



招商局公路网络科技控股股份有限公司 2023 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[2023]跟踪 0232 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 24 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”、“招路转债”、“20 招路 Y3”、“21 招路 01”、“21 招路 02”、“22 招商公路 MTN002”和“22 招商公路 MTN003”	AAA
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”）公路投资运营主体地位突出、路产运营效率高、资本结构稳健及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司部分路产周边路段分流影响、面临一定的资本支出压力等因素对其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		
<ul style="list-style-type: none">■ 公司控股、参股路产规模持续增长，公路投资运营主体地位突出■ 具有较强的盈利能力及优质的现金流水平，路产运营效率较高■ 资本结构稳健，银行可使用授信充足，公司作为上市公司，融资渠道畅通		
关注		
<ul style="list-style-type: none">■ 甬台温高速、渝黔高速和鄂东大桥等路产受周边路段的分流影响■ 面临一定的资本支出压力		

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

招商公路（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	940.09	983.21	1,149.30	1,185.55
所有者权益合计（亿元）	597.34	633.21	676.66	691.84
负债合计（亿元）	342.75	350.00	472.64	493.71
调整前总债务（亿元）	258.49	263.59	368.42	399.83
总债务（亿元）	320.01	325.12	429.87	461.58
营业总收入（亿元）	70.69	86.26	82.97	20.26
净利润（亿元）	25.77	55.41	52.52	14.45
EBIT（亿元）	40.07	68.67	58.46	--
EBITDA（亿元）	57.54	88.65	78.31	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	32.16	46.16	38.78	7.18
营业毛利率（%）	34.91	41.45	35.06	39.91
总资产收益率（%）	4.33	7.14	5.48	--
EBIT 利润率（%）	56.69	79.61	70.46	--
资产负债率（%）	36.46	35.60	41.12	41.64
总资本化比率（%）	37.39	36.25	41.13	42.28
总债务/EBITDA（X）	5.56	3.67	5.49	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.48	8.46	6.71	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.11	0.08	--

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 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、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。3、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。4、EBITDA、FFO 相关数据及财务指标与前次已公开数据有差异主要系计算口径变化所致。

评级历史关键信息

招商局公路网络科技控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 招商公路 MTN002 (AAA)	2022/09/01	王昭、钟婷、柯维	中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301_2022_04	阅读全文
AAA/稳定	22 招商公路 MTN003 (AAA)	2022/10/09	王昭、柯维	中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301_2022_04	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较（公司为 2022 年数据，同比公司为 2021 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	495.20	36.50	737.08	37.02	53.63	8.22	4.13
四川成渝	743.98	34.92	469.37	90.95	52.07	7.18	5.21

