

## 招商局公路网络科技控股股份有限公司

### 公开发行 A 股可转换公司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 15 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[2020]跟踪0692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“招路转债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十五日

**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“招路转债”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了强大的股东实力、公司突出的公路投资运营主体地位、公司业务多元、融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到路产收购推升公司债务规模以及新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

招商公路（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	651.70	840.84	909.13	928.42
所有者权益合计（亿元）	463.61	497.99	539.38	531.64
总负债（亿元）	188.09	342.85	369.75	396.78
总债务（亿元）	102.34	251.17	253.91	300.93
营业总收入（亿元）	53.41	67.59	81.85	8.70
经营性业务利润（亿元）	15.91	17.17	19.05	-2.73
净利润（亿元）	40.19	43.71	48.65	-7.15
EBITDA（亿元）	57.70	70.67	80.53	--
经营活动净现金流（亿元）	29.79	36.83	43.10	2.50
收现比（X）	1.10	0.98	1.01	1.30
营业毛利率（%）	43.72	44.93	42.95	13.52
应收类款项/总资产（%）	3.82	3.48	2.28	5.35
资产负债率（%）	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率（%）	18.08	33.53	32.01	36.14
总债务/EBITDA（X）	1.77	3.55	3.15	--
EBITDA 利息倍数（X）	19.77	7.94	7.03	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理，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。

### 正面

■ **强大的股东实力。**公司控股股东招商局集团有限公司系驻港大型央企之一。作为招商局集团公路运输的重要运营平台，公司在项目资源、业务拓展、资金安排及资本运营等方面能得到股东的大力支持。

■ **突出的公路投资运营主体地位。**公司控股参股路产大多属于

### 同行业比较

2019 年部分收费公路上市企业主要指标对比表						
公司名称	路产规模（公里）	总资产（亿元）	资产负债率（%）	通行费收入（亿元）	营业毛利率（%）	净利润（亿元）
深圳高速公路股份有限公司	566.80	449.24	53.87	45.69	43.43	25.36
招商局公路网络科技控股股份有限公司	879.90	909.13	40.67	49.93	42.95	48.65
越秀交通基建有限公司	535.00	367.98	62.96	30.23	66.55	15.95
江苏宁沪高速公路股份有限公司	594.06	556.25	41.24	78.33	54.59	43.00

注：路产规模为各公司控股路产规模。

资料来源：中诚信国际整理

### 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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
招路转债	AAA	AAA	50.00	50.00	2019/03/22~2025/03/22

国高网组成部分，随着公司收购路产推进，控股参股路产规模持续增长，为公司带来了稳定的通行费收入和投资收益，公路投资运营主体地位突出。

■ **公司业务多元。**公司形成了投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态四大业务板块，业务较为多元。

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

### 关注

■ **路产收购推升公司债务规模。**2019 年公司收购广西中铁交通高速公路管理有限公司 49% 的股权及相关债权，本次收购推升了公司债务规模及财务杠杆水平。

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

### 评级展望

中诚信国际认为，招商局公路网络科技控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司定位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境明显恶化等。

## 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

“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”（债券简称“招路转债”，债券代码“127012.SZ”）于 2019 年 3 月 28 日完成发行，实际发行规模 50 亿元，期限 6 年，票面利率为第一年 0.1%、第二年 0.3%、第三年 0.6%、第四年 0.8%、第五年 1.5%、第六年 2.0%，付息日为每年的 3 月 22 日；转股期为 2019 年 9 月 30 日至 2025 年 3 月 21 日。公司每年按时付息。

扣除发行相关费用后，“招路转债”募集资金 49.73 亿元。截至 2019 年末，公司已按照募集说明书约定将 48.59 亿元用于相应用途，尚未使用募集资金余额为 1.15 亿元。

