

# 招商局公路网络科技控股股份有限公司

## 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

### 信用评级报告

---

项目负责人：黄 伟 [whuang@ccxi.com.cn](mailto:whuang@ccxi.com.cn)

项目组成员：陈小鹏 [xpchen@ccxi.com.cn](mailto:xpchen@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 29 日

## 声 明

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

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

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了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](http://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]1600D 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 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）”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

二零二一年六月二十九日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
招商局公路网络科技控股股份有限公司	不超过 25 亿元 (含 25 亿元)	3 年	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	拟用于公司并购公路相关路产项目、补充公司流动资金、偿还公司有息负债及适用的法律法规允许的其他用途

**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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第二期)”的债项信用等级为 **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、很强的盈利能力和获现能力、通畅的融资渠道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分流影响, 公司短期债务上升较快, 面临一定的债务集中到期压力以及新冠肺炎疫情 (以下简称“疫情”) 散发和常态化防控可能对经营业绩带来的影响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, 公司公路投资运营主体地位突出。

■ **盈利能力和获现能力很强。** 近年来, 公司经营状况整体良好, 净利润和经营活动现金流净流入规模均较大, 公司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, 银行授信充裕, 且作为 A 股上市公司, 融资渠道畅通。

**关注**

■ **路产分流影响。** 目前, 公司控股路产甬台温高速受到周边路产分流影响, 中诚信国际将持续关注公司路产受到的分流情况及其对车流量和通行费收入的影响。

■ **短期债务上升较快。** 近年来, 公司短期债务规模及占比均整体呈上升趋势, 截至 2021 年 3 月末, 公司短期债务为 57.70 亿元, 面临一定的债务集中到期压力。

■ **疫情散发和常态化防控可能对经营业绩带来的影响。** 受疫情影响, 2020 年公司通行费收入和投资收益下滑明显, 盈利指标整体有一定程度下降, 需关注国内疫情散发和常态化防控可能对公司高速公路投资运营业务带来持续不确定性影响。

**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

## 发行主体概况

公司前身为 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，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 2021 年 3 月末，公司总股本为 61.78 亿股，前十大股东共持有公司 94.69% 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
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
重庆中宇工程咨询监理有限责任公司	中宇公司
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 25 亿元（含 25 亿元），发行期限为 3 年。本期债券采用单利按年计息，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。本期债券募集资金拟用于公司并购公路相关路产项目、补充公司流动资金、偿还公司有息负债及适用的法律法规允许的其他用途。

## 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在持续修复过程中，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。

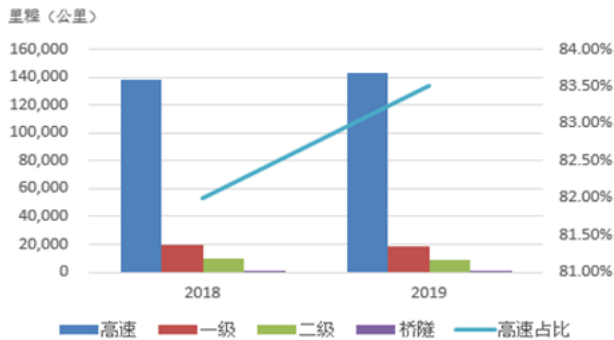
## 行业及区域经济环境

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，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 1：2018~2019 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 2：2020 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
<b>运输总量</b>	<b>196,618.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>470.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>19,251.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>96.7</b>	<b>-45.1</b>

资料来源：《2020 年国民经济和社会发展统计公报》，中诚信国际整理

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 3：2019 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 4：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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	--	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费。

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，实现不停车快捷收费，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。《全面推广高速公路差异化收费实施方案》的发布和实施，或将推进区域和行业经营主体加速竞争和分化，对资源和竞争力不足的区域主体产生一定影响。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。

## 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、光伏发电业务以及少量高速服务区自营业务、高速清障施救等，近年来在营业收入中的占比均维持在 60% 以上。此外，近年来，交通科技业务和智慧交通业务收入占比整体呈

