



中诚信国际  
CCXI

# 招商局公路网络科技控股股份有限公司 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0290 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 28 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

招商局公路网络科技控股股份有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“17 招路 02”、“21 招路 01”、“21 招路 02”、  
“22 招商公路 MTN002”、“22 招商公路 MTN003”、**AAA**  
“23 招商公路 MTN001”、“23 招商公路 MTN002”

## 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。

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）跟踪期内控股路产规模大幅增长、运营控股路产盈利能力显著提升、投资收益大幅增厚公司经营业绩以及多元化业务发展稳定等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到持续外延收购或推升公司财务杠杆等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。

## 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。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**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；偿债指标显著恶化，融资渠道大幅收缩等。

## 正面

- 跟踪期内公司并表招商中铁控股有限公司（以下简称“招商中铁”），控股路产规模大幅增长，运营实力大幅增强
- 运营控股路产经营随着行业景气度回暖，参股路产投资收益大幅增厚经营业绩，公司盈利能力显著提升
- 多元化业务发展稳定，为利润形成较好补充

## 关注

- 持续的外延收购或推升公司的财务杠杆水平

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：赵子贺 zhzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

招商公路（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	983.21	1,149.39	1,574.82	1,579.03
所有者权益合计（亿元）	633.21	676.74	821.38	877.62
总债务（调整前）	261.32	366.43	615.32	571.68
总债务（亿元）	325.12	429.87	677.57	627.08
营业总收入（亿元）	86.26	82.97	97.31	30.22
净利润（亿元）	55.41	52.53	72.16	14.41
EBITDA（亿元）	88.65	78.31	114.51	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	46.16	38.78	44.38	14.36
营业毛利率（%）	41.45	35.06	36.96	35.66
总资产收益率（%）	6.98	5.48	6.52	--
资产负债率（%）	35.60	41.12	47.84	44.42
总资本化比率（%）	36.25	41.13	47.11	43.22
总债务/EBITDA（X）	3.67	5.49	5.92	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.46	6.71	8.74	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.08	0.06	--

注：1、本报告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 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将其他流动负债科目的有息部分、其他权益工具中首个利息调整日在一年以内的调整至短期债务，将长期应付款科目的有息部分、其他权益工具中首个利息调整日在一年以上的调整至长期债务，“调整前总债务”统计口径不含其他权益工具和租赁负债；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，“--”表示不适用或数据不可比。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	控股路产里程（公里）	通行费收入（亿元）	单公里收入（万元/年）	营业总收入（亿元）	总资本化比率（%）	总资产收益率（%）	总债务/EBITDA（X）
招商公路	1,025.18	47.69	512.86	82.97	41.13	5.48	5.49
越秀交通基建	556.20	31.93	574.10	32.89	55.51	4.52	6.34
四川成渝	744.04	31.19	419.20	99.08	50.83	3.67	7.95

中诚信国际认为，与同行业相比，招商公路管理的路产规模较大，路产运营效率较高，参股路产持续贡献一定规模的投资收益，财务杠杆水平较低。

注：1、“越秀交通基建”为“越秀交通基建有限公司”简称，“四川成渝”为“四川成渝高速公路股份有限公司”简称；2、招商公路单公里通行费收入中京台高速通行费收入数据经年化处理后计算。

## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 招路 02	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	10/10	2017/08/07~2027/08/07	--
21 招路 01	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	18/18	2021/06/24~2024/06/24	--
21 招路 02	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	25/25	2021/07/08~2024/07/08	--
22 招商公路 MTN002	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	20/20	2022/09/13~2025/09/13 (3+N)	调整票面利率、递延支付利息、赎回、偿付顺序
22 招商公路 MTN003	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	15.50/15.50	2022/10/14~2025/10/14 (3+N)	调整票面利率、递延支付利息、赎回、偿付顺序

23 招商公路 MTN001	AAA	AAA	2023/10/18 至 本报告出具日	5/5	2023/11/02~2025/11/02 (2+N)	调整票面利率、递 延支付利息、赎 回、偿付顺序
23 招商公路 MTN002	AAA	AAA	2023/12/1 至 本报告出具日	12.50/12.50	2023/12/11~2025/12/11 (2+N)	调整票面利率、递 延支付利息、赎 回、偿付顺序