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，部分利润来源于参股路产投资收益，财务杠杆水平较低。

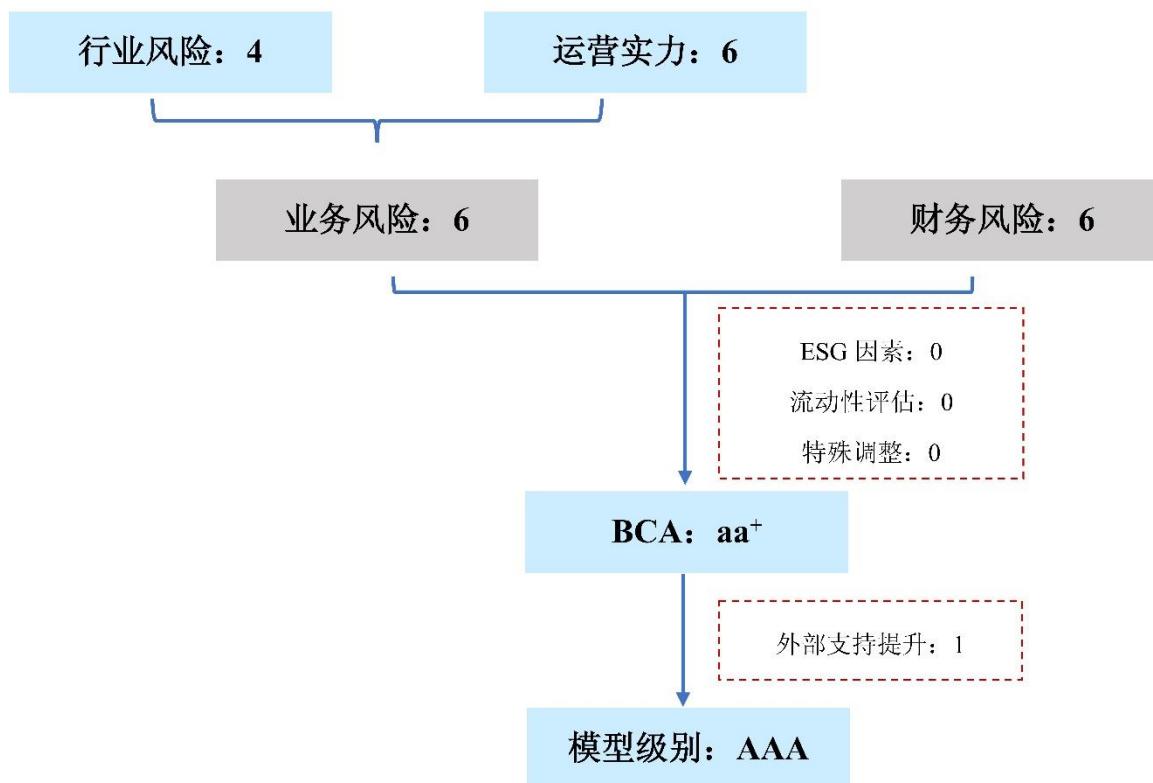
注：1、“越秀交通基建”为“越秀交通基建有限公司”简称，“四川成渝”为“四川成渝高速公路股份有限公司”简称。2、招商公路单公里通行费收入中京台高速通行费收入数据经年化处理后计算。

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
17 招路 02	AAA	AAA	2022/06/01	10.00	10.00	2017/08/07~2027/08/07	--
招路转债	AAA	AAA	2022/06/01	50.00	50.00	2019/03/22~2025/03/22	回售、赎回
20 招路 Y3	AAA	AAA	2022/06/01	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
21 招路 01	AAA	AAA	2022/06/01	18.00	18.00	2021/06/24~2024/06/24	--
21 招路 02	AAA	AAA	2022/06/01	25.00	25.00	2021/07/08~2024/07/08	--
22 招商公路 MTN002	AAA	AAA	2022/09/01	20.00	20.00	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	2022/10/09	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

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(2023_01)



方法论

中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301_2022_04

■ 业务风险：

招商公路属于收费公路运营行业，受政策、区域经济特征影响较大，中国收费公路运营行业风险评估为较低；招商公路是全国性高速公路运营主体，运营路产规模大，区域地位较高，经营竞争环境稳定，路产运营效率处于较高水平，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

招商公路盈利能力恢复至较高水平，整体杠杆水平较低。凭借其较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对招商公路个体基础信用等级无影响，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

■ 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得到招商局集团的大力支持。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。考虑外部支持后，招商公路的模型级别为AAA。

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。

募集资金使用情况

截至 2022 年末，“17 招路 02”、“招路转债”、“20 招路 Y3”、“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，其他债券募集资金均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，公路运输在交通运输体系中仍占主导地位，近年来新增通车里程主要以高速公路为主，结构持续优化，且收入区域差异化将长期存在；短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力

恢复情况较好。此外，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，但公路运输仍是短距离运输的主要方式，在我国交通运输体系中占据主导地位。近年来收费公路通车里程稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化，未来西部地区将成为收费公路路网的建设重心。受宏观经济增速放缓以及收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。在扩大投资、增加内需、促进增长等因素影响下，2021 年公路货运表现出较强的韧性，需求总量整体有所回升，客运需求量延续下降趋势。2022 年前三季度收费公路企业盈利能力恢复情况较好，但毛利率仍不及 2019 年水平；省级交投企业债务规模持续上升，但 EBITDA 对债务利息覆盖能力尚可；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好；随着经济企稳，出行意愿及需求有望得到释放。中长期来看，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

详见《中国收费公路行业展望（2022 年 12 月）》，报告链接
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9630?type=1>

中诚信国际认为，招商公路是全国性高速公路运营主体，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，通过并购京台高速，公司控股路产规模进一步增加；2022 年通行费收入同比有所下降，但路产运营效率仍处于较高水平；此外，交通科技业务、智能交通业务、交通生态业务亦对主业收入形成良好补充。