增长趋势，为营业收入的重要补充，招商生态业务收入占比则较小。

表 5：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.3
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
<b>合计</b>	<b>67.59</b>	<b>81.85</b>	<b>70.69</b>	<b>19.39</b>
占比	2018	2019	2020	2021.3
投资运营板块	70.69%	66.68%	63.25%	73.44%
交通科技板块	20.96%	20.46%	22.89%	18.21%
智慧交通板块	5.59%	10.96%	11.10%	6.14%
招商生态板块	2.75%	1.89%	2.76%	2.22%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司主要依靠对外收购扩张路产规模，路产收益主要来源于控股路产的通行费收入和对参股路产的投资收益

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。随着路产收购的持续推进，公司控股、参股路产规模持续增长，为公司带来了较为稳定的通行费收入和投资收益，公司公路投资运营主体地位突出。

截至 2020 年末，公司投资经营的路产总里程达 10,963 公里，其中权益里程为 3,176 公里，管理里程为 1,824 公里。同期末，公司合并范围内控股高速公路项目为 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，除京津塘高速为公司成立时交通运输部无偿划转外，其余路产均为公司收购而来。

表 6：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	起于重庆市江北童家院子立交，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
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	-	-	<b>879.90</b>	-	-	-

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、温州绕城北二期、甬台温复线等。其中，温州绕城西南线于 2018 年 2 月通车，为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，为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，甬台温复线预计于 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车流量及通行费收入的影响。

2018~2019 年，公司控股路产日均车流量和通行费收入均呈增长趋势。2020 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有所增长外，公司其它路产通行费收入同比均有不同程度的下降。

表 7：2018-2020 年公司控股路产经营情况（亿元、辆）

路产名称	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
毫阜高速	34,223	10,128	36,402	11,334	33,693	10,345
<b>合计</b>	<b>478,679</b>	<b>208,733</b>	<b>499,533</b>	<b>221,785</b>	<b>393,260</b>	<b>184,176</b>

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。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。2019年，公司收购了广西中铁交通高速公路管理有限公司（2020年10月已更名为“招商中铁控股有限公司”，以下简称

“招商中铁”）49%的股权及相关债权。2020年，公司收购了浙江诸永高速公路有限公司35%的股权。同期，公司原参股的贵黄公路合营公司的贵黄高速于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）。受疫情影响，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 8：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，目前该项目已完成中国和土耳其两国政府相关部门的备案和审批，其他交割相关手续正在办理中。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，公司路产质量较优，2018~2019年日均车流量、通行费收入及投资收益

均呈增长趋势。但自疫情爆发以来，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。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

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。随后，公司先后投资收购了多个光伏电站项目，主要分布在江苏、内蒙古、新疆和宁夏等地。2020年，因业务布局调整，公司集中处置了7家光伏电站。

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。

2020年，公司光伏电站上网电量4.53亿千瓦时，实现发电收入3.85亿元。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9：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

### 近年来交通科技板块运营稳定，中标规模波动幅度较小；2020年，公司收购长航规划院，有助于交通科技业务的开展

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。2018~2020年，招商交科院中标金额分别为17.40亿元、16.13亿元和16.68亿元，整体较为稳定。

表10：2018~2020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
<b>合计</b>	<b>17.40</b>	<b>16.13</b>	<b>16.68</b>

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。

### **智慧交通板块业务布局基本完成，业务发展较为迅速，但近年来中标金额波动较大；招商生态板块目前处于发展阶段，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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，智慧交通板块分别中标 66 项、65 项、39 项和 17 项，中标金额分别为 6.75 亿元、9.43 亿元、1.26 亿元和 3.67 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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，生态环保业务分别中标 35 项、59 项、64 项和 13 项，中标金额分别为 8,684 万元、16,386 万元、14,210 万元和 4,327 万元。目前招商生态业务处于前期开展阶段，对公司营业收入贡献有限，但随着国家环保力度的加大，该业务未来发展潜力较大。