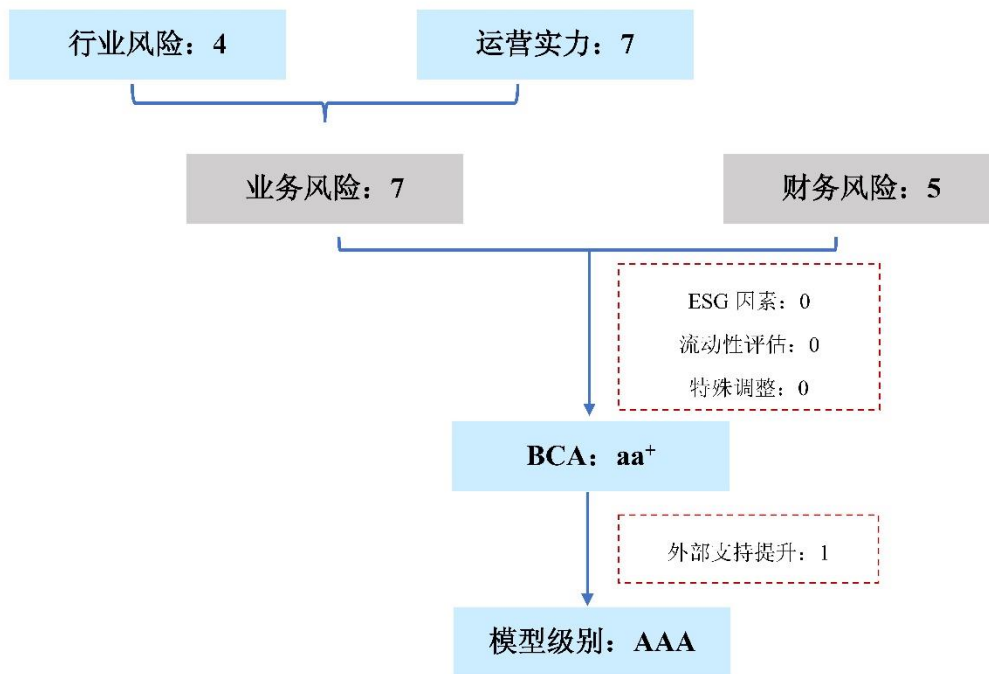
注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
招商公路	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/1 至本报告出具日

● 评级模型

招商局公路网络科技控股股份有限公司评级模型打分

(C170301\_2024\_05\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）是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，综合实力雄厚，能够在项目资源、业务拓展、资金安排及资本运营等方面提供大力支持，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，随着经济呈现弱复苏状态，在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体有望保持低速增长。未来新增高速公路仍主要集中在西部地区，但增速预计将进一步从高位回落。随着收费到期压力逐步凸显，预计新修订《收费公路管理条例》有望加速出台。

2023 年以来居民出行需求大幅释放，客运周转量较快恢复，同期货物运输指标小幅增长，随着经济活动呈现弱复苏状态，同时在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体有望保持低速增长。近年来中国收费公路结构不断优化，新增通车里程多以高速公路为主，但短期内增速预计将进一步从高位回落至 20% 以内。行业政策方面，近年来未进行大规模调整，随着收费到期压力的逐步凸显，新修订《收费公路管理条例》未来有望加速出台。

详见《中国收费公路行业展望（2024 年 1 月）》，报告 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10929?type=1>

中诚信国际认为，公司作为全国性高速公路投资运营主体，控股及参股路产规模大，且控股路产多属于主干线、短期内无到期压力，具有较强的竞争实力；跟踪期内，受益于招商中铁的并入和行业需求的大幅释放，公司控股路产规模及通行费收入均实现显著增长，主要路产运营效率仍维持较好水平，同时，围绕高速主业投资获取的收益亦大幅增厚了公司的经营业绩；此外，交通科技业务、智能交通等多元化业务稳步发展，未来或成为第二增长曲线。

2023 年以来公司产权结构及两会一层变动较小<sup>1</sup>，招商中铁的并入进一步增强了公司的资本实力，公司将继续聚焦高速主业投资，同时加快推动交通科技、智能交通、交通生态业务的持续发展，战略方向较为明确。

