 3,697,512.62 | 3,427,544.34 | 3,353,858.96 |
| 费用化利息支出 | 88,872.50 | 112,255.91 | 125,111.81 | -- |
| 资本化利息支出 | 136.11 | 2,263.25 | 3,221.84 | -- |
| 实收资本 | 617,821.15 | 617,821.73 | 617,822.84 | 617,822.87 |
| 少数股东权益 | 433,651.11 | 449,595.08 | 478,020.40 | 491,584.19 |
| 所有者权益合计 | 4,979,916.06 | 5,393,808.23 | 5,973,373.14 | 6,104,098.51 |
| 营业总收入 | 675,934.02 | 818,507.39 | 706,891.87 | 193,869.59 |
| 经营性业务利润 | 171,702.70 | 190,545.48 | 89,920.37 | 49,566.42 |
| 投资收益 | 322,774.94 | 344,405.85 | 195,215.95 | 96,698.36 |
| 净利润 | 437,105.12 | 486,519.68 | 257,730.71 | 137,184.27 |
| EBIT | 575,865.35 | 645,930.54 | 434,116.76 | -- |
| EBITDA | 706,676.95 | 805,340.58 | 608,789.08 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 664,617.14 | 824,337.59 | 693,313.47 | 190,786.45 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 171,274.36 | 165,953.38 | 208,159.97 | 23,776.13 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 195,395.99 | 237,087.44 | 194,765.85 | 62,411.27 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 112,013.58 | 114,118.46 | 195,873.08 | 23,405.69 |
| 吸收投资收到的现金 | 2,622.00 | 0.00 | 529,659.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 76,038.76 | 83,526.56 | 148,799.18 | 27,190.57 |
| 经营活动产生现金净流量 | 368,349.63 | 430,953.05 | 321,627.26 | 74,109.56 |
| 投资活动产生现金净流量 | -697,058.29 | -231,255.48 | -491,630.03 | -56,189.17 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 332,278.18 | -248,075.12 | 188,748.64 | -120,392.58 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 44.93 | 42.95 | 34.91 | 44.02 |
| 期间费用率(%) | 19.24 | 19.28 | 22.49 | 18.59 |
| 应收类款项/总资产(%) | 3.48 | 2.28 | 5.22 | 5.33 |
| 收现比(X) | 0.98 | 1.01 | 0.98 | 0.98 |
| 总资产收益率(%) | 7.72 | 7.38 | 4.69 | -- |
| 资产负债率(%) | 40.77 | 40.67 | 36.46 | 35.46 |
| 总资本化比率(%) | 33.53 | 32.01 | 30.20 | 29.05 |
| 短期债务/总债务(X) | 0.07 | 0.14 | 0.26 | 0.23 |
| FFO/总债务(X) | 0.14 | 0.16 | 0.14 | 0.12 |
| FFO利息倍数(X) | 3.92 | 3.57 | 2.86 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 4.14 | 3.76 | 2.51 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 3.55 | 3.15 | 4.25 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 4.05 | 2.23 | 0.91 | -- |
| 货币资金/短期债务(X) | 4.04 | 1.83 | 1.01 | 1.00 |
| EBITDA利息覆盖倍数(X) | 7.94 | 7.03 | 4.74 | -- |

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年审计报告期末数；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级符号及定义

| 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。