信用评级公告

联合〔2022〕2516 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

二〇二二年四月二十六日

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
2022 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
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	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

跟踪评级债项概况：

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

评级时间：2022 年 4 月 26 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

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”）是浙江省从事高速公路投资运营的港股上市公司，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位，公司外部发展环境良好，股东实力雄厚。2021 年，公司高速公路运营里程持续增长，路产质量优良，通行费收入大幅增长，整体盈利能力和经营获现能力很强；此外，公司实际控制浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”），其为全国综合性上市证券公司，业务资质齐全，各项主要业务行业排名上游，综合实力很强，资本较充足，资产流动性较好。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、债务负担有所加重、短期债务占比较高和证券业务易受证券市场环境影响等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司致力于打造以交通基础设施投资运营为主、金融业务协同发展的投资控股企业，经营规模和盈利水平有望持续扩大，核心竞争力有望进一步提升。

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强省，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. **区域内地位重要，路产质量优良。**公司是浙江省从事高速公路投资运营的港股上市公司。截至 2021 年底，公司高速公路营运里程 1074.6 公里，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位；2021 年单公里通行费收入为 896.98 万元/公里，远高于全国平均水平。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	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	2
		资本结构		3
		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

分析师：许狄龙　张丽斐

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. **盈利能力和经营获现能力很强。**公司利润规模有所增长，净资产收益率维持在高水平，2021 年分别为 82.13 亿元和 13.54%；经营获现能力很强，经营活动净现金流呈较大规模净流入态势。
5. **证券业务具备很强的区域竞争优势，近年来整体业务发展良好。**浙商证券为全国综合性上市证券公司，综合实力很强，在浙江省内网点布局广泛，具有很强的区域竞争优势，近年来营业总收入及净利润增长较快，各项主要业务处于行业上游水平。

关注

1. **债务规模持续增长，债务负担有所加重，短期债务占比较高。**截至 2021 年底，公司全部债务 817.14 亿元，较 2020 年底增加 253.46 亿元，其中短期债务 504.04 亿元，占比为 61.68%；全部债务资本化比率为 63.59%，较 2020 年底提升 3.71 个百分点。
2. **证券业务易受宏观环境变化影响。**浙商证券主要业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素影响，证券收入的增长存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	439.33	554.72	885.88
资产总额(亿元)	1048.53	1303.53	1766.10
所有者权益(亿元)	322.91	377.71	467.95
短期债务(亿元)	258.92	344.42	504.04
长期债务(亿元)	221.90	219.26	313.10
全部债务(亿元)	480.81	563.68	817.14
营业总收入(亿元)	144.36	174.41	262.42
利润总额(亿元)	57.79	51.04	82.13
EBITDA(亿元)	97.37	92.25	133.92
经营性净现金流(亿元)	57.55	36.93	85.13
营业利润率(%)	36.84	26.31	26.14
净资产收益率(%)	13.70	10.43	13.54
资产负债率(%)	69.20	71.02	73.50
全部债务资本化比率(%)	59.82	59.88	63.59
流动比率(%)	137.72	131.30	134.15
经营现金流动负债比(%)	11.53	5.27	8.70
现金短期债务比(倍)	1.70	1.61	1.76
EBITDA 利息倍数(倍)	5.98	5.28	6.87
全部债务/EBITDA(倍)	4.94	6.11	6.10
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	239.61	264.80	281.44
所有者权益(亿元)	115.84	126.75	148.17
全部债务(亿元)	66.77	76.49	78.56
营业收入(亿元)	25.06	19.70	27.30
利润总额(亿元)	33.59	27.78	44.61
资产负债率(%)	51.66	52.13	47.35
全部债务资本化比率(%)	36.56	37.63	34.65
流动比率(%)	56.17	42.98	89.15
经营现金流动负债比(%)	28.55	16.92	5.74

注：流动负债中的拆入资金、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
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	2021.05.31	许狄龙 吕泽峰	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营业务和股权结构均未发生变化。截至 2021 年底，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（见附件 1-1）。