截至 2024 年 3 月末，招商局集团直接持有公司 62.19% 股份，仍为公司的控股股东，公司实际控制人仍为国务院国资委。

跟踪期内，公司于 2023 年 12 月 18 日与工银金融资产投资有限公司签订《招商中铁控股有限公司之股权转让合同》，协议约定以 2.84 亿元收购招商中铁 2% 股权。收购完成后，公司持股比例由 49% 增至 51%。截至 2023 年末，公司完成对招商中铁的股权交割，取得招商中铁控制权，将其纳入合并范围。招商中铁的并入进一步增强了公司的运营实力。

公司立足“中国领先公路及相关基础设施投资运营企业”战略目标，进一步聚焦高速主业投资，优化资产经营；践行“交通强国、科技强交”的核心价值观；加快推动形成以科技创新为核心动力的全面创新，以“破界思维”推动高速公路精益运营与数字经济的融合发展，将物联网、大数据

<sup>1</sup> 2023 年公司共有 3 名董事因工作原因离任，董事会秘书、首席合规官以及副总经理各一名因工作原因解聘。

处理、图像识别、云计算相关技术与高速公路收费管理业务深度融合，同时，持续专注于交通场景，大力开展交能融合商业应用，夯实生态板块可持续发展能力。

**公司核心路桥主业发展随车流量恢复呈向好趋势，随着招商中铁的并入，公司运营实力得到进一步提升；同时，围绕高速主业投资获取的收益亦大幅增厚了公司的经营业绩。**

公司作为全国性高速公路投资运营主体，主要通过收购方式获取优质路产，所投资的路网覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市，管控项目分布在 15 个省、自治区和直辖市，公司多数路产占据重要地理位置，多属于主干线、国高网组成部分，盈利水平良好，区位优势明显。2023 年受益于招商中铁的并表，公司控股路产规模大幅增长，截至 2023 年末，公司拥有控股路产 23 条，收费公路里程合计 1,933.49 公里。2023 年以来公司控股路产通行费收入受益于行业需求大幅释放及合并范围的变化而显著增长，在所属区域内仍保持较强的竞争实力，主要路产运营效率亦维持较好水平。此外，围绕高速公路运营主业，公司参股 26 家优质收费公路公司，其中 16 家为 A、H 股公路上市公司，2023 年公司取得投资收益 59.88<sup>2</sup>亿元，大幅增厚了公司的经营业绩。

表 1：截至 2023 年末公司控股路产情况（公里）

路段/公司名称	位置	收费里程	持股比例
京津塘高速	京津冀地区	137.64	100%
甬台温高速	浙江	138.83	51%
北仑港高速	浙江	49.02	100%
九瑞高速	江西	53.22	100%
阳平高速	广西	39.66	100%
桂阳高速	广西	67.00	100%
桂兴高速	广西	53.40	100%
灵三高速	广西	47.00	100%
鄂东大桥	湖北	16.89	54.61%
渝黔高速	重庆	90.42	60%
沪渝高速	重庆	84.30	60%
亳阜高速	安徽	101.30	100%
京台高速	河北	146.50	52.25%
招商中铁		908.31	51%
其中：岑兴高速*	广西	148.00	66%
岑梧高速*	广西	67.00	83%
全兴高速*	广西	62.48	66%
富砚高速*	云南	141.22	90%
垫忠高速*	重庆	75.19	80%
绵遂高速*	四川	96.97	100%
平正高速*	河南	52.13	100%
德商高速*	山东	85.33	100%
榆神高速*	陕西	107.81	100%
神佳米高速*	陕西	72.18	100%
<b>合计</b>		<b>1,933.49</b>	<b>-</b>

注：1、表中路产为公司合并范围内的控股路产；2、公司未并表机场高速，故表中统计口径不含机场高速；3、表中标\*高速路产列示持股比例为招商中铁直接持股比例。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：近年来公司控股路产经营情况（万元、辆）

路段名称	2021		2022		2023	
	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	49,107	24,341	34,367	17,304	55,526	29,554

