

# 招商局公路网络科技控股股份有限公司 2022 年度跟踪评级报 告

---

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 1 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0409 号

## 招商局公路网络科技控股股份有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 招路 Y1”、“20 招路 Y2”、“20 招路 Y3”、“招路转债”、“17 招路 01”、“17 招路 02”、“21 招路 01”和“21 招路 02”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

二零二二年六月一日

**评级观点：**中诚信国际维持招商局公路网络科技控股股份有限公司（以下简称“招商公路”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“20 招路 Y1”、“20 招路 Y2”、“20 招路 Y3”、“招路转债”、“17 招路 01”、“17 招路 02”、“21 招路 01”和“21 招路 02”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了公司突出的公路投资运营主体地位，路产盈利能力大幅增强以及资本结构稳健、融资渠道畅通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以及疫情散发和常态化管控可能对经营业绩带来一定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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	909.13	940.09	983.21
所有者权益合计（亿元）	539.38	597.34	633.21
总负债（亿元）	369.75	342.75	350.00
总债务（亿元）	253.91	258.49	263.59
营业总收入（亿元）	81.85	70.69	86.26
经营性业务利润（亿元）	19.05	8.99	20.34
净利润（亿元）	48.65	25.77	55.41
EBITDA（亿元）	80.53	60.88	89.47
经营活动净现金流（亿元）	43.10	32.16	46.16
收现比（X）	1.01	0.98	0.97
营业毛利率（%）	42.95	34.91	41.45
应收类款项/总资产（%）	2.28	5.22	6.08
资产负债率（%）	40.67	36.46	35.60
总资本化比率（%）	32.01	30.20	29.39
总债务/EBITDA（X）	3.15	4.25	2.95
EBITDA 利息倍数（X）	7.03	4.74	8.54

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理，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、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、租赁负债及长期应付款中的带息债务部分。

### 正面

■ **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，其中控股高速公路产

（除灵三高速外）均属国高网组成部分，参股路产大多为行业内排名靠前企业，上述路产为公司带来了稳定的通行费收入和投资收益，公路投资运营主体地位突出。

■ **路产盈利能力大幅增强。**2019~2021 年，公司控股路产平均通行费收入分别为 567.45 万元/公里、446.98 万元/公里和 605.50 万元/公里，2021 年控股路产盈利能力同比大幅增强且已超过疫情前水平。

■ **资本结构稳健，融资渠道通畅。**公司财务杠杆比率继续下降，资本结构稳健。同时，公司作为上市公司，融资渠道通畅。

### 关注

■ **路产分流影响。**目前，公司控股路产甬台温高速、渝黔高速和鄂东大桥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。

■ **疫情散发和常态化管控可能对经营业绩带来一定的影响。**国内新冠疫情散发和常态化管控对公司高速公路运营业务带来一定的影响。

### 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

2021 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）
越秀交通基建有限公司	495.20	356.61	59.42	36.50	60.05	17.93
江苏宁沪高速公路股份有限公司	643.35	676.62	47.74	82.63	36.33	41.33
招商局公路网络科技控股股份有限公司	883.73	983.21	35.60	53.51	41.45	55.41

注：路产规模为各公司控股路产规模。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 招路 Y1	AAA	AAA	2021/06/03	20.00	20.00	2020/09/17~2022/09/17 (2+N)	调整票面利率、递延支付利息、赎回、偿付顺序
20 招路 Y2	AAA	AAA	2021/06/03	13.00	13.00	2020/10/19~2022/10/19 (2+N)	调整票面利率、递延支付利息、赎回、偿付顺序
20 招路 Y3	AAA	AAA	2021/06/03	5.00	5.00	2020/10/19~2023/10/19 (3+N)	调整票面利率、递延支付利息、赎回、偿付顺序
招路转债	AAA	AAA	2021/06/03	50.00	50.00	2019/03/22~2025/03/22	回售、赎回
17 招路 01	AAA	AAA	2021/06/03	20.00	20.00	2017/08/07~2022/08/07	--