## **战略规划及管理**

**以优化资产经营、拓宽投资领域、做强交通科技、拓展智慧交通、发展生态环保为核心，打造“具有科技内涵的基础设施投资管理平台”**

公司拟通过“三提升一融合”，即提升服务国家战略能力，提升资产经营能力，提升科技创新研发能力，实现科技与交通基础设施深度融合，打造“具有科技内涵的基础设施投资管理平台”。

优化资产经营。一是拓宽募资融资渠道，通过多种手段，保障公司领先的投资能力；二是表内表外相结合，打通多样化投融资渠道，实现资产与资金闭环流动，提升公司资产质量和收益；三是优化存量项目管理，通过精细化管理、标准化运营，打造具有市场竞争力的经营模式和运营品牌；四是选择最优退出方式，实现上市公司股东利益最大化。

拓宽投资领域。招商公路将坚持服务国家战略、坚持稳中求进总基调、坚持相似相近切入，探索将投资领域从公路行业向基础设施和新基建延伸，布局新赛道，打造新的增长引擎。

做强交通科技。以“科技创新、转型发展”为核心，以内生外延并重发展为路径，以专业发展带动产业集群，以科技和改革推动转型发展，构建“科技支撑+业务载体”发展新格局，形成“前端导向、中端研发、后端孵化”的科技创新完整链条，实现“站位—发展—突破”三级跳，努力将公司打造成为高水平国家级交通科技企业。

拓展智慧交通。紧紧围绕交通强国、智能汽车创新发展等国家战略，以“智慧公路”为主线，以提升主业、打造产业为主攻方向，以创新研发和创新投资为发展动力，重点突破智慧公路关键核心技术，深度介入交通新基建建设和运营，将公司打造成智慧公路运营服务商和关键核心技术的供应商。

发展生态环保。要保持战略定力，加大研发投入，形成各业务板块的核心技术产品；构建高效运作的市场营销团队，加强内部协同，着力发展商业合作伙伴；完善工程管理制度，加大工程巡检，提高项目信息化管理水平。

**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 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。

### 盈利能力

**近年来，公司营业收入波动上升，营业毛利率始终维持在较高水平，整体盈利能力很强；2020 年受疫情影响，公司投资运营板块收入和投资收益降幅较大，盈利指标整体有一定程度下滑，但 2021 年一季度已恢复至正常水平**

公司营业收入主要由投资运营板块、交通科技板块和智慧交通板块收入构成，近年来因公司经营情况整体良好而波动上升。投资运营板块收入在公司收入中占比最大，且主要来源于公司控股路产的通行费收入。2018~2019 年，公司通行费收入持续

增长，但 2020 年受疫情影响，通行费收入降幅较大，故使得当期投资运营板块收入和营业总收入同比降幅明显。2018~2020 年，交通科技板块和智慧交通板块收入整体增长趋势，对公司营业收入形成重要补充；招商生态板块收入规模则较小，对公司营业收入影响有限。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，2018~2020 年，公司营业毛利率呈下降趋势，但始终较高。具体来看，公司投资运营业务成本主要由路产摊销及养护等成本构成，近年来因该板块整体发展情况较好，毛利率始终较高；但 2020 年受疫情影响，公司通行费收入大幅下降，该板块毛利率同比降幅明显。交通科技板块方面，受材料成本上升及市场竞争激烈的影响，近年来该板块毛利率整体呈下降趋势。近年来，智慧交通板块毛利率整体呈上升趋势，其中 2020 年较上年大幅增长，主要系当期绩效托管项目、撤站项目和一路一科技项目等完工验收，确认收入同比增加较多所致。招商生态板块毛利率近年来整体亦呈上升趋势，其中 2020 年较上年增幅较大，主要系本期部分项目按业主要求加快施工进度，规模效应下收入确认远大于成本所致。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 11：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构

成，近年来不断增长。其中，管理费用主要系人工成本、办公费及行政费用、中介机构费、折旧与摊销等，近年来整体呈上升趋势。因负债规模较大，近年来公司财务费用始终较大，且随着债务规模的增长而逐年增长。受此影响，公司期间费用率较高，对利润造成一定侵蚀。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2018~2020 年间先升后降。公司投资收益主要由以权益法核算对参股路产的长期股权投资收益而产生，近年来规模均较大，且始终高于经营性业务利润。因经营情况较好，2019 年公司经营性业务利润和投资收益均较上年有所增长；2020 年受疫情影响，两者均较上年显著下降。同期，利润总额与其变化趋势相同。整体来看，公司盈利能力很强。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
管理费用	3.70	4.30	4.26	1.03
财务费用	7.88	9.49	9.66	2.00
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

## 资产质量

**公司资产以收费公路特许经营权及对参股高速公路公司的投资为主，近年来随着公司路产收购的持续推进而不断扩大；同时，公司所有者权益持续增长，债务规模小幅增长，且以长期债务为主，整体资本结构稳健，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，近年来随着长期股权投资的增长而持续扩大。其中，非流动资产为公司资产的主要构成，截至 2021 年 3 月末，非流动资产占比达 89.24%。具体来看，近年来公司货币资金整体呈下降趋势，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，近年来随着公司对联营企业追加投资、按权益法确认对联合、合营公司的投资收益以及收购路产等而持续增长。无形资产主要系公司控股路产的特许经营权，近年来有所波动。固定资产主要系光伏电站、机器设备、汽车及船舶、房屋建筑物等，2020 年因集中处置 7 家光伏电站资产，公司固定资产规模大幅下降。

负债方面，公司负债主要由其他应付款和有息债务构成，近年来负债规模先升后降。具体来看，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；其中，2019 年末较上年末大幅增长，主要系当期因收购招商中铁增加应付股权转让款 24.00 亿元所致，2020 年公司支付该笔款项后，当期末其他应付款大幅减少。近年来，公司有息债务规模小幅波动；其中，2021 年 3 月末较上年末有所减少，主要系当期公司偿还部分债务所致。近年来，因公司调整债务结构，短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券等有息债务的规模均有不同程度的波动。截至 2021 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 38.08 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，近年来，公司所有者权益不断增长，主要系未分配利润的积累及其他权益工具的增长所致。因经营情况整体良好，近年来公司未分配利润持续增长。同时，其他所有者权益亦逐年增长，其中 2020 年末较上年末增幅尤大。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。

财务杠杆方面，近年来，随着所有者权益的不

断增长，公司账面财务杠杆率均呈下降趋势。其中，2020年末较上年末降幅较为明显，主要系当期其他权益工具大幅增长所致。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%，分别较账面资产负债率和总资本化比率高5.61个百分点和6.16个百分点，但财务杠杆水平仍不高。债务结构方面，近年来，公司短期债务占比呈上升趋势，但长期债务仍为公司债务的主要构成。总体来看，公司资本结构较为稳健。

**表 13：近年来公司主要资产、负债及权益情况**  
(亿元、X、%)

	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产</b>	<b>840.84</b>	<b>909.13</b>	<b>940.09</b>	<b>945.80</b>
非流动资产占比	86.14	88.03	88.39	89.24
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
<b>总负债</b>	<b>342.85</b>	<b>369.75</b>	<b>342.75</b>	<b>335.39</b>
其他应付款	12.74	33.38	9.79	9.85
<b>总债务</b>	<b>251.17</b>	<b>253.91</b>	<b>258.49</b>	<b>249.93</b>
短期债务/总债务	0.07	0.14	0.26	0.23
短期借款	6.17	25.10	27.45	16.96
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
<b>所有者权益</b>	<b>497.99</b>	<b>539.38</b>	<b>597.34</b>	<b>610.41</b>
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
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

