

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“15华北公路MTN001”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
信用评级委员会

二零一九年七月九日



招商局公路网络科技控股股份有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 招商局公路网络科技控股股份有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
15 华北公路 MTN001	1	2015.12.11-2020.12.11	AAA	AAA

概况数据

招商公路（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	553.64	651.70	840.84	867.98
所有者权益合计（亿元）	432.79	463.61	497.99	521.80
总负债（亿元）	120.85	188.09	342.85	346.17
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
经营性业务利润（亿元）	14.22	15.91	17.17	4.02
净利润（亿元）	35.69	40.19	43.71	11.50
EBIT（亿元）	44.26	47.62	57.59	15.33
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
收现比（X）	1.00	1.10	0.98	1.02
总资产收益率（%）	7.99	7.90	7.72	7.18
营业毛利率（%）	44.22	43.72	44.93	46.32
应收类款项/总资产（%）	4.67	3.77	3.45	2.48
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
总债务/EBITDA（X）	1.09	1.77	3.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.87	19.77	7.94	-

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；2、公司 2016 年财务数据根据备考财务报告列示，备考财务报告主要基于公司已完成股份制改制并已完成对华北高速换股吸收合并的假设；3、季报中总资产收益率指标为年化数据；4、2019 年一季报未经审计，公司未提供 2019 年一季度现金流补充表，相关指标失效。

分析师

项目负责人：尹五洁 yjyin@ccxi.com.cn

项目组成员：顾合天 htgu@ccxi.com.cn

杨洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 7 月 9 日

基本观点

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”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“15 华北公路 MTN001”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了公司拥有强大的股东背景、突出的公路投资运营主体地位、公司盈利能力和获现能力均很强以及融资渠道畅通等因素对公司信用水平的支撑作用。同时，中诚信国际关注到收费公路的政策性风险以及债务规模大幅增长等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **强大的股东实力。**公司控股股东招商局集团有限公司系驻港四大央企之一。作为招商局集团公路板块发展的主体，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。**公司控股参股路产大多属于国高网组成部分，区位优势明显，通行量稳定增长，为公司带来了稳定的通行费收入和投资收益。随着收购推进，2018 年公司控股路产规模及通行费收入增幅较大。
- **盈利能力和获现能力很强。**公司经营状况良好，近三年净利润和经营活动净现金流持续增长，拥有很强的盈利能力和获现能力。
- **畅通的融资渠道。**公司融资能力很强，2017 年通过吸收合并上市子公司华北高速进入 A 股市场，拓展了新的融资渠道。

关注

- **收费公路的政策性风险。**收费公路行业易受政策影响，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政策对公司路产通行费收入造成一定影响，后续政策变化值得关注。
- **跟踪期内债务规模大幅增长，财务杠杆率上升。**因路产收购增加借款以及新并购项目带入债务，公司债务规模大幅增长，截至 2018 年末，公司总债务规模为 251.17 亿元，较上年末增长 148.84 亿元。同期末，资产负债率和总资本化比率分别为 40.77% 和 33.53%，较上年末显著上升。

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际对公司存续的“15 华北公路 MTN001”进行定期跟踪评级。

近期关注

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。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，

初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。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。2017 年，在宏观经济回暖的驱动下，全国收费公路通行费收入快速增长，全年增速达 12.8%，高于全国 GDP 增速。

表 1：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

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并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，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较

之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《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》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，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。《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《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《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。

公司控股高速公路均为国高网路产，区域优势明显，近年来通行费收入稳定增长，路产收购使得公司整体实力持续提升

高速公路投资运营是公司主要的业务，通行费收入是公司收入和利润主要来源。公司控股的高速路产主要由公司本部和子公司招商局亚太有限公司（以下简称“招商局亚太”）经营管理。公司旗下路产均属于国高网组成部分，具有重要地位。截至2019年3月末，公司控股12条高速公路项目，总里程879.90公里。

2018年4月，公司通过公开竞价的方式以28.34亿元收购了重庆中信公路资产包项目，包括重庆沪渝高速公路有限公司（以下简称“重庆沪渝”）60%股权、重庆渝黔高速公路有限公司（以下简称“重庆渝黔”）60%股权和重庆成渝高速公路有限公司49%股权（以下简称“重庆成渝”），并承接转让方对目标公司的债权合计16.98亿元，其中重庆沪渝主要负责对重庆市沿江高速公路主城至涪陵段进行经营管理，该路段总长84.33公里，收费期限自2013年12月至2043年12月，目前已成熟运营；重庆

渝黔主要经营管理渝黔高速公路与绕城高速公路交接点（K43+027.25）至重庆崇溪河路段，该路段总里程约为90.42公里，是国高网兰海高速G75的组成部分，收费期限自2007年3月至2037年3月，目前已成熟运营；重庆成渝主要从事成渝高速公路重庆段及其附属设施的经营管理，该段全长108.80公里，收费期限自1994年10月至2024年12月，是成渝经济圈重要通道之一，目前已成熟运营。重庆沪渝和重庆渝黔自2018年4月30日纳入公司合并范围。