17 招路 02	AAA	AAA	2021/06/03	10.00	10.00	2017/08/07~2027/08/07	--
21 招路 01	AAA	AAA	2021/06/16	18.00	18.00	2021/06/24~2024/06/24	--
21 招路 02	AAA	AAA	2021/06/29	25.00	25.00	2021/07/08~2024/07/08	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年末，“20 招路 Y1”、“20 招路 Y2”、“20 招路 Y3”、“招路转债”、“17 招路 01”、“17 招路 02”和“21 招路 01”和“21 招路 02”募集资金均已按照相关约定使用；其中“21 招路 02”未使用余额为 0.225 亿，其他债券均已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快



企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

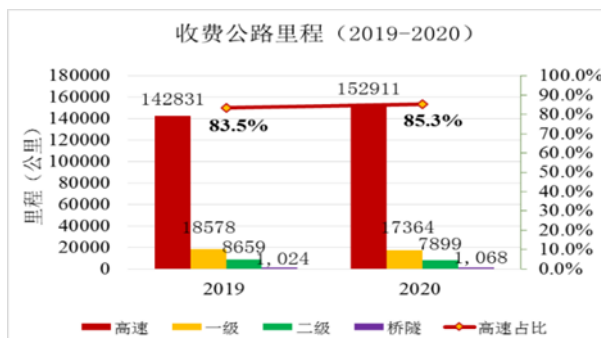
## 近期关注

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

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外向型的经济结构。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。2019年，公路密度52.21公里/百平方公里，增加1.73公里/百平方公里。2020年，全国公路总里程519.81万公里，比上年增加18.56万公里。全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程的3.45%。按技术等级划分，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里。按属

性划分，全国政府还贷公路里程8.36万公里，占全国收费公路里程的46.65%；经营性公路里程9.57万公里，占全国收费公路的53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路7.74万公里，经营性高速公路10.18万公里。

图1：2019年~2020年全国收费公路里程变化图



资料来源：2020年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为50.9亿人次，同比下降26.2%。从周转量方面来看，随着《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》实施，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，叠加疫情反复不断的影响，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，“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。2021年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但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，2021年公路货物运输总量为391.4亿吨，同比增长14.2%，货物运输周转量69,087.7亿吨公里，实现同比增长14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表1：2021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	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5
<b>运输总量</b>	<b>223,574.4</b>	<b>13.7</b>	<b>529.7</b>	<b>12.3</b>	<b>19,758.2</b>	<b>2.6</b>	<b>83.0</b>	<b>-14.1</b>

资料来源：2021 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%。

2020 年全年完成公路固定资产投资 2.43 万亿元，比上年增长 11.0%。其中，高速公路完成 13,479 亿元，增长 17.2%；普通国省道完成 5,298 亿元，增长 7.6%；农村公路完成 4,703 亿元，增长 0.8%。

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 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 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 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 2：2020 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	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
<b>合计</b>	<b>34,432.6</b>	<b>73,642.6</b>	<b>108,075.2</b>	<b>70,661.2</b>

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 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。

### **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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确**

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。

**表 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容**

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	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》	2021.6.16	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

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。

2020年2月15日，交通运输部下达通知，自2020年2月17日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。并于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）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

## 2021年以来公司产权结构及公司治理均未发生变化

跟踪期内，公司产权结构及治理均未发生变化；截至2021年末，公司总股本为61.78亿股，控股股东仍为招商局集团有限公司，持股比例为68.71%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司治理方面，公司为A股上市公司，按照有关法律、法规建立了健全、完善的公司治理结构，包括股东大会、董事会、监事会和公司经营层。

## 2021年以来，随着疫情的有效控制，公司路产运营恢复情况较好，全年控股路产通行费收入超过疫情前水平

截至2021年末，公司投资经营的路产总里程达12,711公里，权益里程为3,362公里，管理里程达1,800公里。2021年，公司无新增控股路产；同期末，公司合并范围内控股高速公路项目仍为12条，通车里程合计883.73公里，均为经营性公路。从路产获取情况看，京津塘高速为公司成立时交通运输部无偿划转，其余路产均为公司收购而来。

