



信用等级通知书

信评委函字[2018]G434号

招商局公路网络科技控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限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公开发行A股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年八月三十一日

招商局公路网络科技控股股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	招商局公路网络科技控股股份有限公司
发行规模	本次债券发行总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在上述额度范围内确定。
债券期限	本次债券期限为发行之日起不超过 6 年，具体期限提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在申报前根据公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
债券利率	本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次债券发行首日。
转股期限	本次债券转股期限自发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

概况数据

招商公路	2015	2016	2017	2018.6
所有者权益（亿元）	306.98	432.79	463.61	489.20
总资产（亿元）	503.03	553.64	651.70	784.10
总债务（亿元）	84.95	57.68	102.34	203.07
营业总收入（亿元）	27.60	50.53	53.41	27.28
营业毛利率（%）	54.21	44.22	43.72	47.86
EBITDA（亿元）	50.58	52.89	57.70	33.73
所有者权益收益率（%）	11.92	8.25	8.67	9.18*
资产负债率（%）	38.97	21.83	28.86	37.61
总债务/EBITDA（X）	1.68	1.09	1.77	3.01*
EBITDA 利息倍数（X）	28.40	14.87	19.77	10.62

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年半年度财务指标中带“*”的为年化指标。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“招商局公路网络科技控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体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，该级别反映了发行主体招商公路偿还债务的能力极强，受不利经济环境的影响极小，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司股东实力强，对公司业务发展支持力度大，2017 年公司成功在深圳证券交易所主板实现整体上市，路产规模进一步扩大，区位优势明显，通行费收入稳定增长，财务结构稳健且进一步优化等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑。同时，中诚信证评也关注到高速公路收费政策变化、分流效应及债务规模增速较快等因素可能对公司业务发展及整体信用状况造成的影响。

正面

- 股东实力强，对公司业务发展支持力度大。公司控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”或“集团”）系驻港四大央企之一。作为招商局集团公路板块运营的主体，公司在项目资源、资金安排、管理团队等方面能得到股东的大力支持。
- 换股吸收合并华北高速并实现整体上市。2017 年 12 月，公司以换股方式吸收合并华北高速公路股份有限公司，并于深圳证券交易所成功上市，为公司实现良性发展提供了有利条件。
- 公司路产区位优势明显，通行费收入稳定增长。通行费收入为公司重要收入来源，公司旗下路产多位于全国公路主干线，地理位置优越，2017 年公司新收购了鄂东大桥 54.61% 的股权；随着车流量的增加，当期实现通行费收

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

宋敬蕊 jcsong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年8月31日

入 29.45 亿元，同比增加 1.36%。同时，2018 年以来公司又新收购了四条重庆、安徽等区域的路产，参控股路产规模进一步增大，均已进入成熟期，预计将会带动公司通行费收入持续增长。

- 财务结构稳健，偿债能力极强。公司资产负债率处于较低水平，且获现能力强，经营性现金流较为充裕，对债务利息的保障程度高，整体偿债能力极强。

关注

- 高速公路收费政策变化对公司经营的影响。燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费通行、绿色通道等多项收费公路相关政策近年陆续出台，对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策的变化值得关注。
- 分流效应及政策变动影响。长期来看，高速公路将持续面临来自铁路（特别是高速铁路）和航空等其他交通运输方式的竞争以及区域内其他新建高速公路的分流，并且不排除未来因政策变动部分收费公路中止收费对公司业务可能产生的影响。
- 公司有息债务规模增速较快。2017 年以来公司业务规模扩张，融资需求较大，债务规模持续大幅增加，且以长期债务为主，未来的偿付安排需关注。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总债务分别为 84.95 亿元、57.68 亿元、102.34 亿元和 203.07 亿元，其中长期债务分别为 49.22 亿元、21.48 亿元、67.14 亿元和 179.28 亿元。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

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与交通部结束行政隶属关系，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；2011 年 6 月 8 日，公司整体改制为招商局华建公路投资有限公司，注册资本增至 15 亿元；2016 年 8 月经国家工商总局批准，公司更名为招商局公路网络科技控股股份有限公司，企业性质变更为其他股份有限公司（非上市）；2016 年 9 月，公司通过北京产权交易所挂牌交易引入五家战略投资者，其中招商局集团以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”）100% 股权出资认购公司增发的股份，公司注册资本增至 56.23 亿元；2017 年 12 月，根据中国证监会 [2017]2126 号文，公司以发行 A 股股份换股吸收合并的方式吸收合并了控股子公司华北高速，并在深交所上市（股票简称：招商公路；股票代码：001965.SZ），本次换股吸收合并发行股份数为 5.55 亿股，换股吸收合并完成后总股本为 61.78 亿股。截至 2018 年 6 月末，公司总股本为 61.78 亿股，普通股股东共 64,946 个，前十大股东共持有公司 94.92% 的股权，其中招商局集团直接和间接持有公司 68.72% 的股权，系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。截至 2018 年 6 月末，公司经营的收费公路（含桥）共计 121 条，总里程达 8,675 公里，在经营性高速公路行业中稳居第一。其中，高速公路（含桥）112 条、共 8,517 公里，普通公路（含桥）9 条、共 158 公里，权益里程合计为 2,082 公里。目前，公司所投资的路网已覆盖全国 19 个省、自治区和直辖市，管控项目分布在 9 个省、自治区和直辖市，多数路

产占据重要地理位置，多属于主干线，区位优势明显，盈利水平良好。

截至 2017 年末，公司总资产 651.70 亿元，总负债 188.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）463.61 亿元，资产负债率 28.86%；2017 年，公司实现营业总收入 53.41 亿元，净利润 40.19 亿元，经营活动净现金流 29.79 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产 784.10 亿元，总负债 294.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）489.20 亿元，资产负债率 37.61%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 27.28 亿元，净利润 22.45 亿元，经营活动净现金流 11.52 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	招商局公路网络科技控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
申请规模	本次债券发行总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在上述额度范围内确定。
债券期限	本次债券期限为发行之日起不超过 6 年，具体期限提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在申报前根据公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
债券利率	本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次债券发行首日。
转股期限	本次债券转股期自本次债券发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。
转股价格的确定	1、初始转股价格的确定依据：本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，以及最近一期经审计的每股净资产。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。2、转股价格的调整方式：在本次债券发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本）、配股使公司股份发生变化及派送现金股利等情况时，将对转股价格进行相应调整。
赎回条款	1、到期赎回条款：在本次债券期满后五个交

易日内, 公司将以本次债券的票面面值上浮一定比例(含最后一期年度利息)的价格向本次债券持有人赎回全部未转股的本次债券。具体上浮比率提请股东大会授权董事会(或由董事会授权人士)在本次发行前根据市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。2、有条件赎回条款: 在本次债券转股期内, 如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%), 公司有权按照本次债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券。本次债券的赎回期与转股期相同, 即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

回售条款

1、附加回售条款: 若本次债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 本次债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次债券的权利。在上述情形下, 本次债券持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售, 本次回售申报期内不实施回售的, 自动丧失该回售权。2、有条件回售条款: 在本次债券最后两个计息年度内, 如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70%时, 本次债券持有人有权将其持有的本次债券全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

募集资金用途

本次债券扣除发行费用后募集资金净额将用于投资以下项目: 收购鄂东大桥项目公司 54.61%股权、收购重庆沪渝项目公司 60%股权、收购重庆渝黔项目公司 60%股权、收购亳阜项目公司 100%股权、重庆市曾家岩嘉陵江大桥 PPP 项目。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

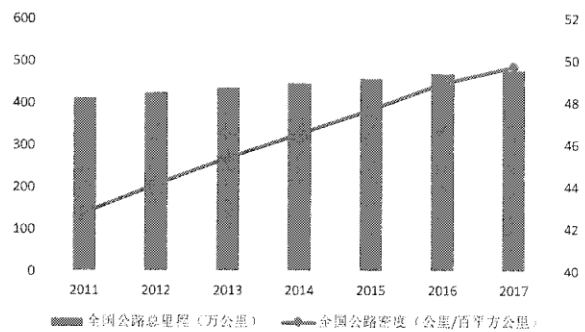
行业分析

收费公路行业概况及关注

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。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 2017 年末, 全国公路总里程达 477.35 万公里, 较上年末增加 7.72 万公里; 公路密度 49.72 公里/百平方公里, 较上年增加 0.81 公里/百平方公里; 公路养护里程 467.46 万公里, 占公路总里程 97.9%。2017 年末全国四级及以上等级公路里程 433.86 万公里, 比上年增长 11.31 万公里, 占公路总里程 90.9%, 提高 0.9 个百分点。二级及以上等级公路里程 62.22 万公里, 增加 2.28 万公里, 占公路总里程 13.0%, 提高 0.3 个百分点。高速公路里程 13.65 万公里, 增加 0.65 万公里; 高速公路车道里程 60.44 万公里, 增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.23 万公里, 增加 0.39 万公里。

图 1: 2011~2017 年全国公路总里程及密度



资料来源: 2017 年交通运输行业发展统计公报, 中诚信证评整理

公路投资方面, 2017 年全国全年完成公路建设投资 21,253.33 亿元, 比上年增长 18.2%。其中, 高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元, 增长 12.4%; 普通国省道建设完成投资 7,264.14 亿元, 增长 19.5%; 农村公路建设完成投资 4,731.33 亿元, 增长 29.3%, 新建农村公路 28.97 万公里。