“招路转债”初始转股价为 9.34 元/股，因公司实施 2018 年度权益分配方案，每 10 股派发现金红利 2.54 元（含税），除权除息日为 2019 年 7 月 12 日，“招路转债”的转股价格调整为 9.09 元/股。2019 年第三季度，“招路转债”因转股减少 96 张；2019 年第四季度，“招路转债”因转股减少 435 张；2020 年第一季度，“招路转债”因转股减少 380 张；截至 2020 年 3 月末，“招路转债”尚有 49,999,089 张挂牌交易，可转债余额为 4,999,908,900 元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中

国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的

刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：** 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，** 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧

可期。

## 近期关注

**燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定**

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。

**表 1：近年收费公路行业相关政策及主要内容**

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。

《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资

并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到

90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

中诚信国际认为，《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

**公司业务多元，2019年投资运营收入和交通科技收入仍然为公司主要收入来源，但随着其他业务收入的快速增长，投资运营收入占比有所下降；2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入下降明显**

公司形成了投资运营、交通科技、智慧交通和招商生态四大业务板块，业务较为多元。2019年公

司营业总收入保持增长，投资运营收入和交通科技收入仍为公司主要收入来源。随着业务逐渐开展，智慧交通板块收入及占比近三年持续上升；投资运营板块收入持续增长，但2019年收入占比有所下降；交通科技板块收入增幅有所下降，近三年该板块收入占比持续下降；招商生态收入规模及占比较小。2020年1~3月，公司营业总收入8.70亿元，受新冠肺炎疫情期间高速公路免费通行、延迟复工等因素影响，公司各个业务板块收入规模下降明显。

**表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）**

收入	2017	2018	2019	2020.3
投资运营板块	35.16	47.78	54.58	5.44
交通科技板块	13.94	14.17	16.75	1.67
智慧交通板块	2.82	3.78	8.97	1.46
招商生态板块	1.48	1.86	1.55	0.13
合计	53.41	67.59	81.85	8.70
占比	2017	2018	2019	2020.3
投资运营板块	65.83%	70.69%	66.68%	62.53%
交通科技板块	26.10%	20.96%	20.46%	19.20%
智慧交通板块	5.28%	5.59%	10.96%	16.78%
招商生态板块	2.77%	2.75%	1.89%	1.49%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：投资运营板块主要包括高速公路通行费业务及光伏发电业务，另有少量高速服务区自营业务、高速清障施救等

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司通行费收入保持增长；2019年收购广西中铁交通高速公路管理有限公司49%股权；新冠肺炎疫情对公司投资运营板块收入规模短期内产生一定不利影响**

截至2019年末，公司投资经营的路产总里程达9,820公里，权益里程为3,074公里，管理里程达1,824公里。同期末，公司合并范围内控股12条高速公路项目，通车里程合计879.90公里，均为经营性公路，且属于国高网组成部分。从路产获取情况看，京津塘高速为公司成立时交通运输部无偿划转，其余路产均为公司收购而来。2019年公司无新增控股路产。

**表 3：截至2019年末公司控股路产情况（公里）**

路段名称	起止点	所属路网	里程	收购时期	持股比例	收费期限
京津塘高速	北京-塘沽	国高网	142.69	-	100%	1999~2029年

甬台温高速	乐清湖雾岭至白鹭屿段；温州瓯海南白象至苍南分水关段	国高网	140.17	2010.8	51%	2002~2030年
北仑港高速	北仑站-大朱家段；宁波东站-姜山站连接线段	国高网	51.43	2012.8	100%	1998~2027年
九瑞高速	昌九高速九江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，途经普益乡、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、黄冈和鄂州市，是沪渝、福银、大广三条国高网跨越湖北长江的共用过江通道	国高网	15.15	2017.12	54.61%	2010~2040年
渝黔高速	起点位于绕城渝黔互通，终点位于崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037年
沪渝高速	起于重庆绕城高速，止于涪陵接涪丰高速；另在巴南区双河口设通往长寿晏家化工园区的连接线	国高网	84.33	2018.4	60%	2013~2043年
毫阜高速	起点位于安徽与河南两省交界的黄庄，止于刘小集互通立交	国高网	101.30	2018.7	100%	2006~2036年
<b>合计</b>	-	-	<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、甬台温复线、温州绕城北二期等。除甬台温高速外，公司其他路产目前未受到明显分流影响。中诚信国际将持续关注公司路产受到的分流情况及其对公司通行费收入及车流量的影响。