公司投资经营的路网覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市，且多分布在经济发达、人口密度大的区域，区域经济的增长与人口的流动为其通行费收入持续增长提供了内在驱动力。跟踪期内，在经营性高速企业中，公司投资经营的路产里程仍排名第一，路产多属于主干线，区位优势明显。

公司所投资的路网覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市，管理的收费公路项目共计 26 条，多数分布在东部、中部、西部的枢纽区位及经济较为发达、人口密度较大的区域。区域经济的增长与人口的流动将带动交通需求持续增长，是公司通行费收入持续增长的内在驱动力。

在经营性高速企业中，公司运营路产规模大。截至 2022 年末，公司投资经营的路产总里程达 12,914 公里，在经营性高速公路企业中排名第一。公司权益里程为 3,614 公里，管理里程达 2,008 公里。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。

公司于 2022 年 8 月并购京台高速，对公司路产规模形成较好补充；控股路产短期内无到期压力，且处于相对稳定的竞争环境，具有较强的可持续发展能力。同时，公司参股投资了多家优质收费公路公司，包括 A、H 上市公司 15 家，持续获得一定规模的投资收益。

2022 年 8 月，公司以自有资金 35.60 亿元对廊坊交发高速公路发展有限公司（以下简称“廊坊交发”）¹进行增持，增持后公司持有其 95% 股权，受益于此，2022 年末公司合并范围内控股高速公路项目增至 13 条；同期末，公司收费里程合计 1,025.18 公里，且均为经营性公路。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，公司控股路产短期内无到期压力。

道路分流方面，目前甬台温高速的主要竞争路段为甬台温复线；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。公司部分控股路产受到平行路产一定的分流影响，但整体仍处于相对稳定的竞争环境。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。

表 1：截至 2022 年末公司控股路产情况（公里）

路段名称	起止点	所属路网	收费里程	收购时期	持股比例	收费期限
京津塘高速	北京-塘沽	国高网	137.64	-	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	昌九高速九江县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，途径普益乡、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	-	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	起于重庆市江北童家院子立交，止于綦江县崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037 年
沪渝高速	主线涪陵龙桥互通至绕城东互通；连接线茶店互通至麻柳嘴互通	国高网	84.30	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
京台高速	起点为廊坊市广阳区火头营村，终点为安次区穆家口村；	国高网	146.50	2022.8	52.25%	2021~2046 年
合计	-	-	1,025.18	-	-	-

注：1、表中路产为公司合并范围内的控股路产。2、京津塘高速收费里程受京津塘高速北京段计费起点调整影响，由原本 142.69 公里缩短至 137.64 公里。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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）的贵黄高速于 2020 年 1 月 1 日零时起停止收费，被政府回购。截至 2022 年末，招商公路共投资参股 25 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）。

¹ 廊坊交发主要持有廊坊京台高速公路有限公司 55% 股权，经营京台高速公路廊坊段和廊沧高速公路廊坊段。

表 2：截至 2022 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	16.23%	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

2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，公司控股路产通行费收入同比有所下降；但公司路产运营效率仍在同行业中处于较高水平。京津塘高速改扩建工程有望令公司路产竞争力进一步增强，但仍面临一定的资本支出压力。

高速公路运营是公司的核心业务，2022 年通行费收入占营业总收入的 57.47%。受出行需求萎缩影响，2022 年公司控股路产日均车流量均较上年有所下降，其中京津塘高速日均车流量同比大幅下降约 28.91%。通行费收入方面，2022 年受车流量的下降以及四季度货车通行费减免 10%政策²的双重影响，控股路产通行费收入同比减少 10.88%，其中公司核心路产甬台温高速、沪渝高速、毫阜高速对公司通行费收入贡献分别为 24.46%、10.16%和 9.57%。

盈利能力方面，2020~2022 年，公司控股路产单公里年通行费收入分别为 445.72 万元/公里、605.50 万元/公里和 512.86 万元/公里³，整体路产运营效率在同行业中处于较高水平。其中 2022 年，核心路产甬台温高速单公里通行费收入为 840.02 万元，北仑港高速的单公里通行费收入为 761.14 万元，核心路产盈利能力仍较强。同时，2022 年参股路产仍持续为公司提供可观的投资收益。