<sup>2</sup> 其中包括公司购买招商中铁 2% 股权并取得控制权，购买日之前原持有 49% 股权按照公允价值重新计量产生的利得 16.46 亿元。



甬台温高速	148,088	40,348	116,620	33,863	124,030	38,200
北仑港高速	41,903	39,469	37,311	35,069	41,784	40,323
九瑞高速	16,675	11,611	22,836	15,331	24,469	16,855
阳平高速	19,672	14,823	18,871	14,038	21,144	17,028
桂阳高速	29,910	16,706	28,963	15,636	32,353	18,946
桂兴高速	30,784	18,877	28,091	17,279	33,135	21,203
灵三高速	8,326	8,121	7,624	7,247	9,338	9,381
鄂东大桥	34,919	26,188	27,340	22,009	34,459	27,201
渝黔高速	54,712	20,571	36,314	14,839	40,638	17,000
沪渝高速	53,144	20,113	48,448	17,886	53,420	19,815
亳阜高速	47,860	14,577	45,619	13,304	44,619	14,536
京台高速	--	--	24,455	21,852	89,979	49,344
<b>合计</b>	<b>535,100</b>	<b>255,745</b>	<b>476,859</b>	<b>245,657</b>	<b>604,894</b>	<b>319,386</b>

注：1、京台高速只包含 2022 年 9 月~12 月数据；2、招商中铁于 2023 年 12 月 31 日并表，故数据中暂不含招商中铁。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司多元化业务稳步发展，对利润形成良好贡献，未来或成为第二增长曲线。

公司围绕高速投资主业积极拓展业务多元化，深耕收费公路上下游全产业链，业务主要覆盖交通科技、智能交通和交通生态板块。

表 3：近年来公司主要业务收入和毛利率构成（亿元、%）

营业收入	2021	2022	2023	2024.1~3
投资运营	58.23	51.39	64.04	24.61
交通科技	16.70	18.76	21.94	4.55
智能交通	8.95	10.13	8.24	0.57
交通生态	2.38	2.69	3.09	0.49
合计	86.26	82.97	97.31	30.22
营业毛利率	2021	2022	2023	2024.1~3
投资运营	53.49	46.61	47.15	41.11
交通科技	13.16	15.17	15.83	10.54
智能交通	22.95	18.83	22.13	20.98
交通生态	14.89	14.07	15.27	12.54
合计	41.45	35.06	36.96	35.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交通科技作为公司传统业务之一，主要围绕交通基建提供全过程咨询服务、工程技术和产品，旗下招商交科院是行业领先的交通科技综合服务企业。同时，公司积极布局智能交通板块，截至 2023 年末，已实现涵盖智慧交通、智慧运营、ETC 综合服务、智能管养等业务的智能交通生态圈建设，业务布局广泛。在高速公路数智化建设逐步成为行业发展趋势的背景下，公司交通科技和智能交通板块业务亦不断扩张，2023 年合计收入占比超过 30%，已成为公司营收的重要组成部分，对利润形成良好贡献，未来或成为第二增长曲线。

### 公司资本支出主要聚焦路产的外延收购，投资压力相对可控。

在建路产方面，截至 2023 年末，公司主要在建项目为京津塘高速公路改扩建工程项目，建成后将进一步提升路产竞争力。其中资金来源方面，项目资本金由公司自筹，其余资金拟依靠银行贷款解决。

此外，公司于 2023 年 11 月公告，公司全资子公司佳选控股有限公司拟收购路劲（中国）基建有限公司（以下简称“路劲中国”）100%股权，路劲中国共持有 4 条高速公路的部分权益，分别是

河北保津高速公路，全长 105 公里，持有 40%权益；湖南长益高速公路，全长 63 公里，持有 43.17%权益；山西龙城高速公路，全长 72 公里，持有 45%权益；安徽马巢高速公路，全长 36 公里，持有 49%权益；本次交易对价为 44.118 亿元，且已于 2024 年 4 月按约定成交。总体来说，公司的资本支出主要聚焦在外延收购，在建项目投资规模虽较大，但基本可以依靠银行贷款资金及自有资金解决，整体面临的资本支出压力相对可控。