运输量方面, 2017 年公路运输客流量稍有下滑, 但在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2017 年, 我国旅客运输总量为 184.86 亿人次, 其中公路完成旅客运输量 145.68 亿人次, 占运输总量的 79.35%; 同年, 我国货物运输总量为 472.43 亿吨, 其中公路运输量达到 368.69 亿吨, 占运输总量的 78.04%。

周转量方面, 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, 2017 年受铁路运输的影响, 公路旅客周转量稍有下滑, 但货物周转量持续增长。2017 年

我国旅客周转量 9,765.18 亿人公里，下降 4.5%；货物周转量 66,771.52 亿吨公里，增长 9.3%。

同时，汽车行业的快速发展对高速公路的发展形成了一定的支撑。近年来我国汽车产销呈现快速增长趋势，2017 年汽车产销分别完成 2,901.5 万辆和 2,887.9 万辆，同比增长 3.2% 和 3.0%。截至 2017 年末，汽车保有量达 2.17 亿辆，比上年末增长 11.8%，其中私人汽车保有量 18,695 万辆，增长 12.9%。民用轿车保有量 12,185 万辆，增长 12.0%。

总体来看，私家车规模的扩大，对公路运输产生了一定的积极作用，加之我国公路路网的不断完善，运输量快速增长，但同时也关注到铁路规模的扩大对公路运输产生了一定的分流作用。

收费公路行业政策

我国现有公路网中，95% 的高速公路是靠收费公路政策筹资——“贷款修路，收费还贷”修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

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，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势，2017 年度，全国收费公路通行费收入为 5,130.2 亿元，比上年增加 581.7 亿元，增长 12.8%。

表 2：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	2015.07	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。
《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	2017.08.17	省级人民政府可根据本地区实际，对使用电子不停车收费系统（ETC）非现金支付卡并符合相关要求的货运车辆给予适当通行费优惠；2017 年年内出台完善收费公路通行费营改增工作实施方案，年底前建成全国统一的收费公路通行费发票服务平台。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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”），提出政府收费的高速公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统

一还款”)，收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费机制。此次《条例》修订稿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，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。2016年8月，交通运输部表示《收费公路管理条例》已上报国务院，拟对收费公路范围、期限、标准及减免等事项重新做出统一规定。目前《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但修订稿何时正式出台，尚无明确的时间。

2017年8月，国务院印发了《关于进一步推进物流业降本增效促进实体经济发展的意见》，旨在降低物流行业的运行成本。随后，广东省、云南省、湖北省等地陆续推出了各种针对货车的通行优惠政策，主要降低了使用非现金支付以及合法装载货车的通行费。

总体来看，国家接连出台了燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费、物流行业降本等多项收费公路相关政策，公路行业政策的频繁出台有助于形成规范有序的交通运输体系，但同时给收费公路相关行业带来一定政策风险。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，中诚信证评将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

竞争优势

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、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批公司，综合实力雄厚。截至2017年末，招商局集团总资产为11,976.46亿元，所有者权益合计5,188.64亿元，资产负债率为56.68%；2017年，招商局集团的营业总收入达2,701.47亿元，净利润达469.87亿元。

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，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面得到招商局集团的大力支持。首先，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；其次，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的实现异地布局及海外事业拓展。

公司实现 A 股上市，投融资能力提升。2017年12月25日，公司吸收合并华北高速在深交所实现整体上市，此次上市有力地提升了公司投融资能力和市场竞争力，为公司实现良性发展提供了有利条件。

公司路产质量优良，区位优势明显。高速公路行业具有运营稳定、盈利能力强的特征，行业整体抗风险能力强。自成立以来，公司一直专注于高速公路的投资运营，是国内投资范围最广、参股公司最多、经营里程最长的中央级国有企业。截至2018年6月末，公司参控股的公路、桥梁、隧道等共121条、总里程8,675公里，权益里程为2,082公里，其中高速公路112条、约8,517公里；且公司路产绝大部分位于全国公路主干线，如甬台温高速、京津塘高速、沪宁高速、成渝高速、济青高速等，遍及19个省（市）。总体来看，公司的路产质量较好，区位优势明显。随着经济发展、居民可支配收入的增加以及汽车保有量持续增长，公司高速公路车流量及通行费收入将会进一步增长。

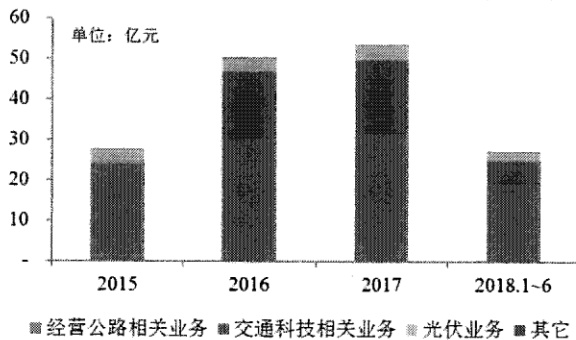
业务运营

随着打造“大交通”平台战略的逐步实施，近年来公司业务规模逐步扩大，围绕高速公路不断拓展延伸业务，目前公司主营业务涵盖公路投融资、交通科研、勘察设计、工程施工、养护、运营等方面。

目前，公司收入来源主要包括经营公路相关业务收入、交通科技相关业务收入、光伏业务收入及其它等，其中经营公路相关业务收入主要来自于通行费收入，另有少量的高速服务区自营收入、高速服务区外包项目收入（加油站、汽修加水、土特产等）、高速清障施救收入、高速沿线广告点位租赁

收入等；交通科技相关业务收入系 2016 年并入招商交科院而新增的，包括工程、咨询、科技等收入。随着通行费收入的稳步增长及合并范围的扩大，公司营业收入呈逐年增加趋势。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现营业收入 27.60 亿元、50.53 亿元、53.41 亿元和 27.28 亿元。从构成上看，2017 年，公司实现经营公路相关业务收入 31.73 亿元，占当期营业收入的比重为 59.41%，其中通行费收入为 29.45 亿元；交通科技相关业务收入 18.09 亿元，占比 33.86%；光伏业务收入 3.50 亿元，占比 6.55%；此外，公司还有少量其它收入，合计 0.09 亿元，占比 0.18%，主要是广告及租赁业务带来的收入。

图 2：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 3：截至 2018 年 6 月末公司控股高速公路情况表

								单位：公里
序号	路段名称	起止点	所属路网	建设公里	收购时期	持股比例	收费期限	路产性质
1	京津塘高速	北京-塘沽	国高网	142.69	-	100%	1999-2029年	经营性公路
2	甬台温高速	乐清湖雾岭至白鹭屿段；温州瓯海南白象至苍南分水关段	国高网	140.17	2010.8	51%	2002-2030年	经营性公路
3	北仑港高速	北仑站-大朱家段；宁波东站-姜山站连接线段	国高网	51.43	2012.8	100%	1998-2027年	经营性公路
4	九瑞高速	昌九高速九江县互通至湖北阳新交界	国高网	48.14	2014.9	100%	2011-2040年	经营性公路
5	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	经营性公路
6	桂阳高速	起于冲口立交，接桂柳高速，途经马面立交、临桂六塘、葡萄、阳朔白沙，在阳朔县高田镇接阳平高速	国高网	66.64	2015.10	100%	2008-2037年	经营性公路
7	桂兴高速	起于兴安县北梅村洞，路线经严关、洛江、三街，止于灵川粟家，接桂柳高速和灵三高速	国高网	53.40	2015.10	100%	2013-2042年	经营性公路
8	灵三高速	灵川县定江镇独田村接桂林至僚田高速公路，终于临桂县会仙镇马面村接桂林至梧州高速公路	国高网	46.71	2016.5	100%	2008-2038年	经营性公路
9	鄂东大桥	地跨湖北黄石、黄冈和鄂州市，是沪渝、福银、大广三条国高网跨越湖北长江的共用过江通道	国高网	15.15	2017.12	54.61%	2010-2040年	经营性公路

10	渝黔高速	起点位于绕城渝黔互通, 终点位于崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037年	经营性公路
11	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	经营性公路

注: 京津塘高速为公司成立时, 交通部无偿划拨非股权收购。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从运营情况来看, 随着汽车保有量及路产规模的增加, 公司控股高速公路交通流量呈逐年递增趋势, 运营环境较好。其中甬台温高速、北仑港高速、鄂东大桥和京津塘高速通行量较大, 2017年上述路段日均通行量分别为 35,761 辆/日、31,449 辆/日、20,585 辆/日和 20,047 辆/日, 其中甬台温高速和北仑港高速的通行量保持持续增长态势, 而京津塘高速受天津港禁止公路运煤政策的影响, 通行量和通行费收入双双下降; 其次为桂兴高速、桂阳高速, 2017年日均通行量分别为 10,356 辆/日和 7,515 辆/

日, 其中桂兴高速的通行量呈逐年递增趋势; 其余路段车流通行量相对较小。通行费收入方面, 得益于公司控股高速路段均为国高网重要路段, 区位优势明显, 尤其近年随着路产规模的逐年增加, 公司通行费收入稳定增长, 2015~2017年及 2018年 1~6月通行费收入分别为 235,009 万元、290,514 万元、294,457 万元和 183,299 万元, 其中甬台温高速和京津塘高速对公司收入贡献最大。未来随着经济的发展及车辆保有量的持续增加, 公司车流量和通行费收入有望继续增长。