的影响。

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

**表 4：2017 年~2019 年公司控股路产经营情况（亿元、辆）**

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

~2019 年公司公路养护支出分别为 2.05 亿元、2.65 亿元和 2.27 亿元。

除控股路产外，公司围绕高速公路运营主业，参股了多家优质收费公路公司。2019年12月，公司与工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）组建联合体参与中国中铁股份有限公司全资子公司中铁交通投资集团有限公司挂牌转让广西中铁交通高速公路管理有限公司（以下简称“广西中铁高速”）51%股权及33.15亿元相关债权的竞购交易。公司与工银投资以99.45亿元的价格成为广西中铁高速51%股权及相关债权的最终受让方，其中公司出资63.70亿元受让广西中铁高速49%股权及相关债权；工银投资出资2.60亿元受让广西中铁高速2%的股权。截至2019年末，广西中铁高速

控股高速公路9条，分布于山东省、河南省、云南省、四川省、陕西省和广西壮族自治区，均为经营性高速公路，收费里程合计832公里。中诚信国际将持续关注广西中铁高速对公司未来投资收益的影响。

截至2019年末，招商公路共投资参股19家收费公路公司，其中12家公路上市公司。公司投资参股的收费公路项目主要分布在全国公路主干线上，覆盖山东、河南、江苏、安徽、四川、浙江等多个省（市）。2019年公司实现参股路产投资收益32.63亿元。

**表 5：截至 2019 年末公司主要参股高速公路运营公司情况**

公司名称	直接持股比例	主营业务	核心路产
山东高速股份有限公司	16.02%	交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资	济青高速、京台高速
江苏宁沪高速公路股份有限公司	11.69%	沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥的投资、建设、经营和管理，公路沿线的客运及其它辅助服务业	沪宁高速公路江苏段
四川成渝高速公路股份有限公司	21.73%	四川省境内公路基建项目的投资、建设、经营和管理，能源销售、工程施工等	成渝高速
安徽皖通高速公路股份有限公司	24.37%	安徽省境内收费高速公路及公路的持有、经营及开发	合宁高速、高界高速
福建发展高速公路股份有限公司	17.75%	高速公路建设、运营、收费、养护与管理	福泉高速、泉厦高速
江苏扬子大桥股份有限公司	21.64%	桥隧运营、公路配套服务、广告等	江阴大桥
广西中铁交通高速公路管理有限公司	49.00%	高速公路运营、收费等	广西岑兴高速、山东德商高速

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海外并购方面，2019年12月，公司牵头联合招商局集团旗下海外战略性投资平台招商局联合发展有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、江苏宁沪高速公路股份有限公司、四川成渝高速公路股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司组成投资联合体拟共同收购土耳其伊斯坦布尔第三大桥及北部高速及其运营养护公司51%的股权和股东贷款。伊斯坦布尔是土耳其经济中心城市，伊斯坦布尔第三大桥及北环高速公路横跨博斯布鲁斯海峡，是连接欧亚大陆的唯一陆路货运通道，且紧邻土耳其最大的国际机场，是机场高速公路的重要组成部分。项目进展方面，目前公司已牵头联合体成员与土耳其IC控股集团签约，但本次并购仍需履行中土两国政府部门备案或审批及其他相关手续，中诚信国际将持续关注本次海外并购

进展及其对公司后续运营的影响。

中诚信国际关注到，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020年春运期间，全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；此外，根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。免收费政策对公司投资运营板块的收入规模及投资收益短期内产生了一定不利影响，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后公司投资运营板块的经营状况和盈利能力。