## 现金流及偿债能力

**近年来，公司获现能力很强，经营活动现金流始终呈大规模净流入状态，投资活动现金流则均呈大规模净流出状态，且主要靠经营活动和筹资活动现金流补充；公司部分偿债指标有所弱化，但整体偿债能力仍较强**

经营活动方面，公司获现能力很强，2018~2020年经营活动现金流均呈大规模净流入状态，但受疫

疫情影响，2020年经营活动净现金流较上年有一定降幅。投资活动方面，近年来，随着公司持续推进路产收购，公司投资活动现金流均呈大规模净流出状态。筹资活动方面，近年来，公司筹资活动净现金流波动幅度较大。其中，2019年较上年大幅减少，主要系当年偿还较多债务所致；2020年，因公司加大对外融资力度，当期筹资活动净现金流较上年大幅增长。

偿债指标方面，近年来，因债务规模始终较大，公司经营活动净现金流和EBITDA均无法覆盖债务本金，但对利息支出的覆盖能力均很强。短期偿债指标方面，随着短期债务规模整体呈持续增长趋势，公司货币资金对短期债务的覆盖能力不断下降，但货币资金始终能完全覆盖短期债务。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况** (亿元、X)

	2018	2019	2020	2021.1~3
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为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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期） 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，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期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期债券偿债保障情况等要素，以对本期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。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

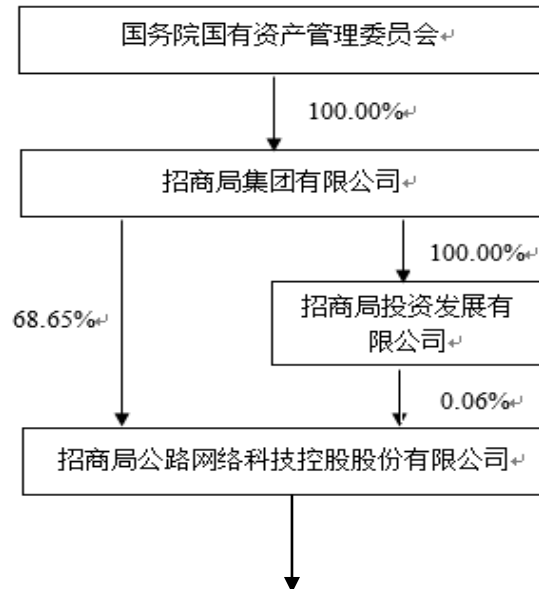
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

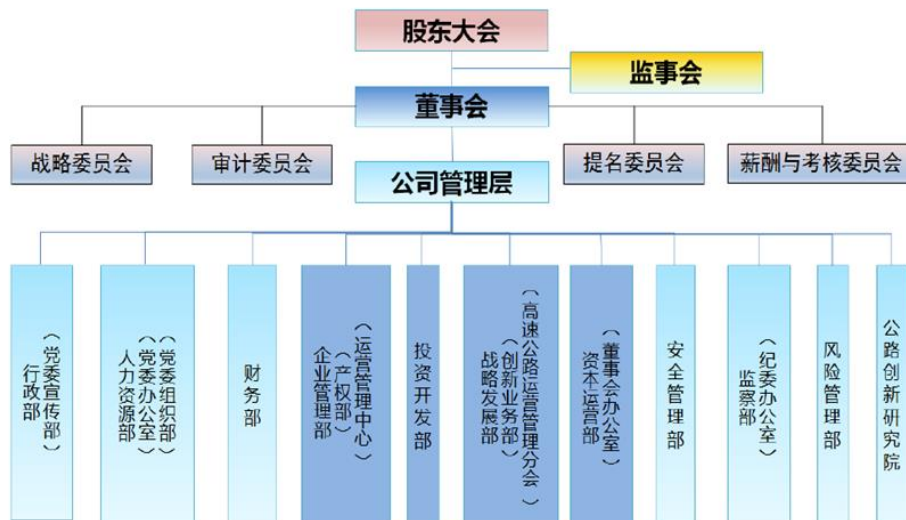
2021 年 06 月 29 日

## 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。