2018年7月，公司以15.80亿元的对价收购平安信托持有的安徽新中侨基建投资有限公司（以下简称“新中侨公司”）100%股权，同时以7.00亿元收购平安信托及其关联方平安置业对新中侨公司共计7.00亿元的债权。新中侨公司主要从事安徽亳阜高速公路的运营和养护工作。亳阜高速是国高网G35（济南至广州高速）的一段，全长101.30公里，收费期限自2006年12月至2036年12月，目前已成熟运营。新中侨公司于2018年7月12日开始纳入公司合并范围。

表2：截至2019年3月末公司控股高速公路情况表（公里）

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
京津塘高速	北京-塘沽	国高网	142.69	-	100%	1999~2029年	经营性公路
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
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
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
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	经营性公路
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
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
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
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
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
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长寿晏家化工园区的	国高网	84.33	2018.4	60%	2013~2043年	经营性公路

连接线							
毫阜高速	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	经营性公路
合计	-	-	879.90	-	-	-	-

资料来源：公司提供

得益于公司控股路产均为国高网重要路段，区位优势明显，通行量和通行费收入呈现整体增长趋势。2018年，公司控股路产日均车流量继续上升至20.87万辆/日，业务口径实现通行费收入47.87亿元，通行费收入较上年增长42.16%，公司路产平均单公里年通行费收入超过500万元，路产质量较高且经营状况良好。其中，甬台温高速通行费收入较上年下降4.66%，主要系2018年2月温州绕西南高速开通分流影响所致；受益于316国道江西武宁段封闭施工，部分货车改道九瑞高速往返湖北省和江

西省，拉动货车流量大幅增长，使得九瑞高速2018年通行费收入大幅增长；因桂三路和资兴路通车带来利好影响，过境车流量持续增长，带动阳平高速、桂阳高速日均车流量和通行费收入当期大幅增长。

公司控股路产中京津塘高速、甬台温高速、北仑港高速、渝黔高速和沪渝高速对公司通行费收入贡献较大，2018年上述五条路产通行费收入合计33.80亿元，占公司当期通行费收入的比重为70.62%。

表3：2016年~2019年3月公司控股路产运营情况（万元、辆/日）

路段名称	2016		2017		2018		2019.3	
	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
京津塘高速	70,675	22,576	65,646	20,047	66,171	19,773	14,848	18,023
甬台温高速	142,402	34,119	146,767	35,761	139,932	35,510	34,454	38,199
北仑港高速	33,392	28,788	36,641	31,449	39,735	34,857	9,433	34,825
九瑞高速	6,139	3,979	8,385	5,137	11,148	7,112	3,157	11,232
阳平高速	6,423	4,801	7,027	5,030	11,757	10,054	4,616	17,064
桂阳高速	15,040	9,151	13,417	7,515	19,964	12,792	7,352	20,132
桂兴高速	17,808	8,773	22,615	10,356	25,629	14,215	7,478	18,474
灵三高速	7,556	6,937	6,775	5,789	6,842	6,489	1,954	7,585
鄂东大桥	-	-	29,451	20,585	31,082	22,563	8,522	26,586
渝黔高速	-	-	-	-	46,006	18,583	11,311	18,499
沪渝高速	-	-	-	-	46,190	16,657	11,810	18,124
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、本表通行费收入以业务口径统计，且为含增值税的全年收入，与财务报表略有差异；2、2017年鄂东大桥为全年通行费收入及日均车流量数据，2018年渝黔高速、沪渝高速、毫阜高速为全年通行费收入及日均车流量数据。

资料来源：公司提供

甬台温高速公路（温州段）是国家高速公路网沈海高速（G15）主干线的重要组成部分，北起与台州交接的乐清湖雾岭，南至与福建交接的分水关，全长140.17公里，总投资69.28亿元。甬台温高速温州段采用双向4车道设计，路基宽24.5米，设计时速为100公里/小时，沿线设有12个收费（隧道）所和3个服务区。收费标准方面，甬台温高速与北仑港高速都执行浙江省高速公路收费标准。从通行车型结构来看，2018年，甬台温高速公路一型

车（7座以下客车及2吨以下货车）通行量占比为71.67%，通行费收入占比为49.07%；五型车（15吨以上货车）通行量占比为17.95%，通行费收入占比为37.27%。路产分流方面，甬台温高速所在地区的高速路网中，飞云江五桥是并行于甬台温高速瑞安到飞云路段的地方过江通道，并已于2016年12月15日开通；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；甬台温复线预计2021年全线开通；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；预计上述路段的陆续开通将对甬台温高速公路造成不同程度分流影响。