**光伏电站装机容量保持稳定，上网电量保持增长**

截至 2019 年末，公司拥有光伏电站装机容量 293.80MW，权益规模达 279.91MW。光伏发电经营模式为通过太阳能组件发电，再通过接入设备等并网接入电网，电网公司按照国家规定的上网结算电价与光伏发电公司进行结算，光伏发电项目进入国家补贴名单后将获得相应的国家补贴。

电价方面，公司拥有的光伏电站中，江苏徐州丰县晖泽项目上网电价水平较高，为 2.40 元/度，主

要为江苏省单独对可再生能源电价补助。其他项目上网电价分为 0.9 元/度、0.95 元/度、1.0 元/度三类。

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

表 6：截至 2019 年末公司投资经营电站情况（元/度、MW、万元）

电站名称	所在地区	装机容量 (MW)	上网电价 (元/度)	并网日期	投资金额 (亿元)	持股比例 (%)
江苏徐州丰县 23.8MW	江苏	23.80	标杆价: 0.39 补贴价: 2.01	2011.12.25	4.50	50.00
科左后旗 40MW	内蒙古	40.00	标杆价: 0.30 补贴价: 0.70	2013.12.20	3.96	96.68
科左后旗二期 20MW	内蒙古	20.00	标杆价: 0.30 补贴价: 0.65	2014.12.19	1.84	96.68
新疆 110MW	哈密常晖	30.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.65	2014.10.21	10.22	100.00
	吐鲁番协合	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.12.31		100.00
	吐鲁番昱泽	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.12.31		100.00
	吐鲁番中晖	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.11.02		100.00
	伊犁矽美仕	20.00	标杆价: 0.25 补贴价: 0.70	2014.10.31		100.00
宁夏中利 100MW	宁夏	100.00	标杆价: 0.26 补贴价: 0.64	2014.12.23	9.10	100.00
<b>合计</b>		<b>293.80</b>	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

表 7：2017 年~2019 年公司光伏电站运营指标

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**受行业竞争加剧影响，2019 年咨询业务及产品制造业务中标规模有所下降；智慧交通板块业务布局基本完成，收入规模持续增长；招商生态板块处于发展阶段，未来潜力较大**

公司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。受行业竞争加剧等因素影响，2019 年公司咨询业务及产品制造业务中标金额有所下降。工程施工业务呈现一定波动。

**表 8：2017 年~2019 年交通科技板块中标情况（亿元）**

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司智慧交通板块主要包括智慧收费、交通广播、电子发票等三大业务，目前公司智慧交通板块业务布局基本完成。

智慧收费业务方面，公司收费及信息化系统建设业务已覆盖 25 个省市，并已拥有 14 个省份的联网结算中心业务，8 个省份及招商银行的 ETC 升级发行系统业务，共覆盖了 7,053 条 ETC 车道以及 4,800 条 MTC 车道，涵盖了产品研发和工程技术实施；交通广播目前频率已覆盖北京、上海、湖南、湖北等 19 个省市；电子发票平台已实现对我国经营性收费公路业主及 ETC 发行方全覆盖。此外，智慧交通板块还包括智慧城市、智能管养等业务。2019 年招商交科院智慧交通板块中标 65 项，中标金额为 9.43 亿元。

招商生态板块包括水生态修复、土壤修复、生态景观、市政大型综合性景观、旅游公路、环境咨询、绿色建筑等业务。2019 年生态环保板块中标 59 项，中标金额 16,385.50 万元。目前招商生态板块较大项目包括《涪陵西服务区品质提升工程、涪陵西服务区匝道及道路改造工程设计施工总承包》、《重庆市北碚区梁滩河内源整治及清淤工程 EPC 总承包项目》等。目前招商生态业务处于前期开展阶段，对公司营业总收入贡献有限，但随着国家环保力度加大，未来发展潜力较大。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度，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。

