信用评级公告

联合〔2021〕3314号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江沪杭甬高速公路股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“19沪杭甬MTN001”和“19沪杭甬MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
19 沪杭甬 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 沪杭甬 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 沪杭甬 MTN001	14 亿元	14 亿元	2022/05/10
19 沪杭甬 MTN002	16 亿元	16 亿元	2022/07/15

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评价结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）是浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）旗下核心成员企业和重要上市平台，以高速公路基础设施投资运营为主，产融结合、适度多元的投资控股企业，在外部环境、股东背景和路产质量等方面具有显著优势。跟踪期内，公司高速公路运营里程进一步增加，证券业务规模持续扩大，营业总收入有所增长；但受新冠疫情影响，2020 年通行费收入有所减少，利润总额有所下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模持续增长、短期债务占比高及债务负担加重等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司拟通过并购进一步增加运营里程，并积极发展证券业务，公司的经营规模和盈利水平有望持续扩大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 沪杭甬 MTN001”和“19 沪杭甬 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**浙江省作为中国东南沿海经济大省，腹地经济发达，区域优势和路网效应明显。
2. **股东实力雄厚。**公司控股股东浙江省交通投资集团有限公司竞争实力强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅。
3. **运营里程增加，路产质量优良。**截至 2021 年 3 月底，公司高速公路营运里程 1024.3 公里，跟踪期内增加 222.3 公里，2020 年所辖路产单公里收入 798.09 万元/公里。

分析师：许狄龙 吕泽峰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
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

4. **证券业务规模持续扩大。**受证券市场交易活跃等因素综合影响，证券业务收入大幅增长，2020 年同比增长 54.01%。

关注

1. **债务规模持续增长，债务负担有所加重。**2021 年 3 月底，公司全部债务 722.64 亿元，较 2019 年底增加 241.83 亿元；全部债务资本化比率为 65.07%，较 2019 年底提升 5.25 个百分点。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	379.19	439.33	554.72	702.11
资产总额（亿元）	943.34	1048.53	1303.53	1528.70
股东权益（亿元）	332.23	322.91	377.71	387.86
短期债务（亿元）	205.37	258.92	344.42	456.40
长期债务（亿元）	219.62	221.90	219.26	266.24
全部债务（亿元）	424.99	480.81	563.68	722.64
营业总收入（亿元）	124.01	144.36	174.41	55.53
利润总额（亿元）	51.20	57.79	51.04	19.65
EBITDA(亿元)	87.86	97.37	92.25	--
经营性净现金流（亿元）	37.90	57.55	36.93	39.07
现金收入比（%）	77.42	76.70	74.95	73.95
营业利润率（%）	43.54	36.84	26.31	30.07
净资产收益率（%）	12.05	13.70	10.43	--
资产负债率（%）	64.78	69.20	71.02	74.63
全部债务资本化比率（%）	56.12	59.82	59.88	65.07
流动比率（%）	150.04	137.72	131.30	126.30
速动比率（%）	149.63	137.05	130.77	125.64
经营现金流动负债比（%）	9.78	11.53	5.27	--
现金短期债务比(倍)	1.85	1.70	1.61	1.54
全部债务/EBITDA（倍）	4.84	4.94	6.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.29	5.98	5.28	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	210.35	239.61	264.80	267.75
股东权益（亿元）	135.97	115.84	126.75	130.90
全部债务（亿元）	29.02	66.77	76.49	98.58
营业收入（亿元）	23.71	25.06	19.70	6.23
利润总额（亿元）	31.43	33.59	27.78	7.97
资产负债率（%）	35.36	51.66	52.13	51.11

全部债务资本化比率(%)	17.59	36.56	37.63	42.96
流动比率(%)	58.89	56.17	42.98	57.02
经营现金流动负债比(%)	59.83	28.55	16.92	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；将拆入资金、卖出回购金融资产款、其他应付款和其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算；其他非流动负债调整至长期债务计算；本次评级 2018 年数据使用 2019 年初经调整数据

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 沪杭甬 MTN001 19 沪杭甬 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020.06.01	许狄龙、黄杨雨宸	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 沪杭甬 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019.07.02	文中、许狄龙	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 沪杭甬 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019.02.26	文中、许狄龙	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营业务、股权结构和组织架构均未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 43.43 亿元，控股股东为浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”），实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会（详见附件 1-1）。

截至 2020 年底，公司资产总额 1303.53 亿元，股东权益 377.71 亿元（其中少数股东权益 133.14 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 174.41 亿元，利润总额 51.04 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 1528.70 亿元，股东权益 387.86 亿元（其中少数股东权益 136.08 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 55.53 亿元，利润总额 19.65 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市杭大路 1 号黄龙世纪广场 A 座 12 楼；公司法定代表人：俞志宏。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券 2 只，债券余额合计 30.00 亿元，详情见表 1。跟踪期内，上述债券均已按时足额支付跟踪期内的利息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 沪杭甬 MTN001	14.00	2019/05/10	3	3.86
19 沪杭甬 MTN002	16.00	2019/07/15	3	3.64
合计	**30.00**	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 沪杭甬 MTN001”和“19 沪杭甬 MTN002”募集资金用于收购目标公司股权和偿还有息负债，截至评级报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

2为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速平均值）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，

处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳

定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

（1）行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中国人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2019－2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019－2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，2015－2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。受新冠疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。

表 3　2015－2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比	绝对值	同比
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

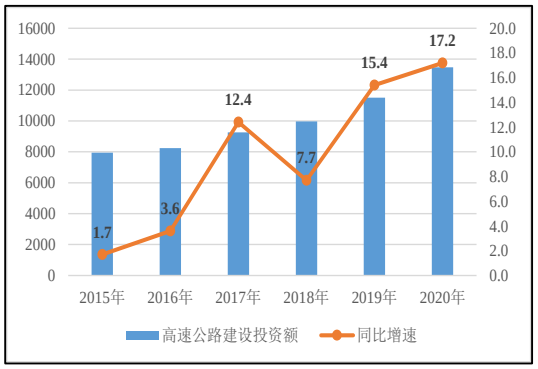
（2）行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1　2015－2020 年中国高速公路建设投资情况

（单位：亿元、%）



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019 年，中国高速公路通行费总收入同比增长 7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 13.29%，通行费收支缺口扩大至 4673.94 亿元，较上年增加 816.63 亿元。其中，支出总额以对存

续债务的还本付息支出为主，2019 年占78.12%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表 4　2015－2019 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
					绝对值	同比变化
通行费收入（亿元）	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额（亿元）	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出（亿元）	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口（亿元）	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