公司是浙江交投旗下核心成员企业和重要上市平台，主营业务包括高速公路运营和证券业务两大板块。截至 2021 年底，公司本部内设办公室（董秘室）、人力资源部、财务管理部、投资发展部、营运管理部、养护管理部、安全监督管理部、党群工作部、工会办公室、审计部（综合监督部）、纪检监察室和运行管理中心（信息中心）等职能部门（见附件 1-2）；拥有纳入合并范围的二级子公司 12 家（见附件 1-3）。

截至 2021 年底，公司资产总额 1766.10 亿元，股东权益 467.95 亿元（少数股东权益 182.22 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 262.42 亿元，利润总额 82.13 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、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见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至跟踪评级日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 沪杭甬 MTN001	14.00	14.00	2019/05/10	3 年
19 沪杭甬 MTN002	16.00	16.00	2019/07/15	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，中国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年中国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年中国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，

均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2　2018－2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年中国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑中国出口高增长。2021 年，中国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 中国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年中国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年中国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年中国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

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。受新冠肺炎疫情影响，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。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%。

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

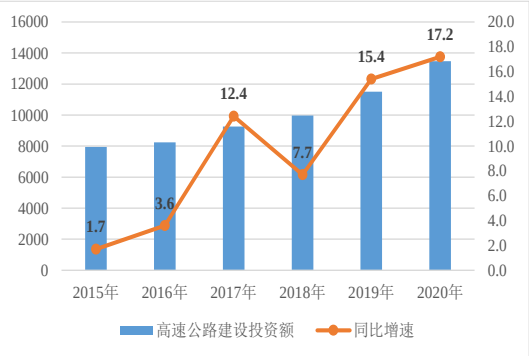
运输需求方面，2021 年前三季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 288.16 亿吨，较 2020 年同期增长 19.8%，货物运输周转量 50575.67 亿吨公里，较 2020 年同期增长 19.8%；公路旅客运输量 39.22 亿人次，较 2020 年同期下降 20.2%，旅客运输周转量 2818.15 亿人公里，较 2020 年同期下降 15.6%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

（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%，其他债务占比为 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，中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。2020 年，中国高速公路通行费总收入同比下降 17.74%，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 14.85%，通行费收支缺口扩大至 7177.43 亿元，较上年增加 2503.49 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020 年占 83.11%。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　2016－2020 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
					绝对值	同比（%）
通行费收入（亿元）	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.24	-17.74
支出总额（亿元）	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出（亿元）	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口（亿元）	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.43	53.56
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	0.96	1.04	1.08	1.05	0.67	--

资料来源：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，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

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。

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。2021 年 3 月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展

第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

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，中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

（1）证券行业概况

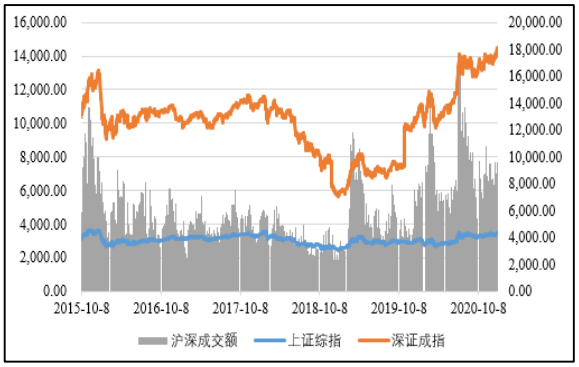
近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