表 4: 甬台温高速 2016 年~2019 年 3 月车型结构情况 (%)

	2016		2017		2018		2019.3	
	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比
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

京津塘公路起于北京市朝阳区十八里店，经北京市大兴区、通州区、河北省廊坊市、天津市武清县、北辰区、东丽区，止于天津市塘沽区河北路，全长 142.69 公里(其中北京段 35 公里，河北段 6.84 公里，天津段 100.85 公里)，为双向四车道，是国家高速公路规划网中京沪高速公路(G2)启始段，连接北京、天津，也是内蒙、山西、河北等能源大

省通往天津港的重要能源通道。京津塘高速通车时间较长，运营已进入成熟期，作为连接京津经济的主动脉，区位优势明显。从通行车型结构来看，2018 年，京津塘高速一型车（7 座以下客车及 2 吨以下货车）通行量占比为 85.63%，通行费收入占比为 72.47%；五型车（15 吨以上货车）通行量占比为 6.48%，通行费收入占比为 16.26%。

表 5: 京津塘高速 2016 年~2019 年 3 月车型结构情况 (%)

	2016		2017		2018		2019.3	
	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比	通行量占比	收入占比
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

结算方面，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。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，每日结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，公司采取了以防护性养护为主的政策，对高速公路定期、不定期进行检查，并根据检查结果进行预防性修补，以减少高速公路的大中修次数。2018 年公司公路养护支出为 26,479 万元，较上年增幅较大，主要系路产新增所致。此外，甬台温高速 2019 年至 2021 年 6 月 30 日大修预算为 7.85 亿元。

表 6: 公司控股路段养护支出情况 (万元)

路段名称	2016	2017	2018	2019.3
京津塘高速	9,866	5,839	5,264	243
甬台温高速	9,480	10,002	9,968	1,878
北仑港高速	739	1,372	1,709	215
九瑞高速	166	231	446	52
阳平高速	1,042	858	1,595	198
桂阳高速	1,204	612	695	179
桂兴高速	699	725	973	306
灵三高速	792	876	647	230
鄂东大桥	-	-	1,239	115
渝黔高速	-	-	2,274	271
沪渝高速	-	-	1,077	99
毫阜高速	-	-	592	104
合计	23,988	20,515	26,479	3,890

资料来源：公司提供

2006年1月，经国务院统一部署，针对运输鲜活农副产品的货车减免通行费的五纵二横“绿色通道”全部开通。2012年7月，国务院批复了重大节假日免收小型客车通行费的实施方案，方案规定收费公路在春节、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。由于收费公路运营成本相对固定，因此绿色通道和节假日免费将直接影响公司的利润。2018年和2019年一季度公司控股路段受绿色通道影响，分别减免通行费收入25,283万元和6,382万元。

此外，目前公司在江苏省投资持有三家非上市公司参股股权，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，此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，公司下属高速公路均为国高网路产，区域优势明显，近年来通行费收入稳定增长。此外，路产收购使得公司整体实力持续提升。

公司参股路产质量优良，投资收益规模较大，是公司利润的重要保障

作为投资运营收费公路的专业化公司，截至2019年3月末，招商局公路共投资参股18家经营性收费公路企业，其中12家上市公司，包括山东高速股份有限公司、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等行业领军企业。公司投资参股的收费公路覆盖黑龙江、吉林、河北、山东、河南、江苏、安徽、四川、福建、浙江、湖北、湖南、广西、广东、贵州、江西以及北京、天津、重庆等19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8,824公里，其中绝大部分为高速公路。得益于公司参股路产质量优良，区位优势明显，2018年公司实现权益法核算的投资收益29.98亿元，收到分红13.51亿元。

表7：截至2019年3月末公司主要参股公司情况

公司名称	公司类型	注册资本	持股比例	主营业务
山东高速股份有限公司	股份制上市公司	48.11 亿元	16.02%	主要从事对高等级公路、桥梁、隧道、港口等基础设施的投资、运营管理，以及城市运营等业务
江苏宁沪高速公路股份有限公司	股份制上市公司	50.38 亿元	11.69%	主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥，并发展公路沿线的客运及其它辅助服务业
四川成渝高速公路股份有限公司	股份制上市公司	30.58 亿元	24.15%	主要业务为投资、建设、经营和管理中国四川省境内公路基建项目，同时亦经营其它与收费公路相关的业务
安徽皖通高速公路股份有限公司	股份制上市公司	16.59 亿元	29.94%	主要业务为持有、经营及开发安徽省境内收费高速公路及公路
福建发展高速公路股份有限公司	股份制上市公司	27.44 亿元	17.75%	主营高速公路的建设、运营、收费、养护与管理

注：公司对四川成渝高速公路股份有限公司直接持股21.73%、间接持股2.24%，对安徽皖通高速公路股份有限公司直接持股24.37%，间接持股5.57%。
资料来源：公司提供