（3）行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行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、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月17日，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的比较优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、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，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，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）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021 年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013－2030年）》，到 2030 年中国将建成总规模约 11.8 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。2020 年 11 月，中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“十四五规划”）提出：统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认

为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 证券行业

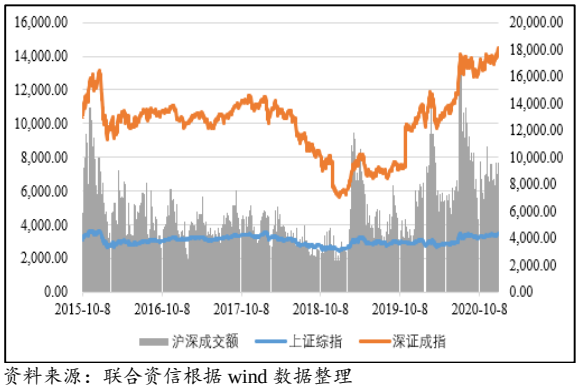
近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至 2020 年底，上交所和深交所上市的公司合计 4154 家；股票市场总市值为 79.72 万亿元，较 2019 年底增长 34.46%；平均市盈率为 25.64 倍，较 2019 年增长 5.29 个倍数。2020 年全部 A 股成交额为 206.02 万亿元，日均成交额为 0.85 万亿元，同比增长 63.05%。截至 2020 年底，市场融资融券余额为 1.62 万亿元，较 2019 年底增长 58.84%，其中融资余额占比为 91.54%，融券余额占比为 8.46%。股票一级市场发行方面，2020 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.67 万亿元，同比增长 8.20%，共完成 IPO 为 396 家、增发 362 家、配股 18 家、优先股 8 家，可转债和可交债分别为 206 家和 41 家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据 Wind 统计，截至 2020 年底，债券余额为 114.30 万亿元，较 2019 年底增长 17.72%。债券发行方面，2020 年境内共发行各类债券 5.03 万只，发行额达 56.89 万亿元，同比增长 25.90%。2020 年境内债券交易总金额为 1282.19 万亿元。其中，现券交易成交金额为 241.09 万亿元，回购交易成交金额为 893.97 万亿元，同业拆借 147.13 万亿元。

图 2 股票市场指数和成交额情况

（单位：点、亿元）

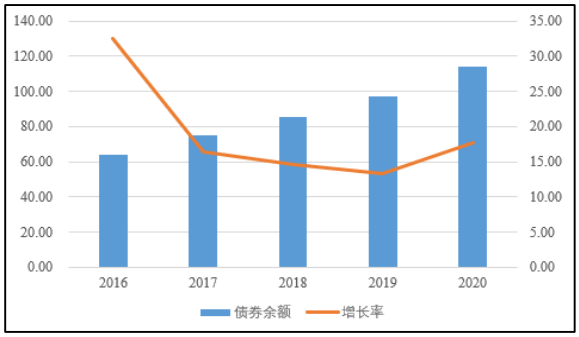


资料来源：联合资信根据 wind 数据整理

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020 年全国期货市场累计成交额为 437.53 万亿元，同比增长 50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 115.44 万亿元，同比增长 65.80%，占全国市场份额 26.38%。

图 3 债券市场余额和增长率

（单位：万亿元、%）



资料来源：联合资信根据 wind 数据整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 5　证券行业概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：联合资信根据中国证券业协会数据整理

2020 年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020 年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020 年以来涉及证券公司的罚单超过 150 张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020 年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较 2019 年有所提升。截至 2020 年底，139 家证券公司总资产为 8.90 万亿元，较 2019 年底增长 22.50%；净资产为 2.31 万亿元，较 2019 年底增长 14.10%，净资本为 1.82 万亿元，较 2019 年底增长 12.35%。2020 年，139 家证券公司实现营业收入 4484.79 亿元，实现净利润 1575.34 亿元，分别同比增长 24.41%和 27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有 127 家公司实现盈利。

（1）行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020 年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020 年 1 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020 年 2 月，《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020 年 3 月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020 年 6 月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020 年 5 月，《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020 年 7 月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020 年 8 月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的 98 家证券公司中，32 家券商评级上调，25 家券商评级下降，39 家评级与 2019 年持平。从评价结果来看，2020 年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为 A 级数量较 2019 年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

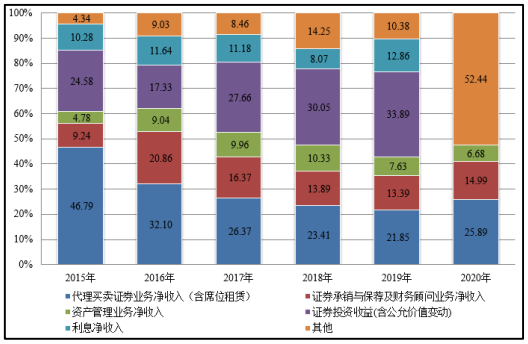
2021 年 3 月，证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

（2）业务分析

中国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020 年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是中国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020 年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图 4　中国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露 2020 年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020 年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入

资料来源：联合资信根据中国证券业协会数据整理

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019 年以来，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为 2020 年投行

业务增长蓄力。2020 年以来，A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升，2020 年，发审委审核 IPO 家数 634 家，其中 605 家通过审核，过会率达 95.43%，远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17%的通过率。2020 年，IPO 发行规模合计 4699.63 亿元，发行家数 396 家，分别同比增长 85.57%和 95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020 年，再融资规模 8854.34 亿元，同比增长 26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核，218 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面，2020 年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元，同比增长 32.09%。基于上述因素，2020 年，全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018 年债券市场新增 43 家违约主体，较 2017 年的 9 家大幅增加，违约金额达 1154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续 2018 年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019 年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020 年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨 36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63 亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业

务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80%的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

（3）市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券完成对广州证券股份有限公司 100%股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99%股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券、财达证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在

重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2020 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76%和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 6　2020 年中国主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

（4）风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

中国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面中国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

（5）未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020 年 7 月，广发证券及 14 名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019 年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、

风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

3. 区域经济环境

浙江省作为中国东南沿海经济大省，腹地经济发达，区域优势和路网效应明显，公司外部发展环境良好。

根据《2020 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年浙江省生产总值 64613 亿元，增长 3.6%。其中，第一产业增加值 2169 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 26413 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 36031 亿元，增长 4.1%。三次产业增加值结构由上年的 3.4：42.6：54.0 调整为 3.3：42.1：54.6。

固定资产投资方面，2020 年浙江省固定资产投资比上年增长 5.4%。非国有投资增长 3.7%，占 64.9%；民间投资增长 2.6%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长 6.7%、3.4%和 12.6%。

2020 年，浙江省财政总收入 12421 亿元，比上年增长 1.2%；一般公共预算收入 7248 亿元，增长 2.8%。其中，税收收入 6262 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的 86.4%。一般公共预算支出 10082 亿元，增长 0.3%。

浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区，拥有发达的腹地经济、明显的区域优势和路网协同效应。截至 2020 年底，浙江省高速公路里程 5096 公里，较 2019 年底增加 453 公里。

2020 年，浙江省铁路、公路和水运完成货物周转量 12323 亿吨公里，下降 0.5%；旅客周转量 674 亿人公里，下降 40.3%。公路旅客周转量持续受到疫情影响下滑较快。

根据《浙江省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，浙江省拟建设现代化基础设施体系，加快推进高速公路建设，持续优化发展硬环境。“十四五”期间拟加快建设沪杭甬智慧高速、湖杭高速公路等续建项目，有序推进苏台高速公路、甬舟高速公路复线等新开工项目，到 2025 年高速公路里程达 6000 公里。

六、基础素质分析

公司在路产质量和股东背景等方面具有显著优势。

公司是浙江交投旗下核心成员企业和重要上市平台，以高速公路基础设施投资运营为主，产融结合、适度多元的投资控股企业。截至 2021 年 3 月底，公司高速公路营运里程 1024.3 公里，其中浙江省内 942.7 公里，安徽省内 81.6 公里；下辖 31 个收费所、108 个收费站，托管高速公路 339.4 公里。2020 年，公司所辖高速公路单公里收入为 798.09 万元/公里，总资产周转率为 14.83%。公司持有浙江上三高速公路有限公司（以下简称“上三公司”）73.63%的股份，上三公司持有 A 股上市公司浙商证券股份有限公司（股票代码：601878.SH，以下简称“浙商证券”）58.79%的股份，公司实际控制浙商证券。

公司控股股东浙江交投整体竞争实力强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅，连续12年入选中国企业500强，2020年位列139位。截至2020年底，浙江交投拥有各级成员企业322家，控股上市公司4家，员工总数4万余人；资产总额5949亿元，所有者权益1886亿元；2020年，浙江交投实现营业总收入1944亿元，利润总额116亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（社会信用代码：91330000142942095H），截至 2021 年 5 月 11 日，公司本部无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：91330000704200203 6），截至 2021 年 5 月 11 日，上三公司本部无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：91330000738442972K），截至 2021 年 5 月 11 日，浙商证券本部近五年无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录。

七、管理分析

2021 年 5 月，根据《关于总经理发生变动的公告》，公司总经理骆鉴女士因个人原因辞去公司执行董事、总经理及战略委员会成员的职务，根据公司董事会决议选举袁迎捷先生为公司总经理。

袁迎捷先生，1976 年出生，正高级工程师，工学博士，中共党员。历任浙江省交通运输厅建设管理处副处长，浙江交投总师办副主任、高速公路建设部副总经理、高速公路运营管理部副总经理及总经理。现任公司执行董事兼总经理和党委副书记。

除上述事项外，跟踪期内公司在法人治理结构、管理体制和管理制度方面无重大变化。

八、重大事项

1. 关联交易收购子公司

2020 年 11 月，公司和浙江交投签订《股权转让协议》，收购浙江杭宁高速公路有限责任公司（以下简称“杭宁公司”）30.00%股权和浙江龙丽丽龙高速公路有限公司（以下简称“龙丽丽龙公司”）100.00%股份，转让价格分别为 26.85 亿元和 2.38 亿元；2020 年 12 月，公司全额支付转让款，由于杭宁公司和龙丽丽龙公司 2020 年尚未完成公司章程修订、尚未办妥工商变更，公司当年未取得龙丽丽龙公司实际控制权，未能对杭宁公司施加重大影响，因此相关款项暂计入“其他非流动资产”；2021 年 1 月，上述公司完成工商变更登记。

杭宁公司主要从事经营及管理杭宁高速公路浙江段的道路收费权，杭宁高速公路运营里程 98.961 公里。截至 2020 年底，杭宁公司资产总额 39.32 亿元，所有者权益 29.11 亿元；2020 年，杭宁公司实现营业收入 10.16 亿元，利润总额 7.27 亿元。

龙丽丽龙公司主要从事经营及管理龙丽丽龙高速公路的道路收费权，龙丽丽龙高速公路运营里程 222.3 公里。截至 2020 年底，龙丽丽龙公司资产总额 60.61 亿元，所有者权益 1.72 亿元；2020 年，龙丽丽龙公司实现营业收入 5.19 亿元，利润总额-11.35 亿元。

2. 收购海外资产

2019 年 12 月，公司及其他五家公司与 IC Ictas 签订《ICA 公司股权及股东贷款收购协议》，并与 IC Ictas 及 IC Ictas(HK)签订《ICM 公司股权收购协议》。根据协议，公司及其他五家公司组成的财团公司收购 ICA 公司 51%的股权和相关股东贷款以及 ICM 公司 51%的股权，收购价格 6.89 亿美元；其中，公司持有财团公司 17.5%的股权，折合 1.21 亿美元。

ICA 公司的主要业务为投资、建设和运营土耳其北马尔马拉环线高速公路及博斯普鲁斯第三跨海大桥，ICM 公司的主要业务系为 ICA 公司提供养护业务。

截至 2020 年底，公司尚未支付相关款项。

九、经营分析

1. 经营概况

公司营业总收入保持增长，但综合毛利率有所下降。

2020 年，公司营业总收入同比增长 20.82%；其中，高速公路通行费收入同比下降 20.86%，系疫情及免通行费政策导致；证券收入同比增长 54.01%，主要系中国境内资本市场

交易活跃所致；货物销售收入同比增长131.13%，系浙商证券不断扩大期货业务规模导致用于对冲的现货交易规模增长；其他收入同比下降15.36%，主要系新冠肺炎疫情导致酒店经营收入大幅下降和道路建造业务建设进度下降导致道路建造收入下降。

2020年，公司综合毛利率同比下降10.60个百分点；其中，高速公路业务毛利率同比下降10.83个百分点；证券业务毛利率同比提升11.60个百分点；货物销售业务毛利率同比下降1.47个百分点，由正转负，现货交易亏损可完全由期货交易盈利覆盖；其他业务毛利率同比变化不大。