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）



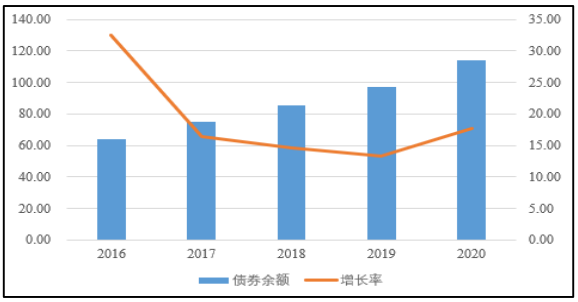
资料来源：联合资信根据 wind 数据整理

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。

（2）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

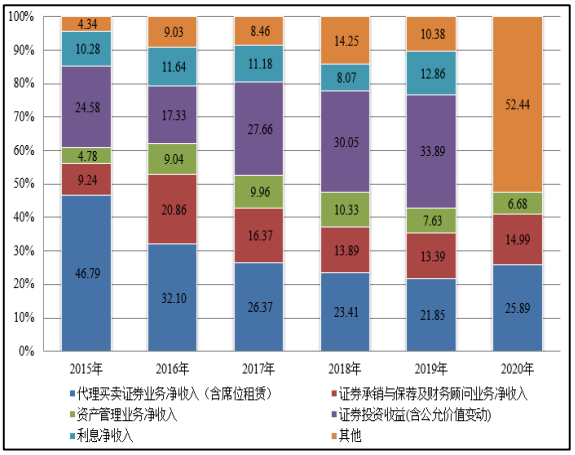
审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

（3）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%。

（4）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

（5）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。

（6）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强省，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。

公司及下属企业主要位于浙江省。浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，东临东海，南接福建，西与安徽、江西相连，北与上海、江苏接壤，是中国的经济强省，浙江省腹地经济发达，区域优势和路网效应明显。

（1）浙江省经济概况

浙江省区域经济水平持续增强。根据《浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2021 年浙江省实现地区生产总值（GDP）73516 亿元，同比增长 8.5%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为 2209 亿元、31189 亿元和 40118 亿元，比上年分别增长 2.2%、10.2%和 7.6%。人均地区生产总值为 113032 元（按年平均汇率折算为 17520 美元），比上年增长 7.1%。

固定资产投资方面，近三年浙江省固定资产投资规模持续扩大，2021 年比上年增长 10.8%，两年平均增长 8.1%。其中，第一、二、三产业投资比上年分别增长 2.7%、17.8%和 9.0%，三大领域投资稳定增长。分产业看，制造业投资增长 19.8%，拉动投资增长 3.4 个百分点；基础设施投资增长 2.0%，拉动投资增长 0.5 个百分点；民间投资比上年增长 8.9%，拉动全部投资增长 5.3 个百分点；其中，民间项目投资增长 11.6%。

财政实力方面，2021 年浙江省财政总收入 14517 亿元，比上年增长 16.9%；一般公共预算收入 8263 亿元，增长 14.0%。其中，税收收入 7172 亿元，增长 14.5%，占一般公共预算收入的 86.8%。

（2）浙江省交通概况

截至 2021 年底，浙江省高速公路里程 5184 公里，较 2020 年底增加 84 公里；路网密度达 4.91 公里/百平方公里，居全国各省（自治区）第三。浙江省“两纵两横十八连三绕三通道”主骨架已经形成，高速公路全面覆盖 20 万以上人口城镇、沿海港口主要港区、机场、铁路等重要枢纽，省际接口达到 21 个，实现陆域“县县通高速”。高速公路网年平均日交通量达 5.0 万辆，平均拥挤度 0.67，处于三级服务水平，总体运行顺畅。

随着疫情影响弱化，浙江省交通运量有所回升。2021 年浙江省铁路、公路和水运货物周转量 12936 亿吨公里，比上年提高 5.0%；旅客周转量 714 亿人公里，增长 5.9%。公路旅客周转量受到高铁冲击而继续下滑，公路和铁路在客运运输处于竞争态势，水运在货运运输中占绝对优势。

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，未来仍有较大的投资空间。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年底，公司已发行股份 4343114500 股，其中浙江交投持股 66.99%，为公司控股股东；公司实际控制人是浙江省国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司是从事高速公路投资运营的港股上市公司，在路产质量和股东背景等方面具有显著优势；并表子公司浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”）为全国综合性上市证券公司，综合实力很强，具有区域竞争优势。