### 2019 年投资运营板块毛利率保持稳定，投资收益稳

### 定增长；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司盈利指标短期内受到一定影响。

营业毛利率方面，2019 年以通行费及光伏发电业务为主的投资运营板块整体运营情况平稳，毛利率水平较稳定。受材料成本上升及市场竞争激烈的影响，交通科技板块毛利率持续下降。整体来看，公司毛利率呈现小幅波动。2020 年 1~3 月，公司营业毛利率为 13.52%，受新冠肺炎疫情影响，公司各个业务板块毛利率受收入规模下滑影响均有明显下降。

**表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	7.01	13.01	15.78	3.94
期间费用率(%)	13.13	19.24	19.28	45.32
经营性业务利润	15.91	17.17	19.05	-2.73
投资收益	28.32	32.28	34.44	-4.03
利润总额	44.70	48.70	53.37	-6.82
EBITDA 利润率(%)	108.03	104.55	98.39	--
总资产收益率(%)	7.90	7.72	7.38	-1.49

注：1、2018 年~2020 年 3 月期间费用包括研发费用；2、2020 年一季度总资产收益率指标为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019年公司收购广西中铁高速股权，长期股权投资及总资产规模大幅增长；路产收购提升公司债务规模，短期债务占比上升但整体资本结构稳健，债务压力较小

资产方面，公司资产主要包括货币资金、长期股权投资以及无形资产，公司货币资金保有量充足；长期股权投资主要为对参股高速公路运营公司的投资，2019年大幅增长主要为公司收购广西中铁高速49%股权所致，2020年3月末下降主要系参股路产的投资损失所致。无形资产主要为公司控股路产特许经营权。

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

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

有息债务方面，随着公司对外收购，公司总债务规模及财务杠杆比率较2017年增长明显；2019年以来公司短期债务占比上升但公司债务结构仍以长期债务为主，总体来看，公司资本结构较为稳健。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>651.70</b>	<b>840.84</b>	<b>909.13</b>	<b>928.42</b>
货币资金	70.07	70.55	66.12	56.98
长期股权投资	257.26	281.81	361.16	358.07
无形资产	235.76	394.19	382.60	380.38
<b>总负债</b>	<b>188.09</b>	<b>342.85</b>	<b>369.75</b>	<b>396.78</b>
短期借款	30.25	6.17	25.10	68.62
其他应付款	24.32	12.74	33.38	15.86
长期借款	36.15	172.73	114.95	117.45

应付债券	30.99	61.00	102.87	103.29
<b>所有者权益合计</b>	<b>463.61</b>	<b>497.99</b>	<b>539.38</b>	<b>531.64</b>
未分配利润	75.62	98.98	126.40	119.25
<b>总债务</b>	<b>102.34</b>	<b>251.17</b>	<b>253.91</b>	<b>300.93</b>
短期债务/总债务	0.34	0.07	0.14	0.27
资产负债率（%）	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率（%）	18.08	33.53	32.01	36.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，经营活动现金流规模短期内下降；近年公司投资支出规模较大；部分偿债指标有所弱化，但整体偿债能力仍然较强

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

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司备用流动性较好且融资渠道通畅；无对外担保且涉诉规模可控

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

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在对合并报表范围外公司担保事项。重大未决诉讼或仲裁方面，截至 2020 年 3 月末，与公司相关的诉讼共有 6 起，主要为贸易纠纷、工程纠纷及相邻关系纠纷等，涉案金额规模较小，目前上述案件部分尚待开庭、部分正在审理、部分已审结，中诚信国际将持续关注相关案件的审理进展，但总体来看风险相对可控。

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

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

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 3 月 31 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 外部支持

### 控股股东实力雄厚，对公司业务发展支持力度大

公司控股股东招商局集团是国资委监管的驻港大型中央企业之一，系一家集交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营三大业务板块为一体的大型集团企业，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商蛇口以及招商资本等一批公司，综合实力雄厚。

