

招商局公路网络科技控股股份有限公司

2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 09 月 01 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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 and 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]3363D 号

招商局公路网络科技控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年九月一日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
招商局公路网络科技控股股份有限公司	不超过 20 亿元(含 20 亿元)	基础期限为 2 年, 每 2 年为 1 个计息周期, 在约定的基础期限末及每个续期周期末, 公司有权行使续期选择权, 在公司行使续期选择权时延长 1 个周期, 在公司不行使续期选择权时到期全额兑付	公司不行使递延支付利息权的情况下, 本期债券每年付息一次, 本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单, 本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理	本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务	拟用于偿还债务及补充公司流动资金

评级观点: 中诚信国际评定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; 评定“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券(第一期)”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、盈利能力和获现能力很强、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, 中诚信国际关注到路产收购推升公司债务规模、路产分流影响以及新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能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)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	651.70	840.84	909.13	928.42
所有者权益合计(亿元)	463.61	497.99	539.38	531.64
总负债(亿元)	188.09	342.85	369.75	396.78
总债务(亿元)	102.34	251.17	253.91	300.93
营业总收入(亿元)	53.41	67.59	81.85	8.70
经营性业务利润(亿元)	15.91	17.17	19.05	-2.73
净利润(亿元)	40.19	43.71	48.65	-7.15
EBITDA(亿元)	57.70	70.67	80.53	--
经营活动净现金流(亿元)	29.79	36.83	43.10	2.50
收现比(X)	1.10	0.98	1.01	1.30
营业毛利率(%)	43.72	44.93	42.95	13.52
应收类款项/总资产(%)	3.82	3.48	2.28	5.35
资产负债率(%)	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率(%)	18.08	33.53	32.01	36.14
总债务/EBITDA(X)	1.77	3.55	3.15	--
EBITDA 利息倍数(X)	19.77	7.94	7.03	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度整理, 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财务报告期末数。

正面

- **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大型央企之一。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。** 公司控股参股路产大多属于国高网组成部分, 随着公司收购路产推进, 控股参股路产规模

同行业比较

2019 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)
深圳高速公路股份有限公司	566.80	449.24	53.87	45.69	43.43	25.36
招商局公路网络科技控股股份有限公司	879.90	909.13	40.67	49.93	42.95	48.65
越秀交通基建有限公司	535.00	367.98	62.96	30.23	66.55	15.95
江苏宁沪高速公路股份有限公司	594.06	556.25	41.24	78.33	54.59	43.00

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

持续增长, 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。

■ **盈利能力和获现能力很强。** 公司经营状况良好, 近三年利润总额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。

■ **通畅的融资渠道。** 公司融资能力很强, 2017 年吸收合并华北高速公路股份有限公司后在深交所上市, 进一步拓展了融资渠道, 公司融资渠道畅通。

关注

■ **路产收购推升公司债务规模。** 受路产收购影响, 2018 年以来公司债务规模增长较快, 期间费用及财务杠杆比率较 2017 年有明显增长。

■ **路产分流影响。** 目前甬台温高速受到周边路产分流影响, 渝黔扩能项目通车后将对渝黔高速产生分流, 公司路产受到的分流影响值得关注。

■ **新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力。** 受新冠肺炎疫情影响, 收费公路自 2020 年 2 月 17 日起免收全部车辆通行费, 并自 2020 年 5 月 6 日零时起恢复收费, 免收通行费政策及疫情期间延迟复工等对公司短期盈利能力产生了一定不利影响。

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。** 公司定位下降, 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。

发行主体概况

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”）前身是 1993 年 12 月 18 日经国家工商总局批准注册成立的华建交通经济开发中心，初始注册资本 1 亿元，是全国唯一一家对经营性收费公路的中央投资进行集中管理的中央级国有企业；1999 年，华建交通经济开发中心整体资产划归招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”），成为其全资二级子公司；2016 年 8 月公司更名为招商局公路网络科技控股股份有限公司；2017 年 12 月，根据中国证监会[2017]2126 号文，公司以发行 A 股股份换股方式吸收合并了华北高速公路股份有限公司，并在深交所上市（股票简称：招商公路；股票代码：001965.SZ），换股吸收合并发行股份数为 554,832,864 股。截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 61.78 亿股，前十大股东共持有公司 94.92% 的股权，其中招商局集团直接持有公司 68.65% 的股权，为公司的控股股东和实际控制人。