表4：截至2021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	138.83	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	49.02	2012.8	100%	1998~2027年
九瑞高速	昌九高速九江互通至湖北阳新交界	国高网	53.22	2014.9	100%	2011~2040年
阳平高速	起于阳朔县高田镇，接桂阳高速，途经普益乡、平乐镇，止于平乐县二塘镇，接平钟高速	国高网	39.66	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	67.00	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，止于灵川栗家，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	-	47.00	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	16.89	2017.12	54.61%	2010~2040年
渝黔高速	起于重庆市江北董家院子立交，止于綦江县崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037年
沪渝高速	主线涪陵龙桥互通至绕城东互通；连接线茶店互通至麻柳嘴互通	国高网	84.30	2018.4	60%	2013~2043年
亳阜高速	起点位于安徽与河南两省交界的黄庄，止于刘小集互通立交	国高网	101.30	2018.7	100%	2006~2036年
合计	-	-	883.73	-	-	-

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。渝黔高速的主要竞争路段为2021年12月通车的渝黔扩能工程；鄂东大桥的主要竞争路段为

2021年9月通车的棋盘洲大桥。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。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，公司通



行费收入较上年大幅增长,且已超过疫情前的2019年水平。2021年,公司控股路产实现通行费收入53.51亿元,日均车流量255,745辆,较2019年分

别增长7.13%和15.31%。与2019年相比,除京津塘高速通行费收入同比下降外,公司其它路段通行费收入同比均保持增长。

**表 5: 2019~2021 年公司控股路产经营情况 (万元、辆)**

路段名称	2019		2020		2021	
	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	64,838	18,659	38,821	13,804	49,107	24,341
甬台温高速	143,771	38,217	107,927	29,743	148,088	40,348
北仑港高速	40,578	36,300	30,678	28,816	41,903	39,469
九瑞高速	12,020	8,166	12,139	7,914	16,675	11,611
阳平高速	13,700	11,856	13,704	11,857	19,672	14,823
桂阳高速	22,049	14,184	19,281	12,085	29,910	16,706
桂兴高速	29,403	16,380	23,988	15,018	30,784	18,877
灵三高速	7,993	7,937	6,039	6,228	8,326	8,121
鄂东大桥	32,116	23,308	26,329	18,333	34,919	26,188
沪黔高速	48,844	18,248	42,832	15,683	54,712	20,571
沪渝高速	47,819	17,196	37,829	14,350	53,144	20,113
毫阜高速	36,402	11,334	33,693	10,345	47,860	14,577
<b>合计</b>	<b>499,533</b>	<b>221,785</b>	<b>393,260</b>	<b>184,176</b>	<b>535,100</b>	<b>255,745</b>

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

道路养护方面,公司采取了以预防性养护为主的政策,以减少高速公路的大中修次数。2019~2021年,公司公路费用化养护支出分别为2.27亿元、2.08亿元和1.85亿元,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。公司原持股60%(未合并报表)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2021年末,公司对贵黄公路合营公司的长期股权投资期末余额为0.90亿元。截至2021年末,招商公路共投资参股23家收费公路公司,其中A、H上市公司15家。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)。2021年,公司实现参股路产投资收益39.27亿元,较上年大幅增加20.28亿元。

**表 6: 截至 2021 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	24.88%	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	29.94%	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
招商中铁控股有限公司	49.00%	高速公路运营、收费等	广西岑兴高速、山东德商高速