公司作为浙江省唯一一家在港交所上市的高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位。截至2021年底，公司高速公路营运里程1074.6公里，其中浙江省内993.0公里，安徽省内81.6公里；下辖33个收费所、119个收费站；2021年，单公里通行费收入为896.98万元/公里，公路资产周转率（高速公路收费及其附属收入/高速公路及其附属平均资产总额）为22.55%。

另外，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，上三公司持有浙商证券 54.79%的股份，公司实际控制浙商证券。

浙商证券为全国综合性上市证券公司，业务牌照齐全，在浙江省人民政府发布的“凤凰行动 2”及一系列省委省政府的战略部署中担当重要角色，具有重要的区域战略地位。

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，位列《财富》世界 500 强第 433 位，2021 中国企业 500 强第 120 位。截至 2020 年底，浙江交投资产总额 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。

3. 企业信用记录

公司本部和重要子公司信用记录均良好。

根据中国人民银行企业信用报告（查询机构代码：33103090177），截至2022年4月11日，公司本部企业信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：33103090005），截至2022年4月11日，上三公司本部企业信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G10330106009183207），截至2022年4月11日，浙商证券本部企业信用记录良好。

七、管理分析

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、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入快速增长，综合毛利率较为稳定。

2021年，公司营业总收入同比增长50.46%，证券市场交易活跃导致证券业务收入大幅增长。其中，高速公路收费及其附属业务收入同比增长50.04%，证券收入同比增长55.29%。

2021年，公司综合毛利率同比变化不大，其中高速公路收费及其附属业务毛利率同比提升7.08个百分点，主要系2020年同期因疫情免收通行费导致收入偏低；证券业务毛利率同比下降4.33个百分点，主要系业务毛利率相对较低的期货收入占比提升导致。

表 7　2019－2021 年公司营业总收入构成与毛利率情况

项　目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
高速公路收费及其附属业务	81.59	56.52	55.21	64.63	37.06	44.01	96.97	36.95	51.09
证券业务	56.50	39.14	13.83	104.75	60.06	16.33	162.67	61.99	12.00
其他业务	6.27	4.34	19.41	5.03	2.88	25.57	2.78	1.06	19.53
合计	**144.36**	**100.00**	**37.46**	**174.41**	**100.00**	**26.86**	**262.42**	**100.00**	**26.52**

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

（1）高速公路运营

2021 年，公司所辖主要路产车流量持续增长，各路段通行费收入已恢复至疫情前水平，此外新购入高速公路带动公司通行费收入大幅增长。公司拥有省内多条重要路产，路产质量高，单公里通行费收入远高于全国平均水平。

高速公路路产情况

截至2021年底，公司高速公路营运里程合计1074.6公里，占浙江省高速公路总里程的比重为20.73%。

2021年，公司从自然人处收购嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司（以下简称“乍嘉苏公司”）55%股权，交易对价7.72亿元，可辨认净资产公允价值14.03亿元。

公司所辖高速公路均为经营性高速公路，包括沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路和申嘉湖杭高速公路等多条省内重要路产。其中沪杭甬高速公路作为公司核心路产是浙江省境内通车时间最早、车流量最大的一条高速公路；其将上海、宁波两大港口及浙江省十余个全国百强县连接起来，是长三角地区非常重要的一条公路交通干线。

浙江交投与公司签订《委托管理协议书》；根据相关协议，公司被委托对杭宁高速浙江段、杭州绕城高速公路西复线湖州段、宁波甬台温高速公路、申苏浙皖高速公路浙江段、钱江通道及接线工程南接线段和320国道嘉兴段等进行管理，具体内容包括上述路段及所属服务区的收费、维护、经营管理以及配套的施救、清障、仓储等服务。上述托管高速公路委托管理期间的通行费及相关收入和费用支出均由各委托单位收缴，不纳入公司财务合并范围。