表 4：截至 2023 年末公司在建项目情况（公里、亿元）

项目名称	预算投资额	建设期	截至 2023 年末已投资	资金来源
京津塘高速公路改扩建工程项目（天津及河北段）	154.36	3 年	2.30	自筹/借款
<b>合计</b>	<b>154.36</b>	<b>--</b>	<b>2.30</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来公司盈利指标受益于行业需求释放呈显著上升态势，保持行业很好水平；受合并招商中铁影响，总资产及所有者权益规模大幅上升，财务杠杆仍处于较低水平，债务期限结构较优，且未来盈利能力有望进一步提升。总体来看，公司可凭借较好的流动性储备及较强的外部融资能力为债务还本付息提供保障，偿债能力保持在较好水平。

### 盈利能力

车流量恢复带动公司 2023 年路产投资运营业务收入大幅上升，营业总收入增长 17.29%，同期毛利率增加 1.90 个百分点，公司毛利润仍主要来源于毛利率较高且较为稳定的路产投资运营业务。期间费用方面，跟踪期内以财务费用和管理费用为主的期间费用保持增长，但期间费用率有所下降且仍处于合理水平。此外，公司参股路产盈利水平较强、覆盖区域广且较为分散，2023 年投资收益由于合并招商中铁大幅增加，占净利润的比重为 82.98%，仍是公司最主要的利润来源。整体来看，经营性业务利润和投资收益是公司利润总额的主要组成部分，2023 年利润总额及相关盈利指标显著上升，盈利指标保持在很好水平。2024 年 1~3 月，公司营业收入及毛利率保持增长态势，投资收益较为稳定。随着招商中铁及路劲中国的并入，未来公司盈利能力有望实现进一步提升。

### 资产质量

2023 年随着公司将招商中铁纳入合并范围，总资产规模大幅上升。公司资产以无形资产、长期股权投资等非流动资产为主，跟踪期内无形资产受合并招商中铁收费公路特许经营权影响大幅增加，主要由参股高速公司构成的长期股权投资较为稳定。此外，公司货币资金充足，且受限比低，剪流动性强，能够满足日常经营需求。公司债务主要为银行贷款与债券融资，2023 年受合并招商中铁影响总债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主。权益结构方面，跟踪期内受“招路转债”转股影响，公司股本及资本公积有所增长，未分配利润随利润累积增长，叠加新增招商中铁少数股东权益影响，所有者权益大幅增加。财务杠杆有所上升，但仍处于较低水平。2024 年 3 月末，公司总资产及所有者权益规模小幅上升，整体资本结构保持稳健。

### 现金流及偿债情况

公司经营获现能力很强，2023 年经营活动现金流仍呈大幅净流入态势，且净流入规模有所增加。投资活动方面，跟踪期内公司并购支出减少，且合并招商中铁收到现金净额 8.57 亿元，投资活动现金流由负转正。2023 年公司筹资活动仍呈净流出态势，主要系归还到期债券以及项目公司债务置换等现金流出现较大。近年来公司债务规模快速增长，但短期债务占比保持较低水平，且受益于较好的经营获现能力，经营活动净现金流、EBITDA 对利息的覆盖能力较强，整体偿债指标仍处于较好水平。此外，公司为 A 股上市公司，融资渠道通畅；截至 2023 年末，公司拥有多家商业银行未使用银行授信余额 74.11 亿元，备用流动性较为充足。

表 5：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期间费用率	18.05	20.49	19.58	22.20
经营性业务利润	20.34	12.44	16.94	4.13
投资收益	39.49	34.63	59.88	11.26
利润总额	59.39	56.13	76.05	15.51
总资产收益率	6.98	5.48	6.52	--
货币资金	63.92	43.75	89.31	90.40
长期股权投资	423.83	466.99	462.22	473.50
无形资产	375.72	515.37	920.24	910.47
非流动资产/资产总额	88.17	89.49	90.81	90.72
总资产	983.21	1,149.39	1,574.82	1,579.03
所有者权益	633.21	676.74	821.38	877.62
总债务	325.12	429.87	677.57	627.08
其中：混合型证券-其他权益工具	61.52	61.45	60.57	53.70
短期债务/总债务	25.66	10.20	16.28	16.44
总资本化比率	36.25	41.13	47.11	43.22
经营活动产生的现金流量净额	46.16	38.78	44.38	14.36
EBITDA 利息保障倍数	8.46	6.71	8.74	--
FFO/总债务	0.11	0.08	0.06	--
总债务/EBITDA	3.67	5.49	5.92	--
货币等价物/总债务	0.20	0.10	0.13	0.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 651.54 亿元，包括银行贷款质押的公路收费权 650.25 亿元、应收账款 1.17 亿元和保证金等受限货币资金 0.13 亿元，受限资产占当期末总资产的 41.26%。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司不存在对合并报表范围外的担保事项。未决诉讼或仲裁方面，截至 2024 年 3 月末，与公司相关的未决诉讼共有 4 起，主要为建设工程合同纠纷，涉案金额规模较小，总体来看风险相对可控。