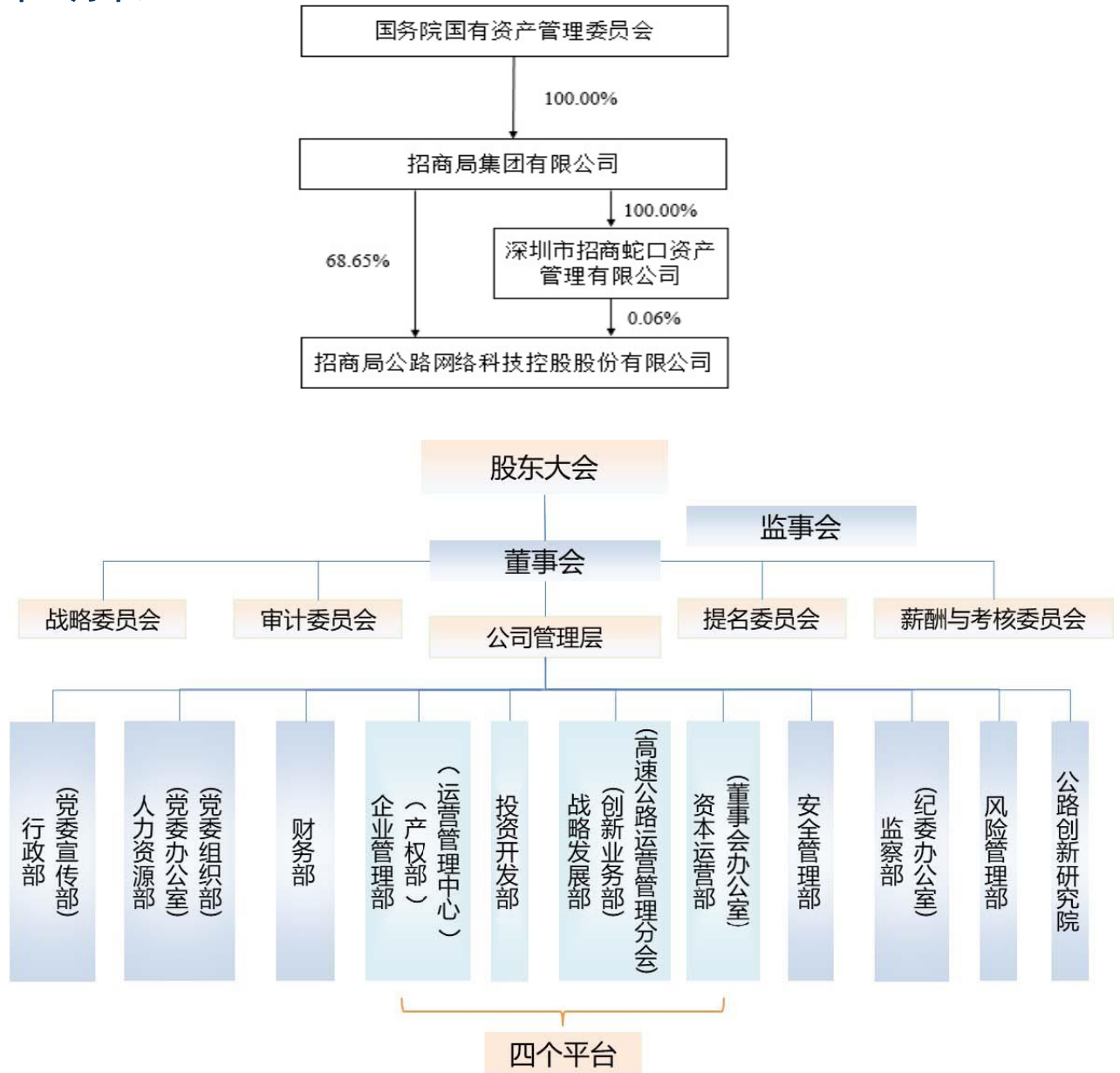
交通运输系招商局集团三大核心主营业务之一，公司作为招商局集团公路运输的重要运营平台，能够在项目资源、业务拓展、资金安排及资本运营等方面得到招商局集团的大力支持。具体来看，招商局集团通过下属子公司在资金借贷及担保