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

海外并购方面,2019年12月,公司牵头联合招商局集团旗下海外战略性投资平台招商局联合发

展有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、江苏宁沪高速公路股份有限公司、四川成渝高速公

路股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司组成投资联合体拟共同收购土耳其伊斯坦布尔第三大桥和北部高速及其运营养护公司51%的股权和股东贷款。2021年8月，公司及中方联合体收到卖方土耳其IC公司正式函件，因双方再融资协议相关条款未能达成共识，要求交易双方共同商谈土耳其ICA项目《终止协议》相关条款，经联合体各方综合考虑，双方拟就《终止协议》展开后续谈判。公司于2022年3月11日发布《关于本公司与联合体各方共同设立公司收购境外资产暨关联交易的进展公告》，称各方已于共同签署《终止协议》，公司及中方联合体并未向对方付款，也并未实际取得土耳其ICA项目的产权及运营权利。中诚信国际认为，本次事项对公司目前的生产经营、财务状况以及偿债能力不会产生重大影响。

中诚信国际关注到，2021年以来随着疫情得到有效控制，公司高速公路运营情况恢复较好，控股路产通行费收入及车流量整体已超过疫情前水平；仍需关注国内新冠疫情散发和常态化管控对公司高速公路运营业务带来的影响。

## 2020年以来，公司集中处置光伏资产，光伏发电业务大规模萎缩

## 务大规模萎缩

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，2021年公司各光伏电站上网电量0.3073亿千瓦时，实现发电收入0.65亿元，较上年大幅缩减。

截至2022年3月末，公司投资经营的电站仅剩1家，系江苏徐州丰县23.8MW电站，装机容量23.80MW，权益规模11.90MW。

表7：截至2022年3月末公司投资经营电站情况

电站名称	所在地区	装机容量 (MW)	上网电价 (元/度)	并网日期	投资金额 (亿元)	持股比例
江苏徐州丰县 23.8MW	江苏	23.80	标杆价：0.39，补贴价：2.01	2011.12.25	4.50	50.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 跟踪期内，公司交通科技板块稳步推进；智慧交通板块和招商生态板块发展较好，但对营业总收入的贡献仍较小

公司交通科技业务由招商局重庆交通科研设计院有限公司（以下简称“招商交科院”）负责运营。该业务每年中标金额有一定变动，2021年中标265项，中标金额19.91亿元，较上年有所增长，其中工程施工业务、产品制造中标金额分别较上年增长3.10亿元、1.03亿元，咨询服务中标金额有所下降。

表8：2019~2021年交通科技板块中标情况（亿元）

	2019	2020	2021
咨询业务	4.61	6.67	5.77

工程施工业务	7.55	6.65	9.75
产品制造	3.97	3.36	4.39
合计	16.13	16.68	19.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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车道以及约5,800条混合车道，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。2021年，招商交科院智慧交通板块中标84项，中标金额为66,394万元，较大型项目包括《G3W德州至上饶高速公路池州至祁门段、G5011芜合高速公路芜湖至林头段改扩建机电工程施工CQJD-02标》、《仁怀至遵义高速公路机电工程施工招标RZJD-1标段和2标段》、《达州市中心城区桥梁智慧管养运行监控建设项目》等。

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。2021年，生态环保板块中标57项，中标金额25,425万元。目前招商生态业务处于前期开展阶段，对公司营业总收入贡献有限，但随着国家环保力度加大，未来发展潜力较大。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年审计报告，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。

### 2021年，公司各业务板块收入均较上年有所增长，盈利能力有所提升，基本恢复至疫情前水平

营业收入方面，2021年，受益于疫情的有效控制，公司各业务板块均较上年有所增长，其中投资运营板块作为主要的收入来源，其收入已超过疫情前水平。

营业毛利率方面，投资运营板块、交通科技板块以及智慧交通板块均较上年有所增长，当期公司营业毛利率为41.45%，已恢复至正常水平，基本消除疫情带来的影响。

**表 9：近年来公司营业收入和毛利率构成情况（亿元、%）**

营业收入	2019	2020	2021
投资运营板块	54.58	44.71	58.23

交通科技板块	16.75	16.18	16.70
智慧交通板块	8.97	7.85	8.95
招商生态板块	1.55	1.95	2.38
<b>合计</b>	<b>81.85</b>	<b>70.69</b>	<b>86.26</b>
<b>营业毛利率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
投资运营板块	57.68	45.75	53.49
交通科技板块	12.11	12.92	13.16
智慧交通板块	15.69	22.32	22.95
招商生态板块	15.45	19.49	14.89
<b>合计</b>	<b>42.95</b>	<b>34.91</b>	<b>41.45</b>