2021年一季度，公司营业总收入同比增长153.47%，各项业务收入均有所增长；综合毛利率同比提升35.38个百分点。

表7　公司营业总收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高速公路通行费	80.89	56.03	56.38	64.02	36.70	45.55	21.67	39.02	56.07
证券业务	33.34	23.10	22.48	51.35	29.44	34.08	15.08	27.16	30.37
货物销售	22.90	15.86	0.28	52.93	30.35	-1.19	18.12	32.63	0.06
其他业务	7.23	5.01	12.68	6.12	3.51	13.40	0.66	1.19	27.27
合计	**144.36**	**100.00**	**37.46**	**174.42**	**100.00**	**26.86**	**55.53**	**100.00**	**30.47**

注：其他业务包括酒店经营业务和道路建造业务等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）高速公路运营

公司所辖路产车流量有所增长，但受疫情及免通行费政策影响，通行费收入有所下滑。

跟踪期内，公司收购龙丽丽龙公司全部股权，其持有龙丽丽龙高速公路，运营里程222.3公里。截至2021年3月底，公司高速公路营运里程合计1024.3公里，其中浙江省内942.7公里，占浙江省高速公路总里程的比重为18.5%，均为经营性高速公路；托管高速公路339.4公里。

表8　截至2021年3月底公司控股已通车高速公路情况（单位：公里、%）

高速公路名称	总里程	通车时间	经营期限	剩余经营期限	股权比例	获取方式及取得时间
杭甬高速公路						
-杭州至红垦段	15.7	1992年	30年	7年	100.00	公司成立时注入、1997年
-红垦至段塘段	123.4	1995年	30年	7年	100.00	公司成立时注入、1997年
-段塘至大朱家段	6.2	1996年	30年	7年	100.00	公司成立时注入、1997年
沪杭高速公路						
-嘉兴段	88.1	1998年	30年	8年	99.9995	投资设立、1997年
-余杭段	11.1	1995-1998年	30年	8年	51.00	投资设立、1997年
-杭州段	3.4	1996年	30年	8年	100.00	公司成立时注入、1997年
上三高速公路	141.4	2000年	30年	10年	73.625	投资设立、1998年
甬金高速公路金华段	69.7	2005年	25年	10年	100.00	并购、2013年
杭徽高速公路浙江段						
-昌化至昱岭关段	36.7	2004年	25年	9年	88.674	并购、2015年
-留下至昌化段	85.6	2006年	25年	11年	88.674	并购、2015年
徽杭高速公路	81.6	2004年	25年	13年	100.00	并购、2016年
申嘉湖杭高速公路						
-湖州段	42.0	2008年	25年	13年	100.00	并购、2019年
-练杭段	50.9	2010年	25年	15年	100.00	并购、2019年

高速公路名称	总里程	通车时间	经营期限	剩余经营期限	股权比例	获取方式及取得时间
舟山跨海大桥	46.3	2009 年	25 年	14 年	51.00	并购、2019 年
龙丽高速公路	119.8	2006 年	25 年	11 年	100.00	并购、2021 年
丽龙高速公路						
-连都段	23.0	2007 年	25 年	12 年	100.00	并购、2021 年
-其他路段	79.5	2006 年	25 年	11 年	100.00	并购、2021 年
合计	**1024.3**	--	--	--	--	--

注：公司下属的杭甬高速公路、沪杭高速公路、上三高速公路均于《收费公路管理条例》（国务院令 2004 年第 417 号）颁布前通车，根据交财发〔1997〕46 号与交财发〔1997〕694 号文件，交通部批复同意上述三条高速公路的收费权限为 30 年，故经营期限超过 25 年
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司所辖路产收费政策未发生变化。收费优惠方面，在执行国家优惠政策基础上，浙江省根据自身状况有针对性的进行特殊优惠规定：①根据省疫情防控〔2020〕15 号文件，2020 年 2 月 17 日至国家收费公路免费通行政策结束后 3 个月（即 8 月 5 日），浙江省对使用 ETC 支付的三、四类客车实行通行费 8.5 折优惠；②根据省疫情防控〔2020〕15 号文件，2020 年 2 月 17 日起，浙江省对国际标准集装箱车辆实行通行费 6.5 折优惠，同时免收车次费。上述收费优惠政策对公司通行费收入造成一定程度负面影响。

2020 年，公司高速公路通行费收入同比减少 16.87 亿元。分路段看，沪杭甬高速公路是公司通行费收入的主要来源，其通行费收入占公司总通行费收入的比重维持在 50%以上。公司单公里收入为 798.09 万元/公里，总资产周转率为 14.83%。

2019 年下半年，富翅门大桥通车，对公司运营舟山跨海大桥分流明显。2020 年，除舟山跨海大桥外，公司其他路段车流量同比均增长较快，主要系免收通行费政策导致车主选择高速公路行驶意愿增强。

2021 年一季度，公司高速公路通行费收入同比增加 16.80 亿元，较 2019 年同口径增长 4.59%，低于预期，主要系为防控疫情，国家鼓励就地过年，返乡车流及自驾游车辆大幅减少所致；除杭徽高速浙江段和徽杭高速公路外，公司其他路段日均车流量较 2020 年均有所回落。

表 9　公司控股高速公路日均车流量及通行费收入情况（单位：辆/日、亿元）

高速公路名称	日均车流量			通行费收入		
	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
沪杭甬高速公路	64127	72158	69305	41.57	32.27	9.98
上三高速公路	30347	37045	33567	11.92	9.63	2.85
甬金高速公路金华段	24332	28989	28624	4.39	3.82	1.22
杭徽高速浙江段	21430	23233	25948	5.82	4.52	1.60
徽杭高速公路	7962	8430	12118	1.39	1.01	0.46
申嘉湖杭高速公路	30575	32950	31698	6.97	5.57	1.72
舟山跨海大桥	21834	20891	19076	8.83	7.18	1.99
龙丽丽龙高速公路	--	--	15348	--	--	1.84
合计	--	--	--	**80.89**	**64.02**	**21.67**

注：暂停收费期间，公司所辖路产暂停收费，但仍统计车流量
资料来源：公司提供

2020 年和 2021 年 1—3 月，公司高速公路养护支出分别为 5.33 亿元和 1.02 亿元，较之前年度变化不大。

（2）证券业务

公司证券业务来自浙商证券，跟踪期内受证券市场交易活跃及扩大期货业务规模等因素综合影响，浙商证券营业收入大幅增长，但业务

毛利率有所下滑。

截至 2020 年底，浙商证券注册资本 36.14 亿元，总部位于浙江省杭州市，下辖 9 家子公司、22 家分公司，分布于上海、浙江、四川、重庆、山东、江苏等地；营业部 99 家，主要分布于浙江省内，其余分布于北京、上海、广东、深圳、重庆等经济发达地区；拥有员工 3606 人。