表 8　截至 2021 年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	运营到期时间	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	2027 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
-红垦至段塘段	123.4	1995 年	30 年	2027 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	2027 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	2028 年	100.00	投资设立、1997 年
-余杭段	11.1	1995-1998 年	30 年	2028 年	51.00	投资设立、1997 年
-杭州段	3.4	1996 年	30 年	2028 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
上三高速公路	141.4	2000 年	30 年	2030 年	73.625	投资设立、1998 年
甬金高速公路金华段	69.7	2005 年	25 年	2030 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	2029 年	51.00	并购、2015 年
-留下至昌化段	85.6	2006 年	25 年	2031 年	51.00	并购、2015 年
徽杭高速公路	81.6	2004 年	25 年	2034 年	100.00	并购、2016 年

高速公路名称	总里程	通车时间	经营期限	运营到期时间	股权比例	获取方式及取得时间
申嘉湖杭高速公路						
-湖州段	42.0	2008 年	25 年	2033 年	100.00	并购、2019 年
-练杭段	50.9	2010 年	25 年	2035 年	100.00	并购、2019 年
舟山跨海大桥	46.3	2009 年	25 年	2034 年	51.00	并购、2019 年
龙丽高速公路	119.8	2006 年	25 年	2031 年	100.00	并购、2021 年
丽龙高速公路						
-连都段	23.0	2007 年	25 年	2032 年	100.00	并购、2021 年
-其他路段	79.5	2006 年	25 年	2031 年	100.00	并购、2021 年
乍嘉苏高速公路	50.3	2002 年	28 年	2030 年	55.00	并购、2021 年
合计	**1074.6**	--	--	--	--	--

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

高速公路运营情况

2021年，公司高速公路通行费收入同比增长50.56%，增长主要来自新并入龙丽丽龙高速公路和乍嘉苏高速公路，此外其他高速公路通行费收入均有所增长。其中，沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路金华段、杭徽高速浙江段、徽杭高速公路、申嘉湖杭高速公路、舟山跨海大桥、龙丽丽龙高速公路和乍嘉苏高速公路分别占比44.64%、12.75%、5.64%、6.67%、1.58%、8.10%、9.73%、7.48%和3.42%，主要通行费收入仍来自沪杭甬高速公路。

2021年，公司所辖路产单公里通行费收入提升至896.98万元/公里，远高于全国平均水平；公路资产周转率为22.55%。

2021年，除上三高速公路外，公司下辖高速公路日均车流量均有所增长，上三高速公路车流量下降主要系杭绍台高速通车产生分流。

表 9　2019－2021 年公司控股高速公路日均车流量及通行费收入情况

高速公路名称	日均车流量（辆/日）			通行费收入（亿元）		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
沪杭甬高速公路	64127	72158	73924	41.57	32.27	43.03
上三高速公路	30347	37045	33863	11.92	9.63	12.29
甬金高速公路金华段	24332	28989	30894	4.39	3.82	5.44
杭徽高速浙江段	21430	23233	24161	5.82	4.52	6.43
徽杭高速公路	7962	8430	9290	1.39	1.01	1.52
申嘉湖杭高速公路	30575	32950	34526	6.97	5.57	7.81
舟山跨海大桥	21834	20891	22183	8.83	7.18	9.38
龙丽丽龙高速公路	--	--	14076	--	--	7.21
乍嘉苏高速公路	--	--	37642	--	--	3.30
合计	--	--	--	**80.89**	**64.02**	**96.39**

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

2021年，公司高速公路养护支出6.81亿元，同比增加1.48亿元。

截至2021年底，公司无在建和拟建高速公路项目。

（2）证券业务

2021年，得益于证券市场交易活跃，公司证券收入大幅增长。证券业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素影响，证券收入的增长存在一定不确定性。

截至2021年底，浙商证券下辖10家子公司、21家分公司，分布于上海、浙江、四川、重庆、

山东、江苏等地；营业部109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4492人，其中高级管理人员7人，具有很强的区域竞争优势。

2021年，浙商证券营业收入同比增长54.36%，增长主要来自期货业务；核心业务包括证券经纪业务、自营投资业务、信用业务、期货业务等，分别占比13.81%、8.25%、9.63%和64.06%；上述业务收入同比分别增长37.81%、58.36%、18.07%和74.60%。