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用控制较好，期间费用规模较上年小幅下降。受益于公司营业总收入较上年大幅增长，期间费用率下降较多，同期经营性业务利润、利润总额及总资产收益率等各项盈利指标均较上年大幅增长。2021年公司投资收益仍主要来自参股高速运营公司，当期实现投资收益39.49亿元，较上年大幅增长。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2019	2020	2021
期间费用合计	15.78	15.90	15.57
期间费用率	19.28	22.49	18.05
经营性业务利润	19.05	8.99	20.34
投资收益	34.44	19.52	39.49
利润总额	53.37	30.90	59.39
EBITDA 利润率	98.39	86.12	103.72
总资产收益率	7.38	4.69	7.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司资产规模不断扩大，所有者权益随未分配利润的增长而增加；公司总债务规模变化不大，短期债务规模有所下降，且仍以长期债务为主，财务杠杆水平不高

资产方面，公司资产主要由货币资金、长期股权投资以及无形资产构成，跟踪期内规模不断扩大，主要系长期股权投资增长所致。2021年以来，公司货币资金整体有所下降，但保有量仍较为充足。长期股权投资主要系公司对参股高速公路运营公司的投资，跟踪期内不断增长；其中，2021年末较上年末增长41.94亿元，主要系当期公司新增部分公路投资所致。无形资产主要系公司控股路产特许经营权，2021年以来规模小幅下降。

负债方面，2021 年末公司负债规模较上年末小幅增加 7.25 亿元，主要系应付债券增长所致。同期末，公司一年内到期的非流动负债、其他流动负债和短期借款合计 48.32 亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

所有者权益方面，跟踪期内，公司所有者权益不断增长，主要受益于未分配利润的增长。

有息债务方面，2021 年末公司总债务规模较上年末变化不大，但同期末资产负债率和总资本化比率同比有所下降。若将永续类债券和债权从所有者权益调整至负债，截至 2021 年末，公司经调整后的资产负债率和总资本化率分别为 41.85% 和 36.25%，较 2020 年末有所下降，财务杠杆水平不高。跟踪期内，公司短期债务占比有所下降，且公司债务结构仍以长期债务为主。总体来看，公司资本结构较为稳健。

**表 11：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021
<b>总资产</b>	<b>909.13</b>	<b>940.09</b>	<b>983.21</b>
货币资金	66.12	67.98	63.92
长期股权投资	361.16	381.89	423.83
无形资产	382.60	391.88	375.72
固定资产	27.56	13.11	12.23
<b>总负债</b>	<b>369.75</b>	<b>342.75</b>	<b>350.00</b>
短期借款	25.10	27.45	4.00
其他应付款	33.38	6.30	6.00
一年内到期的非流动负债	10.18	37.61	29.06
长期借款	114.95	116.90	110.20
应付债券	102.87	74.39	98.88
<b>所有者权益</b>	<b>539.38</b>	<b>597.34</b>	<b>633.21</b>
实收资本	61.78	61.78	61.78
资本公积	290.37	288.51	287.42
其他权益工具	8.14	61.52	61.52
未分配利润	126.40	130.14	162.38
<b>总债务</b>	<b>253.91</b>	<b>258.49</b>	<b>263.59</b>
短期债务/总债务	0.14	0.26	0.19
资产负债率	40.67	36.46	35.60
总资本化比率	32.01	30.20	29.39
资产负债率*	41.57	43.03	41.85
总资本化比率*	31.63	37.39	36.25

注：加\*数为经调整后数据；其他应付款未包含应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021 年公司经营活动现金流净流入规模大幅增长；同期，公司偿债指标较上年亦有所增强