表 3：近年来公司控股路产经营情况（万元、辆）

路段名称	2020		2021		2022	
	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	38,821	14,041	49,107	24,341	34,367	17,304
甬台温高速	107,927	29,451	148,088	40,348	116,620	33,863
北仑港高速	31,317	28,930	41,903	39,469	37,311	35,069
九瑞高速	12,139	7,614	16,675	11,611	22,836	15,331
阳平高速	13,704	11,992	19,672	14,823	18,871	14,038
桂阳高速	19,281	12,428	29,910	16,706	28,963	15,636
桂兴高速	23,988	15,298	30,784	18,877	28,091	17,279
灵三高速	6,039	6,284	8,326	8,121	7,624	7,247
鄂东大桥	26,329	18,333	34,919	26,188	27,340	22,009
渝黔高速	42,832	15,683	54,712	20,571	36,314	14,839
沪渝高速	37,829	14,351	53,144	20,113	48,448	17,886

² 2022 年 9 月 28 日，交通运输部、财政部联合发出《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》，称全国收费公路统一对货车通行费再减免 10%，时间为 2022 年 10 月 1 日 0 时起至 12 月 31 日 24 时。

³ 其中京台高速通行费收入数据已经年化处理。

毫阜高速	33,693	10,448	47,860	14,577	45,619	13,304
京台高速	--	--	--	--	24,455	21,852
合计	393,899	184,853	535,100	255,745	476,859	245,657

注：京台高速仅包含 2022 年 9~12 月数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建路产方面，截至 2022 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。该项目投资金额较大，公司将面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2022 年末公司在建项目情况（公里、亿元）

项目名称	建设里程	预算投资额	建设期	资本金占比	截至 2022 年末已投资
京津塘高速公路改扩建工程项目	133.55	173.45	3 年	20%	1.13
合计	133.55	173.45	--	--	1.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交通科技业务、智能交通业务、交通生态业务对主业收入形成良好补充，与主业协同发展形成了公路全产业链生态圈。

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。招商交科拥有甲级资质 11 项，一级施工资质 5 项，培育形成了科研开发、勘察设计、试验检测、咨询监理、工程施工、产品制造、信息服务、设计施工总承包、建设项目管理等主营业务类型。其中咨询产业主要系为工程项目的决策与实施提供全过程技术和管理的服务；工程施工业务主要是作为基建施工总承包单位为业主提供各种类型的工程施工服务。近年来该业务每年中标金额保持增长，其中工程施工业务占比较高。

公司智能交通业务主要包括智慧收费、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，招商新智科技有限公司（以下简称“招商新智”）智慧运营产品线应用里程超过 10,000 公里，智慧收费产品线覆盖全国 14 个省级收费平台，市场范围覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市；央广交通是唯一的国家交通广播，也是国家应急广播的重要组成部分，截至 2022 年，频率已覆盖北京、上海、湖南等 25 个省市地区，全国组网基本完成；行云数聚由公司与交通运输部路网中心联合设立，建设运营全国收费公路行业唯一的通行费增值税电子发票服务平台，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，截至 2022 年平台累计注册用户 2,935 万个。此外，智能交通业务还包括智慧城市、智能管养等业务。2022 年，公司及招商交科共申报专利事项 156 项，获授权专利 203 项。

交通生态业务包括水生态修复、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。其中水土修复业务进一步深耕重庆市场，并向云南、四川、湖北、安徽等区域扩展；传统咨询业务以重庆为核心，向新疆、西藏等区域扩展。2022 年自主创新项目 7 项，研发投入 745 万元。目前交通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。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受通行车流量下降影响，公司盈利能力指标虽有所下降，但仍保持较好水平；

受经营规模扩大影响，总资产规模随之扩大。总体来看，公司债务期限结构较优，整体财务杠杆水平较低，凭借其较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接，偿债能力保持在较好水平。

跟踪期内，公司利润总额主要来自经营性收入及参股路产产生的投资收益，受通行车流量下降影响，2022 年公司利润总额及相关盈利指标有所回落，但仍保持较好水平。

通行车流量减少导致公司 2022 年营业总收入同比小幅下降 3.81%，毛利率下降至 35.06%。投资运营业务的收入来源主要为通行费收入，受公司路网通行量下降及四季度货车减免通行费综合影响，2022 年投资运营业务收入同比下降 11.75%；由于高速公路执行统一收费标准，运营成本波动不大，毛利率主要取决于通行车流量，故当期毛利率亦下降。2022 年，交通科技业务、智能交通业务、交通生态业务收入规模均持续增长。公司期间费用控制较好，2022 年期间费用率有所增长但整体仍处于合理水平。2022 年，投资收益仍是公司最大的利润来源，公司参股路产盈利水平较强、覆盖区域广且较为分散，能够提供持续的投资收益。资产减值、公允价值变动及营业外损益等对公司利润影响很小。整体来看，经营性业务利润和投资收益是利润总额的主要组成部分。受通行车流量减少影响，2022 年公司利润总额及相关盈利指标有所回落，但仍高于 2020 年水平。2023 年一季度，得益于客货运需求的恢复，公司营业收入及毛利率均同比回升，投资收益同比大幅增长 35.01%。

表 5：近年来公司主要业务收入和毛利率构成（亿元、%）

营业收入	2020	2021	2022	2023.1-3
投资运营	44.71	58.23	51.39	17.76
交通科技	16.18	16.70	18.76	3.04
智能交通	7.85	8.95	10.13	0.99
交通生态	1.95	2.38	2.69	0.47
合计	70.69	86.26	82.97	20.26
营业毛利率	2020	2021	2022	2023.1-3
投资运营	45.75	53.49	46.61	46.43
交通科技	12.92	13.16	15.17	15.52
智能交通	22.32	22.95	18.83	10.97
交通生态	19.49	14.89	14.07	11.12
合计	34.91	41.45	35.06	39.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元，X、%）

	2020	2021	2022	2023.1-3
期间费用率	22.49	18.05	20.49	22.72
经营性业务利润	8.99	20.34	12.44	3.51
投资收益	19.52	39.49	34.63	11.79
利润总额	30.90	59.39	56.13	15.40
EBITDA	57.54	88.65	78.31	--
总资产收益率	4.33	7.14	5.48	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受经营规模扩大影响，期末总资产规模上升。债务期限结构较优，整体财务杠杆水平较低。

2022 年随着公司完成对廊坊交发及中国抽纱品进出口（集团）有限公司（以下简称“抽纱公司”）

⁴的收购，合并范围有所扩大，总资产规模随之大幅上升。公司资产以非流动资产为主，无形资产主要为收费公路特许经营权，长期股权投资随参股路产利润积累而逐年增长。公司货币资金保持较大规模，能够满足日常经营需求。

公司负债以有息债务为主，融资方式包括银行借款与发行债券直接融资。2022 年公司新增债券导致总债务规模增长。债务结构方面，长期债务占比较高，短期偿债压力较小。此外，随着招商交科院业务发展，公司对工程建筑企业的应付账款保持在一定规模。

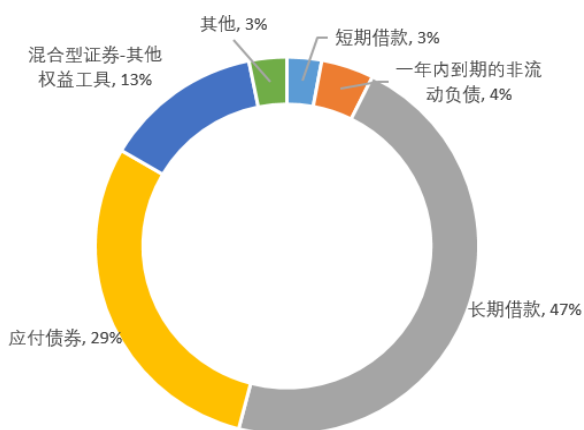
权益结构方面，公司少数股东权益占比较低，所有者权益稳步上升。较强的盈利能力为公司未分配利润的逐年增长提供较好支撑，整体杠杆水平较低。2023 年 3 月末，总资产及总债务规模小幅上升，主要系新增长期股权投资及新增长期借款所致，公司整体资本结构保持稳健。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元，X，%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	67.98	63.92	43.75	66.30
长期股权投资	381.89	423.83	466.99	484.54
无形资产	391.88	375.72	515.37	510.36
非流动资产/资产总额	88.39	88.17	89.49	90.22
总资产	940.09	983.21	1,149.30	1,185.55
所有者权益	597.34	633.21	676.66	691.84
应付账款	17.15	18.14	19.75	18.01
总债务	320.01	325.12	429.87	461.58
其中：混合型证券-其他权益工具	61.52	61.52	61.45	61.75
短期债务/总债务	21.00	25.66	10.20	10.81
总资本化比率	37.39	36.25	41.13	42.28

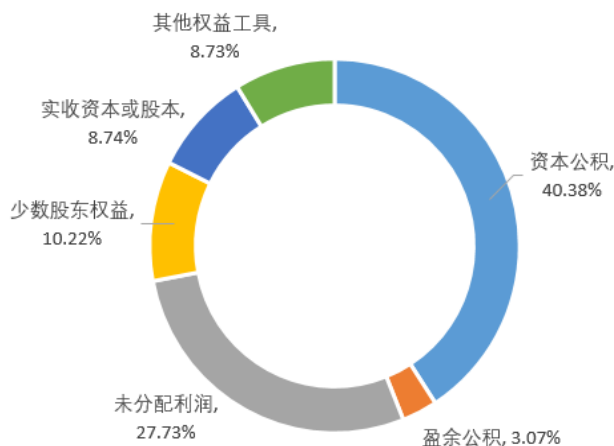
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营现金流水平良好，获现能力较强，债务规模虽增长，但公司凭借其较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力保持在较好水平。

⁴ 公司于 2022 年 11 月 21 日与中国工艺集团有限公司签订产权交易合同，约定以 67,309.36 万元的股权对价购买其持有的抽纱公司 100% 股权，并承接相应债务。2022 年 12 月 31 日，本公司完成对抽纱公司的交割，取得抽纱公司控制权，将其纳入合并范围。

公司经营获现能力很强，2022 年受通行费收入下降影响，经营活动现金流虽仍呈大幅净流入态势，但净流入规模有所下滑。投资活动方面，2022 年公司并购廊坊交发项目、抽纱公司项目及增持沪杭甬高速⁵导致现金流出较大，投资活动现金流仍呈净流出态势。2022 年公司筹资活动仍呈净流出态势，主要系归还到期超短融、公司债以及项目公司债务置换等现金流出较大。公司凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接。

2022 年公司债务规模有所增长，短期债务占比大幅下降至 10.20%。受益于较好的经营获现能力，经营活动净现金流对利息的覆盖能力维持在较好水平。EBITDA 和 FFO 较上年均有所下降，对债务本息的覆盖能力略有下滑，但整体偿债指标仍处于较好水平。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流/利息支出	2.51	4.41	4.27	--
EBITDA 利息保障倍数	4.48	8.46	6.71	--
FFO/总债务	0.07	0.11	0.08	--
总债务/EBITDA	5.56	3.67	5.49	--
货币等价物/短期债务	1.01	0.77	1.01	1.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 12 月末，公司受限资产合计为 331.23 亿元，占当期末总资产的 28.82%。受限资产主要为银行贷款质押的公路收费权。

或有负债方面，截至 2023 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 2022 年 12 月末，与公司相关的诉讼共有 4 起，主要为建设工程合同纠纷，涉案金额规模较小，目前上述案件均在审理中，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 2023 年 2 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⁶

假设

- 2023 年公司各路产运行情况平稳，受益于需求恢复通行费收入较 2022 年有所增长。
- 2023 年公司无重大并购或出售项目。
- 2023 年预计在建项目资金融资主要通过债务融资方式，债务规模或将继续扩张。

预测

⁵ 截至 2022 年 12 月末，招商公路累计持有沪杭甬高速 H 股约 26,371 万股，持股比例占其总股本的 6.072%，将会计核算方法由原以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产变更为以权益法核算之长期股权投资-对联营企业投资。2022 年支付沪杭甬高速增持款 11 亿元。

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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人的未来实际经营情况可能存在差异。

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	36.25	41.13	38.50~41.00
总债务/EBITDA	3.67	5.68	5.00~5.50

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司经营获现能力强，现金及等价物储备较充足，未使用银行授信充足，债务集中偿付压力可控。

公司收现能力较强，经营活动净现金流保持在较好水平。2022 年 12 月末公司账面货币资金为 43.75 亿元，其中受限占比为 0.89%。截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 404.47 亿元，其中尚未使用额度为 135.60 亿元，备用流动性均较充足。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。同时，公司为深交所上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

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。2023 年 3 月末，公司短期债务余额为 49.90 亿元。2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 40.05 亿元，公司短期债务占比低，集中到期压力总体可控。总体来看，公司流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司积极布局生态业务，坚持绿色发展；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司交通生态业务的发展战略是进行绿色低碳技术及装备的研发，开展智慧水务等领域的技术研究，拓展土壤修复终端、固废资源化利用中心、无废城市运营等业务。2021 年，山地城镇水环境氮污染“源-迁-汇”协同治理关键技术研究与应用获得重庆市科学技术奖进步三等奖。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高。

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。公司战略方面，招商公路立足“中国领先的交通科技基础设施投资管理服务商”的战略目标，将坚持稳中求进的工作总基调，坚定不移按照“一路一赛道”的发展策略，坚持稳字当头，稳中求进，守正创新，着力打造行业领先的“基础设施投资管理平台”。

外部支持

⁷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。

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。

同行业比较

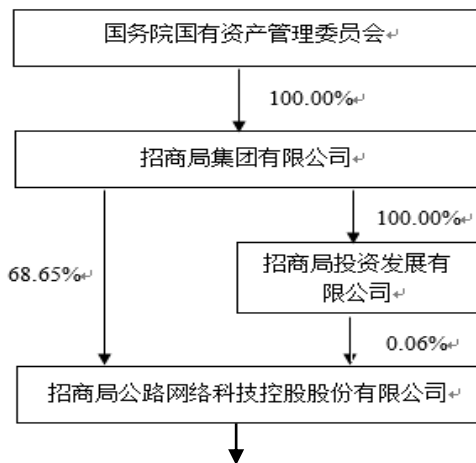
中诚信国际选取了越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通基建”）和四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“四川成渝”）作为招商公路的可比公司，上述三家公司均为运营类高速公路行业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，区域经济发展程度方面，与四川成渝相比，公司全国跨区域战略布局的优势明显，与越秀交通基建相比，公司路产所在区域的经济发达程度相对较高，整体应对风险能力较强。区域地位方面，公司路产规模大，多处于主干线，具有一定的区域优势。路产竞争力方面，上述三家企业控股路产在短期均无到期压力，处于较稳定的经营环境。通行费收入方面，公司控股路产通行费收入规模较大，且参股路产带来的投资收益对公司整体利润贡献较大。路产运营效率方面，公司路产多为国高网及主干线，单公里盈利能力较强。此外，公司财务杠杆水平低于同行业平均水平，对外并购及资产扩张仍有较大空间。

评级结论

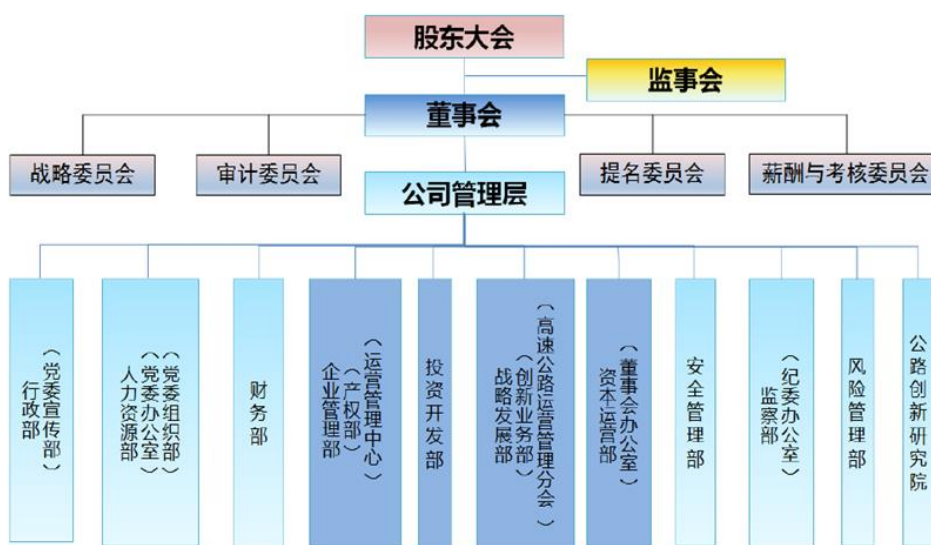
综上所述，中诚信国际维持招商局公路网络科技控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 招路 02”、“招路转债”、“20 招路 Y3”、“21 招路 01”、“21 招路 02”、“22 招商公路 MTN002”和“22 招商公路 MTN003”的信用等级为 **AAA**。

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 2022 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
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
中国抽纱品进出口（集团）有限公司	全资子公司	100.00

注：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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	679,769.75	639,183.31	437,519.10	663,027.29
应收账款	119,522.79	139,637.85	176,695.99	170,722.72
其他应收款	49,025.24	135,325.25	62,602.66	68,847.11
存货	27,909.86	21,684.07	31,083.49	40,653.06
长期投资	3,825,592.31	4,295,687.41	4,684,143.05	4,863,132.73
固定资产	131,083.63	122,284.37	114,057.38	109,327.95
在建工程	55,626.89	6,210.10	149,174.36	148,157.76
无形资产	3,918,844.23	3,757,172.94	5,153,657.37	5,103,576.35
资产总计	9,400,917.48	9,832,077.50	11,493,028.02	11,855,462.66
其他应付款	97,881.12	59,974.67	201,202.19	129,727.01
短期债务	671,911.76	834,376.27	438,331.82	498,986.75
长期债务	2,528,197.58	2,416,774.38	3,860,413.65	4,116,856.56
总债务 (调整前)	2,584,884.35	2,635,925.98	3,684,246.38	3,998,321.87
总债务	3,200,109.33	3,251,150.65	4,298,745.47	4,615,843.30
净债务	2,520,339.59	2,611,967.34	3,861,226.38	3,952,816.01
负债合计	3,427,544.34	3,500,011.71	4,726,436.49	4,937,092.83
所有者权益合计	5,973,373.14	6,332,065.79	6,766,591.52	6,918,369.83
利息支出	128,333.65	104,744.68	116,712.59	32,860.74
营业总收入	706,891.87	862,603.16	829,709.00	202,599.07
经营性业务利润	89,920.37	203,420.69	124,372.66	35,140.86
投资收益	195,215.95	394,864.42	346,277.11	117,907.00
净利润	257,730.71	554,115.92	525,203.86	144,521.28
EBIT	400,748.60	686,730.13	584,574.11	--
EBITDA	575,420.92	882,793.47	783,104.44	--
经营活动产生的现金流量净额	321,627.26	461,625.31	387,805.28	71,756.78
投资活动产生的现金流量净额	-491,630.03	-241,478.41	-418,942.13	-58,174.21
筹资活动产生的现金流量净额	188,748.64	-258,598.44	-172,885.61	213,196.82
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率 (%)	34.91	41.45	35.06	39.91
期间费用率 (%)	22.49	18.05	20.49	22.72
EBIT 利润率 (%)	56.69	79.61	70.46	--
总资产收益率 (%)	4.33	7.14	5.48	--
流动比率 (X)	0.99	1.19	1.24	1.25
速动比率 (X)	0.96	1.17	1.21	1.21
存货周转率 (X)	4.33	20.37	20.42	13.58*
应收账款周转率 (X)	5.12	6.66	5.25	4.67*
资产负债率 (%)	36.46	35.60	41.12	41.64
总资本化比率 (%)	37.39	36.25	41.13	42.28
短期债务/总债务 (%)	21.00	25.66	10.20	10.81
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.06	0.11	0.06	0.04*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.29	0.43	0.59	0.35*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.51	4.41	3.32	--
总债务/EBITDA (X)	5.56	3.67	5.49	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.86	1.06	1.79	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	4.48	8.46	6.71	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.12	6.56	5.01	--
FFO/总债务 (X)	0.07	0.11	0.08	--

注：1、2023 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；3、EBITDA、FFO 相关数据及财务指标与前次已公开数据有差异主要系计算口径变化所致；4、“--”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/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	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)
	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
偿债能力	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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	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。



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