表 4: 2015~2018.H1 公司控股路产运营情况

序号	路段名称	2015年		2016年		2017年		2018年 1~6月	
		通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量
1	京津塘高速	59,845	17,331	70,675	22,576	65,646	20,047	30,662	19,141
2	甬台温高速	129,592	31,311	142,402	34,119	146,767	35,761	67,762	35,057
3	北仑港高速	30,615	27,108	33,392	28,788	36,641	31,449	19,354	34,194
4	九瑞高速	6,628	3,806	6,139	3,979	8,385	5,137	5,980	7,981
5	阳平高速	7,163	5,618	6,423	4,801	7,027	5,030	6,190	11,015
6	桂阳高速	14,201	8,867	15,040	9,151	13,417	7,515	10,201	13,562
7	桂兴高速	18,169	8,693	17,808	8,773	22,615	10,356	12,784	14,441
8	灵三高速	-	-	7,556	6,937	6,775	5,789	3,305	6,279
9	鄂东大桥	-	-	-	-	29,451	20,585	16,037	24,315
10	渝黔高速	-	-	-	-	-	-	22,116	18,101
11	沪渝高速	-	-	-	-	-	-	21,425	15,967
	合计	266,213	102,734	299,435	119,124	336,724	141,669	215,816	200,053

注: 1、该表列式的通行费收入为各单体企业当年实现通行费收入非合并口径, 且均为含增值税口径;

2、九瑞高速、阳平高速、桂阳高速、桂兴高速、灵三高速、鄂东大桥, 以及渝黔高速和沪渝高速分别收购于 2014 年 9 月、2015 年 9 月、2015 年 10 月、2015 年 10 月、2016 年 5 月、2017 年 12 月和 2018 年 4 月。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从主要高速路段的基本情况看, 甬台温高速公路(温州段)是国家高速公路网沈海高速(G15)主干线的重要组成部分, 北起与台州交接的乐清湖雾岭, 南至与福建交接的分水关, 全长 140.17 公里, 总投资 69.28 亿元人民币, 占地 12,087 亩, 是温州市当时投资规模最大的基础设施建设项目之一, 经营收费期限为 28 年 9 个月(2002 年 1 月 1 日至 2030 年 9 月 30 日)。甬台温高速温州段采用双向 4 车

道设计, 路基宽 24.5 米, 设计时速为 100 公里/小时, 沿线设有雁荡(隧道)、萧江、苍南、浙闽主线(观美)12 个收费(隧道)所和清江、温州南(单侧)、苍南 3 个服务区。收费标准方面, 甬台温高速与北仑港高速都执行浙江省高速公路收费标准, 2017 年浙江省对国际标准集装箱车辆进行通行费打折, 同时对两类载货汽车计重收费标准进行了调整, 即小于 5 吨(含)的均按 0.45 元/公里计费, 5

吨至 15 吨（含）的按 0.09 元/吨·公里计费；为响应降低物流企业运输成本的政策号召，2018 年 6 月浙江省对部分超限货车计重费率进行调整，规定“经批准的大件运输车辆行驶高速公路，车货总质量超限 10%以内（含 10%）部分按计重收费合法装载费率收取，超限 10%以上部分按 0.09 元/吨·公里收取”。2017 年，甬台温高速通行费收入同比增加 3.07%至 146,767 万元。从通行车型结构来看，通行车型主要是一型车及五型车，其中 2017 年一型车即 7 座以下客车及 2 吨以下货车通行量占当年通行量比重为 70.48%，对该路段当年通行费收入贡献为 47.43%；五型车即 15 吨以上货车 2017 年通行量占通行量比重为 18.28%，对该路段当年通行费收入贡献为 36.82%。

表 5：浙江省高速公路车辆分类及收费标准

	客车	货车	车次费 (元/次)	车公里费率 (元/车公里)
第 1 类	≤7 座	≤2 吨	5	0.4
第 2 类	8-19 座	2-5 吨（含）	5	0.4
第 3 类	20-39 座	5-10 吨（含）	10	0.8
第 4 类	≥40 座	10-15 吨（含）	15	1.2
第 5 类	-	>15 吨	-	-
第 6 类	-	20 英尺标准 集装箱车	15	1.2
第 7 类	-	40 英尺标准 集装箱车	15	1.4

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2015-2017 年及 2018 年 1-6 月甬台温高速车型结构及其收入贡献

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献
一型车	72.19	50.08	71.44	48.74	70.48	47.43	72.51	49.96
二型车	3.77	4.66	3.77	4.43	3.82	4.02	3.78	3.60
三型车	5.82	8.61	5.40	8.06	4.97	7.30	4.39	6.33
四型车	2.91	5.23	2.78	5.05	2.44	4.43	2.04	3.68
五型车	15.31	31.42	16.61	33.72	18.28	36.82	17.27	36.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

京津塘高速公路于 1987 年 12 月动工，1990 年 9 月北京至天津杨村段建成通车，1991 年 12 月杨村至宜兴埠段建成通车，1993 年 9 月 25 日全线贯通。京津塘公路起于北京市朝阳区十八里店，经北京市大兴县、通县、河北省廊坊市、天津市武清县、

装载情况	收费标准
小于 5 吨（含）	0.09 元/吨·公里计费（按 5 吨计）
5 吨至 15 吨（含）	0.09 元/吨·公里计费
15 吨至 30 吨（含）	0.09 元/吨·公里线性递减到 0.06 元/吨·公里计费
大于 30 吨	按 30 吨计费
超限量小于 10%	按照合法装载车辆的基本费率进行计费
超限 30%以内（含 30%）	超限 10%以上部分按 0.09 元/吨·公里×1.2 计，其余部分按“超限量小于 10%”规定计。
超限 30%-50%（含 50%）以内	合法装载部分和超限 30%以内（含 30%）”规定计，其余部分按 0.09 元/吨·公里×2 计。
超限 50%-100%（含 100%）	合法装载部分和超限 30%以内（含 30%）”规定计，其余部分按 0.09 元/吨·公里×3 计。
超限 100%以上	合法装载部分和超限 30%以内（含 30%）”规定计，其余部分按 0.09 元/吨·公里×4 计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

北辰区、东丽区，止于天津市塘沽区河北路，全长 142.69 公里（其中北京段 35 公里，河北段 6.84 公里，天津段 100.85 公里），为双向四车道，是国家高速公路规划网中京沪高速公路（G2）启始段，连接北京、天津，也是内蒙、山西、河北等能源大省

通往天津港的重要能源通道。收费标准方面，2011年公司对京津塘高速路段实行计重收费政策，该措施有利于维护道路质量，减少路面损伤，节约维修成本，降低交通事故。总体来看，京津塘高速通车时间较长，运营已进入成熟期，整体路产单位建设成本较低，作为连接京津冀的主动脉，区位优势明显。2017年，受天津港禁止公路运煤政策的影响，京津塘高速的通行费收入较上年减少 7.12%至

65,646 万元。从通行车型结构看，通行车型主要是一型车及五型车，其中 2017 年一型车即 7 座以下客车及 2 吨以下货车通行量占当年通行量比重为 84.05%，对该路段当年通行费收入贡献为 68.06%；五型车即 15 吨以上货车 2017 年通行量占通行量比重为 7.61%，对该路段当年通行费收入贡献为 20.98%。

表 8：京津塘高速收费标准

车型分类收费标准			计重收费标准		
类别	客车车型及规格	货车核定载质量	收费标准 (元/车公里)	货车计重总质量	收费标准 (元/吨公里)
一型车	≤7 座	≤2 吨	0.31	基本费率	0.058
二型车	8-19 座	2-5 吨 (含)	0.44	≤8 吨	0.058
三型车	20-39 座	5-10 吨 (含)	0.57	8-21 吨 (含)	按 0.058 线性递减至 0.0348
四型车	≥40 座	10-15 吨 (含)	0.75	21-35 吨 (含)	按 0.0348 线性递减至 0.0224
五型车	-	>15 吨	0.75	35-49 吨 (含)	按 0.0224 线性递减至 0.016
				>49 吨	0.016
计重收费超限加收标准 (元/吨公里)					
超认定质量 5%以内部分	超认定质量 5%-30%部分	超认定质量 30%-50%部分	超认定质量 50%-80%部分	超认定质量 80%-100%部分	超认定质量 100%以上部分
与车辆正常质量 部分一同计费	0.108	0.16	0.27	0.34	1.1
对车货总重超过 55 吨的货车，对其超过认定质量部分，按 1.3 元/吨公里收取通行费					

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：2015-2017 年及 2018 年 1-6 月京津塘高速车型结构及其收入贡献

单位：%

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献	通行量占比	收入贡献
一型车	76.76	53.78	82.69	64.62	84.05	68.06	85.78	72.45
二型车	5.53	5.64	4.17	3.79	4.08	3.85	3.71	3.84
三型车	3.91	5.69	2.51	3.49	2.35	3.59	2.28	3.85
四型车	2.64	4.60	1.93	3.34	1.90	3.53	1.93	3.67
五型车	11.16	30.29	8.70	24.76	7.61	20.98	6.30	16.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