现金流方面，2021 年公司获现能力依然很强，受益于疫情控制较好，经营活动现金流净流入规模大幅增加。2021 年，公司投资活动现金流仍维持较大规模净流出状态，但净流出规模有所缩减，主要系当期支付的股权款下降所致。同期，因吸收投资收到的现金大幅下降，公司筹资活动净现金流由正转负。

偿债指标方面，受疫情影响，2021 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 均较上年产生一定增幅，两者对债务本息的覆盖能力有所增强，虽无法覆盖债务本金，但均能有效覆盖利息支出。短期偿债指标方面，跟踪期内，短期债务规模有所缩减，公司货币资金对短期债务的覆盖能力进一步增强。

**表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	43.10	32.16	46.16
投资活动净现金流	-23.13	-49.16	-24.15
筹资活动净现金流	-24.81	18.87	-25.86
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.12	0.18
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.76	2.51	4.41
EBITDA	80.53	60.88	89.47
总债务/EBITDA	3.15	4.25	2.95
EBITDA 利息覆盖倍数	7.03	4.74	8.54
货币资金/短期债务	1.83	1.01	1.27

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，涉诉规模较小

财务弹性方面，截至 2021 年末，公司共获得综合授信额度 275.63 亿元，其中未使用授信额度 122.79 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 年末，与公司相关的诉讼共有 3

起，主要为建设工程合同纠纷，涉案金额规模较小，目前上述案件均在审理中，总体来看风险相对可控。

**AAA。**

受限资产方面，截至 2021 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 125.36 亿元，主要为质押的公路收费权等，占当期末总资产比重的 12.75%。

**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 2022 年 5 月 24 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 外部支持

### 控股股东实力雄厚，对公司业务发展支持力度大

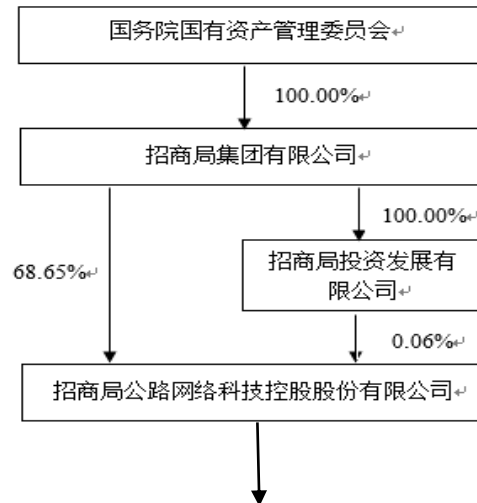
公司控股股东招商局集团是国务院国资委全额出资的大型中央企业，业务涉及交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营等，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商蛇口以及招商资本等一批公司，综合实力雄厚。

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

## 评级结论

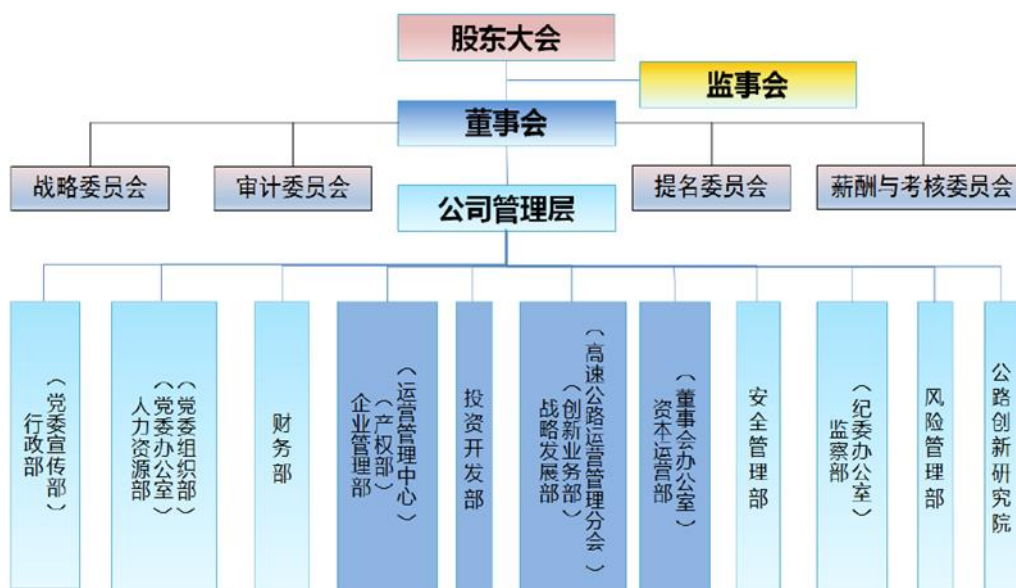
综上所述，中诚信国际维持招商局公路网络科技控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 招路 Y1”、“20 招路 Y2”、“20 招路 Y3”、“招路转债”、“17 招路 01”、“17 招路 02”、“21 招路 01”和“21 招路 02”的信用等级为

## 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	77.74
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)	2019	2020	2021
货币资金	661,221.73	679,769.75	639,183.31
应收账款	156,625.16	119,522.79	139,637.85
其他应收款	41,701.29	49,025.24	135,325.25
存货	184,606.13	27,909.86	21,684.07
长期投资	3,665,259.47	3,825,592.31	4,295,687.41
在建工程	182,429.64	55,626.89	6,210.10
无形资产	3,826,049.66	3,918,844.23	3,757,172.94
总资产	9,091,320.86	9,400,917.48	9,832,077.50
其他应付款	411,679.29	97,881.12	89,684.20
短期债务	360,857.13	671,911.76	504,376.27
长期债务	2,178,235.32	1,912,972.59	2,131,549.71
总债务	2,539,092.46	2,584,884.35	2,635,925.98
总负债	3,697,512.62	3,427,544.34	3,500,011.71
费用化利息支出	112,255.91	125,111.81	104,744.68
资本化利息支出	2,263.25	3,221.84	0.00
实收资本	617,821.73	617,822.84	617,823.06
少数股东权益	449,595.08	478,020.40	499,028.18
所有者权益合计	5,393,808.23	5,973,373.14	6,332,065.79
营业总收入	818,507.39	706,891.87	862,603.16
经营性业务利润	190,545.48	89,920.37	203,420.69
投资收益	344,405.85	195,215.95	394,864.42
净利润	486,519.68	257,730.71	554,115.92
EBIT	645,930.54	434,116.76	698,602.24
EBITDA	805,340.58	608,789.08	894,665.58
销售商品、提供劳务收到的现金	824,337.59	693,313.47	840,278.39
收到其他与经营活动有关的现金	165,953.38	208,159.97	391,817.11
购买商品、接受劳务支付的现金	237,087.44	194,765.85	208,035.63
支付其他与经营活动有关的现金	114,118.46	195,873.08	357,687.22
吸收投资收到的现金	0.00	529,659.00	333.46
资本支出	83,526.56	148,799.18	76,760.29
经营活动产生现金净流量	430,953.05	321,627.26	461,625.31
投资活动产生现金净流量	-231,255.48	-491,630.03	-241,478.41
筹资活动产生现金净流量	-248,075.12	188,748.64	-258,598.44
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	42.95	34.91	41.45
期间费用率(%)	19.28	22.49	18.05
应收类款项/总资产(%)	2.28	5.22	6.08
收现比(X)	1.01	0.98	0.97
总资产收益率(%)	7.38	4.69	7.26
资产负债率(%)	40.67	36.46	35.60
总资本化比率(%)	32.01	30.20	29.39
短期债务/总债务(X)	0.14	0.26	0.19
FFO/总债务(X)	0.16	0.14	0.18
FFO利息倍数(X)	3.57	2.86	4.47
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.76	2.51	4.41
总债务/EBITDA(X)	3.15	4.25	2.95
EBITDA/短期债务(X)	2.23	0.91	1.77
货币资金/短期债务(X)	1.83	1.01	1.27
EBITDA利息覆盖倍数(X)	7.03	4.74	8.54

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理，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、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、租赁负债及长期应付款中的带息债务部分。



### 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。