公司业务范围涵盖公路投融资、交通科研、勘察设计、工程施工、养护、运营等公路交通业务。

表 1：公司主要子公司

公司名称	公司简称
招商新智科技有限公司	招商新智
招商局重庆交通科研设计院有限公司	招商交科院
国电科左后旗光伏发电有限公司	科左后旗公司
浙江温州甬台温高速公路有限公司	甬台温公司
诚坤国际（江西）九瑞高速公路发展有限公司	九瑞公司
重庆市智翔铺道技术工程有限公司	智翔公司
重庆万桥交通科技发展有限公司	万桥公司
重庆中字工程咨询监理有限责任公司	中字公司
重庆华驰交通科技有限公司	华驰公司
招商局生态环保科技有限公司	招商生态

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券的发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券品种为永续期公司债券。基础期限为 2 年，每 2 年为 1 个计息周期，在约定的基础期限未及每个续期周期末，公司有权行使续期选择权，

在公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权时到期全额兑付。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期永续期公司债券首个定价周期的票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在首个定价周期内保持不变。自第一个重定价周期起，每个重定价周期重置一次票面利率。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。本期债券以每 2 个计息年度为 1 个周期。在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末全额兑付本期债券。本期债券在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。若在某一续期选择权行权年度末，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券兑付日。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务及补充公司流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于

正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下降，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过渡，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，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。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转

变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

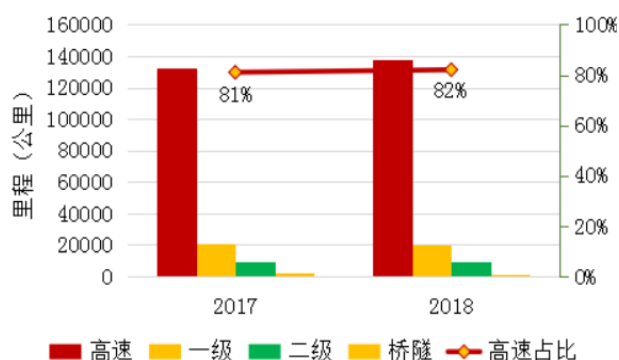
近年来我国收费公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击

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2018年末，全国收费公路里程16.81万公里，占公路总里程484.65万公里的3.5%。按技术等级划分，高速公路13.79万公里，一级公路1.96万公里，二级公路0.97万公里，独立桥梁及隧道951公里，占比分别为82.0%、11.7%、5.7%和0.6%。按属性划分，政府还贷公路里程9.33万公里，占全国收费公路里程的55.5%；经营性公路里程7.48万公里，占全国收费公路里程的44.5%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路7.26万公里，经营性高速公路6.53万公里。

图1：2017年~2018年全国收费公路里程变化图

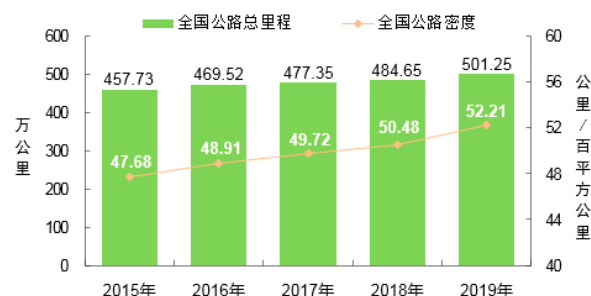


资料来源：2018年全国收费公路统计公报

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。公路养护里程495.31万公里，占公路总里程98.8%。全国四级及以上等级公路里程469.87万公里，比上年增加23.29万公里，占公路总里程93.7%，提高1.6

个百分点。二级及以上等级公路里程67.20万公里，增加2.42万公里，占公路总里程13.4%，占比与上年基本持平。高速公路里程14.96万公里，增加0.70万公里；高速公路车道里程66.94万公里，增加3.61万公里。国家高速公路里程10.86万公里，增加0.31万公里。

图2：2015年~2019年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2018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73.0%的货物运输量和约73.9%的旅客运输量。周转量方面，2019年我国公路货物运输周转量为59,636.4亿吨公里；旅客运输周转量为8,857.1亿人公里，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。

表2：2019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	30,074.7	4.4	43.2	7.2	14,706.6	4.0	36.6	8.4
公路	59,636.4	--	343.5	--	8,857.1	-4.6	130.1	-4.8
水路	103,963.0	5.0	74.7	6.3	80.2	0.8	2.7	-2.6
民航	263.2	0.3	0.08	2.0	10,705.1	9.3	6.6	7.9
管道	5,352.2	1.0	9.1	1.8	--	--	--	--

运输总量	199,289.5	--	470.6	--	35,349.1	3.3	176.0	-1.9
------	-----------	----	-------	----	----------	-----	-------	------

注：交通运输部根据专项调查，调整 2019 年公路货物运输量、公路货物运输周转量统计口径，数据与上年不可比。

资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报

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 2019 年末高速公路总里程已达 14.96 万公里，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”。