总体来看，公司紧紧围绕高速公路主业，控股

参股路产规模较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，为公司获得稳定的通行费收入和投资收益。随着沿线区域持续增长的人口、汽车保有量及居民可支配收入，预计公司控股参股路产的收入规模和盈利能力将继续上升。

光伏发电业务运营平稳，发电量和上网电量逐年上升，但政策性限电和西部地区电网基础设施建设进度较慢等因素仍对公司发电的

上网效率存在一定影响

2013年，为培育新的利润增长点及提高资金使用效率，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年以来，公司先后投资收购多个光伏电站项目，主要分布在江苏、内蒙古、新疆和宁夏，截至2019年3月末，公司已拥有光伏电站装机容量293.8MW。

表 8：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 (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	2.25	50.00
科左后旗 40MW	内蒙古	40.00	标杆价: 0.30 补贴价: 0.70	2013.12.20	3.65	96.68
科左后旗二期 20MW	内蒙古	20.00	标杆价: 0.30 补贴价: 0.65	2014.12.19	不超过 1.84	96.68
新疆 110MW	哈密常晖	30.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.65	2014.10.21	10.22	100.00
	吐鲁番协合	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.12.31		100.00
	吐鲁番昱泽	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.12.31		100.00
	吐鲁番中晖	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.11.02		100.00
	伊犁矽美仕	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.10.31		100.00
宁夏中利 100MW	宁夏	100.00	标杆价: 0.26 补贴价: 0.64	2014.12.23	9.10	100.00
合计		293.80	-	-	-	-

资料来源：公司提供

电力生产方面，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，公司实现发电量4.31亿千瓦时，上网电量4.29亿千瓦时，较上年分别增长5.22%和5.13%。2018年，公司实现光伏发电收入3.62亿元，同比增长3.43%。

表 9：2016 年~2019 年 3 月公司光伏电站运营指标

	2016	2017	2018	2019.3
可控装机容量 (MW)	293.80	293.80	293.80	293.80
发电量 (亿千瓦时)	3.59	4.10	4.31	1.02
上网电量 (亿千瓦时)	3.57	4.08	4.29	1.01
机组利用小时 (小时数)	1,216	1,394	1,467	348
含税平均上网电价 (元/千瓦时)	1.03	1.00	0.98	1.00

资料来源：公司提供

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列入可再生能源电价附加资金补助目录的光伏发电项目予以补贴。纳入补贴目录的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。根据国内地区资源不同，标杆上网电价分3类，分别为0.9元/度、0.95元/度、1.0元/度。截至2019年3月末，公司投资的光伏电站均以列入国家补贴目录，享受电价补助。随着光伏原材料的成本下降以及精炼和加工技术的进步，近年来光伏电站的建设成本明显下降，未来针对新并网光伏电站的政府补贴或有下降可能性。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。

结算方面，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。

光伏发电在国内仍属于政策性行业，影响项目投资的关键因素包括路条的获取、电网并网核准及政策性限电等，公司收购项目均已取得路条及并网核准；政策性限电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，根据限电原因可分为特殊时段限电及日常限电，特殊时段限电集中在冬季取暖期及节假日期间，冬季取暖期热机组投运挤占新能源发电空间及节假日期间全社会用电量不足是导致限电的主要原因，电站日常限电主要是受电网地区性输送电力能力决定。

此外，受西北地区电网基础设施建设速度较慢，与光伏电站建设速度不匹配的影响，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。

依托雄厚的科研实力和技术积累，公司交通科技、智慧交通、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良好基础

2016 年 9 月，招商局集团以重庆交科院 100% 股权出资认购公司增发的股份。增发完成后，重庆交科院纳入公司合并范围，是公司交通科技板块的运营主体。重庆交科院下属公司亦涉及部分智慧交通和生态环保业务，其他智慧交通运营主体包括招商局交通信息技术有限公司、招商新智科技有限公

司等，其他生态环保运营主体包括招商局环保科技有限公司。

交通科技板块主要是围绕交通基础设施建设提供全过程的咨询服务、工程技术和产品。咨询服务方面，重庆交科院的勘察设计等咨询业务包括投资决策咨询和投后评价咨询，为工程项目的决策与实施提供全过程的技术和管理服务，重庆交科院参与勘察设计的项目包括重庆朝天门长江大桥工程、重庆菜园坝长江大桥工程、重庆鱼洞长江大桥工程、福建厦漳跨海大桥工程、南充下中坝嘉陵江大桥工程等较多在国内有影响力的大型项目。工程施工方面，重庆交科院作为基建施工总承包单位，主要立足于重庆，为业主提供各种工程施工服务，承接的项目包括重庆东水门长江大桥、千厮门嘉陵江大桥 BT 模式投融资项目、连武隆县省道 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二标段等。此外，重庆交科院于 2015 年下半年成功中标重庆曾家岩嘉陵江大桥 PPP 项目，该项目总投资为 30.59 亿元，其中资本金为 13.11 亿元，截至 2018 年末，该项目已投资 9.34 亿元，该项目预计于 2020 年底完成竣工验收，该项目将通过运营收入收回成本，并取得相关收益。重庆交科院产品制造类业务主要包括桥梁索缆产品、交通智能产品、路面材料等产品的研制和安装。