近年来，浙商证券期货业务增长迅速，主要采用基差贸易模式进行，具体为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。

表 10　2019－2021 年浙商证券营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	金额	占比
证券经纪业务	10.11	17.86	16.45	15.46	22.67	13.81
自营投资业务	8.38	14.81	8.55	8.04	13.54	8.25
资产管理业务	3.83	6.77	4.85	4.56	4.77	2.90
投资银行业务	3.13	5.53	10.26	9.65	10.83	6.60
信用业务	10.95	19.35	13.39	12.59	15.81	9.63
直投业务	0.47	0.83	0.82	0.78	0.29	0.18
期货业务	27.24	48.13	60.17	56.57	105.18	64.06
其他业务	-4.50	-7.95	-7.35	-6.91	-6.99	-4.26
内部抵扣	-3.02	-5.33	-0.78	-0.73	-1.90	-1.16
合计	**56.60**	**100.00**	**106.37**	**100.00**	**164.18**	**100.00**

注：上表数据与表 6 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

此外，联合资信关注到证券业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策化等因素影响，证券收入增长存在一定不确定性。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，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。

截至2021年底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司12家。2021年，公司合并范围新增浙江龙丽丽龙高速公路有限公司（以下简称“龙丽丽龙公司”）和乍嘉苏公司。总体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，得益于证券业务规模大幅增长，公司资产规模快速增长，资产结构以货币资金、证券类业务资产、股权投资和高速公路经营权为主，整体资产质量好。

截至2021年底，公司资产总额较2020年底增长35.49%，主要系证券业务规模大幅增长导致。资产结构方面，公司流动资产占74.31%，非流动资产占25.69%，资产以流动资产为主。

表 11　2019－2021 年底公司主要资产构成情况

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**687.22**	**65.54**	**919.63**	**70.55**	**1312.33**	**74.31**
货币资金	216.74	20.67	255.44	19.60	421.56	23.87
交易性金融资产	222.52	21.22	294.02	22.56	458.10	25.94
买入返售金融资产	81.10	7.73	71.22	5.46	70.88	4.01
客户备付金	35.93	3.43	43.66	3.35	57.82	3.27
其他流动资产	120.43	11.49	211.81	16.25	275.68	15.61
非流动资产	**361.31**	**34.46**	**383.90**	**29.45**	**453.77**	**25.69**
固定资产	36.42	3.47	35.55	2.73	42.18	2.39
长期股权投资	64.48	6.15	69.45	5.33	101.16	5.73
无形资产	229.78	21.91	211.45	16.22	263.86	14.94
资产总额	**1048.53**	**100.00**	**1303.53**	**100.00**	**1766.10**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，得益于证券业务规模大幅增长，公司流动资产较2020年底增长42.70%，主要由货币资金、交易性金融资产和其他流动资产构成。

截至2021年底，公司货币资金较2020年底增长65.03%，主要来自经营获现和客户存款增加。公司货币资金主要由银行存款构成（占99.78%），其中客户资金存款269.51亿元，其余为少量库存现金等。

公司结算备付金核算浙商证券进行证券交易的资金清算与交收而存入的款项及结算手续费等，分为客户备付金和公司备付金。截至2021年底，公司结算备付金较2020年底增长32.45%，其中客户备付金38.61亿元，其余为公司备付金。

公司交易性金融资产主要为债券类交易性金融资产，2021年底较2020年底增长55.80%，主要系浙商证券加大投资业务投入力度导致。

截至2021年底，公司买入返售金融资产较2020年底变化不大，其中股票质押式回购和债券质押式回购分别为26.85亿元和44.98亿元，累计计提减值准备1.20亿元。

截至2021年底，公司其他流动资产较2020年底增长30.15%，主要系证券交易活跃导致融出资金和存出保证金增加。公司其他流动资产中融出资金本息和存出保证金分别为193.94亿元和81.55亿元。