等方面给予公司资金方面的有力支持；同时，公司在进行境内、境外区域扩张时，可以共享招商局集团的业务资源，有助于公司较为快速地实现异地布局及海外事业拓展。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际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“招路转债”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2020年3月末）



资料来源：公司提供

## 附二：招商局公路网络科技控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	700,685.60	705,489.62	661,221.73	569,771.46
应收账款	124,689.53	156,996.47	156,625.16	123,771.04
其他应收款	107,777.76	121,912.04	41,701.29	44,504.09
存货	123,252.40	139,298.76	184,606.13	42,415.49
长期投资	2,648,222.59	2,861,969.87	3,665,259.47	3,633,889.24
在建工程	56,461.05	105,475.79	182,429.64	204,996.15
无形资产	2,357,637.91	3,941,909.84	3,826,049.66	3,803,758.65
总资产	6,517,048.56	8,408,425.37	9,091,320.86	9,284,201.30
其他应付款	243,198.93	127,395.07	411,679.29	242,104.30
短期债务	351,949.33	174,514.97	360,857.13	801,852.29
长期债务	671,407.47	2,337,211.86	2,178,235.32	2,207,421.25
总债务	1,023,356.80	2,511,726.83	2,539,092.46	3,009,273.53
总负债	1,880,936.33	3,428,509.31	3,697,512.62	3,967,830.03
费用化利息支出	29,187.33	88,872.50	112,255.91	33,891.96
资本化利息支出	0.00	136.11	2,263.25	535.38
实收资本	617,821.15	617,821.15	617,821.73	617,822.15
少数股东权益	309,922.30	433,651.11	449,595.08	443,897.98
所有者权益合计	4,636,112.24	4,979,916.06	5,393,808.23	5,316,371.28
营业总收入	534,066.43	675,934.02	818,507.39	86,976.90
经营性业务利润	159,076.27	171,702.70	190,545.48	-27,281.08
投资收益	283,185.99	322,774.94	344,405.85	-40,296.36
净利润	401,891.57	437,105.12	486,519.68	-71,498.89
EBIT	476,227.66	575,865.35	645,930.54	-34,305.60
EBITDA	576,956.16	706,676.95	805,340.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	587,385.62	664,617.14	824,337.59	112,956.67
收到其他与经营活动有关的现金	146,561.12	171,274.36	165,953.38	65,741.69
购买商品、接受劳务支付的现金	166,559.49	195,395.99	237,087.44	42,781.09
支付其他与经营活动有关的现金	142,666.14	112,013.58	114,118.46	60,902.50
吸收投资收到的现金	9,923.53	2,622.00	0.00	0.00
资本支出	57,739.96	76,038.76	83,526.56	28,579.24
经营活动产生现金净流量	297,939.27	368,349.63	430,953.05	24,957.80
投资活动产生现金净流量	60,287.04	-697,058.29	-231,255.48	-550,873.33
筹资活动产生现金净流量	35,249.69	332,278.18	-248,075.12	434,739.05
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	43.72	44.93	42.95	13.52
期间费用率(%)	13.13	19.24	19.28	45.32
应收类款项/总资产(%)	3.82	3.48	2.28	5.35
收现比(X)	1.10	0.98	1.01	1.30
总资产收益率(%)	7.90	7.72	7.38	--
资产负债率(%)	28.86	40.77	40.67	42.74
总资本化比率(%)	18.08	33.53	32.01	36.14
短期债务/总债务(X)	0.34	0.07	0.14	0.27
FFO/总债务(X)	0.30	0.14	0.16	0.03
FFO利息倍数(X)	10.55	3.92	3.57	0.74
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	10.21	4.14	3.76	0.74
总债务/EBITDA(X)	1.77	3.55	3.15	--
EBITDA/短期债务(X)	1.64	4.05	2.23	--
货币资金/短期债务(X)	1.99	4.04	1.83	0.71
EBITDA利息覆盖倍数(X)	19.77	7.94	7.03	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理，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。

### 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。