道路分流方面，目前公司控股路产受其他路桥分流比较明显的路段是甬台温高速、九瑞高速和渝黔高速。在温州地区在建高速路网中，存在飞云江五桥、温州绕城西南线、甬台温复线等对甬台温高速造成分流影响的竞争性路段，其中，飞云江五桥是并行于甬台温高速瑞安到飞云路段的地方过江通道，已于 2016 年 12 月 15 日开通，主要是对瑞安至飞云的区间流量造成分流影响；温州绕城西南线是并行于甬台温高速温州南到飞云的竞争性路

段，已于 2018 年 2 月 1 日开通，对温州南至万全枢纽带来一定分流影响；甬台温复线预计 2021 年全线开通，将对甬台温全线路段造成不同程度分流影响；2018 年 12 月 22 日九江长江大桥加固改造完成后，预计将对九瑞高速造成一定分流影响；在重庆地区在建高速中，渝黔扩能项目与渝黔高速基本平行，预计 2020 年底全线通车，将对渝黔高速造成一定的分流影响。

结算方面，各个高速路段的收费站收缴通行

费，统一上缴至各省高速公路联网拆分中心，拆分中心按照路段所属情况，将归属于公司的通行费拆分至公司通行费专户。高速公路的通行费收入分为现金收入和 ETC 收入，现金收入采取日清日结方式，每日结款后由银行上门收款；ETC 收入由各地清算拆分中心按月进行，结算后返回各路方。

道路养护方面，高速公路养护分为日常养护、专项养护及大修、中修等。公司采取了以防护性养护为主的政策，对高速公路定期、不定期进行检查，并根据检查结果进行预防性修补，以减少高速公路的大中修次数。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，各项工程均按单项工程结算支付。2015~2017年以及2018年1~6月公司公路养护支出分别为24,849万元、23,988万元、20,515万元和9,585万元。其中，九瑞高速、阳平高速、桂阳高速、桂兴高速、灵三高速、鄂东大桥、渝黔高速和沪渝高速分别收购于2014年9月、2015年9月、2015年10月、2015年10月、2016年5月、2017年12月和2018年4月，当年新收购公司养护支出为合并期间发生的金额；北仑港高速路面与桥梁改造工程主体工程于2016年11月全部实施完成，竣工验收已于2017年上半年完成。未来2~3年预计甬台温高速温州段每年有0.5~0.6亿元的专项工程支出，其他路段暂无大规模养护支出。

表 10：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司控股路段养护支出情况

单位：万元

序号	路段名称	2015	2016	2017	2018.H1
1	京津塘高速	15,206	9,866	5,839	1,702
2	甬台温高速	8,214	9,480	10,002	4,992
3	北仑港高速	625	739	1,372	490
4	九瑞高速	114	166	231	197
5	阳平高速	91	1,042	858	657
6	桂阳高速	369	1,204	612	469
7	桂兴高速	230	699	725	366
8	灵三高速	-	792	876	318
9	鄂东大桥	-	-	-	348
10	渝黔高速	-	-	-	0.19
11	沪渝高速	-	-	-	46
合计		24,849	23,988	20,515	9,585

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股路产

作为投资运营收费公路的专业化公司，截至2018年6月末，招商公路共投资参股42家经营性公司，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，如宁沪高速、成渝高速、济青高速等，覆盖黑龙江、吉林、山东、河南、江苏、安徽、四川、福建、浙江、湖北、湖南、广西、广东、贵州、江西以及重庆等多个省（市）。随着参股范围的扩大，公司参股路产规模逐年增加；截至2018年6月末，公司参股的公路、桥梁、隧道的总里程达到7,738公里，权益里程为1,449公里。得益于公司投资路产质量优良，区位优势明显，2015~2017年公司分别实现长期股权投资收益23.92亿元、25.73亿元和28.14亿元。

表 11：截至 2018 年 6 月末公司部分参股子公司情况

序号	公司名称	公司类型	注册资本	持股比例	主营业务
1	山东高速股份有限公司	股份制上市公司	48.11 亿元	16.02%	主要从事对高等级公路、桥梁、隧道、港口等基础设施的投资、运营管理，以及城市运营等业务
2	江苏宁沪高速公路股份有限公司	股份制上市公司	50.38 亿元	11.69%	主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥，并发展公路沿线的客运及其它辅助服务业
3	四川成渝高速公路股份有限公司	股份制上市公司	30.58 亿元	23.15%	主要业务为投资、建设、经营和管理中国四川省境内公路基建项目，同时亦经营其它与收费公路相关的业务
4	安徽皖通高速公路股份有限公司	股份制上市公司	16.59 亿元	29.94%	主要业务为持有、经营及开发安徽省境内收费高速公路及公路
5	福建发展高速公路股份有限公司	股份制上市公司	27.44 亿元	17.75%	主营高速公路的建设、运营、收费、养护与管理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

山东高速股份有限公司(以下简称“山东高速”)是山东省唯一一家路桥行业股份制企业,山东高速的主营业务主要为收费公路运营管理,核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线,也是全国高速公路网的重要组成部分,路产质量良好,路网完善,协同效益逐渐显现,车流量和通行费收入稳步增长。同时,依托主业优势,山东高速积极拓展金融、环保等领域股权投资,以短期项目收益弥补收费公路长期投资收益的不足。目前,山东高速运营管理的公路总里程为 2,137 公里,其中自有路桥资产里程为 1,070 公里。截至 2017 年末,山东高速资产总额达 508.39 亿元,同比增长 11.91%,净资产达 270.70 亿元,同比增长 7.48%;受房地产业务逐步退出及济青高速改扩建致使货车通行量下降影响,2017 年,山东高速全年实现营业收入 73.80 亿元,同比降低 12.78%,实现净利润 28.77 亿元,同比降低 1.30%。

江苏宁沪高速公路股份有限公司(以下简称“宁沪高速”)主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速及本集团拥有或参股的江苏省境内的收费公路,并发展该等公路沿线的客运及其他辅助服务业(包括加油、餐饮、购物、广告及住宿等)。其核心资产沪宁高速江苏段连接上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京 6 个大中城市,已成为国内最繁忙的高速公路之一。除沪宁高速外,宁沪高速还拥有宁常高速、镇溧高速、锡宜高速、宁连公路南京段、锡澄高速、广靖高速、江阴大桥以及苏嘉杭等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。截至 2017 年末,宁沪高速直接参与经营和投资的路桥项目达到 16 个,拥有或参股的公路里程已达到 850 公里。2017 年,宁沪高速实现营业收入 94.56 亿元,其中通行费收入约 71.04 亿元,同比增长 6.79%,通行费收入占总营业收入的 75.13%,实现净利润 36.85 亿元,同比增长 7.21%。

四川成渝高速公路股份有限公司(以下简称“成渝高速”)成立于 1997 年 8 月 19 日,并分别于 1997 年 10 月 7 日及 2009 年 7 月 27 日在联交所(代码 00107)及上交所(代码 601107)挂牌上市。成渝高速的主要业务为投资、建设、经营和管理高速

公路基建项目,同时亦经营其他与高速公路相关的业务;主要拥有成渝高速、成雅高速、成乐高速、成仁高速、城北出口高速、遂广高速及遂西高速等位于四川省境内的高速公路全部或大部分权益。截至 2017 年末,成渝高速资产总额 342.85 亿元,同比减少 5.76%,净资产为 142.85 亿元,同比增长 2.89%;受下属从事建筑施工的子公司股权转让以及主动减少石油化工类产品销售等影响,2017 年,成渝高速全年实现营业收入 79.84 亿元,同比减少 3.41%,净利润 9.69 亿元,同比减少 13.76%。

安徽皖通高速公路股份有限公司(以下简称“皖通高速”)于 1996 年 8 月 15 日成立,主要从事收费公路经营、管理及其相关业务,是国内第一家在香港上市的公路公司,亦为安徽省内唯一的公路类上市公司;拥有合宁高速公路(G40 沪陕高速合宁段)、205 国道天长段新线、高界高速公路(G50 沪渝高速高界段)、宣广高速公路(G50 沪渝高速宣广段)、广祠高速公路(G50 沪渝高速广祠段)、宁淮高速公路天长段、连霍高速公路安徽段(G30 连霍高速安徽段)和宁宣杭高速公路等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益。截至 2017 年末,皖通高速资产总额 141.76 亿元,同比增长 8.04%,净资产达 100.30 亿元,同比增长 6.47%;2017 年全年实现营业收入 28.61 亿元,同比增长 14.50%,净利润 10.86 亿元,同比增长 19.43%。

福建发展高速公路股份有限公司(以下简称“福建高速”)主要从事福建省高速公路的投资、建设、收费、运营和管理;运营管理的已通车路段为:82 公里的泉(州)厦(门)高速公路、167 公里的福(州)泉(州)高速公路、33 公里的罗(源)宁(德)高速公路,参股 245 公里的浦(城)南(平)高速公路。截至 2017 年底,福建高速资产总额 176.35 亿元,同比减少 1.82%,净资产为 105.48 亿元,同比增加 3.34%;受宁连高速通车后分流作用明显,及路产折旧和养护成本增加的影响,2017 年,福建高速全年实现营业收入 24.74 亿元,同比减少 2.13%,净利润 8.63 亿元,同比减少 2.67%。