2020 年，浙商证券营业收入同比增长 87.94%，主要系证券市场交易活跃及扩大期货业务规模导致。浙商证券核心业务包括证券经纪业务、融资融券业务和期货业务，2020 年同比分别增长 62.71%、22.28%和 120.89%。

2020 年，浙商证券综合毛利率同比下降 2.47 个百分点，主要系业务毛利率较低的期货收入占比提升导致。

表 10　浙商证券营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
证券经纪业务	10.11	17.86	26.31	16.45	15.46	55.02
自营投资业务	8.38	14.81	93.44	8.55	8.04	85.61
资产管理业务	3.83	6.77	17.49	4.85	4.56	11.13
投资银行业务	3.13	5.53	14.06	10.26	9.65	34.89
期货业务	27.24	48.13	6.61	60.17	56.57	4.39
融资融券业务	10.95	19.35	98.63	13.39	12.59	84.69
其他业务及抵消	-7.04	-12.44	--	-7.30	-6.86	--
合计	**56.60**	**100.00**	**22.90**	**106.37**	**100.00**	**20.43**

注：上表数据与表 2 中证券相关业务收入的差异源自统计口径的不同
资料来源：公司提供

（3）货物销售

公司货物销售业务来自浙商证券下属子公司，跟踪期内业务规模快速提升。

公司货物销售业务隶属于基差贸易业务，主要由浙商证券下属子公司浙商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）负责。

业务模式方面，浙商期货通过大宗商品在现货、期货市场的价格差异，采取完全对冲的方式，赚取大宗商品在不同市场、不同周期、不同区域的基差波动率。2020年，浙商期货贸易的大宗商品包括天然橡胶、热轧卷板、聚氯乙烯和螺纹钢等。

2020年，浙商期货基差贸易业务规模快速提升。其中，现货端收入同比增长131.13%，亏损0.63亿元；期货端收入同比增长120.89%，盈利1.56亿元；基差贸易业务合计盈利0.93亿元。

3. 未来发展

公司致力于打造成为国内领先的以交通基础设施投资运营为主，金融业务协同发展，产融结合、适度多元的国际化投资控股企业。“十四五”期间，公司将围绕高质量可持续发展要求，夯实现有产业基础，打造浙江交投市场化交通基础设施投融资平台、资产证券化平台、交通基础设施运营管理平台，全力拓展交通基础设施主业规模；提升高速公路营运管理能力，持续打造主业第一品牌，力争高速公路运营服务指标国内领先，运营服务由一流品牌向第一品牌跨越升级；全面升级智慧交通试点经验，优化智慧高速行业云平台，在道路监控、设备运维、养护决策、安全监管、指挥调度和管理服务六个方面推动运营服务提升；充分发挥跨海大桥管养优势，以“百年大桥”“四个一流”“智慧管养”为目标，协同集团组建高速公路长大桥管养中心，加大科技攻关和领军人才培育，打造世界级跨海大桥管养平台；整合发展金融业务，并实现与交通基础设施协同发展。证券业务稳步迈入券商第一梯队；提升酒店物业经营效益，适时布局“基础设施+”等战略新兴业务；合力做厚做久企业，加强资本运作，推进交通基础设施主业、金融业务及“基础设

施+”协同，增强持续发展后劲。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年1－3月财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司拥有纳入合并范围的子公司12家。2020年，公司设立浙江沪杭甬国际（香港）有限公司；2021年一季度，公司将龙丽丽龙公司纳入合并范围。总体看，上述合并范围变动对公司财务数据可比性影响很小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构仍以货币资金、交易性金融资产、其他流动资产、股权投资和高速公路经营权为主，整体资产质量好。

2020年底，公司资产总额较2019年底增长24.32%，主要来自流动资产的增加；资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比有所提升。

表11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年底		2020年底		2021年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**687.22**	**65.54**	**919.63**	**70.55**	**1096.27**	**71.71**
货币资金	216.74	20.67	255.44	19.60	340.28	22.26
交易性金融资产	222.52	21.22	294.02	22.56	355.07	23.23
买入返售金融资产	81.10	7.73	71.22	5.46	73.54	4.81
其他流动资产	120.43	11.49	211.81	16.25	223.21	14.60
非流动资产	**361.31**	**34.46**	**383.90**	**29.45**	**432.43**	**28.29**
长期股权投资	64.48	6.15	69.45	5.33	96.62	6.32
无形资产	229.78	21.91	211.45	16.22	255.64	16.72
资产总额	**1048.53**	**100.00**	**1303.53**	**100.00**	**1528.70**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020年底，公司流动资产较2019年底增长33.82%。其中，货币资金较2019年底增长17.85%，货币资金中客户资金存款193.23亿元。交易性金融资产较2019年底增长32.13%，主要为浙商证券购买的债券类交易性金融资产增长。买入返售金融资产较2019年底下降12.18%，系浙商证券收取有价证券作为抵押所融出的资金；其中股票质押式回购和债券质押式回购分别为36.76亿元和35.38亿元，累计计提减值准备1.92亿元。其他流动资产较2019年底增长75.87%，主要为浙商证券融出资金和存出保证金；其中融出资金本息和存出保证金分别为150.13亿元和61.28亿元。

2020年底，公司非流动资产较2019年底增长6.25%。其中，长期股权投资较2019年底增长7.70%，主要系追加投资浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）1.96亿元、取得分红款和确认投资收益所致；长期股权投资主要由公司持有的上海农村商业银行股份有限公司（持股5.36%[3]）、浙江省交通投资集团财务有限责任公司（持股20.08%，以下简称“财务公司”）、浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）（持股35.71%）、长江联合金融租赁有限公司（持股10.61%[4]）和浙江绍兴嵊新高速公路有限公司（以下简称“嵊新公司”，持股50.00%）等股权构成。无形资产账面原值471.58

[3]公司在上海农村商业银行股份有限公司派有1名董事，参与其财务和经营决策，对其产生重大影响
[4]公司在长江联合金融租赁有限公司派有1名董事，参与其财务和经营决策，对其产生重大影响

亿元，较 2019 年底变化不大，累计计提摊销 259.60 亿元，主要为高速公路经营权。

2021 年 3 月底，公司资产总额较 2020 年底增长 17.27%，资产构成仍以流动资产为主。其中，流动资产较 2020 年底增长 19.21%，主要系证券市场交易持续活跃导致客户资金存款及浙商证券购买的交易性金融资产增加；非流动资产较 2020 年底增长 12.64%，主要系关联交易购买联营公司导致长期股权投资增加和收购子公司导致无形资产（高速公路收费权）增加。

2021 年 3 月底，公司受限资产 430.37 亿元，受限比率为 28.15%；其中受限金融资产 183.46 亿元，主要为用于卖出回购业务担保物和融出证券；受限无形资产 172.74 亿元，主要为用于质押借款的高速公路收费权；受限货币资金 61.97 亿元，主要为定期存款。

3. 负债及股东权益

股东权益

跟踪期内，受浙商证券可转债转股后新股东增资影响，公司股东权益有所增长，权益稳定性尚可。

2020 年底，公司股东权益较 2019 年底增长 16.97%。其中，股本较 2019 年底未发生变化；资本公积和少数股东权益较 2019 年底分别增长 31.57%和 28.45%，主要系浙商证券可转债转股后新股东增资导致；未分配利润较 2019 年底增长 12.72%，主要来自利润留存，其中当年分配现金股利 15.42 亿元。

2021 年 3 月底，公司股东权益较 2020 年底变化不大，但结构变化较大，主要系通过同一控制下企业合并收购龙丽丽龙公司导致未分配利润调整至资本公积。

表 12　公司主要股东权益和负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股东权益	**322.91**	**100.00**	**377.71**	**100.00**	**387.86**	**100.00**
实收资本	43.43	13.45	43.43	11.50	43.43	11.20
资本公积	33.03	10.23	43.46	11.51	106.79	27.53
未分配利润	119.02	36.86	134.16	35.52	78.07	20.13
少数股东权益	103.65	32.10	133.14	35.25	136.08	35.08
流动负债	**499.01**	**68.77**	**700.41**	**75.65**	**867.96**	**76.08**
短期借款	22.27	3.07	54.31	5.87	72.94	6.39
卖出回购金融资产款	90.18	12.43	115.25	12.45	180.93	15.86
其他应付款	11.51	1.59	47.71	5.15	48.67	4.27
代理买卖证券款	129.74	17.88	157.69	17.03	186.00	16.30
一年内到期的非流动负债	71.80	9.90	73.21	7.91	84.95	7.45
其他流动负债	136.95	18.87	177.17	19.14	217.19	19.04
非流动负债	**226.61**	**31.23**	**225.41**	**24.35**	**272.88**	**23.92**
长期借款	64.22	8.85	79.20	8.55	111.68	9.79
应付债券	155.79	21.47	137.07	14.81	151.22	13.26
负债总额	**725.62**	**100.00**	**925.82**	**100.00**	**1140.83**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

负债

跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担持续加重；构成以短期债务为主，债务结构有待改善。

2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 27.59%，主要来自流动负债的增加，债务结构以流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债较 2019 年底增长 40.36%。其中，短期借款较 2019 年底增加 32.04 亿元，全部为信用借款；利率区间为 0.8%-5.3%。卖出回购金融资产款较上年底增长 27.81%，主要为浙商证券以购入的有价证券抵押所融入的资金；其中质押式卖出回购 98.75 亿元、质押式报价回购 16.50 亿元。其他应付款较 2019 年底增加 36.20 亿元，主要来自证券业务相关保证金的增加。代理买卖证券款较 2019 年底增长 21.54%，主要为代理客户买卖股票、债券和基金等有价证券而收到的款项；其中个人普通经纪业务 121.31 亿元。一年内到期的非流动负债较 2019 年底变化不大，其中一年内到期的应付债券 60.96 亿元。其他流动负债较 2019 年底增长 29.37%，主要由应付货币保证金和短期融资款项构成；其中应付货币保证金 109.97 亿元，短期融资款项 63.07 亿元（已调整至短期债务）。

2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底变化不大。其中，长期借款较 2019 年底增长 23.33%，其中质押借款 56.28 亿元，信用借款 22.92 亿元；利率区间为 4.21%-4.70%。应付债券较 2019 年底下降 12.02%，主要系浙商证券可转债转股。

2021 年 3 月底，公司负债总额较 2020 年底增长 23.22%，主要系证券市场交易持续活跃导致代理买卖证券款增加、浙商证券以购入的有价证券抵押所融入的资金增加及通过银行借款融资导致。

有息债务方面，2020 年底公司全部债务较 2019 年底增长 17.23%，主要来自浙商证券债务的增加；构成以短期债务为主，债务结构有待改善；2021 年 3 月底较 2020 年底增长 28.20%，短期债务占比持续提升。

表 13　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	258.92	344.42	456.40
长期债务	221.90	219.26	266.24
全部债务	480.81	563.68	722.64
长期债务资本化比率	40.73	36.73	40.70
全部债务资本化比率	59.82	59.88	65.07
资产负债率	69.20	71.02	74.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

债务指标方面，2020 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2019 年底变化 1.82 个、0.06 个和-4.00 个百分点，2021 年 3 月底上述指标分别较 2020 年底提升 3.61 个、5.19 个和 3.97 个百分点，债务负担持续加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入有所增长，但营业利润率有所下滑；费用控制能力较强，投资收益对利润形成良好补充，整体盈利能力很强。

2020 年，公司营业总收入同比增长 20.82%，营业成本同比增长 41.32%，增幅大于营业总收入；营业利润率同比下降 10.53 个百分点。

2020 年，公司期间费用同比增长 5.91%，主要为财务费用 16.92 亿元；期间费用率同比下降 1.47 个百分点，费用控制能力较强。

2020 年，公司公允价值变动损益主要系浙商证券持有的交易性金融资产和交易性金融负债产生的公允价值变动。投资收益中权益法核算的长期股权投资收益 7.04 亿元（主要来自财务公司和上海农村商业银行股份有限公司等），同比增加 0.17 亿元；持有交易性金融资产期间取得的投资收益 10.63 亿元，同比增加 2.14 亿元；处置交易性金融资产取得的投资收益 10.07 亿元。信用减值损失主要系浙商证券持有的买入返售金融资产产生的减值。利润总额同比下降 11.68%，主要系疫情及免通行费政策导致。

盈利指标方面，2020 年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.49 个和 3.27 个百分点，盈利能力仍很强。

表 14　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业总收入	144.36	174.41	55.53
营业总成本	90.28	127.58	38.61
期间费用	17.22	18.24	4.73
公允价值变动损益	1.60	-4.30	-0.55
投资收益	19.48	29.46	6.34
信用减值损失	0.32	-1.84	-0.05
利润总额	57.79	51.04	19.65
营业利润率	36.84	26.31	30.07
期间费用率	11.93	10.46	8.52
总资本收益率	7.53	6.04	--
净资产收益率	13.70	10.43	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.53 亿元，营业利润率为 30.07%；投资收益 6.34 亿元，利润总额 19.65 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，受疫情及免通行费政策影响经营性活动净现金流有所减少，投资活动净流出规模扩大；未来，随着优质路产的不断兼并整合及证券业务的持续投入，公司对外部融资仍存在较强需求。

经营活动方面，2020 年公司经营活动现金流入量同比增长 53.42%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 130.71 亿元，同比增长 18.06%；金融类业务现金流入 124.86 亿元，同比增加 41.56 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 84.56 亿元，主要为收到的货币保证金。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 84.68%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 77.02 亿元，同比增长 96.27%，主要系期货业务支出增加导致；金融类业务现金流出 134.40 亿元，同比增加 75.70 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 53.79 亿元，主要为浙商证券定期存款存出等。2020 年，公司经营活动现金净流量同比下降 35.83%，系疫情及免通行费政策导致。

公司证券收入未纳入销售商品、提供劳务收到的现金，导致现金收入比较低，2020 年为 74.95%，同比变化不大。

投资活动方面，2020 年公司投资活动流入同比增加 4.38 亿元，主要系取得的现金分红。投资活动流出中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 8.48 亿元；投资支付的现金 28.81 亿元，主要系支付的股权投资款；投资活动现金净流出同比增加 19.10 亿元。

筹资活动方面，2020 年公司筹资活动规模有所提升，筹资活动现金流入量和筹资活动现金流出量同比分别增长 45.57%和 43.20%；筹资活动现金净流量同比增加 11.29 亿元。

表 15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	221.91	340.46	170.06
经营活动现金流出量	164.36	303.53	130.99
经营活动现金净流量	**57.55**	**36.93**	**39.07**
投资活动现金流入量	1.45	5.83	2.84
投资活动现金流出量	13.81	37.29	2.15
投资活动现金净流量	**-12.36**	**-31.46**	**0.69**
筹资活动现金流入量	322.34	469.24	170.23
筹资活动现金流出量	313.93	449.54	135.77
筹资活动现金净流量	**8.41**	**19.70**	**34.45**
现金收入比	**76.70**	**74.95**	**73.95**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流量 39.07 亿元；投资活动现金净流量 0.69 亿元；筹资活动现金净流量 34.45 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均较强，综合考虑公司在路产质量和股东背景等方面的显著优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020年公司流动比率和速动比率较2019年底分别下降6.42个和6.28个百分点；2021年3月底，上述指标持续下降，较2020年底分别下降5.00个和5.13个百分点，但仍维持在较高水平。截至2021年3月底，公司现金短期债务比为1.54倍，短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2020年公司EBITDA为92.25亿元，同比下降5.26%；EBITDA利息倍数为5.28倍，全部债务/EBITDA为6.11倍，长期偿债能力指标较强。

表 16　公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	137.72	131.30	126.30
速动比率	137.05	130.77	125.64
现金短期债务比	1.70	1.61	1.54
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	5.98	5.28	--
全部债务/EBITDA	4.94	6.11	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 5.42 亿元，担保比率 1.40%，被担保方为嵊新公司。嵊新公司负责经营甬金高速公路绍兴段，其经营情况正常，公司或有负债风险可控。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得金融机构授信 1020.29 亿元，已使用额度为 375.51 亿元，未使用额度 644.78 亿元，融资渠道通畅。

7. 母公司分析

公司证券业务由子公司浙商证券运营，高速公路运营业务部分由下属公司上三公司等负责；母公司资产和营收等指标在合并口径数据中占比较小。

2020 年底，母公司资产总额 264.80 亿元，较 2019 年底增长 10.51%，主要来自于预付股权收购款等其他非流动资产的增加；负债总额 138.05 亿元，较 2019 年底增长 11.54%，主要系通过短期借款等形式融资导致；股东权益 126.75 亿元，较 2019 年底增长 9.42%，主要来自利润留存。资产负债率为 52.13%，全部债务资本化比率为 37.63%。2020 年，母公司实现营业收入 19.70 亿元，同比下降 21.39%；投资收益 19.33 亿元，利润总额 27.78 亿元。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 267.75 亿元，股东权益 130.90 亿元；2021 年 1－3 月，母公司实现营业收入 6.23 亿元，利润总额 7.97 亿元。

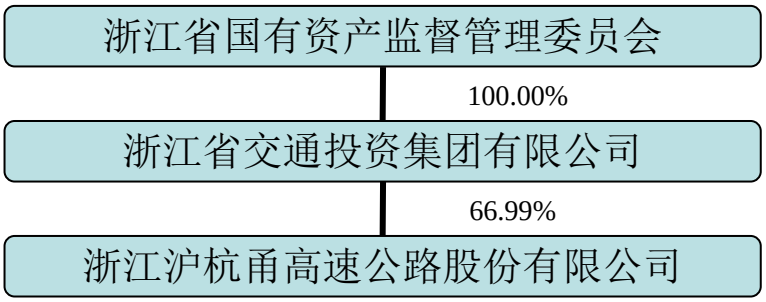
十一、 存续债券偿还能力分析

截至本评级报告出具日，由联合资信评定的公司存续债券余额合计 30.00 亿元，存续债券均将于 2022 年到期兑付。2020 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对存续期内债券余额的覆盖倍数分别为 3.08 倍和 1.23 倍，EBITDA 对存续期内债券余额的保障能力很强。