**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 2024 年 5 月，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。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

- 2024 年受益于并入招商中铁的路产，通行费收入大幅增长，经营获现能力将有所增强。
- 2024 年公司完成路劲中国的收购。

### 预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	41.13	47.11	48.00~51.00
总债务/EBITDA(X)	5.49	5.92	6.00~7.00

资料来源：中诚信国际预测

### 调整项

ESG<sup>4</sup>表现方面，招商公路积极布局生态业务，坚持绿色发展，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力很强，合并口径现金及等价物储备充足，且备用流动性较为充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具、其他权益工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出除满足日常经营需求外主要用于债务的还本付息，债务集中到期压力可控。整体来看，公司流动性较强，未来一年流动性来源能够覆盖流动性需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 外部支持

**公司控股股东招商局集团是大型央企，实力雄厚，能够在项目资源、业务拓展、资金安排及资本运营等方面给予公司有力支持。**

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。

### 跟踪债券信用分析

截至 2023 年末，“17 招路 02”、“21 招路 01”和“21 招路 02”募集资金均按照约定用途使用；

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

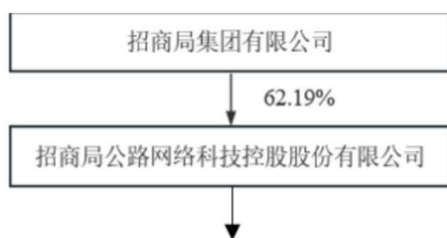
<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

其中“21 招路 02”未使用余额为 0.225 亿元，其他债券募集资金均已使用完毕。从债券到期分布来看，“21 招路 01”、“21 招路 02”将于 2024 年到期，但公司经营获现能力强，且融资渠道畅通、外部融资能力强，跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

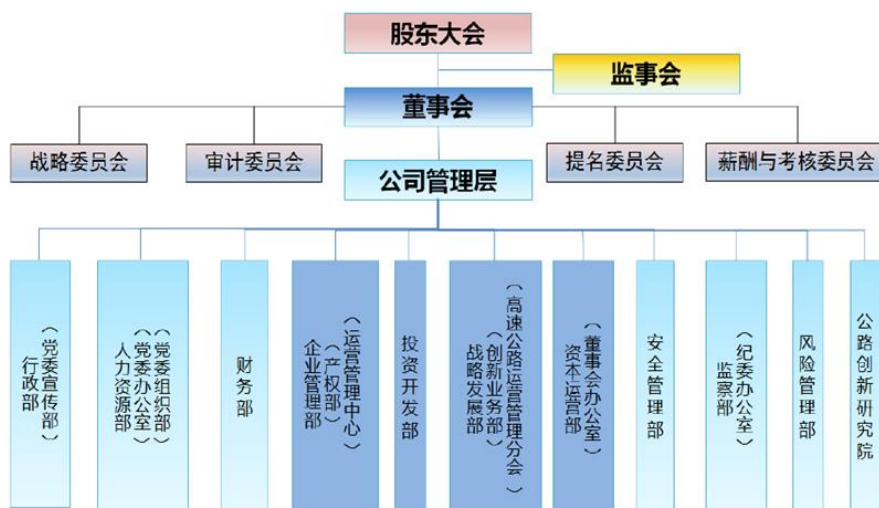
综上所述，中诚信国际维持招商局公路网络科技控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 招路 02”、“21 招路 01”、“21 招路 02”、“22 招商公路 MTN002”、“22 招商公路 MTN003”、“23 招商公路 MTN001”和“23 招商公路 MTN002”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：招商局公路网络科技控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 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
安徽毫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
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
廊坊交发高速公路发展有限公司	控股子公司	95.00
招商华建商业管理（北京）有限公司	全资子公司	100.00
招商中铁控股有限公司	控股子公司	51.00