中诚信国际认为，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 2018 年末，全国收费公路累计建设投资总额 88,823.5 亿元，比上年末净增 6,479.5 亿元，增长 7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资 44,870.5 亿元，经营性公路累计建设投资 43,953.0 亿元。

截至 2018 年末，全国收费公路债务余额 56,913.6 亿元。按技术等级分，高速公路 53,666.2 亿元，一级公路 2,030.5 亿元，二级公路 113.4 亿元，独立桥梁及隧道 1,103.5 亿元，占比分别为 94.3%、3.6%、0.2% 和 1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 30,536.1 亿元，经营性公路 26,377.5 亿元。2018 年，全国收费公路通行费收入为 5,552.4 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 3,645.3 亿元，除支付当年 2,647.9 亿元利息外，还可还本 997.4 亿元。

表 3：2018 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	12,922.5	31,948.0	44,870.5	30,536.1
经营性公路	14,122.2	29,830.8	43,953.0	26,377.5
合计	27,044.7	61,778.8	88,823.5	56,913.6

注：(1)+(2)=(3)

资料来源：《2018 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 4：2019 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标
(亿元、%)

省级高速公路集团	营业总收入	营业毛利率	总资产	资产负债率
江苏交通	511.16	37.55	5,373.50	59.17
陕西交建	125.16	66.29	3,033.14	70.91
陕西高速	120.41	63.50	2,197.38	68.02
首发集团	130.37	27.60	2,136.11	57.19
安徽交通	353.39	34.68	2,524.93	64.33
重庆高速	136.87	34.09	1,871.88	68.85
上市公司	营业总收入	营业毛利率	总资产	资产负债率
宁沪高速	100.78	54.59	556.25	41.24
山东高速股份	74.45	53.03	803.60	57.21
赣粤高速	50.39	35.80	350.02	51.25
深高速	61.86	43.43	449.24	53.87
四川成渝	64.08	38.94	377.20	57.18
中原高速	63.86	55.23	432.96	75.00
福建高速股份	29.04	62.69	171.72	31.67
皖通高速	29.46	56.81	159.20	27.33

注：陕西交建和陕西高速对高速公路不计提折旧，营业毛利率高。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央

将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016 年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《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，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模和成本方面都有一定积极作用。

中诚信国际认为，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、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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。

表 5：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

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。

中诚信国际认为，《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。

业务运营

公司经营范围包括投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态四个板块，其中投资运营业务主要包括高速公路通行费业务及光伏发电业务，另有少量高速服务区自营业务、高速清障施救等。随着业务逐渐开展，智慧交通板块收入及占比近三年持续上升；投资运营板块收入持续增长，但收入占比呈现一定波动；交通科技板块收入增幅有所下降，近三年该板块收入占比持续下降；招商生态收入规模及占比较小。2020年1~3月，公司营业总收入8.70亿元，受新冠肺炎疫情期间高速公路免费通行、延迟复工等因素影响，公司各个业务板块收入规模下降明显。

表 6：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.3
投资运营板块	35.16	47.78	54.58	5.44
交通科技板块	13.94	14.17	16.75	1.67
智慧交通板块	2.82	3.78	8.97	1.46
招商生态板块	1.48	1.86	1.55	0.13
合计	53.41	67.59	81.85	8.70
占比	2017	2018	2019	2020.3
投资运营板块	65.83%	70.69%	66.68%	62.53%
交通科技板块	26.10%	20.96%	20.46%	19.20%
智慧交通板块	5.28%	5.59%	10.96%	16.78%
招商生态板块	2.77%	2.75%	1.89%	1.49%

表 7：截至 2019 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	昌九高速九江至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
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

合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
----	---------	---------	---------	---------

注：投资运营板块主要包括高速公路通行费业务及光伏发电业务，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

公司依靠对外收购扩张路产规模，通行费收入持续增长，但甬台温高速受周边路产分流影响，新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力

近年来公司紧紧围绕高速公路投资运营主业，控股参股路产大多属于国高网组成部分，随着公司收购路产的推进，控股参股路产规模持续增长，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。

截至 2019 年末，公司投资经营的路产总里程达 9,820 公里，权益里程为 3,074 公里，管理里程达 1,824 公里。同期末，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，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。近年来，公司先后收购了北仑港高速、鄂东大桥、沪渝高速、渝黔高速和毫阜高速等资产，路产规模不断增长。

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连接线	国高网	84.33	2018.4	60%	2013~2043 年
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
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，其中，温州绕城西南线于 2018 年 2 月通车，是并行于甬台温高速温州南到飞云的竞争性路段；甬台温复线并线段与温州绕城北二期分别于 2019 年 1 月和 2019 年 2 月通车，是甬台温高速湖雾岭至白露屿的竞争性路段；此外，随着路网加密，甬台温复线预计 2021 年全线开通，将对甬台温全

线路段造成分流。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。

近三年，公司控股路段日均车流量持续增长，随着车流量增长以及公司路产规模增加，公司通行费收入亦持续增长。

表 8：2017 年~2019 年公司控股路产经营情况（亿元、辆）

路段名称	2017		2018		2019	
	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	65,646	20,047	66,171	19,773	64,838	18,659
甬台温高速	146,767	35,761	139,932	35,510	143,541	38,217
北仑港高速	36,641	31,449	39,735	34,857	40,578	36,300
九瑞高速	8,385	5,137	11,148	7,112	12,020	8,166
阳平高速	7,027	5,030	11,757	10,054	13,700	11,856
桂阳高速	13,417	7,515	19,964	12,792	22,049	14,184
桂兴高速	22,615	10,356	25,629	14,215	29,403	16,380
灵三高速	6,775	5,789	6,842	6,489	7,993	7,937
鄂东大桥	29,451	20,585	31,082	22,563	32,116	23,308
渝黔高速	-	-	46,006	18,583	48,844	18,248
沪渝高速	-	-	46,190	16,657	47,819	17,196
毫阜高速	-	-	34,223	10,128	36,402	11,334
合计	336,724	141,669	478,679	208,733	499,303	221,785

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。养护实施方面，公司控股路段的养护是根据不同工程项目，分别招投标确定第三方养护单位进行，各项工程均按单项工程结算支付。2017 年~2019 年公司公路养护支出分别为 2.05 亿元、2.65 亿元和 2.27 亿元。

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。2019 年 12 月，公司与工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）组建联合体参与中国中铁股份有限公司全资子公司中铁交通投资集团有限公司挂牌转让广

西中铁交通高速公路管理有限公司（以下简称“广西中铁高速”）51%股权及 33.15 亿元相关债权的竞购交易。公司与工银投资以 99.45 亿元的价格成为广西中铁高速 51%股权及相关债权的最终受让方，其中公司出资 63.70 亿元受让广西中铁高速 49%股权及相关债权；工银投资出资 2.60 亿元受让广西中铁高速 2%的股权。截至 2019 年末，广西中铁高速控股高速公路 9 条，分布于山东省、河南省、云南省、四川省、陕西省和广西壮族自治区，均为经营性高速公路，收费里程合计 832 公里。中诚信国际将持续关注广西中铁高速对公司未来投资收益的

影响。

截至 2019 年末，招商公路共投资参股 19 家收费公路公司，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，覆盖山东、河南、江苏、安徽、四川、浙江等多个省（市）。2019 年公司实现参股路产投资收益 32.63 亿元。

表 9：截至 2019 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	16.02%	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、京台高速
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	沪宁高速公路江苏段
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
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及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，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020 年春运期间，全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；此外，根据交通运输部下达的通知，自

2 月 17 日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。免收费政策对公司投资运营板块的收入规模及投资收益短期内产生了一定不利影响，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后公司投资运营板块的经营状况和盈利能力。

光伏电站装机容量保持稳定，上网电量持续增长

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。近年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 年末，公司拥有光伏电站装机容量 293.80MW，权益规模达 279.91MW。光伏发电经营模式为通过太阳能组件发电，再通过接入设备等并网接入电网，电网公司按照国家规定的上网结算电价与光伏发电公司进行结算，光伏发电项目进入国家补贴名单后将获得相应的国家补贴。

电价方面，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，上网电价分 3 类，分别为 0.9 元/度、0.95 元/度、1.0 元/度。目前，公司拥有的光伏电站中，江苏徐州丰县晖泽项目上网电价水平较高，为 2.40 元/度，主要为江苏省单独对可再生能源电价补助。

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。

表 10：截至 2019 年末公司投资经营电站情况（元/度、MW、万元）

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
科左后旗 40MW	内蒙古	40.00	标杆价：0.30 补贴价：0.70	2013.12.20	3.96	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	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，中诚信国际整理

光伏发电在国内受政策性限电和部分区域电网基础设施不匹配的影响，近年来随着限电情况逐步改善以及公司积极开展电力市场化交易，公司上网电量持续增长。2019 年各光伏电站实现上网电量 4.44 亿千瓦时，发电收入 3.72 亿元。

表 11：2017 年~2019 年公司光伏电站运营指标

	2017	2018	2019
可控装机容量（MW）	293.80	293.80	293.80
发电量（亿千瓦时）	4.10	4.31	4.46
上网电量（亿千瓦时）	4.08	4.29	4.44
机组利用小时（小时数）	1,394	1,459	1,511
含税平均上网电价（元/千瓦时）	1.00	0.98	0.96
度电成本（元/千瓦时）	0.38	0.36	0.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交通科技板块运营稳定，但受行业竞争加剧影响，中标规模有所下降

公司交通科技业务由招商交科院负责运营。招商交科院拥有“工程勘察综合类甲级”、“公路行业设计甲级”、“市政行业（道、桥、隧）专业设计甲级”等近 60 项各级各类从业资质，业务范围包括咨询业务、工程业务和科技信息业务等。

招商交科院的咨询业务包括科研开发、勘察设计、试验检测和咨询监理等，为工程项目的决策与实施提供全过程的技术和管理服务，公司参与勘察设计的項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。

工程施工业务包括招商交科院作为基建施工总承包单位为业主提供各种工程施工服务及参与的 PPP 项目等。

此外，招商交科院还从事桥梁索缆产品的生产销售、交通智能产品、路面材料研制及铺装以及提供信息服务等。

近三年，受咨询设计行业竞争加剧等因素影响，公司咨询业务中标金额有所下降。工程施工业务呈现一定波动。

表 12：2017 年~2019 年交通科技板块中标情况（亿元）

	2017	2018	2019
咨询业务	9.89	8.39	4.61
工程施工业务	7.74	4.21	7.55
产品制造	8.20	4.80	3.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

智慧交通板块业务布局基本完成，业务发展迅速，收入规模持续增长；招商生态板块处于发展阶段，未来潜力较大

公司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，目前公司智慧交通板块业务布局基本完成。

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 升级发行系统业务，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。2019 年招商交科院智慧交通板块中标 65 项，中标金额为 9.43 亿元。

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。2019 年生态环保板块中标 59 项，中标金额 16,385.50 万元。目前招商生态板块较

大型项目包括《涪陵西服务区品质提升工程、涪陵西服务区匝道及道路改造工程设计施工总承包》、《重庆市北碚区梁滩河内源整治及清淤工程 EPC 总承包项目》等。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。

战略规划及管理

以高速公路投资运营为核心，打造全产业链服务

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，构建以高速公路投资运营为核心，涵盖政策规划、设计咨询、投融资、工程建设、运营管理、通行服务、生态环保等业务领域的全产业链服务。

具体来看，公司计划围绕公路领域全产业链业务体系，将战略布局调整为“投资运营、交通科技、智慧交通及招商生态”等四大板块，在未来三到五年内，公司将深耕各业务板块，进一步优化区域战略布局，持续加大主营业务投资力度，扩大业务辐射范围。在运营管理方面，建立基于大数据的营运管理系统，推进“规范化、标准化、信息化、智慧化”等“四化建设”，全面提升运营水平，力争做到“规模最大、效益最好、管理最强、品牌最优”。同时大力发展智慧交通，围绕智能设施、智能装备、智慧运营、智慧服务等四大领域，打造智慧公路关键技术的引领者、创新运营模式的输出者、智能装备的提供者、互联网+高速服务的主导者，实现公司跨越式高质量发展。

法人治理结构完善，管理体系较为健全

公司根据现行法律、法规及相关规定，建立了较为完善的公司法人治理结构，设立了股东大会、董事会及其下属各专门委员会、监事会及经营管理层决策制度，并制定了相应的议事规则及工作管理制度。其中，股东大会是公司的权力机构；公司设董事会，对股东大会负责，由 12 人组成，其中独立

董事 4 人、董事长 1 人。具体部门设置方面，公司设有财务部、投资开发部、企业管理部、资本运营部等职能部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置适应当前的经营发展需要

为了加强内部管理，公司建立健全了一系列的财务及内部控制制度，包括财务会计管理、财务预算、投融资采购和招投标、担保、关联交易、对子（分）公司的管理、公司信息披露等，完善的管理制度确保了各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。综合来看，公司建立了现代公司治理架构，组织结构较为完善，部门权责明确，管理制度较为完善，为各项业务的有序开展奠定了基础管理体系较为健全。

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 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季报，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。

盈利能力

投资运营板块毛利率稳定，财务费用推升期间费用水平，投资收益稳定增长，公司整体盈利能力较强；2020 年一季度公司短期盈利指标受新冠肺炎影响有所下降

营业毛利率方面，公司通行费业务成本主要由路产摊销及养护成本构成，光伏发电业务成本主要由折旧及人工成本构成，近年来以通行费及光伏发电业务为主的投资运营板块整体运营情况平稳，毛利率水平较稳定。受材料成本上升及市场竞争激烈的影响，近年来公司交通科技板块毛利率持续下降。近三年公司毛利率呈现小幅波动。2020 年 1~3 月，公司营业毛利率为 13.52%，受新冠肺炎疫情影响，公司各个业务板块毛利率受收入规模下滑影响均有明显下降。

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.3
投资运营板块	56.76	57.61	57.68	21.88
交通科技板块	19.32	14.02	12.11	-9.18
智慧交通板块	12.69	14.95	15.69	8.82
招商生态板块	22.98	15.90	15.45	8.20
营业毛利率	43.72	44.93	42.95	13.52

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司对外收购路产规模扩大，公司债务规模增长导致财务费用上升，财务费用推升了公司期间费用水平。2018 年以来期间费用较 2017 年有明显增长，但受益于公司持续增长的收入规模及参股公路运营公司带来稳定增长的投资收益，2019 年公司利润总额保持增长。2020 年 1~3 月，公司营业总收入下降，期间费用率较以往年度大幅增长，经营性业务利润由正转负；公司投资收益主要来自参股高速运营公司，受新冠肺炎疫情影响大幅下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司盈利指标短期内收到冲击，但随着复工复产持续推进，公司盈利指标将继续增长。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	7.01	13.01	15.78	3.94
期间费用率(%)	13.13	19.24	19.28	45.32
经营性业务利润	15.91	17.17	19.05	-2.73
投资收益	28.32	32.28	34.44	-4.03
利润总额	44.70	48.70	53.37	-6.82
EBITDA 利润率(%)	108.03	104.55	98.39	--
总资产收益率(%)	7.90	7.72	7.38	--

注：2018 年~2020 年 3 月期间费用包括研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产以收费公路特许经营权及参股高速运营公司投资为主；路产收购推升公司债务规模，2019 年短期债务占比上升但整体资本结构稳健，债务压力较小

资产方面，公司资产主要包括货币资金、长期股权投资以及无形资产，公司货币资金保有量充足；长期股权投资主要为对参股高速公路运营公司的投资，2018 年长期股权大幅增长主要系公司投资四川成渝高速公路股份有限公司所致，2019 年大幅

增长主要为公司收购广西中铁高速 49% 股权所致，2020 年 3 月末下降主要系参股路产的投资损失所致。无形资产主要为公司控股路产特许经营权，2018 年随着公司收购渝黔高速等路产，无形资产规模大幅增长。

负债方面，公司负债主要由短期借款、其他应付款、长期借款及应付债券构成。近三年公司总负债规模随着公司对外收购而持续增长。其他应付款主要为往来款、保证金及尚未支付的股权转让款等，2019 年末公司其他应付款规模大幅增长主要是因收购广西中铁高速增加的应付股权转让款 24.00 亿元。2020 年 3 月末，公司其他应付款随着公司支付广西中铁高速的股权转让款而下降。同期末，公司短期借款规模因广西中铁高速项目的并购贷款而增长。

所有者权益方面，近年公司股本均为 61.78 亿元，公司所有者权益增长主要来自利润积累。2020 年 3 月末，公司未分配利润受新冠肺炎疫情影响而下降。

有息债务方面，2018 年随着公司对外收购，公司总债务规模及财务杠杆比率较 2017 年增长明显；2019 年末公司短期债务占比上升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 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	651.70	840.84	909.13	928.42
货币资金	70.07	70.55	66.12	56.98
长期股权投资	257.26	281.81	361.16	358.07
无形资产	235.76	394.19	382.60	380.38
总负债	188.09	342.85	369.75	396.78
短期借款	30.25	6.17	25.10	68.62
其他应付款	24.32	12.74	33.38	15.86
长期借款	36.15	172.73	114.95	117.45
应付债券	30.99	61.00	102.87	103.29
所有者权益合计	463.61	497.99	539.38	531.64
未分配利润	75.62	98.98	126.40	119.25
总债务	102.34	251.17	253.91	300.93
短期债务/总债务（X）	0.34	0.07	0.14	0.27

资产负债率（%）	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率（%）	18.08	33.53	32.01	36.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

经营活动现金流持续增长；近两年投资支出规模较大；部分偿债指标有所弱化，但整体偿债能力仍然较强

公司获现能力很强，2017 年~2019 年经营活动净现金流持续增长。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情期间免收通行费影响，公司经营活动净现金流规模大幅下降。2018 年以来，公司对外收购路产等导致投资活动净现金流为净流出状态。2019 年公司筹资活动以偿债为主，2020 年一季度公司为支付广西中铁高速项目股权对价款增加借款，筹资活动净现金流转为净流入。随着债务规模增长，公司部分偿债指标较 2017 年有所弱化，但整体偿债能力仍然很强。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	29.79	36.83	43.10	2.50
投资活动净现金流	6.03	-69.71	-23.13	-55.09
筹资活动净现金流	3.52	33.23	-24.81	43.47
经营净现金流/总债务	0.29	0.15	0.17	0.03
经营活动净现金流/利息支出	10.21	4.14	3.76	0.72
总债务/EBITDA	1.77	3.55	3.15	--
EBITDA 利息覆盖系数	19.77	7.94	7.03	--

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；无对外担保且涉诉规模可控

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 351.27 亿元，其中未使用授信额度 109.74 亿元，备用流动性较好。此外，2017 年公司在深交所上市，进一步拓展了融资渠道，公司融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在对合并报表范围外公司担保事项。重大未决诉讼或仲裁方面，截至 2020 年 3 月末，与公司相关

的诉讼共有 6 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，中诚信国际将持续关注相关案件的审理进展，但总体来看风险相对可控。

截至 2020 年 3 月末，公司短期债务 80.19 亿元，因公司 2020 年一季度增加短期借款，短期债务规模大幅增长，但考虑到公司良好的备用流动性、通畅的融资渠道以及公司充沛的货币资金，公司短期偿债压力尚可。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 129.85 亿元，主要为质押的公路收费权等，占当期末总资产比重的 13.99%。

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 2020 年 3 月 31 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资委监管的驻港大型中央企业之一，系一家集交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营三大业务板块为一体的大型集团企业，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、境外区域扩张时，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，中诚信国际评定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；评定“招商局公路网络科技控股股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于招商局公路网络科技控股股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

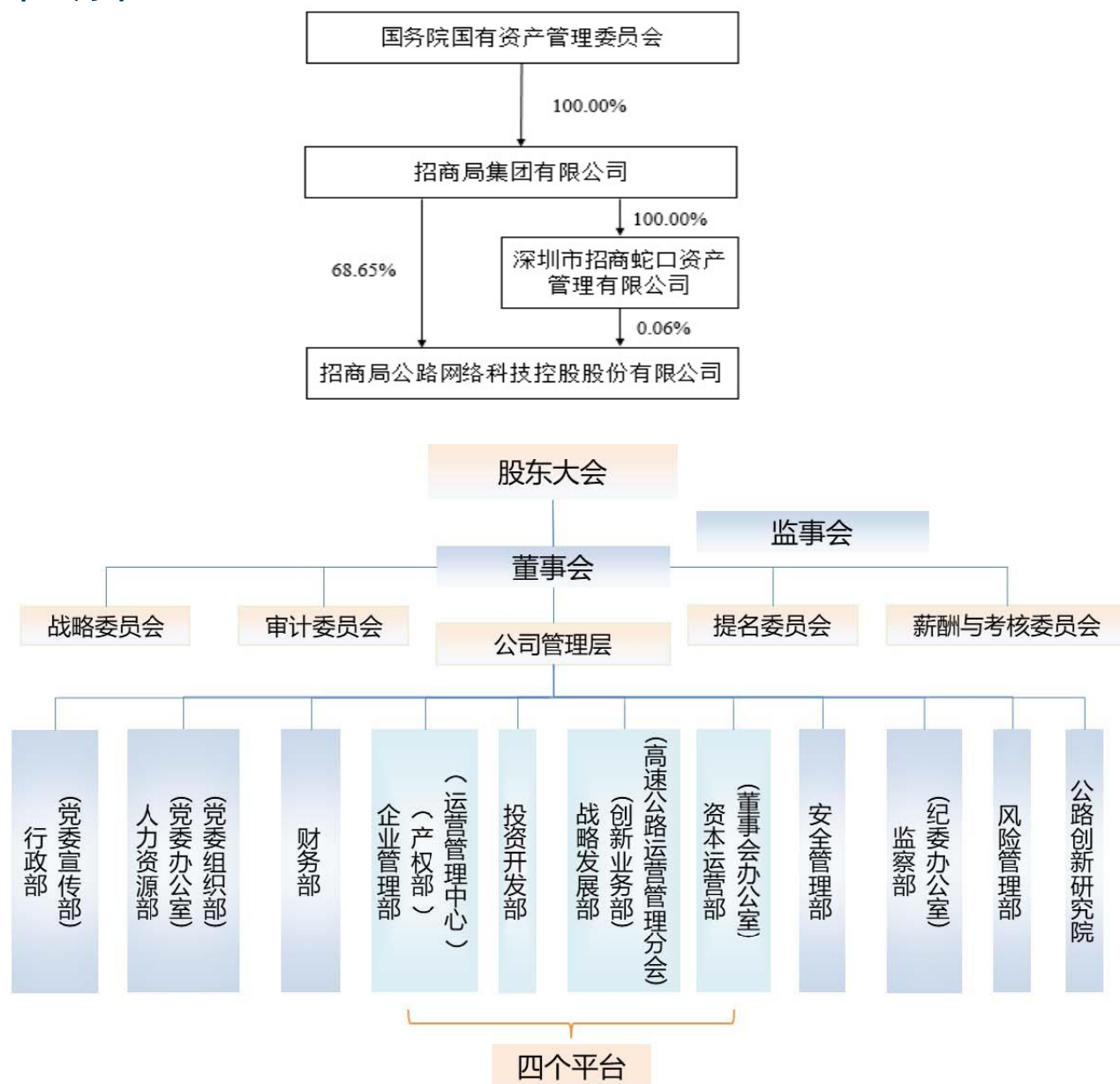
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 09 月 01 日

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2020年3月末）



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)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	700,685.60	705,489.62	661,221.73	569,771.46
应收账款	124,689.53	156,996.47	156,625.16	123,771.04
其他应收款	107,777.76	121,912.04	41,701.29	44,504.09
存货	123,252.40	139,298.76	184,606.13	42,415.49
长期投资	2,648,222.59	2,861,969.87	3,665,259.47	3,633,889.24
在建工程	56,461.05	105,475.79	182,429.64	204,996.15
无形资产	2,357,637.91	3,941,909.84	3,826,049.66	3,803,758.65
总资产	6,517,048.56	8,408,425.37	9,091,320.86	9,284,201.30
其他应付款	243,198.93	127,395.07	411,679.29	242,104.30
短期债务	351,949.33	174,514.97	360,857.13	801,852.29
长期债务	671,407.47	2,337,211.86	2,178,235.32	2,207,421.25
总债务	1,023,356.80	2,511,726.83	2,539,092.46	3,009,273.53
总负债	1,880,936.33	3,428,509.31	3,697,512.62	3,967,830.03
费用化利息支出	29,187.33	88,872.50	112,255.91	33,891.96
资本化利息支出	0.00	136.11	2,263.25	535.38
实收资本	617,821.15	617,821.15	617,821.73	617,822.15
少数股东权益	309,922.30	433,651.11	449,595.08	443,897.98
所有者权益合计	4,636,112.24	4,979,916.06	5,393,808.23	5,316,371.28
营业总收入	534,066.43	675,934.02	818,507.39	86,976.90
经营性业务利润	159,076.27	171,702.70	190,545.48	-27,281.08
投资收益	283,185.99	322,774.94	344,405.85	-40,296.36
净利润	401,891.57	437,105.12	486,519.68	-71,498.89
EBIT	476,227.66	575,865.35	645,930.54	-34,305.60
EBITDA	576,956.16	706,676.95	805,340.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	587,385.62	664,617.14	824,337.59	112,956.67
收到其他与经营活动有关的现金	146,561.12	171,274.36	165,953.38	65,741.69
购买商品、接受劳务支付的现金	166,559.49	195,395.99	237,087.44	42,781.09
支付其他与经营活动有关的现金	142,666.14	112,013.58	114,118.46	60,902.50
吸收投资收到的现金	9,923.53	2,622.00	0.00	0.00
资本支出	57,739.96	76,038.76	83,526.56	28,579.24
经营活动产生现金净流量	297,939.27	368,349.63	430,953.05	24,957.80
投资活动产生现金净流量	60,287.04	-697,058.29	-231,255.48	-550,873.33
筹资活动产生现金净流量	35,249.69	332,278.18	-248,075.12	434,739.05
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	43.72	44.93	42.95	13.52
期间费用率(%)	13.13	19.24	19.28	45.32
应收类款项/总资产(%)	3.82	3.48	2.28	5.35
收现比(X)	1.10	0.98	1.01	1.30
总资产收益率(%)	7.90	7.72	7.38	--
资产负债率(%)	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率(%)	18.08	33.53	32.01	36.14
短期债务/总债务(X)	0.34	0.07	0.14	0.27
FFO/总债务(X)	0.30	0.14	0.16	--
FFO 利息倍数(X)	10.55	3.92	3.57	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	10.21	4.14	3.76	0.72
总债务/EBITDA(X)	1.77	3.55	3.15	--
EBITDA/短期债务(X)	1.64	4.05	2.23	--
货币资金/短期债务(X)	1.99	4.04	1.83	0.71
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	19.77	7.94	7.03	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报整理，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财务报告期末数。

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
	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。