表 12: 2015~2017 年公司重要参股企业经营情况

单位: 万元

序号	公司名称	2015 年		2016 年		2017 年	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
1	山东高速	695,460	268,638	846,056	291,476	737,953	287,685
2	宁沪高速	876,132	258,990	920,130	343,714	945,568	368,482
3	成渝高速	960,770	108,410	826,589	112,350	798,436	96,894
4	皖通高速	242,700	96,746	249,914	90,904	286,141	108,563
5	福建高速	257,775	73,020	252,813	88,701	247,427	86,330

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

此外, 2018 年 7 月, 公司以 15.8 亿元收购平安信托持有的安徽新中侨基建投资有限公司(以下简称“新中侨基建”)100%股权, 同时以 7 亿元收购平安信托及其关联方平安置业对新中侨公司共计 7 亿元的债权, 此次交易对价共计 22.8 亿元。新中侨基建成立于 2003 年 1 月 17 日, 注册资本金 3.5 亿元, 主要投资运营安徽亳州至阜阳高速公路(以下简称“亳阜高速”)。亳阜高速是国家高速公路网 G35(济南至广州高速)的一段, 起点位于安徽与河南两省交界的黄庄, 终点与界阜蚌高速公路相接于刘小集互通, 是安徽省公路网规划中“四纵四横八连”公路主骨架的“西纵”, 为南北方向的重要高速通道, 全长 101.30 公里, 双向四车道, 设计时速 120km/h, 于 2003 年 2 月开工建设, 2006 年 12 月通车运营, 目前已成熟运营, 预计将会带动公司通行费收入持续增长。

表 13: 2018 年 7 月公司并购亳阜高速项目概况

路段名称	所属路网	建设里程(公里)	持股比例	收费期限
亳阜高速	国高网	101.30	100%	2006.12~2036.12
合计	-	101.30	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司紧紧围绕高速公路主业, 参控股路产规模大且基本位于国家高速公路主干线, 地

理位置优越、路产质量优良, 稳定的通行费收入和投资收益系公司利润的主要保障, 且持续增长的人口、汽车保有量及居民可支配收入都将给高速公路车流量及通行费收入带来积极影响。

交通科技业务

公司交通科技业务由招商交科院负责运营, 系 2016 年 9 月招商局集团以招商交科院 100% 股权认购公司股份而来。招商交科院是国内领先的交通行业科技产业集团, 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, 业务范围包括交通基建、生态环保、智能交通等, 形成了咨询产业板块、工程产业板块和科技信息产业三大产业板块, 覆盖了交通建设的前期策划研究、中期设计实施和后期管养全过程, 综合联动能力较强, 与公司公路业务协同发展。

2015~2017 年及 2018 年 1~6 月招商交科院分别实现营业收入 17.97 亿元、17.83 亿元、18.48 亿元和 5.90 亿元。从收入构成来看, 2017 年其咨询业务、工程类业务和科技信息业务分别实现收入 8.84 亿元、7.10 亿元和 2.12 亿元, 占当期营业收入的比重分别为 47.83%、38.44% 和 11.45%。

表 14: 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月招商交科院收入构成

单位: 万元

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
咨询业务	66,695.08	37.12%	62,489.35	35.04%	88,368.89	47.83%	40,010.97	67.85%
工程类业务	87,316.18	48.60%	83,311.65	46.72%	71,019.00	38.44%	10,162.00	17.23%
科技信息	25,540.26	14.21%	28,503.00	15.98%	21,158.00	11.45%	6,686.00	11.34%
其他	125.92	0.07%	4,019.00	2.25%	4,229.00	2.29%	2,108.00	3.57%
合计	179,677.44	100.00%	178,323.00	100.00%	184,774.89	100.00%	58,966.97	100.00%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

招商交科院的勘察设计等咨询业务包括投资决策咨询和投后评价咨询，为工程项目的决策与实施提供全过程的技术和管理服务，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。2017年，招商交科院全院咨询业务中标188项，中标金额98,937万元，同比增加24.3%，其中较大型项目包括《G4218线邦达兵站至林芝公路工程勘察设计第三标段》、《G4218线竹巴笼至邦达兵站公路工程勘察设计审查技术咨询服务》、《青海省西海（海晏）至察汗诺公路工程综合咨询服务及施工监理》等。2018年以来，随着部分省市基建业务的收缩，招商交科院咨询业务中标情况有所下降。2018年1~6月，招商交科院全院咨询业务中标77项，中标金额45,242万元，同比下降33%。

工程类业务方面，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。目前招商交科院主要立足于重庆，业务辐射区域有限。由于招商交科院近年来承揽的两个较大型BT总承包合同项目重庆两江桥（重庆东水门长江大桥、千厮门嘉陵江大桥）BT项目及开迎路道路工程BT建设项目均于2011年开始施工，2014年末接近完工，其中重庆两江桥BT项目预计建安结算金额为17.59亿元，到2014年末完工进度达到82.56%；开迎路道路工程BT建设项目预计建安结算金额为5.25亿元，2014年末完工进度达到99.99%，且2012年来招商交科院未能承接到大型的BT项目，导致该业务板块收入规模有所下滑。为应对BT项目减少对营业收入的不利影响，招商交科院积极开拓PPP项

目，并于2015年下半年成功中标重庆曾家岩嘉陵江大桥PPP项目，该项目总投资为32.78亿元，对招商交科院工程施工收入带来较大补充。2017年，招商交科院全院工程施工类业务共中标28项，中标金额77,432万元，同比增加38%；2018年1~6月，重庆交科院全院工程施工类业务共中标11项，中标金额27,148万元，与上年同期持平。

招商交科院科技信息业务主要包括桥梁索缆产品、交通智能产品、路面材料以及信息服务，2017年，科技产品业务中标项目24个，中标金额42,009万元，同比增加55%。其中桥梁索缆等产品主要生产销售主体为重庆万桥交通科技发展有限公司（以下简称“万桥科技”），2017年桥梁索缆产品新签合同金额为39,945万元，同比增长30.36%，新签合同金额保持逐年增长趋势。2018年以来，招商交科院科技信息业务继续保持大幅扩张的态势，2018年1~6月，科技产品业务中标项目39个，中标金额106,146万元，同比增加198%；其中，2018年1~6月桥梁索缆产品新签合同金额为34,827万元，同比增长180.52%。

总的来看，依托高速公路运营主业，公司交通科技业务进展顺利，在手项目充足，发展前景较好。

光伏发电

为培育新的利润增长点及提高资金使用效率，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。2014年以来，公司先后投资收购多个光伏电站项目，主要分布在江苏、内蒙、新疆和宁夏，截至2018年6月末，公司已拥有光伏电站装机容量293.80MW，权益规模达279.91MW。

表 15：截至 2018 年 6 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	并网日期	投资金额 (亿元)	持股比例 (%)	合作方
江苏徐州丰县 23.8MW	江苏	23.80	2.41 元/度	2011.12.25	2.25	50.00	联合光伏（深圳）有限公司、联合光伏（常州）投资有限公司
科左后旗 40MW	内蒙古	40.00	1.00 元/度	2013.12.20	3.65	96.68	联合光伏（常州）投资有限公司、国电奈曼风电有限公司
科左后旗二期 20MW	内蒙古	20.00	0.95 元/度	2014.12.19	不超过 1.84	96.68	联合光伏（常州）投资有限公司、国电奈曼风电有限公司
新疆 哈密常晖 110MW	新疆	30.00	0.90 元/度	2014.10.21	10.22	100.00	-
吐鲁番协合	新疆	20.00	0.95 元/度	2014.12.31		100.00	-

吐鲁番昱泽	新疆	20.00	0.95 元/度	2014.12.31	100.00	-
吐鲁番中晖	新疆	20.00	0.95 元/度	2014.11.02	100.00	-
伊犁矽美仕	新疆	20.00	0.95 元/度	2014.10.31	100.00	-
宁夏中利 100MW	宁夏	100.00	0.90 元/度	2014.12.23	9.10	100.00
合计		293.80	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产方面，自 2015 年以来，公司光伏发电业务板块布局稳定，机组实现全年运营，发电量和上网电量逐年上升。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现发电量 3.55 亿千瓦时、3.59 亿千瓦时、4.10 亿千瓦时和 2.19 亿千瓦时，上网电量分别为 3.54 亿千瓦时、3.57 亿千瓦时、4.08 亿千瓦时和 2.18 亿千瓦时，同期实现发电及相关收入 3.19 亿元、3.16 亿元、3.50 亿元和 1.86 亿元。

表 16：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司光伏电站

	运营指标			
	2015	2016	2017	2018.1~6
可控装机容量 (MW)	293.80	293.80	293.80	293.80
权益装机容量 (MW)	279.91	279.91	279.91	279.91
发电量 (亿千瓦时)	3.55	3.5865	4.0968	2.1942
上网电量 (亿千瓦时)	3.54	3.5731	4.0843	2.1815
机组利用小时 (小时数)	1,204.00	1,216.00	1,394.40	746.83
含税平均上网电价 (元/千瓦时)	1.05	1.03	1.0022	0.9941
度电成本 (元/千瓦时)	0.43	0.44	0.38	0.3437

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，由于光伏电站建设成本较高，完全商业化运作的价格无法与火电水电等传统电力能源竞争，因此国家利用可再生能源发展基金对光伏发电企业予以补贴。截至 2018 年 6 月末，公司投资的光伏电站均已列入国补目录，享受电价补助。光伏电站标杆上网电价包括脱硫燃煤机组标杆价格和可再生能源发电补助两部分。根据国内地区资源不同，标杆上网电价分 3 类，分别为 0.9 元/度、0.95 元/度、1.0 元/度。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 2.41 元/度，主要为江苏省单独对可再生能源电价补助。

表 17：截至 2018 年 6 月末公司各电站上网电价及补贴构成

项目名称	是否纳入财政国补名录	上网电价 (元/度)		
		上网价	其中：标杆价	其中：补贴价
宁夏腾晖	已列入第六批目录资格	0.90	0.2595	0.6405
哈密常晖	已列入第六批目录资格	0.90	0.25	0.65
吐鲁番昱泽	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.7
吐鲁番协合	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.7
吐鲁番中晖	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.7
伊犁矽美仕	已列入第六批目录资格	0.95	0.25	0.7
科左光伏一期	已列入第六批目录资格	1.00	0.3035	0.6965
科左光伏二期	已列入第六批目录资格	0.95	0.3035	0.6465
丰县晖泽	已列入第四批目录资格	2.41	0.391	2.019

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，光伏电站脱硫标杆电价的结算对象为当地电网公司，上网电量以月为结算期，实现日清月结，年终清算。国家可再生能源补助实行按季预拨，年终清算，由中央财政向国家电网公司、南方电网公司及地方独立电网企业所在省级财政部门预拨补贴资金，并顺序下达目录内项目公司。

此外，目前光伏发电在国内仍受政策性限电和部分区域电网基础设施不匹配的影响，其中政策性限电包括特殊时段限电和日常限电两种类型，主要集中在工业较落后、用电需求较小的西北地区，公司下属新疆及宁夏地区电站存在限电问题；另外，受西北地区电网基础设施建设速度无法与光伏电站建设速度匹配的影响，公司光伏电站发电量亦无法保证实现全额上网，从而导致收益率低于预期。目前公司通过参与电量交易、及时清洗组件、保障设备可用率、缩短设备消缺时间、及时调控 AGC 曲线等方法间接减小限电对发电量的影响，未来有望通过参与多种类型的电量交易、加强电力营销等

措施降低限电影响。

综合来看，公司作为招商局集团重要的高速公路投资主体，获得了良好的发展机遇，路产规模不断扩大，车流量和路费收入呈稳定增长态势，交通科技业务在手项目充足，光伏发电业务运营平稳，整体经营状况良好。成功上市之后，公司将“中国领先、世界一流的高速公路投资运营服务商和行业领先的交通科技综合服务商”作为战略目标，未来公路投资能力和运营管理能力有望得到进一步提升。

公司治理

治理结构

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，由全体股东组成，股东以其所代表的有表决权的股份数额行使表决权，每一股份享有一票表决权；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，董事由股东大会选举或更换，可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，任期三年，可连选连任。公司设总经理 1 人、副总经理 6 名，负责公司的日常经营管理，由董事会聘任或解聘，每届任期三年，其中总经理应当列席董事会会议，可以连聘可以连任。公司设立监事会，行使监督职能，由 2 名股东代表和 1 名公司职工代表组成，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

内部控制

为了加强内部管理，公司进行了公司制度的规划和设计，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。

目前风控工作相关制度有《内部控制评价工作管理办法》，包括内控评价手册及内控评价流程。公司及下属主要控股公司从 2013 年开始开展内控

体系优化及全面风险管理工作，每年按国资委要求出具《内部控制评价报告》、《全面风险管理报告》。

财务管理方面，公司制定了固定资产管理办法、全面预算管理暂行办法、资金管理办法等详细制度，能较好地规范日常财务核算、资金管理等方面工作。

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。

战略规划

成功上市之后，公司将“中国领先、世界一流的高速公路投资运营服务商和行业领先的交通科技综合服务商”作为新的战略目标，建立了以收费公路为主业、以科技为核心竞争力的发展路线，致力于“成为公路出行领路人，成就智慧交通生态圈”。

具体来看，“十三五”期间，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。其中，投资运营是公司的核心主业，主要包括收费公路投融资、收费公路运营管理等；交通科技主要包括勘察设计、咨询监理、检验检测、科研开发、工程施工、新能源、新材料等，用于增强公司的核心竞争力；智慧交通主要包括交通大数据服务、电子发票服务平台、中国交通广播、高速无线移动互联网、互联网不停车收费等，以支撑和服务公司主业；招商生态主要包括生态环保及相关新产品研发制造等，推动公司创新升级。公司通过这四个业务板块间的相互支撑，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。

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。

整体来看，公司作为招商局集团重要的高速公路投资主体，获得了良好的发展机遇。公司结合自身情况及高速公路未来行业发展，制定了较为适宜的发展目标，未来公路投资能力和运营管理能力有望得到进一步提升。

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年、2016年、2017年审计报告以及未经审计的2018年半年度备考财务报表，以下数据均为合并口径。

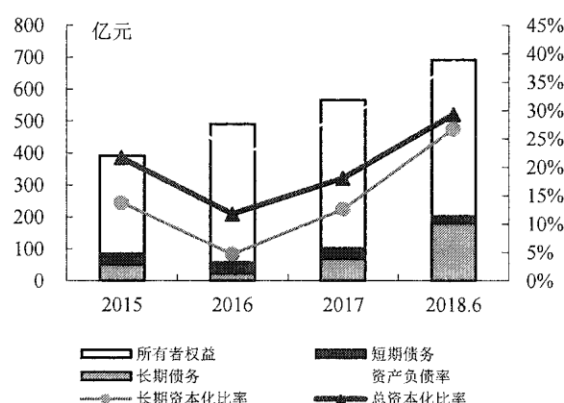
资本结构

近年来得益于投资路产数量逐渐增多，经营效益较好，自有资本不断夯实，加之股东方增资扩股，公司总资产及净资产规模持续增长。2015~2017年末及2018年6月末，公司总资产分别为503.03亿元、533.64亿元、651.70亿元和784.10亿元，近三年复合增长率为13.82%；同期，公司所有者权益分别为306.98亿元、432.79亿元、463.61亿元和489.20亿元，近三年复合增长率为22.89%；其中，2016年大幅增长主要是系公司通过北京产权交易所挂牌交易引入五家战略投资者增加了注册资本所致，2017年大幅增长主要系公司吸收合并上市公司华北高速时产生股本溢价39.84亿元所致。近年来公司负债规模有所波动，2015~2017年末及2018年6月末，公司负债总额分别为196.05亿元、120.85亿元、188.09亿元和294.89亿元，其中，2016年公司负债规模有所下降，主要是公司提前了偿还24.00亿元的长期借款所致；2017年及2018年上半年，公司为并购路产而新增了长期借款和公司债券，负债规模随之上升。

财务杠杆方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司资产负债率分别为38.97%、21.83%、28.86%和37.61%；总资本化比率分别为21.67%、11.76%、18.08%和29.33%。总的看，公司财务杠杆比率有所

波动，但一直保持在较低水平。

图3：2015~2017年末及2018年6月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产主要由非流动资产构成，2015~2017年末，公司非流动资产分别为447.44亿元、481.76亿元和541.08亿元，分别占当期资产总额的88.95%、87.02%和83.03%。公司非流动资产主要由长期股权投资、无形资产及固定资产构成，2015~2017年末，公司长期股权投资分别为221.59亿元、239.42亿元和257.26亿元，主要是对山东高速、皖通高速、四川成渝、扬子大桥、宁沪高速等联营和合营公司的投资，随着上述公司经营效益的提升，公司长期股权投资随着投资收益的增加而呈逐年上升趋势；同期，公司无形资产分别为186.25亿元、195.50亿元和235.76亿元，主要为公司收费公路特许经营权，2017年无形资产大幅增加40.26亿元，主要系公司并购了鄂东大桥所致；同期，公司固定资产分别为27.05亿元、30.77亿元和29.17亿元，主要系公司旗下光伏电站设备、房屋建筑物和机器设备及其他设备。截至2018年6月末，公司非流动资产为683.79亿元，主要包括长期股权投资280.96亿元、无形资产355.59亿元和固定资产28.32亿元，其中无形资产较年初大幅增加119.83亿元，主要系当期合并渝黔高速和沪渝高速所致。

2015~2017年末，公司流动资产分别为55.97亿元、71.87亿元和110.63亿元，占当期总资产比重分别为11.05%、12.98%和16.97%，呈逐年增长趋势。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及其他应收款构成，2015~2017年末，公司货币资金分别为38.79亿元、31.45亿元和70.07亿元，

主要系银行存款,其中 2017 年末受限货币资金 0.10 亿元;同期,公司应收账款分别为 3.69 亿元、13.44 亿元和 12.47 亿元,主要系下属子公司的应收道路工程回购款、国网各子公司的上网电款及光伏项目应收财政补贴款,前五大客户应收账款余额占比 32.89%,账期多在一年以内;同期,公司存货分别为 0.03 亿元、11.38 亿元和 12.33 亿元,主要系已完工未结算的工程项目;同期,公司其他应收款分别为 9.35 亿元、9.03 亿元和 10.78 亿元,主要为关联方黑龙江信通房地产开发有限公司向公司借款、集团内部往来款、押金及履约保证金等,账龄集中在一年以内,2017 年末已计提坏账准备 1.87 亿元。截至 2018 年 6 月末,公司流动资产为 100.31 亿元,主要包括货币资金 49.64 亿元、其他应收款 17.95 亿元、应收票据及应收账款 14.27 亿元和存货 13.40 亿元。

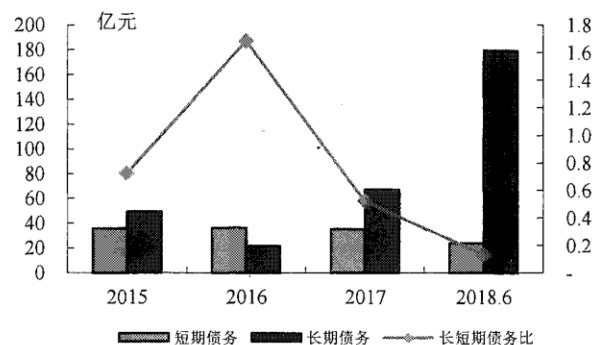
负债方面,近年来公司非流动负债逐年增加,成为负债的主要构成,2015~2017 年末,公司非流动负债分别为 68.89 亿元、42.00 亿元和 94.84 亿元,占总负债的比率分别为 35.14%、34.76%和 50.42%。公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和递延所得税负债构成,2015~2017 年末,公司应付债券分别为 2.20 亿元、0.99 亿元和 30.99 亿元,2017 年公司应付债券大幅增加系因公司当期公开发行了两个品种的公司债券,其中品种一发行规模 20 亿元、5 年期、票面利率 4.78%,品种二发行规模 10 亿元、10 年期、票面利率 4.98%;同期,公司长期借款分别为 47.02 亿元、20.49 亿元和 36.15 亿元,主要为保证借款和质押借款;同期,公司递延所得税负债分别为 18.59 亿元、18.76 亿元和 25.21 亿元。截至 2018 年 6 月末,公司非流动负债为 215.13 亿元,主要包括长期借款 148.29 亿元、应付债券 30.99 亿元和递延所得税负债 29.02 亿元,其中长期借款较年初大幅增加,主要是为置换借款和收购路产项目而新增银行借款。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、应付账款构成。2015~2017 年末,公司流动负债分别为 127.16 亿元、78.85 亿元和 93.25 亿元,其中,短期借款分别为 28.26 亿元、34.94 亿元和 30.25 亿

元,主要为信用借款和保证借款;其他应付款分别为 56.03 亿元、15.75 亿元和 24.32 亿元,主要为公司与集团、集团内各单位往来款、项目公司履约保证金及押金,2016 年末其他应付款同比大幅减少 41.30 亿元,主要系公司偿还集团往来款所致;应付账款分别为 8.91 亿元、14.97 亿元和 12.81 亿元,主要为应付工程款及材料款。截至 2018 年 6 月末,公司流动负债 79.76 亿元,主要包括短期借款 15.53 亿元、其他应付款 31.78 亿元和应付票据及应付账款 10.63 亿元,其中其他应付款较年初大幅增加,系按照新的会计政策要求,原应付股利和应付利息合并计入其他应付款列示,而当期公司应付股利大幅增加所致。

有息债务方面,2015~2017 年末及 2018 年 6 月末,公司总债务分别为 84.95 亿元、57.68 亿元、102.34 亿元和 203.07 亿元,债务规模波动上升,其中 2016 年公司提前偿还了长期信用借款 24.00 亿元,当期刚性债务规模有所下降;2017 年以来公司业务规模扩张,融资需求较大,债务规模持续大幅增加。从债务期限结构来看,受偿还长期债务的影响,公司债务期限结构有所波动,目前仍以长期债务为主,2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司长期债务分别为 49.22 亿元、21.48 亿元、67.14 亿元和 179.28 亿元,长短期债务比分别为 0.73 倍、1.68 倍、0.52 倍和 0.13 倍,债务结构有所优化。

图 4: 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司债务结构分析



资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

总体来看,近年来随着业务的扩张、股东方的支持以及增发上市,公司资产及债务规模大幅增长,但公司财务杠杆比率仍较低,且债务以长期债务为主,债务期限结构较为合理。

盈利能力

如前所述，公司营业收入主要来自经营公路相关收入、交通科技相关收入、光伏发电收入等，其中，交通科技收入系 2016 年并入招商交科院而新增的收入来源，带动当期营业收入大幅增长。近年来，随着车流量的增长及公司合并范围的扩大，公司营业收入呈上升趋势。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现营业收入 27.60 亿元、50.53 亿元、53.41 亿元和 27.28 亿元。

毛利率方面，2015~2017 年，公司营业毛利率

分别为 54.21%、44.22%和 43.72%，受并入招商交科院的影响，公司毛利率整理有所下降。分板块来看，受天津港禁止公路运煤政策的影响，2017 年京津塘高速通行量和通行费收入下降，导致经营公路业务毛利率小幅下降 1.55 个百分点；受研发支出增加的影响，公司交通科技业务毛利率小幅下降 1.33 个百分点；随着机组实现全年运营，规模效应明显，2017 年公司光伏发电业务毛利率同比提升 5.58 个百分点。2018 年 1~6 月，公司营业毛利率为 47.86%，呈现稳中有升趋势。

表 18：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

板块	2015		2016		2017		2018.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
经营公路	24.25	54.40	29.97	58.36	31.73	56.81	19.46	59.01
交通科技	-	-	17.00	19.85	18.09	18.52	5.90	7.29
光伏发电	3.19	52.22	3.16	49.47	3.50	55.04	1.86	59.29
其他	0.17	65.07	0.40	-21.38	0.09	53.87	0.06	63.21
合计	27.60	54.21	50.53	44.22	53.41	43.72	27.28	47.86

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，近年来随着债务结构的变动，公司财务费用呈现一定波动性，期间费用随之变化，但对公司利润总额的影响仍较小。2015~2017 年，公司三费合计分别为 2.90 亿元、7.33 亿元和 7.01 亿元，三费收入占比分别为 10.49%、14.51%和 13.13%；其中，公司管理费用主要包括人工成本、研究与开发费用等，同期分别为 2.02 亿元、3.87 亿元和 4.27 亿元，在合并范围不断扩大及研发投入增加的影响下，公司管理费用呈逐年上升趋势。同期，公司财务费用分别为 0.87 亿元、2.85 亿元和 2.17 亿元，其中 2016 年财务费用大幅增长，主要系公司近年来投资购买的高速公路项目不断增多，融资规模有所扩大，虽于年底偿还部分债务，但当年利息支出仍有所增长；2017 年，公司用长期借款置换了部分高息贷款，使得财务费用得以控制。2018 年 1~6 月，公司期间费用合计 4.77 亿元，仍以管理费用和财务费用为主，三费收入占比上升至 17.49%。随着债务规模的上升，预计财务支出仍将增长，公司三费收入占比存在一定上行压力。

表 19：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.1~6
销售费用	0.00	0.61	0.58	0.22
管理费用	2.02	3.87	4.27	1.89
财务费用	0.87	2.85	2.17	2.66
三费合计	2.90	7.33	7.01	4.77
营业总收入	27.60	50.53	53.41	27.28
三费收入占比	10.49%	14.51%	13.13%	17.49%

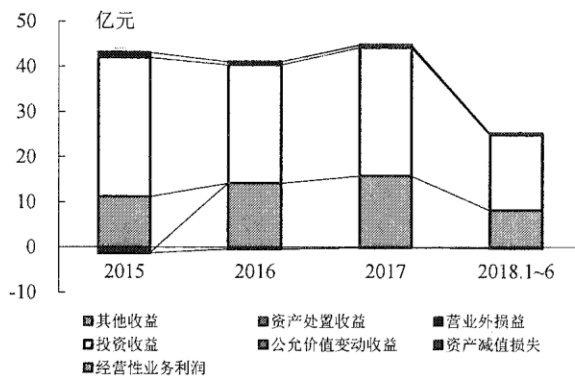
注：2018 年半年度的管理费用中包含研发费用 0.27 亿元。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2015~2017 年，公司利润总额分别为 41.89 亿元、40.70 亿元和 44.70 亿元，其中，经营性业务利润分别为 11.18 亿元、14.22 亿元和 15.82 亿元，公司经营的路段多已成熟运营，加之招商交科院交通科技业务的稳定经营，公司经营性业务利润保持增长趋势；同期，公司投资收益分别为 30.81 亿元、26.13 亿元和 28.32 亿元，公司投资收益主要为参股的高速公路企业股利分红，是利润总额的重要组成部分，2015 年投资收益较大，主要系公司当期处置长期股权投资获得收益 6.77

亿元所致。2018年1~6月，公司利润总额为24.97亿元，其中经营性业务利润为8.13亿元，投资收益16.67亿元。

图5：2015~2017年及2018年1~6月公司利润总额构成



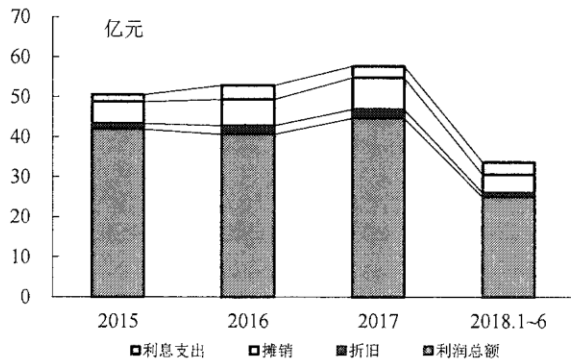
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，随着经济增长、汽车保有量增加、投资路产的增加以及交通相关产业链的延伸，近年公司收入规模逐年提升，整体毛利率保持在较高水平，同时投资收益规模较大，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额和无形资产摊销构成，随着投资路产的增加及盈利能力的提升，公司EBITDA呈逐年增加态势，2015~2017年及2018年1~6月，公司EBITDA分别为50.58亿元、52.89亿元、57.70亿元和33.73亿元。

图6：2015~2017年及2018年1~6月公司EBITDA构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，2015~2017年及2018年1~6月，公司总债务/EBITDA分别为1.68倍、1.09倍、1.77倍和3.01倍，EBITDA利息保障倍数分别为28.40倍、14.87倍、19.77倍和10.62倍，公司EBITDA

对债务本息的保障程度很高。

现金流方面，随着公司收费道路经营日趋成熟，各条道路的车流量维持稳定增长的态势，公司经营净现金流呈上升态势。2015~2017年及2018年1~6月，公司经营净现金流分别为15.67亿元、23.06亿元、29.79亿元和11.52亿元，经营活动净现金/总债务分别为0.18倍、0.40倍、0.29倍和0.11倍，经营活动净现金/利息支出分别为8.80倍、6.48倍、10.21倍和3.63倍。总的来看，公司经营净现金流对债务本金的保障能力较弱，但对利息的保障程度较好。

表20：2015~2018.6公司主要财务能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.6
短期债务(亿元)	35.72	36.19	35.19	23.79
长期债务(亿元)	49.22	21.48	67.14	179.28
总债务(亿元)	84.95	57.68	102.34	203.07
EBITDA(亿元)	50.58	52.89	57.70	33.73
经营活动净现金流(亿元)	15.67	23.06	29.79	11.52
总债务/EBITDA(X)	1.68	1.09	1.77	3.01*
EBITDA利息保障倍数(X)	28.40	14.87	19.77	10.62
经营净现金流/总债务(X)	0.18	0.40	0.29	0.11*
经营净现金流/利息支出(X)	8.80	6.48	10.21	3.63

注：带“*”的2018年半年度指标已经过年化处理。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2018年6月末，公司获得各主要银行授信231.51亿元，其中已使用授信额度157.80亿元，尚未使用授信额度73.71亿元，公司备用流动性充足。

受限资产方面，截至2018年6月末，公司受限资产合计111.59亿元，包括收费公路特许经营权、货币资金、无形资产、应收账款等资产，占期末总资产的比重为14.23%，受限资产规模相对较小。

总体来看，公司财务结构稳健，财务杠杆比率低，近年业务运营良好，盈利能力强，现金流稳定，偿债指标表现良好。同时考虑到股东方在资金、政策等方面给予公司的支持力度强，公司实际偿债风险极小。

结论

综上，中诚信证评评定招商局公路网络科技控

股份有限公司的主体信用级别为 AAA，评级展望稳定；评定“招商局公路网络科技控股股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用级别为 AAA。

关于招商局公路网络科技控股股份有限公司 公开发行A股可转换公司债券的跟踪评级安排

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。

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。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.ccxr.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。

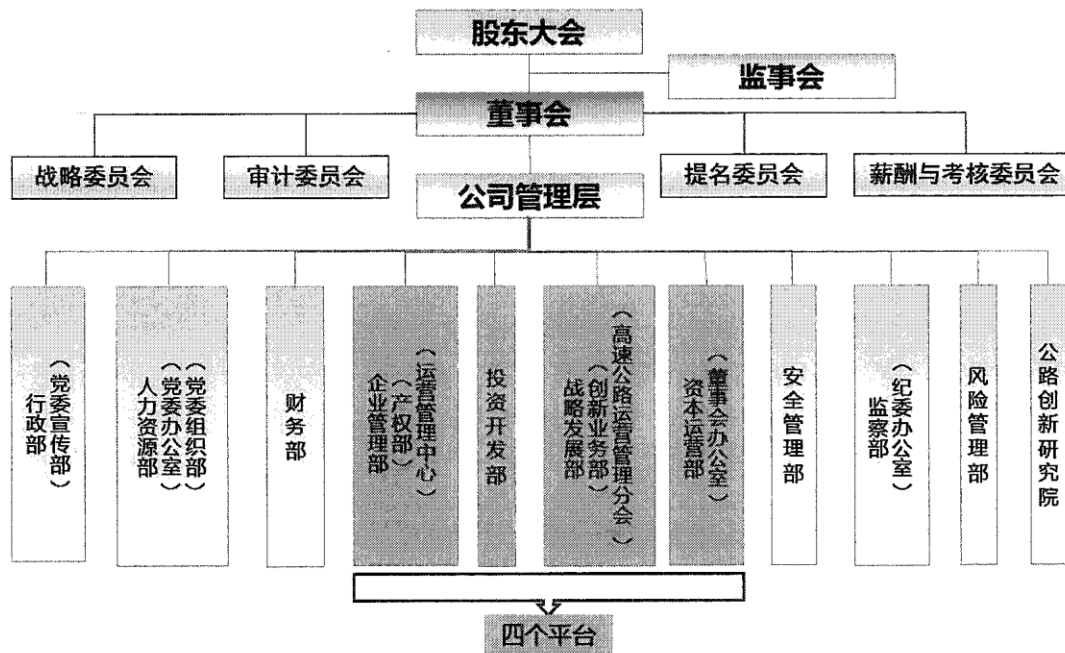
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：招商局公路网络科技控股股份有限公司股权结构（截至 2018 年 6 月 30 日）

序号	股东名称	持股比例	持股数量（股）
1	招商局集团有限公司	68.65%	4,241,425,880
2	四川交投产融控股有限公司	6.37%	393,700,787
3	中新互联互通投资基金管理有限公司—重庆中新壹号股权投资中心（有限合伙）	6.37%	393,700,787
4	泰康人寿保险有限责任公司—分红—个人分红-019L-FH002 深	3.73%	230,314,961
5	天津市京津塘高速公路公司	2.90%	179,184,167
6	民信（天津）投资有限公司	2.12%	131,233,595
7	泰康人寿保险有限责任公司—传统—普通保险产品-019L-CT001 深	1.59%	98,425,197
8	北京首发投资控股有限公司	1.49%	92,046,661
9	芜湖信石天路投资管理合伙企业（有限合伙）	1.06%	65,616,797
10	泰康人寿保险有限责任公司—分红—团体分红-019L-FH001 深	0.64%	39,370,079
11	其他少数股东	5.08%	313,192,586
	合计	100.00%	6,178,211,497

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招商局公路网络科技控股股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招商局公路网络科技控股股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	387,852.15	314,531.14	700,685.60	496,362.14
应收账款净额	36,897.84	134,447.83	124,689.53	147,644.10
存货净额	294.68	113,842.95	123,252.40	134,017.16
流动资产	555,971.81	718,732.61	1,106,255.65	1,003,106.50
长期投资	2,293,841.39	2,460,614.88	2,648,222.59	2,862,946.97
固定资产合计	270,518.92	307,654.00	291,686.18	283,181.44
总资产	5,030,322.28	5,536,364.31	6,517,048.56	7,840,969.65
短期债务	357,241.08	361,945.90	351,949.33	237,859.65
长期债务	492,226.45	214,805.34	671,407.47	1,792,809.56
总债务（短期债务+长期债务）	849,467.53	576,751.24	1,023,356.80	2,030,669.21
总负债	1,960,492.73	1,208,493.97	1,880,936.33	2,948,920.07
所有者权益合计（含少数股东权益）	3,069,829.54	4,327,870.34	4,636,112.24	4,892,049.57
营业总收入	276,037.97	505,323.83	534,066.43	272,816.64
三费前利润	140,787.65	215,476.42	228,338.41	129,016.08
投资收益	308,058.12	261,255.32	283,185.99	166,730.09
净利润	365,915.60	356,903.83	401,891.57	224,450.76
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	505,772.16	528,859.10	576,956.16	337,304.73
经营活动产生现金净流量	156,673.33	230,600.34	297,939.27	115,192.50
投资活动产生现金净流量	-120,799.17	-188,654.50	60,287.04	-516,400.62
筹资活动产生现金净流量	139,844.97	-161,252.75	35,249.69	193,523.59
现金及现金等价物净增加额	175,491.23	-133,643.34	391,875.28	-205,078.74
财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率（%）	54.21	44.22	43.72	47.86
所有者权益收益率（%）	11.92	8.25	8.67	9.18*
EBITDA/营业总收入（%）	183.23	104.66	108.03	123.64
速动比率（X）	0.44	0.77	1.05	1.09
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.40	0.29	0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.44	0.64	0.85	1.00*
经营活动净现金/利息支出（X）	8.80	6.48	10.21	3.63
EBITDA 利息倍数（X）	28.40	14.87	19.77	10.62
总债务/EBITDA（X）	1.68	1.09	1.77	3.01*
资产负债率（%）	38.97	21.83	28.86	37.61
总资本化比率（%）	21.67	11.76	18.08	29.33
长期资本化比率（%）	13.82	4.73	12.65	26.82

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018 年半年度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。