注：1、以上列示招商局集团持股为直接持股比例；2、仅列示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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	639,183.31	437,519.10	893,116.95	904,004.54
应收账款	139,637.85	176,695.99	185,953.89	184,422.35
其他应收款	135,325.25	62,602.66	83,589.04	79,077.97
存货	21,684.07	31,083.49	36,748.70	45,940.19
长期投资	4,295,687.41	4,684,143.05	4,675,937.94	4,805,358.87
固定资产	122,284.37	114,061.28	237,165.43	232,727.38
在建工程	6,210.10	149,174.36	30,625.76	33,648.17
无形资产	3,757,172.94	5,153,657.37	9,202,423.20	9,104,710.15
资产总计	9,832,077.50	11,493,855.94	15,748,224.06	15,790,276.49
其他应付款	59,974.67	201,202.19	192,687.05	147,606.74
短期债务	834,376.27	438,331.82	1,103,329.94	1,031,202.76
长期债务	2,416,774.38	3,860,413.65	5,672,332.22	5,239,624.57
总债务 (调整前)	2,613,233.30	3,664,279.79	6,153,212.40	5,716,778.27
总债务	3,251,150.65	4,298,745.47	6,775,662.17	6,270,827.33
净债务	2,615,312.08	3,864,808.14	5,885,524.15	5,366,822.79
负债合计	3,500,011.71	4,726,438.06	7,534,400.90	7,014,122.65
所有者权益合计	6,332,065.79	6,767,417.88	8,213,823.16	8,776,153.84
利息支出	104,744.68	116,712.59	131,514.61	49,489.97
营业总收入	862,603.16	829,709.00	973,135.50	302,152.31
经营性业务利润	203,420.69	124,372.66	169,352.69	41,300.72
投资收益	394,864.42	346,277.11	598,822.31	112,578.27
净利润	554,115.92	525,284.05	721,613.34	144,054.09
EBIT	686,730.13	584,574.11	888,160.26	--
EBITDA	886,490.84	783,104.44	1,145,111.66	--
经营活动产生的现金流量净额	461,625.31	387,805.28	443,762.13	143,609.35
投资活动产生的现金流量净额	-241,478.41	-418,942.13	40,462.50	-81,357.86
筹资活动产生的现金流量净额	-258,598.44	-172,885.61	-28,508.74	-50,887.14
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	41.45	35.06	36.96	35.66
期间费用率 (%)	18.05	20.49	19.58	22.20
EBIT 利润率 (%)	79.61	70.46	91.27	--
总资产收益率 (%)	6.98	5.48	6.52	--
流动比率 (X)	1.19	1.24	0.84	0.93
速动比率 (X)	1.17	1.21	0.82	0.90
存货周转率 (X)	20.37	20.42	18.09	18.81
应收账款周转率 (X)	6.66	5.25	5.37	6.53*
资产负债率 (%)	35.60	41.12	47.84	44.42
总资本化比率 (%)	36.25	41.13	47.11	43.22
短期债务/总债务 (%)	25.66	10.20	16.28	16.44
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务 (X)	0.11	0.06	0.05	0.07*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务 (X)	0.43	0.59	0.28	0.42*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数 (X)	4.41	3.32	3.37	--
总债务/EBITDA (X)	3.67	5.49	5.92	--
EBITDA/短期债务 (X)	1.06	1.79	1.04	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	8.46	6.71	8.74	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	6.56	5.01	6.75	--
FFO/总债务 (X)	0.11	0.08	0.06	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他流动负债科目的有息部分、其他权益工具中首个利息调整日在一年以内的调整至短期债务，将长期应付款科目的有息部分、其他权益工具中首个利息调整日在一年以上的调整至长期债务；“总债务（调整前）”统计口径不含其他权益工具和租赁负债；3、“--”表示不适用或数据不可比，带\*指标已经年化处理。

### 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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。



## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn