

跟踪评级公告

联合[2017] 666号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09嘉高投债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年五月十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

嘉兴市高等级公路投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 嘉高投债	10 亿元	2009/12/2-2019/12/2	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2017 年 5 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	16.32	18.31	10.38
资产总额(亿元)	324.48	349.38	350.75
所有者权益(亿元)	142.48	149.58	167.97
短期债务(亿元)	22.95	47.93	18.99
长期债务(亿元)	134.11	125.66	142.55
全部债务(亿元)	157.06	173.59	161.54
调整后全部债务(亿元)	167.05	185.79	168.54
营业收入(亿元)	17.28	15.42	16.07
利润总额(亿元)	1.20	0.87	2.40
EBITDA(亿元)	12.29	11.03	10.83
经营性净现金流(亿元)	4.11	-3.74	19.55
营业利润率(%)	7.93	21.30	24.57
净资产收益率(%)	0.55	0.80	1.37
资产负债率(%)	56.09	57.19	52.11
全部债务资本化比率(%)	52.43	53.71	49.02
调整后全部债务资本化比率(%)	53.97	55.40	50.09
流动比率(%)	500.89	318.33	671.04
经营现金流动负债比(%)	10.10	-5.58	62.26
全部债务/EBITDA(倍)	12.78	15.74	14.92
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.59	16.84	15.56

EBITDA 利息倍数(亿元) 1.51 1.30 1.55
 注：其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款计入长期债务；调整后全部债务=全部债务+融资租赁款+短期融资券。

分析师

文 中 张 建 飞

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，近年持续得到嘉兴市政府在财政资金补贴、股权划转等方面的支持，具有较强的区域垄断优势；公司通行费收入稳定增加，2016 年受益于政府债务置换支持，债务结构改善，整体债务负担减轻，所有者权益稳定性较好。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司其他应收款对公司资金形成较大占用、财务费用对利润影响大、担保比率较高等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来随着区域经济不断发展、公司在建高速公路陆续通车及周边路网的持续完善，公司收入及利润规模有望进一步增长。“09 嘉高投债”（以下简称“本期债券”）由嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“嘉城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；嘉兴市政府为本期债券建立了“专项偿债基金”，通过财政补贴形式偿还本期债券利息，同时嘉兴市政府将在本期债券存续期的第 10 年以不少于 10 亿元资金回购嘉兴至绍兴跨江通道项目，嘉兴市财政实力较强，上述专项偿债基金安排对本期债券本息保障强。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09 嘉高投债”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 嘉兴市经济稳定增长，财政实力增强。
2. 公司作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，跟踪期内持续获取政府在财政补贴、资产划转等方面的支持。2016 年，公司获得政府债务置换支持，债务规模有所减少，债务结构改善。

3. 嘉城集团对“09 嘉高投债”提供全额无条件不可撤销的连带责任担保和嘉兴市政府为本期债券设立专项偿债基金增信机制，对本期债券的保障能力强。

关注

1. 公司其他应收款规模持续加大，对资金形成较大占用，资产流动性偏弱。
2. 公司财务费用对利润影响大，利润总额对政府补助依赖性强。
3. 公司担保比率较高，被担保方无反担保措施，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与嘉兴市高等级公路投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与嘉兴市高等级公路投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因嘉兴市高等级公路投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由嘉兴市高等级公路投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

嘉兴市高等级公路投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用及存续期内“09嘉高投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”或“公司”），系经嘉兴市人民政府“嘉政发[1998]57号文”批准，于1998年5月注册成立的国有企业，初始注册资本为1.05亿元。继多次增资后，2012年公司新增注册资本8000万元，系根据2011年12月“嘉国资资产[2011]205号文件”，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）以土地使用权5000万元及货币3000万元对公司增资。截至2016年底，公司注册资本为11.13亿元；交投集团为公司控股股东，对公司持股比例为86.72%，其余股东分别为嘉兴市南湖区交通建设投资有限公司（持股5.66%）、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司（持股4.33%）、平湖市国有资产经营有限公司（持股1.22%）、海盐县国有资产经营有限公司（持股0.86%）、桐乡市城市建设投资有限公司（持股0.63%）、嘉善县国有资产投资有限公司（持股0.58%）。公司控股股东交投集团为国有独资公司，嘉兴市国有资产管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）是其唯一股东，公司实际控制人为嘉兴市国资委。

公司主要从事高等级公路建设、投资、管理及公路沿线配套设施和房地产开发；受交投集团委托收储开发交投集团已取得的土地。

截至2016年底，公司下设投资融资部、深化改革办公室、财务管理中心、工程管理部、安全营运管理部、党群人事部、办公室等10个

职能部门；公司合并口径直接及间接拥有17家控股子公司。

截至2016年底，公司资产总额350.75亿元，所有者权益167.97亿元（少数股东权益36.55亿元）；2016年，公司实现营业收入16.07亿元，利润总额2.40亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖大道902号1幢三号楼310室；法定代表人：沈兰冠。

三、债券募集资金使用情况

公司于2009年12月2日发行10亿元的固定利率企业债“09嘉高投债”，债券期限为10年，同时附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权；该债券在存续期间采用“5+5”利率方案，即存续期前五年票面年利率为6.20%且保持不变，存续期的第五年末公司可上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上调基点，在债券存续期后五年固定不变。2014年底为“09嘉高投债”存续期第五年末，公司未上调票面利率，投资者要求赎回的1.30亿元转售给西南证券公司，票面利率仍为6.20%。

“09嘉高投债”存续规模和票面利率未发生变化。

“09嘉高投债”募集资金全部用于嘉兴至绍兴高速公路（跨江通道）（即“嘉绍高速”）北岸接线建设项目。该项目建设期为2009~2013年，计划总投资60.04亿元，截至2016年底，项目已完成全部投资，募集资金10亿元已全部使用完毕。

整体看，“09嘉高投债”募集资金使用规范，募投项目工程进度完成较好，已建成通车。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础

设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增

速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路发展

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。截至2015年底，全国公路总里程457.73万公里，比上年末增加11.34万公里。全国高速公路里程12.35万公里，比上年末增加1.16万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.70%；高速公路总里程居世界第二位。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年

完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2016年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量156.30亿人、旅客周转量10294.80亿人公里，比上年分别下降3.5%和4.2%。全国营业性货运车辆完成货运量336.30亿吨、货物周转量61211.00亿吨公里，比上年分别增长6.8%和5.6%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运依旧保持了较为稳健的增长。

高速公路行业政策

中国现有公路网中，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。随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一

类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策；明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限；经营性公路实行特许经营制度，经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信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。

高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

2. 区域经济环境

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，东临上海、西南连杭州、北部与苏州相接，与三大城市形成了一小时交通圈，铁路、公路、水路四通八达，是长江三角洲的重要城市之一，区域经济发达。

近年嘉兴市经济总体保持较快的增长态势，综合实力逐年增强。2016年，嘉兴市经济综合实力稳定增长，全市生产总值（GDP）3760.12亿元，同比增长7.0%。其中第一产业增加值143.85亿元，增长0.9%，第二产业增加值1911.57亿元，增长5.7%，第三产业增加值1704.70亿元，增长9.1%，三次产业结构调整为3.8:50.9:45.3。全市工业增加值1727.09亿元，增长6.1%。其中，规模以上工业增加值1543.70亿元，同比增长5.9%。全市规模以上工业企业实现利税总额761.76亿元，增长17.5%，其中利润总额495.72亿元，增长25.9%。

固定资产投资方面，2016年嘉兴市全年完成固定资产投资2790.16亿元，同比增长11.0%。

其中，基础设施投资 620.27 亿元，同比增长 17.7%；交通基础设施完成投资 80.8 亿元，完成计划投资的 155.4%，为上年的 115.1%，增长 10 亿余元，主要集中在高速公路，国省道、县道等主干线公路，以及水运建设等交通基础设施。其中，高速公路完成 17 亿元，国省道、县道及其他交通建设项目完成 35.7 亿元，交通站场完成 1.9 亿元，水运建设完成 26.2 亿元。

近年嘉兴市地方财力持续增长，2016 年嘉兴市地方综合财力 673.37 亿元，同比增长 5.2%；其中公共财政预算收入 387.93 亿元，同比增长 10.4%。全市公共财政预算支出 442.19 亿元，同比增长 4.1%。

根据《嘉兴市综合交通体系规划（2014-2020）》，嘉兴市未来在公路规划方面：

（1）构建“三纵三横三连”的高速公路主骨架。三纵：南通-苏州-宁波高速（嘉兴段），嘉绍通道，钱江通道；三横：杭浦高速，沪杭高速，申嘉湖（杭）高速；三连：杭州绕城高速公路海宁段，嘉兴乍浦高速，沪杭枫亭高速公路。

（2）规划形成“一环三横六纵四射两连”的干线公路网。“一环”指：嘉兴主城区三环。“三横”指：规划省道嘉善至诸暨公路嘉兴段、国道 320(G320)、丹东至东兴（G228）接新 01 省道。“六纵”指：嘉善至象山（S202）接杭州至平湖（G525）；嘉善至鄞州公路嘉兴段；秀洲（王江泾）至海盐（南北湖）公路；规划国道 G524 常熟至海宁公路嘉兴段；桐乡至莲都公路嘉兴段；崇新线+桐德公路（南起钱塘江边，经长安至崇福，接线桐德一级公路至桐乡河山与德清新市交界）。“四射”指：嘉湖公路、嘉桐公路、嘉善第三通道、平湖至安吉公路嘉兴段。“两连”指：海盐至安吉公路嘉兴段（盐湖公路）、平湖至瑞安公路嘉兴段。（3）建设嘉兴市区至市域内各县市“一主多辅”通道。（4）规划 G320 国道改线。

总体看，跟踪期内，嘉兴市经济发展整体形势较好，综合实力持续增强，固定资产投资稳定增长，交通基础设施投资快速增长；未来

公路建设规划能为公司业务发展提供充足项目储备，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至2016年底，公司注册资本11.13亿元，其中交投集团持股86.72%，为公司控股股东；交投集团为嘉兴市国资委下属的国有独资公司，公司实际控制人为嘉兴市国资委。

2. 政府支持

公司在嘉兴市内高速公路经营领域具有区域垄断优势，作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，跟踪期内，公司持续得到嘉兴市政府在财政资金补贴、股权划转、存量债务置换等方面的支持。

嘉兴市政府为确保市交通基础设施建设顺利进行，缓解公司还贷压力，持续拨付公司政府补贴。2015和2016年，公司收到计入营业外收入的政府补助分别为6.02亿元和4.56亿元。

2015年，根据嘉兴市国资委嘉国资资产[2015]185号文，同意将嘉兴市交通投资集团有限责任公司持有的嘉兴市沪杭高铁客专线投资开发有限公司25%股权计50029.50万元无偿划转给公司持有，增加公司资本公积。

2016年5月，根据嘉兴市人民政府文件《关于给予嘉兴市高等级公路投资有限公司相关政策性支持的函》，为保证公司资金稳定，①每年根据公司经营情况，安排适当的政府补助资金予以支持；②若公司债务出现风险时，由市政府统筹安排资金予以偿还；③在整合市级国有资产时，市政府将优先考虑给予公司优质资产注入。

2016年10月，根据嘉财债置【2016】1号和10号文件、嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会和嘉兴市财政局联合发布的嘉国资【2016】89号《关于地方政府存量债务账户处理的函》，公司子公司嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限公司12亿元债务进行政府债务置

换。债务置换后，债务人由公司子公司嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司变更为政府财政部门，按现行企业会计准则相关规定，从负债方调整至所有者权益方，本期债务置换12亿元，按照公司持有子公司51%股权比例计算，增加资本公积6.12亿元，其余5.88亿元增加少数股东权益。

七、管理分析

跟踪期内，公司就部门设置及其职能进行部分调整：将原征迁环保部、合同管理部、工程技术管理部合并为工程管理部；将原投资发展部、资本运营部合并为投资融资部；新设立经营管理部和深化改革办公室。其他部门及职能未发生变更，所涉及调整部门职能如下：

工程管理部：负责工程项目技术、质量、进度、合同、投资控制及竣工验收等工作；负责招投标和合同管理工作；负责工程项目征迁环保管理工作等。

投资融资部：负责编制发展规划和年度投融资计划；负责对外投资的管理工作；负责投资项目前期立项审批工作；负责资产证券化和股份制改造等工作。

经营管理部：负责生产经营和资产资源的综合管理工作；负责所属公司经营目标责任制考核工作；负责资产资源的开发利用等工作。

深化改革办公室：主要负责为公司改革发展提供意见及建议；审核公司改革方案等。

跟踪期内，公司在管理制度及高管人员等

方面无重大变化。

总体看，跟踪期内，公司部门设置调整主要是适应改革发展需要，有助于提高工作效率，降低管理成本。

八、经营分析

2016年，受通行费收入增加影响，公司营业收入规模同比增长4.22%至16.07亿元。收入构成方面，公司实现通行费收入5.84亿元，同比增长17.27%，收入占比进一步提升至37.24%，主要系跟踪期内杭州湾跨海大桥北接线一期和嘉绍高速北接线车流量均有所提升；公司实现运输收入1.58亿元，同比下降5.39%，主要受高铁分流等因素影响；实现商品销售7.36亿元，较上年下降3.80%，主要受成品油市场价格波动影响，但仍是公司收入的重要组成部分，占比为46.92%。公司主营业务中其他业务收入主要为高速公路广告牌租赁收入、培训收入、旅游收入和工程收入，整体占比较小。

毛利率方面，2016年，公司整体毛利率为25.12%，较上年提升3.14个百分点；其中，主营业务毛利率25.32%，较2015年提升4.1个百分点，主要系油价下行致使运输成本下降，使得运输收入毛利率上升所致。2016年，公司通行费收入增速快于成本增速，使得通行费收入毛利率上升1.09个百分点；商品销售业务受油价下行影响，收入下降，毛利率由上年的8.10%降至6.38%。

表1 公司营业收入分板块情况（单位：亿元、%）

行业种类	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务									
通行费收入	4.81	28.68	20.33	4.98	33.21	61.96	5.84	37.24	63.05
运输收入	1.76	10.47	-18.82	1.67	11.14	-33.92	1.58	10.05	-9.32
商品销售	9.44	56.29	3.91	7.65	50.93	8.10	7.36	46.92	6.38
其他	0.77	4.56	10.14	0.71	4.72	6.28	0.91	5.79	-4.72
主营业务合计	16.78	100.00	6.52	15.01	100.00	21.22	15.68	100.00	25.32

其他业务	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	0.50	100.00	77.31	0.41	100.00	50.07	0.39	100.00	16.73
其他业务合计	0.50	100.00	77.31	0.41	100.00	50.07	0.39	100.00	16.73
营业收入合计	17.28	--	8.57	15.42	--	21.98	16.07	--	25.12

资料来源：公司审计报告

公路建设与运营板块

公司高等级公路建设与运营板块主要由公司本部、嘉兴市杭州湾跨海大桥开发公司（以下简称“杭州湾公司”）、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发公司（以下简称“嘉绍高速公司”）和嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（以下简称

“嘉萧高速公司”）运营。截至2016年底，公司控股高速公路包括杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍高速北接线和钱江通道北接线一期，均已通车运营，参股高速公路包括杭浦高速项目，联营高速包括嘉绍跨江大桥。

表2 截至2016年底公司已通车控股路产情况（单位：公里）

路段名称	里程	通车时间	公路性质	收费权期限	收费批文号
杭州湾跨海大桥北接线一期	24.79	2008.01	经营性	25年	浙政办函[2007]63号
07省道	45.60	2007.05	经营性	25年	浙政办函[2008]49号
嘉绍高速北接线	43.26	2013.07	政府还贷	15年	浙政办函[2013]56号
钱江通道北接线一期	11.40	2014.04	经营性	25年	浙政办函[2014]29号

资料来源：公司提供

（1）控股路产

控股高速公路中杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，一期全长24.785公里，于2008年建成通车，苏通大桥和杭州湾跨海大桥于同年4月和5月相继建成通车，杭州湾跨海大桥建成后缩短宁波至上海间的陆路距离120公里，是国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。2016年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量2.88万辆/日，实现通行费收入1.13亿元，较2015年运营有所改善。

07省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于2007年5月完工通车，于2012年划转至公司。公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，交通局每年返还给公司上年最后一季度以及当年前三季度的通行费收入，2014年以前公司每年通行

费收入未全部返还，2014年公司通行费收入包括以往年度全部未返还的收入以及当年应返还的全部收入，预计2014以后每年收入都能全部返还。2014年实现通行费收入0.64亿元，其中当年实现的收入为0.18亿元，2015年和2016年分别实现实现通行费收入0.21亿元、0.34亿元。

嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003-2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足杭州湾南北两岸往来交通需求。嘉绍高速分为嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥和嘉绍高速南接线。其中，公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市。全长43.26公里，双向八车道，总投资概算60.04亿元，于

2013年7月建成通车，2013年以评估价值由在建工程转入固定资产。2016年，嘉绍高速北接线实现日均车流量5.38万辆/日，实现通行费收入4.35亿元，随着通车时间的增加，两项运营指标均实现同比增长。2015年，嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，而且嘉绍高速北接线实现大额通行费收入，因此财政不再予以补贴，政府支持有所减弱。

钱江通道北接线一期于2014年4月建成通车，但通车里程较短，仅为1.1公里，2015~2016年通行费收入分别为116.75万元和202.41万元。

总体来看，跟踪期内，公司控股路产车流量及通行费收入均逐年稳步增长，杭州湾跨海大桥北接线一期和嘉绍高速北接线为公司通行

费收入的主要来源，近年运营情况均稳步提升。

(2) 参股及联营路产

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（以下简称“嘉绍跨江大桥公司”）联营的路产，公司持股比例20%，2015年、2016年取得的投资收益分别为1.38亿元、0.80亿元。

公司参股杭浦高速项目，占运营单位权益18.2%。杭浦高速公路全长112.5公里，为国家高速公路网南通至嘉兴的重要组成部分。2016年，杭浦高速车流量和通行费收入均同比上升，日均车流量2.42万辆/日，实现通行费收入4.50亿元。

表3 公司控股、参股高速公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

公路名称	通行费收入			车流量		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
杭州湾北岸连接线一期（控股）	10316.00	10690.97	11280.81	25611	26810	28783
07省道（控股）	6420.13	2115.06	3394.94	15739	16144	17423
嘉绍高速北接线（控股）	31373.00	36926.90	43526.21	35856	43691	53790
钱江通道北接线一期（控股）	98.17	116.75	202.41	5311	6761	10056
杭浦高速（参股）	38997.63	44090.53	45035.93	20413	23211	24208

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司公路收费标准未发生变化。由于公司运营路段通车时间较短，且营运至今未发现路面重大损毁现象，故公司公路养护费用支出压力较小。

在建道路方面，目前公司主要在建高速公路项目两个：钱江通道北接线一期（即嘉绍高速）和杭州湾跨海大桥北接线二期。公司在建

项目总投资合计77.12亿元，截至2016年底累计完成投资26.87亿元，公司主要通过自筹及政府补助解决建设资金需求，未来投资规模大，公司存在较大融资压力。

总体来看，跟踪期内，公司控股、参股路产运营情况良好，板块盈利能力增强。

表4 截至2016年底公司在建高速公路投资情况（单位：亿元、公里）

项目名称	投资概算	建设期	通车里程	资本金（自筹）	2016年底已投资
钱江通道北接线一期	21.18	2011~2020	11.40	7.41	9.44
杭州湾跨海大桥北接线二期	55.94	2016~2019	27.55	19.58	17.43
合计	77.12	--	38.95	26.99	26.87

资料来源：公司提供

运输业务板块

公司运输业务主要为其全资子公司嘉兴市

国鸿（集团）有限责任公司（以下简称“国鸿公司”）的客运业务。

公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通，其中长途客运业务收入占比在90%以上。公司长途客运包括自营和承包两种模式，自营模式由国鸿公司子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司（以下简称“国鸿汽运”）直接经营长途客运的线路，承包模式是指公司将长途客运的线路承包给第三方并收取固定的管理费用；自营模式主要以线路效益好、线路相对较短易于管理的线路为主，承包模式主要以线路效益较差、线路长、不易于管理的线路为主。自营模式收入占长途客运收入的80%以上。

国鸿汽运为嘉兴市最大的客运公司，截至2016年底，公司资源路线共有177条，其中跨省级班线68条、跨地市班线37条、跨县班线15条，城乡公交班线57条；拥有营运车辆1080辆，其中客运班线车115辆，公交车381辆，商务旅游车86辆，出租车179辆，驾驶培训教练车319辆。

2016年，国鸿公司共完成客运量2801.91万人次，行驶里程5425.79万公里，均较2015年有所下降，主要系受高铁和私家车分流影响。

表 5 2014~2016 年公司客运业务运营情况
(单位: 万人次、万公里、亿元)

指标	2014 年	2015 年	2016 年
客运量 (万人次)	3386.97	3062.44	2801.91
行驶里程 (万公里)	5690.68	5598.94	5425.79
客运收入 (亿元)	1.76	1.67	1.58

资料来源: 公司提供

国鸿公司于 2010 年按照嘉兴市政府要求收购私营城乡公交，由于城乡公交收费与市内公交标准一致，收费低，成本高，公司运输业务出现政策性亏损；2016 年公司运输业务实现收入 1.58 亿元，毛利率-9.32%，鉴于客运业务具有一定的公益性，嘉兴市政府对于国鸿公司收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补；2016 年国鸿公司获得嘉兴市财政补贴 0.74 亿元。

商品销售业务板块

公司商品销售业务板块主要为子公司国鸿

公司下属四家加油站（跟踪期内，新增1家）和嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“交通石油公司”）的成品油销售业务产生的相关收入。2016年，公司实现商品销售收入实现商品销售7.36亿元，较上年下降3.80%，毛利率同比下降1.72个百分点至6.38%，主要系发改委油品定价下调所致。

国鸿公司下属四家加油站均为国鸿公司的分公司，主要从事汽油、柴油、润滑油等产品的零售业务。四家加油站的油品销售主要采取向中石油、中石化批量购买、现货销售的运营模式。采购资金结算方式为先付款后提货，油品销售主要依托站、场优势，销售对象主要为省内、省外其他客运公司运输车辆，其余为道路过往社会车辆，也有少量单位集体采购客户。销售货款的结算方式基本上为现金结算。

交通石油公司成立于 2011 年 8 月，成立时注册资本 6000 万元，由嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）和中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）各货币出资 3000 万元，主要从事成品油零售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理等。根据嘉兴市国有资产管理委员会嘉国资资产[2013]94 号文件，交投集团将持有的交通石油公司 50%的股权划转至公司，同时公司与交通石油公司另一 50%股权持有人中石化签订一致行动协议，公司具有实际控制权，纳入合并报表范围。

交通石油公司主要经营公司下属杭州湾北接线、嘉通集团下属杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共 4 对 8 座加油站的加油业务。交通石油公司为公司与中石化浙江分公司合营成立的公司，其油料采购渠道为中石化嘉兴分公司直接供应油料，采购价格略低于市场采购价格。2015 年，在油价出现较大幅度下跌时，中石化降低了对交通石油公司的油料供应价格。由于交通石油公司加油对象为高速公路过往车辆，包括小汽车、客车、货车等，销售方式主要为零售，销售货款采用现金结算方式。

其他业务板块

公司主营业务中的“其他”业务板块包括高速公路广告牌租赁业务、驾校培训、旅游服务和绿化工程等。2016年该板块实现收入0.91亿元，同比增加28.17%，但受成本上涨影响，毛利率下降11个百分点，至-4.72%。

租赁业务主要包括子公司嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司经营的高速公路广告牌租赁业务、公司本部以及子公司国鸿公司、杭州湾公司、嘉绍高速公司经营的物业租赁业务。2016年该板块实现收入0.39亿元。

驾校培训业务主要是由子公司国鸿公司下属公司嘉兴国鸿汽车驾驶员培训有限公司和海盐国鸿汽车驾驶员培训有限公司负责。嘉兴国鸿汽车驾驶员培训有限公司创立于2002年，主要承接汽车驾驶员培训、营运驾驶员从业资格培训和交通相关岗位职业培训等，为一类资质培训学校，拥有各类教练车50余辆，硬化训练场地27000平方米，封闭式大型训练场地1个。

旅游服务业务主要由孙公司嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司和嘉兴市国鸿旅行社有限公司经营。嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司成立于2003年4月，注册资本30万元，该公司目前不再经营实质性业务，尚未办理注销。嘉兴市国鸿旅行社有限公司成立于1993年12月，注册资本53万元，经营业务包括国内旅游、入境旅游和票务代理等。

绿化工程业务主要由子公司嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司经营，主要包括高速公路道路绿化、园林绿化、苗木种植和销售等。

总体看，公司上述业务多依托于高速公路投资建设业务，对公司收入贡献较小。

未来发展

“十三五”期间，公司总体发展思路是实施三大战略：大交通战略、资本营运战略、转型发展战略。从具体的发展目标来看，公司将继续以高速公路等交通基础设施投资经营为主业，做实交通运输业，发展交通地产业，拓展

高速衍生产业。作为嘉兴市交通基础设施项目的建设和运营主体之一，公司未来一段时期的投资规模仍较大，资金需求解决方式包括通过利用自有土地打造“温泉新城”开发带来的土地出让收入。温泉小镇规划面积7平方公里，其中运河农场区域约4平方公里依托温泉资源，结合运河文化，体现江南水乡特色，打造集健康养生、温泉旅游、休闲度假、田园宜居为一体的长三角温泉健康养生小镇；功能目标是以“温泉、养生、慢生活”为特色，将温泉小镇打造为长三角温泉养生旅游地，温泉产业集聚区，健康宜居生态城。总体形成“一心一带五板块”的功能分区。温泉小镇位于嘉兴市运河农场，地处嘉兴西部，东与秀洲新区毗邻，西于桐乡乌镇接壤，南以京杭大运河，嘉兴一级公路穿境而过。温泉小镇所属地块为嘉兴市秀洲区新塍镇原市农垦场，计入公司“存货一开发成本”中。截至目前，该业务板块形成了初步开发规划，但具体开发模式等尚未明确。

总体看，跟踪期内，公司收入有所增长，以通行费收入及成品油销售收入为主，所属路产经营良好，未来随着在建路产开发的持续投入，公司存在一定融资压力。

九、财务分析

公司提供的2014~2015年财务报告经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016年财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙），并均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，跟踪期内，公司新设成立嘉兴市国鸿机动车检测中心有限公司1家三级子公司（以下简称“检测中心”），检测中心注册资本较小且尚处于建设期，未实现营业收入，对公司合并财务报表影响较小。总体看，公司合并范围变动较小，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额为350.75亿元，所有者权益合计为167.97亿元（含少数股东权益36.55亿元）。2016年，公司实现

营业收入 16.07 亿元，利润总额 2.40 亿元。

1. 盈利能力

2016 年，受通行费收入增长影响，公司营业收入同比增长 4.28% 至 16.07 亿元。2016 年，公司营业成本 12.03 亿元，较 2015 年基本持平，2016 年，公司营业利润率同比上涨 3.27 个百分点至 24.57%。

2016 年，公司期间费用 7.27 亿元，同比下降 17.67%，主要系 2016 年受有息债务规模下降带动财务费用下降影响。受期间费用规模下降影响，2016 年，公司期间费用率同比下降 11.99 个百分点至 45.24%，但仍处于较高水平，期间费用对利润的侵蚀仍然较大。

2016 年，公司投资收益 1.47 亿元，同比大幅增长 72.25%，主要为按权益法核算的对嘉绍跨江大桥公司的长期股权投资收益。2016 年，公司实现营业利润-1.80 亿元，亏损较 2015 年减少。

营业外收入仍为公司利润总额的主要来源，2016 年，公司营业外收入 4.68 亿元，同比下降 22.26%，主要系政府补助规模有所减少。2016 年，得益于营业利润亏损减少，公司实现利润总额 2.40 亿元，同比增长 177.42%。

受净利润增长影响，2016 年公司净资产收益率较 2015 年有所增长，达到 1.37%，总资本收益率 2.65%，较 2015 年基本持平。

总体来看，2016 年受益于通行费收入增长，公司盈利能力有所增长，但期间费用控制能力弱，营业利润仍呈亏损状态，利润对财政补贴的依赖仍很大，公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入为 47.81 亿元，同比增长 18.46%。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 17.66 亿元，同比增长 4.44%，主要受收入规模增长影响；收到其他与经营活动有关的现金 30.15 亿元，同比增长 28.57%，主要为收到的财政补贴款和

收到母公司及关联公司的往来款项；现金收入比为 109.86%，较 2015 年基本持平。2016 年，公司经营活动现金流出 28.26 亿元，同比下降 35.93%，主要系支付其他与经营活动有关的现金减少所致。构成上，购买商品、接受劳务支出的现金 10.08 亿元，同比增长 1.72%；支付其他与经营活动有关的现金 16.06 亿元，同比下降 50.11%，主要是往来款。2016 年公司经营活动现金流净额为 19.55 亿元，较 2015 年由负转正。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 4.94 亿元，主要为收回投资收到的现金 4.76 亿元，为收回理财产品的资金及投资收益，同比增长 5.78%。2016 年，公司投资活动现金流出 12.93 亿元，同比增长 27.39%，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金 8.59 亿元，同比增长 58.20%，主要为杭州湾大桥北接线（二期）工程投资。2016 年，公司投资活动现金净流量为-7.99 亿元，公司投资活动现金净流出规模大幅增长。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 100.48 亿元，同比增长 1.30%，主要为取得借款收到的现金 77.50 亿元、吸收国家开发基金有限公司对杭州湾大桥北接线二期投资款以及收到政府债务置换资金。2016 年，公司筹资活动现金流出 119.69 亿元，同比增长 48.50%，主要为偿还债务支付的现金 96.02 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 10.37 亿元以及支付其他与筹资活动有关的现金 13.29 亿元（含支付往来款现金 10.24 亿元）。2016 年，受偿还债务支付现金增长影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，呈净流出状态，为-7.99 亿元。

总体来看，跟踪期内，受往来款流出同比下降影响，公司经营活动现金流净额由负转正；但仍无法覆盖投资及筹资活动现金流净额缺口。未来，随着公司项目建设持续投入，公司仍存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底,公司资产规模合计 350.75 亿元,较 2015 年增长 0.39%,从资产结构看,流动资产占比为 60.08%,公司资产结构与 2015 年底相比变动较小,仍以流动资产为主。

截至 2016 年底,公司流动资产 210.75 亿元,同比下降 1.37%,主要受货币资金减少影响;从构成看,公司流动资产中货币资金、存货和其他应收款占比分别为 4.92%、42.01%和 52.26%。截至 2016 年底,公司货币资金为 10.38 亿元,同比下降 43.31%,主要系应嘉兴市国资委要求,减少货币资金闲置,盘活存量资金。其中银行存款占比 97.69%,现金占比 0.09%,其他货币资金占比 2.22%,为理财产品。货币资金中使用受限部分 173.88 万元,为账户保证金,使用受限规模较小。截至 2016 年底,公司其他应收款为 110.14 亿元,计提坏账比例 0.14%。从集中度看,公司其他应收款前五名余额 104.85 亿元,占比 95.07%,账龄多在 3 年以内,账龄较长,集中度高,考虑到公司其他应收款主要为公司与股东方及其他关联方往来款,回收风险不大,但规模较大且账龄较长,对公司资金占用明显。截至 2016 年底,公司存货为 88.53 亿元,同比下降 1.56%,从构成看,主要为储备土地 88.16 亿元,占比 99.58%,包含出让地 22.84 亿元,划拨地 65.32 亿元,出让地中使用权已抵押部分为 15.09 亿元,抵押比率为 66.07%,流动性较弱。

截至 2016 年底,公司非流动资产 140.01 亿元,同比增长 3.16%,主要来自在建工程的增长,构成以可供出售的金融资产(占比 4.63%)、长期股权投资(占比 12.04%)、固定资产(占比 62.00%)、在建工程(占比 16.60%)、无形资产(占比 3.87%)为主。2016 年底,公司可供出售金融资产 6.49 亿元,较 2015 年无变动,主要是对中国银河证券股份有限公司和浙江杭浦高速公路有限公司的投资。长期股权投资 16.85 亿元,同比增长 9.06%,主要为对嘉绍跨江大桥公司及嘉兴市沪杭高铁客运专线投

资开发有限公司的投资。固定资产 86.81 亿元,同比下降 5.78%,主要由道路资产(占比 95.76%)构成,2016 年底,公司高速公路收费权均已用于质押。公司在建工程 23.24 亿元,同比增长 48.88%,主要系杭州湾跨海大桥北接线二期工程、钱江通道北接线一期(即嘉萧高速)等收费高速和其他建设项目投资增加所致。无形资产 5.41 亿元,主要为土地使用权,跟踪期内变动不大。

总体看,跟踪期内,公司资产结构变动较小。流动资产以货币资金、存货和其他应收款为主,关联方占用公司资金明显;非流动资产中固定资产和在建工程占比较大。公司路产已全部抵押,存货主要为划拨用地,资产流动性偏弱,公司整体资产质量一般。

所有者权益

跟踪期内,公司所有者权益规模保持有所增长。截至 2016 年底,公司所有者权益 167.97 亿元,同比增长 12.29%,主要系资本公积及少数股东权益增加。截至 2016 年底,公司资本公积为 108.12 亿元,同比增长 7.91%,主要系根据嘉财债置【2016】1 号和 10 号文件、嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会和嘉兴市财政局联合发布的嘉国资【2016】89 号《关于地方政府存量债务账户处理的函》,存量债务置换后,债务人由公司子公司嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司变更为政府财政部门,按现行企业会计准则相关规定,从负债调整至所有者权益,本期债务置换 12 亿元,按照公司持股 51%计算,增加资本公积 6.12 亿元。截至 2016 年底,公司少数股东权益 36.55 亿元,同比增长 43.61%,主要系债务置换计入 5.88 亿元,收到国家开发基金有限公司增资 5.15 亿元(用于对杭州湾大桥北接线二期投资,投资期限 20 年,分两次增资,每年通过现金分红、受让溢价等方式取得投资收益,投资收益率分别为 1.2%/年、4.2%/年,公司已将 20 年所需支付利息折现计入“长期应付款”科目,并冲减“资本公积-资本溢价”科目)及 2015 年的净利润

转入所致。截至 2016 年底，公司所有者权益中，资本公积占比 64.37%、实收资本占比 6.63%、未分配利润占比 6.38%、盈余公积占比 0.87%、少数股东权益占比 21.76%，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 182.78 亿元，同比下降 8.52%，主要系流动负债规模减少所致。结构上看，流动负债占 17.18%，非流动负债占 82.82%，流动负债比重同比有所下降，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 31.41 亿元，同比下降 53.21%，主要系其他流动负债及一年内到期的非流动负债减少所致。从构成看，截至 2016 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 7.96%）、应付利息（占比 7.35%）、其他应付账款（占比 25.88%）、一年内到期的非流动负债（占比 52.52%）构成。截至 2016 年底，公司短期借款 2.50 亿元，同比增长 19.90%，主要为向国家开发银行及交通银行的保证借款。公司其他应付款 8.13 亿元，同比增长 22.21%，主要为往来款及保证金。综合账龄偏长，其他应付款中前五名占其他应付款总额的 42.07%，集中度较高，欠款单位多为关联公司及工程施工单位。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.49 亿元，同比下降 64.03%，主要为一年内到期的应付债券，公司短期债务同比大幅下降。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 151.38 亿元，同比增长 14.09%，主要系应付债券增长所致。构成上，主要由长期借款（占比 27.12%）、应付债券（占比 67.05%）、长期应付款（占比 4.70%）构成。长期借款 41.05 亿元，主要为以公路收费权质押取得的质押借款。公司应付债券 101.50 亿元，同比增长 31.82%，主要系新发行了“16 高投 01”、“16 高投 02”、“16 高投 03”、“16 嘉公路 PPN01”等债券，同时偿还了“06 嘉交投债”、“13 嘉公路（民生）”、“私募债（浙商）”、“私募债（华夏一期）”等债券。截至 2016

年底，公司长期应付款 7.11 亿元，主要为融资租赁款及应付国家开发基金有限公司利息，融资租赁款已调整至长期债务核算。

从债务结构看，截至 2016 年底，公司调整后全部债务合计 168.54 亿元，同比下降 9.28%。从债务结构看，短期债务占 11.27%，长期债务占 88.73%，短期债务占比降低。截至 2016 年底，受短期债务及整体有息债务规模降低影响，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率均有所下降，分别为 52.11% 和 50.09%；受长期债务占比增长影响，调整后长期债务资本化比率小幅提升至 47.10%。

总体来看，跟踪期内，受益于债务置换影响，公司债务规模有所下降，债务结构改善，整体债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 671.04%、389.16%，均较 2015 年底有较大幅度增长。2016 年，受经营活动现金流由负转正影响，公司经营现金流动负债比由负转正，为 62.26%，经营性现金流净额对短期债务保障能力增强。2015~2016 年底，公司现金类资产分别为 18.31 亿元和 10.38 亿元，剔除受限资金 0.30 亿元和 0.02 亿元后，公司非受限现金类资产分别为 18.01 亿元和 10.36 亿元，对公司当年短期债务的覆盖倍数分别为 0.33 倍和 0.55 倍，覆盖倍数有所提升，但仍无法完全覆盖。从指标看，跟踪期内，公司受益于政府债务置换，债务规模下降，流动比率、速动比率指标均有较大幅度提升，但考虑到公司流动资产主要为其他应收款及存货，资产流动性偏弱，公司仍存在一定短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 10.83 亿元，同比下降 1.81%，EBITDA 利息倍数由 2015 年的 1.30 倍提升至 1.55 倍，全部债务/EBITDA 由 2015 年的 16.84 倍降至 15.56 倍，公司 EBITDA 对利息支出和

全部债务的保障能力均有所增强。考虑到公司获得财政补贴的持续性，公司整体债务保障能力尚可。

截至 2016 年底，公司获得银行授信额度 91.69 亿元，其中尚未使用的额度为 12.79 亿元，公司间接融资渠道比较畅通。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 61.69 亿元，担保比率 36.73%，被担保方均为嘉兴市国有企业，目前经营正常，但担保比率较高且均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 6 截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司名称	担保余额	备注
嘉兴城市建设投资有限公司	80350	国资公司
嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	235000	国资公司
嘉兴市乍浦建设投资有限公司	79980	国资公司
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	180000	国资公司
浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司	41560	国资公司
合计	616890	--

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为：G1033040200052270W），截至 2017 年 4 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，嘉兴市区域及财力水平的综合分析，以及考虑到嘉兴市政府对公司的财政支持，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析 & 保障措施

1. 存续债券偿还能力分析

2016 年，公司 EBITDA 为“09 嘉高投债”的 1.08 倍，经营活动现金流入量为“09 嘉高投债”的 4.78 倍，经营活动现金流量净额由负转正，为“09 嘉高投债”的 1.96 倍。2016 年，经营活动现金流入量及净额对“09 嘉高投债”

的覆盖程度较好，同时考虑嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“嘉城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及嘉兴市政府为存续债券本金设立“专项偿债基金”，对“09 嘉高投债”保障程度强。整体看，“09 嘉高投债”到期不能偿还的风险很低。

2. 第三方担保

“09 嘉高投债”由嘉城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。嘉城集团由嘉兴市国资委全额出资设立，嘉兴市国资委为嘉城集团的实际控制人。

嘉城集团是嘉兴市政府批准成立的国有独资公司，承担着嘉兴市燃气供应及管网建设、旅游资源开发与经营、嘉兴城市规划区内综合开发等重要职能。

截至 2016 年底，嘉城集团合并资产总额 388.72 亿元，同比下降 1.74%；所有者权益 196.93 亿元，同比增长 53.15%；负债合计 191.79 亿元，同比下降 28.17%；2016 年，嘉城集团实现营业收入 23.76 亿元，同比下降 8.62%；利润总额 5.79 亿元，同比增长 37.53%。

本期 10 亿元公司债券为嘉城集团 2016 年底资产总额的 2.57%、所有者权益的 5.08%，对其财务状况存在一定影响。

经联合资信评定，嘉城集团主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}。

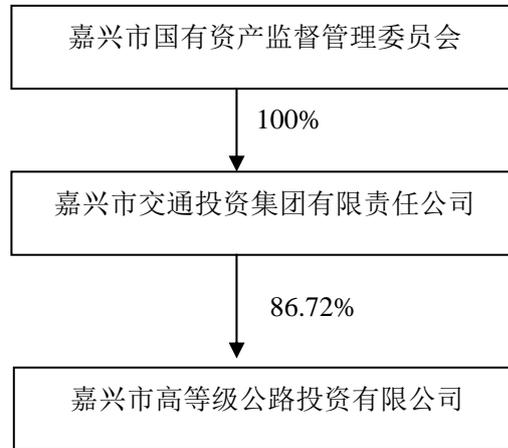
3. 专项偿债基金

嘉兴市政府为“09 嘉高投债”设立“专项偿债基金”。在本期债券存续期内，嘉兴市政府将每年给予公司与债券利息等额的财政补贴，专门用于偿付本期债券的利息，并于每年付息日前的第 5 个工作日拨入本期债券的专项偿债基金账户。此外，在本期债券存续期的第 10 年，嘉兴市政府将回购浙江省嘉兴至绍兴跨江通道项目，回购资金不少于 10 亿元，且于本期债券兑付日前 10 个工作日拨入本期债券的专项偿债基金账户，以保证本期债券按时、足额兑付。

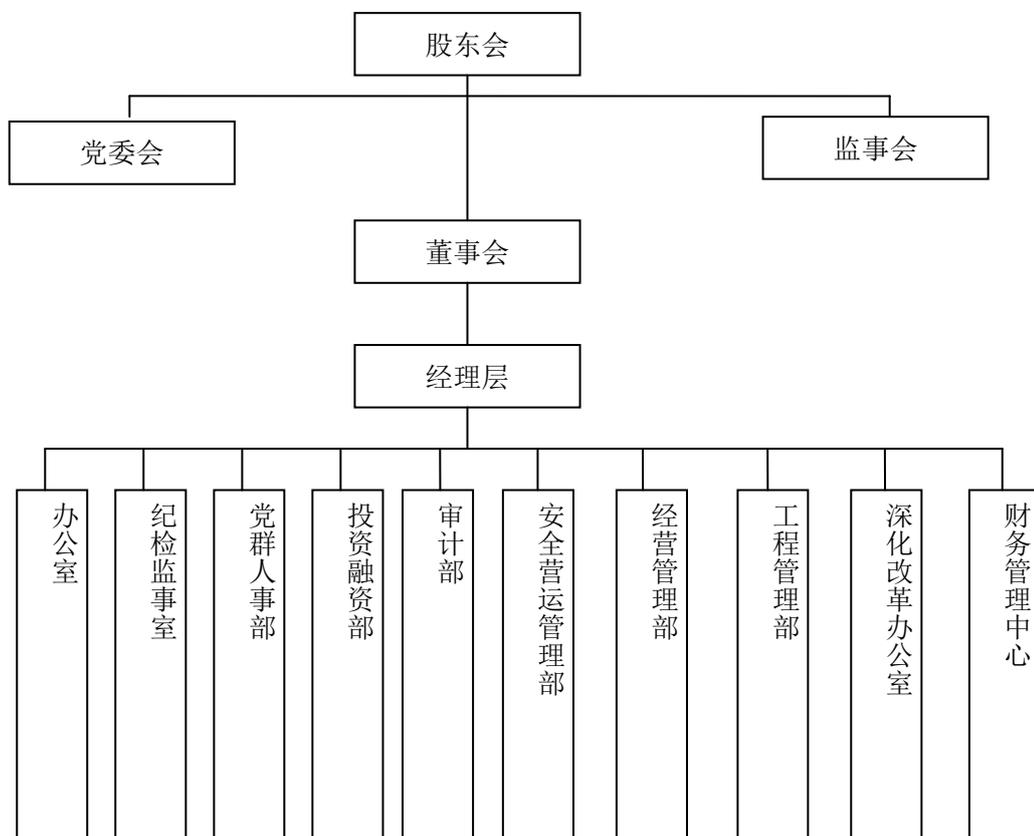
十一、结论

基于对公司自身实力、政府支持、嘉城集团担保实力及偿债保障措施的综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09嘉高投债”的信用等级为AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	16.32	18.31	10.38
资产总额(亿元)	324.48	349.38	350.75
所有者权益(亿元)	142.48	149.58	167.97
短期债务(亿元)	22.95	47.93	18.99
长期债务(亿元)	134.11	125.66	142.55
全部债务(亿元)	157.06	173.59	161.54
调整后全部债务(亿元)	167.05	185.79	168.54
营业收入(亿元)	17.28	15.42	16.07
利润总额(亿元)	1.20	0.87	2.40
EBITDA(亿元)	12.29	11.03	10.83
经营性净现金流(亿元)	4.11	-3.74	19.55
销售债权周转次数(次)	83.07	34.80	41.80
存货周转次数(次)	0.35	0.13	0.13
总资产周转次数(次)	0.11	0.05	0.05
现金收入比(%)	108.93	109.65	109.86
营业利润率(%)	7.93	21.30	24.57
总资本收益率(%)	2.62	2.66	2.65
净资产收益率(%)	0.55	0.80	1.37
长期债务资本化比率(%)	48.49	45.65	45.91
全部债务资本化比率(%)	52.43	53.71	49.02
调整后全部债务资本化比率(%)	53.97	55.40	50.09
资产负债率(%)	56.09	57.19	52.11
流动比率(%)	500.89	318.33	671.04
速动比率(%)	280.09	184.34	389.16
经营现金流动负债比(%)	10.10	-5.58	62.26
全部债务/EBITDA(倍)	12.78	15.74	14.92
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.59	16.84	15.56
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	1.30	1.55

注：其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款计入长期债务；调整后全部债务=全部债务+融资租赁款+短期融资券

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。