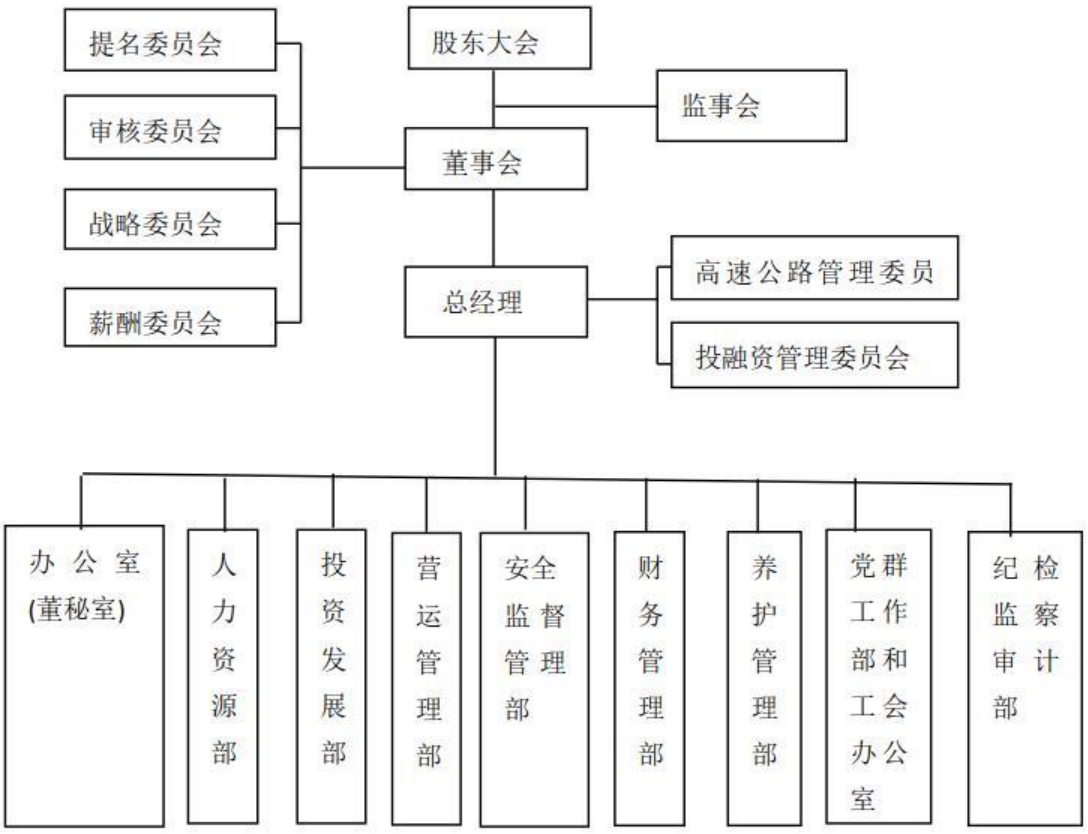
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 沪杭甬 MTN001”和“19 沪杭甬 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司纳入合并范围子公司情况

单位名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
浙江高速公路清障施救服务有限公司	800.00	100.00	服务业
黄山长江徽杭高速公路有限责任公司	58000.00	100.00	交通运输
浙江嘉兴高速公路有限责任公司	35920.00	100.00	交通运输
浙江金华甬金高速公路有限公司	135000.00	100.00	交通运输
浙江杭徽高速公路有限公司	310185.30	88.67	交通运输
浙江上三高速公路有限公司	538000.00	73.63	交通运输
浙江余杭高速公路有限责任公司	7522.30	51.00	交通运输
德清县德安公路建设有限责任公司	32000.00	80.10	建筑业
浙江申嘉湖杭高速公路有限公司	172000.00	100.00	交通运输
浙江大酒店有限公司	30666.22	100.00	酒店服务
浙江龙丽丽龙高速公路有限公司	816065.66	100.00	交通运输
浙江沪杭甬国际（香港）有限公司	0.00	100.00	投资

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	379.19	439.33	554.72	702.11
资产总额(亿元)	943.34	1048.53	1303.53	1528.70
股东权益(亿元)	332.23	322.91	377.71	387.86
短期债务(亿元)	205.37	258.92	344.42	456.40
长期债务(亿元)	219.62	221.90	219.26	266.24
全部债务(亿元)	424.99	480.81	563.68	722.64
营业总收入(亿元)	124.01	144.36	174.41	55.53
利润总额(亿元)	51.20	57.79	51.04	19.65
EBITDA(亿元)	87.86	97.37	92.25	--
经营性净现金流(亿元)	37.90	57.55	36.93	39.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36.39	37.71	46.61	--
存货周转次数(次)	48.45	36.83	36.28	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	77.42	76.70	74.95	73.95
营业利润率(%)	43.54	36.84	26.31	30.07
总资本收益率(%)	7.13	7.53	6.04	--
净资产收益率(%)	12.05	13.70	10.43	--
长期债务资本化比率(%)	39.80	40.73	36.73	40.70
全部债务资本化比率(%)	56.12	59.82	59.88	65.07
资产负债率(%)	64.78	69.20	71.02	74.63
流动比率(%)	150.04	137.72	131.30	126.30
速动比率(%)	149.63	137.05	130.77	125.64
经营现金流动负债比(%)	9.78	11.53	5.27	--
现金短期债务比(倍)	1.85	1.70	1.61	1.54
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	4.94	6.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.29	5.98	5.28	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；将拆入资金、卖出回购金融资产款、其他应付款及其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算；其他非流动负债调整至长期债务计算；本次评级 2018 年数据使用 2019 年初经调整数据

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.10	16.40	13.16	17.88
资产总额(亿元)	210.35	239.61	264.80	267.75
股东权益(亿元)	135.97	115.84	126.75	130.90
短期债务(亿元)	3.50	36.77	46.48	54.42
长期债务(亿元)	25.52	30.00	30.01	44.16
全部债务(亿元)	29.02	66.77	76.49	98.58
营业收入(亿元)	23.71	25.06	19.70	6.23
利润总额(亿元)	31.43	33.59	27.78	7.97
EBITDA(亿元)	36.85	39.87	36.02	--
经营性净现金流(亿元)	28.79	26.57	18.12	-20.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	58.71	57.37	51.05	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.11	0.08	--
现金收入比(%)	102.74	102.33	103.95	86.48
营业利润率(%)	67.86	67.84	56.64	71.13
总资本收益率(%)	17.48	17.46	14.63	--
净资产收益率(%)	20.17	25.57	20.27	--
长期债务资本化比率(%)	15.80	20.57	19.14	25.22
全部债务资本化比率(%)	17.59	36.56	37.63	42.96
资产负债率(%)	35.36	51.66	52.13	51.11
流动比率(%)	58.89	56.17	42.98	57.02
速动比率(%)	58.89	56.17	42.98	57.02
经营现金流动负债比(%)	59.83	28.55	16.92	--
现金短期债务比(倍)	5.46	0.45	0.28	0.33
全部债务/EBITDA(倍)	0.79	1.67	2.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.12	17.53	8.90	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他应付款有息部分调整至短期债务计算，其他非流动负债调整至长期债务计算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

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	(1)2 年数据：增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款账面价值+平均应收票据)
存货周转次数	营业总成本/平均存货
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(股东权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-税金及附加)/营业总收入×100%
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×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+股东权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+股东权益)×100%
受限比率	受限资产/资产总额×100%
担保比率	担保余额/股东权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息支出+费用化利息支出)
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/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金净流量/流动负债×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+衍生金融负债+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+租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

营业总收入=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入

营业总成本=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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 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。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。