2018 年，重庆交科院交通科技板块中标 215 项，中标金额 174,028 万元。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，较大型项目包括拉萨至林周公路新改建工程（设计、勘察）项目、金安金沙江大桥主缆制造项目、武隆县省道 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，重庆交科院交通科技板块中标 19 项，中标金额 25,378 万元。

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，智慧交通板块中标 66 项，中标金额 67,528 万元；2019 年 1~3 月，智慧交通板块中标 12 项，中标金额 10,511 万元。

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，生态环保业务中标35项，中标金额8,684万元。2019年1~3月，生态环保板块中标12项，中标金额3,394万元。

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2015年~2016年备考财务报告、2017年~2018年财务报告，以及未经审计的2019年一季度财务报表，其中，2015年~2016年备考财务报告主要基于公司已完成股份制改制并已完成对华北高速换

股吸收合并的假设。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

从收入情况来看，公司营业总收入由投资运营、交通科技、智慧交通和生态环保四个板块的收入构成。2018年公司营业总收入为67.59亿元，较上年增长26.56%。其中，投资运营板块收入47.78亿元，包括通行费收入和光伏发电收入，其中财务口径通行费收入43.26亿元，较上年增长39.47%，增幅较大主要因当期并购路产收费里程增加；交通科技板块收入14.17亿元，同比增长1.65%，主要是咨询服务和工程施工收入；智慧交通板块和生态环保板块收入分别为3.78亿元和1.86亿元。毛利率方面，2018年公司营业毛利率为44.93%，较上年小幅提升。其中，受益于公司成熟路产的增加和通行费收入的增长，投资运营板块毛利率有所提高，是公司目前最主要的利润来源；受材料成本上升影响，交通科技板块毛利率有所下降；智慧交通板块运行较为稳定，毛利率呈增长趋势；受市场竞争激烈影响，生态环保板块毛利率有所下降。2019年一季度公司营业总收入为17.08亿元，营业毛利率46.32%，在投资运营板块的支撑下相对稳定。

表 10：2016 年~2019 年 3 月公司营业总收入和毛利率情况（亿元、%）

板块	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

注：投资运营板块收入包括通行费收入和光伏发电收入。

资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

期间费用方面，2018年公司期间费用合计13.01亿元，较上年增幅很大，主要系财务费用大幅增长所致。2018年公司财务费用大幅上涨至7.88亿元，主要因当期公司有息债务增长145.44%，利息支出相应增长所致。受合并范围不断扩大及研发投入增加的影响，2018年公司管理费用上涨。2018年公司期间费用占营业总收入的比重上升至19.24%。

表 11：2016 年~2019 年 3 月公司期间费用情况（亿元）

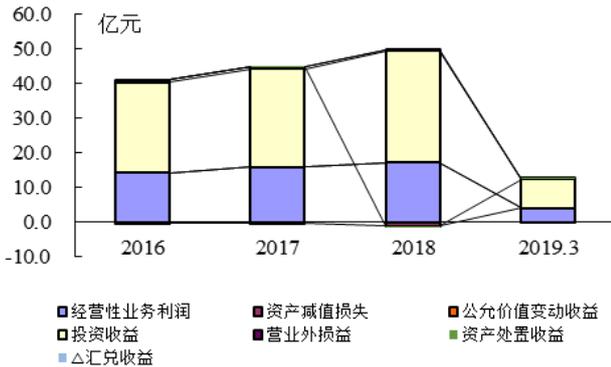
项目	2016	2017	2018	2019.3
销售费用	0.61	0.58	0.47	0.10
管理费用	3.87	4.27	4.66	1.22
财务费用	2.85	2.17	7.88	2.53
三费合计	7.33	7.01	13.01	3.85
营业总收入	50.53	53.41	67.59	17.08
三费收入占比（%）	14.51	13.13	19.24	22.51

注：2018年和2019年一季度管理费用中包含研发费用。

资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

利润总额方面，经营性业务利润和投资收益是公司利润总额的主要构成部分，2018 年公司实现利润总额 48.70 亿元。近年公司经营性业务利润稳定增长，2018 年增加至 17.17 亿元。公司投资收益主要为参股的高速公路企业的权益法投资收益，受益于参股企业的良好业绩，近年公司投资收益呈增长趋势，2018 年增长至 32.28 亿元。

图 1：2016 年~2019 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

整体来看，随着经济增长、汽车保有量增加以及投资路产的增加，近年公司通行费收入逐年提高，同时公司整体毛利率保持在较高水平，投资收益稳定性高，公司整体盈利能力很强。

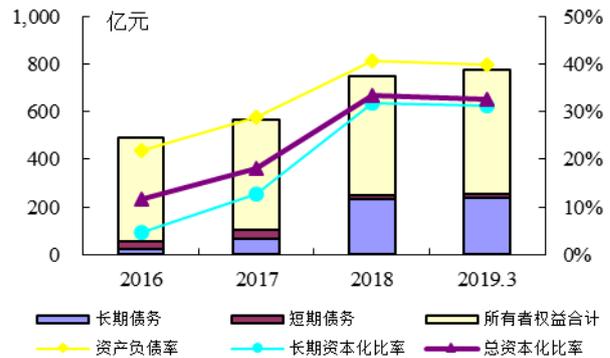
偿债能力

近年来公司资产规模逐年上升，截至 2018 年末，公司总资产为 840.84 亿元，较上年末增长 189.14 亿元，主要系无形资产和长期股权投资增长所致。其中，2018 年末公司无形资产为 394.19 亿元，较上年末增长 158.43 亿元，主要系当期公司并购沪渝高速、渝黔高速和亳阜高速所致；同期末，公司长期股权投资为 281.81 亿元，较上年末增长 24.55 亿元，主要系当期对联营企业追加投资以及权益法下确认投资损益所致。负债方面，截至 2018 年末，公司总负债为 342.85 亿元，较上年末增长 154.76 亿元，主要系长期借款和应付债券增长所致。2018 年末公司长期借款和应付债券分别为 172.73 亿元和 61.00 亿元，长期借款较上年末增长 136.58 亿元，应付债券较上年末增长 30.00 亿元，长期借款和应付债券大幅增长主要系公司因并购项目增加借款、新并购项目带入债务所致。所有者权益方面，截至

2018 年末公司所有者权益为 497.99 亿元，较上年末增长 34.38 亿元，主要为未分配利润的积累和少数股东权益增长。截至 2019 年 3 月末，公司总资产 867.98 亿元，总负债 346.17 亿元，所有者权益合计 521.80 亿元，2019 年一季度公司发行 50 亿元可转债，其中 39.44 亿元计入应付债券，10.30 亿元计入其他权益工具。

受长期借款和应付债券大幅增长影响，2018 年末公司总债务由上年末的 102.34 亿元快速增至 251.17 亿元，公司资产负债率和资本化比率分别被推升至 40.77% 和 33.53%，财务杠杆水平显著上升。伴随着长期债务的持续增长，2018 年末公司长短期债务比下降至 0.07 倍。

图 2：2016 年~2019 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

公司以收费公路运营为主的业务结构决定了其较好的获现能力。在 2018 年公司通行费收入较快增长的情况下，公司的经营性获现能力保持较好水平，经营活动净现金流稳步增长。2018 年公司投资活动现金净流出大幅增加主要系公司当期收购沪渝高速、渝黔高速及亳阜高速，参股重庆成渝等项目使投资支出增加所致。同时，公司投资并购新项目的资金主要来自银行借款资金，使得 2018 年筹资活动现金流入规模增幅较大。

表 12：2016 年~2019 年 3 月公司现金流量构成（亿元）

项目	2016	2017	2018	2019.3
经营活动产生现金流入	75.30	73.59	83.86	20.75
经营活动产生现金流出	52.24	43.80	47.03	13.53
经营活动净现金流	23.06	29.79	36.83	7.22
投资活动产生现金流入	15.14	14.31	21.16	8.07
投资活动产生现金流出	33.78	8.28	90.87	1.54
投资活动净现金流	-18.63	6.03	-69.71	6.52

筹资活动产生现金流入	201.91	72.44	114.37	52.29
其中：吸收投资所收到的现金	105.65	0.99	0.26	-
借款所收到的现金	88.93	41.45	84.11	2.54
发行债券收到的现金	-	30.00	30.00	49.75
筹资活动产生现金流出	218.27	68.91	81.14	42.17
其中：偿还债务所支付的现金	132.47	46.77	51.36	40.24
筹资活动净现金流	-16.36	3.52	33.23	10.12
现金及现金等价物净增加额	-13.36	39.19	0.48	23.78

资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

从偿债指标来看，受公司债务规模大幅增长影响，2018年公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力显著下降；债务增长带来当期利息支出的增加，使EBITDA利息倍数和经营活动净现金流利息倍数显著下降，但EBITDA和经营活动净现金流仍可以较好的覆盖利息支出。

表 13：2016年~2019年3月公司偿债能力情况

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	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.40	0.29	0.15	0.11
EBITDA利息倍数（X）	14.87	19.77	7.94	-
经营活动净现金流利息倍数（X）	6.48	10.21	4.14	2.53
资产负债率（%）	21.83	28.86	40.77	39.88
资本化比率（%）	11.76	18.08	33.53	32.68

注：季报中经营活动净现金流/总债务指标为年化数据。

资料来源：中诚信国际根据财务报告整理

债务到期方面，公司2019年4~12月和2020年到期债务分别为7.75亿元和16.85亿元，考虑到2019年3月末公司账面货币资金为94.33亿元，其中受限货币资金0.10亿元，公司货币资金充裕，短期偿债压力不大。

表 14：截至2019年3月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2019.4-12	2020	2021	2022
到期债务本金	7.75	16.85	54.59	27.93

资料来源：公司提供

银行授信方面，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，公司具有一定的备用流动性。

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。

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，中诚信国际将持续关注案件的审理进展。

总体来看，公司财务结构稳健，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。同时考虑到股东在资金、政策等方面给予公司的支持力度较强，公司实际偿债能力极强。

过往债务履约情况

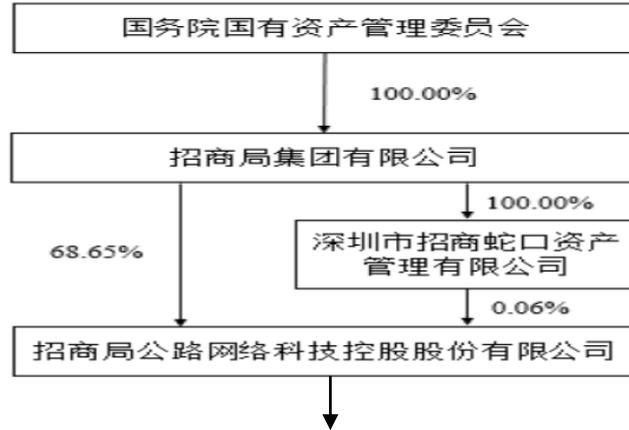
根据公司提供的资料，截至2019年6月28日，公司银贷征信良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

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“15 华北公路 MTN001”债项信用等级为 **AAA**。

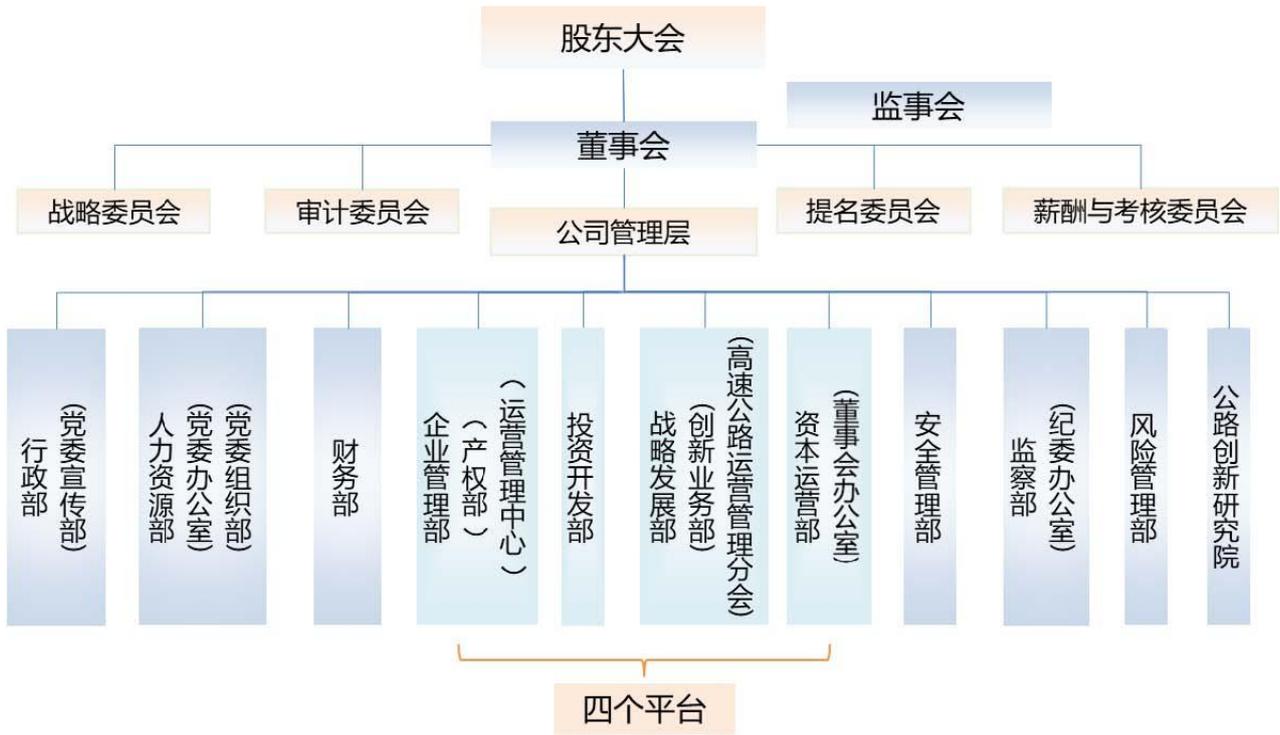
附一：招商局公路网络科技控股股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



公司名称	持股比例
Cornerstone Holdings Limited	100.00%
国高网路宇信息技术有限公司	52.00%
招商局交通信息技术有限公司	100.00%
招商新智科技有限公司	77.74%
湖北鄂东长江公路大桥有限公司	54.61%
招商局公路科技（北京）有限公司	100.00%
华祺投资有限责任公司	100.00%
天津华正高速公路开发有限公司	100.00%
招商局重庆交通科研设计院有限公司	100.00%
丰县晖泽光伏能源有限公司	50.00%
国电科左后旗光伏发电有限公司	96.68%
重庆沪渝高速公路有限公司	60.00%
重庆渝黔高速公路有限公司	60.00%
安徽新中侨基建投资有限公司	100.00%

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组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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财务指标（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	134,447.83	124,689.53	156,996.47	170,076.60
其他应收款	90,265.34	107,777.76	121,912.04	33,572.64
存货	113,842.95	123,252.40	139,298.76	155,233.03
可供出售金融资产	66,365.82	75,663.26	43,869.57	0.00
长期股权投资	2,394,249.07	2,572,559.33	2,818,100.30	2,902,612.12
在建工程	10,267.64	56,461.05	105,475.79	121,702.22
无形资产	1,954,990.19	2,357,637.91	3,941,909.84	3,914,745.14
总资产	5,536,364.31	6,517,048.56	8,408,425.37	8,679,762.81
其他应付款	157,452.83	243,198.93	127,395.07	123,569.76
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	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
费用化利息支出	35,562.30	29,187.33	88,872.50	28,008.37
资本化利息支出	0.00	0.00	136.11	490.00
实收资本	617,821.15	617,821.15	617,821.15	617,821.15
少数股东权益	256,850.43	309,922.30	433,651.11	452,472.12
所有者权益合计	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
经营性业务利润	142,157.28	159,076.27	171,702.70	40,164.40
投资收益	261,255.32	283,185.99	322,774.94	83,762.73
营业外收入	11,088.06	8,102.40	5,964.72	1,146.28
净利润	356,903.83	401,891.57	437,105.12	114,975.07
EBIT	442,567.21	476,227.66	575,865.35	153,275.25
EBITDA	528,859.10	576,956.16	706,676.95	-
销售商品、提供劳务收到的现金	503,591.06	587,385.62	664,617.14	173,888.19
收到其他与经营活动有关的现金	248,089.42	146,561.12	171,274.36	33,534.19
购买商品、接受劳务支付的现金	121,138.14	166,559.49	195,395.99	52,718.29
支付其他与经营活动有关的现金	231,241.89	142,666.14	112,013.58	32,075.30
吸收投资收到的现金	1,056,497.05	9,923.53	2,622.00	0.00
资本支出	60,895.26	57,739.96	76,038.76	13,904.46
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	-186,315.55	60,287.04	-697,058.29	65,233.41
筹资活动产生现金净流量	-163,591.69	35,249.69	332,278.18	101,185.19
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	44.22	43.72	44.93	46.32
三费收入比(%)	14.51	13.13	19.24	22.51
应收类款项/总资产(%)	4.67	3.77	3.45	2.48
收现比(X)	1.00	1.10	0.98	1.02
总资产收益率(%)	7.99	7.90	7.72	7.18
流动比率(X)	0.91	1.19	1.70	2.02
速动比率(X)	0.77	1.05	1.49	1.79
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
长短期债务比(X)	1.68	0.52	0.07	0.06
经营活动净现金流/总债务(X)	0.40	0.29	0.15	0.11
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.64	0.85	2.11	1.93
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.48	10.21	4.14	2.53
总债务/EBITDA(X)	1.09	1.77	3.55	-
EBITDA/短期债务(X)	1.46	1.64	4.05	-
货币资金/短期债务(X)	0.87	1.99	4.04	6.31
EBITDA 利息倍数(X)	14.87	19.77	7.94	-

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；2、公司2016年财务数据根据备考财务报告列示，备考财务报告主要基于公司已完成股份制改制并已完成对华北高速换股吸收合并的假设；3、季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据；4、2019年一季度未经审计，公司未提供2019年一季度现金流补充表，相关指标失效；5、表中2018年和2019年一季度项目和指标均按照“财会【2018】15号文件”前口径列示和计算。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。