截至2021年底，公司非流动资产较2020年底增长18.20%，主要由长期股权投资和无形资产构成。

截至2021年底，公司长期股权投资较2020年底增长45.66%，主要系投资浙江杭宁高速公路有限责任公司和获取投资收益所致。公司长期股权投资主要由公司持有的浙江绍兴嵊新高速公路有限公司（以下简称“嵊新公司”，持股比例50.00%）、浙江省交通投资集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”，持股比例20.08%）、长江联合金融租赁有限公司（持股比例10.61%[1]）、上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商行”，持股比例4.85%[2]）、浙江杭宁高速公路有限责任公司（持股比例30.00%）和浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）（持股比例31.88%）等股权构成。

公司固定资产（不包括固定资产清理）以房屋及建筑物和机器设备为主。截至2021年底，公司固定资产账面原值84.06亿元，较2020年底增加17.92亿元，主要系乍嘉苏公司和龙丽丽龙公司纳入合并范围导致；累计计提折旧41.91亿元，账面价值42.13亿元。

[1]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

[2]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

公司无形资产主要为高速公路经营权。截至2021年底，公司无形资产账面原值622.40亿元，较2020年底增加150.82亿元，主要系乍嘉苏公司和龙丽丽龙公司纳入合并范围导致；累计计提摊销358.01亿元，账面价值263.86亿元。

截至2021年底，公司受限资产567.19亿元，受限比率为32.12%；其中受限货币资金109.17亿元，用于公募基金风险准备金、净额清算业务保证金和定期存款等；受限金融资产255.89亿元，系用于卖出回购业务担保物、融出证券业务和存续期内限售的理财产品；受限无形资产188.14亿元，系用于质押借款的公路收费权。

3. 负债及所有者权益

股东权益

跟踪期内，公司股东权益快速增长，构成以资本公积、未分配利润和少数股东权益为主。

截至2021年底，公司股东权益较2020年底增长23.89%，主要由资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。

截至2021年底，公司实收资本较2020年底未发生变化；资本公积较2020年底增长177.81%，主要系通过同一控制下企业合并方式收购龙丽丽龙公司，将其留存收益中归属于公司的部分资本公积转入留存收益导致合并增加资本公积。

截至2021年底，公司未分配利润较2020年底下降27.23%，主要系龙丽丽龙公司纳入合并范围导致未分配利润调整至资本公积；2021年，公司分配现金股利15.42亿元。

截至2021年底，公司少数股东权益较2020年底增长36.87%，主要系公司对浙商证券和浙江杭徽高速公路有限公司持股比例下降导致。

表 12　2019－2021 年底公司股东权益和负债主要构成情况

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
股东权益	**322.91**	**100.00**	**377.71**	**100.00**	**467.95**	**100.00**
实收资本	43.43	13.45	43.43	11.50	43.43	9.28
资本公积	33.03	10.23	43.46	11.51	120.72	25.80
未分配利润	119.02	36.86	134.16	35.52	97.63	20.86
少数股东权益	103.65	32.10	133.14	35.25	182.22	38.94
流动负债	**499.01**	**68.77**	**700.41**	**75.65**	**978.22**	**75.36**
短期借款	22.27	3.07	54.31	5.87	8.53	0.66
卖出回购金融资产款	90.18	12.43	115.25	12.45	252.50	19.45
其他应付款	11.51	1.59	47.71	5.15	39.66	3.06
代理买卖证券款	129.74	17.88	157.69	17.03	200.14	15.42
一年内到期的非流动负债	71.80	9.90	73.21	7.91	118.85	9.16
其他流动负债	136.95	18.87	177.17	19.14	261.60	20.15
非流动负债	**226.61**	**31.23**	**225.41**	**24.35**	**319.93**	**24.64**
长期借款	64.22	8.85	79.20	8.55	144.28	11.11
应付债券	155.79	21.47	137.07	14.81	165.22	12.73
负债总额	**725.62**	**100.00**	**925.82**	**100.00**	**1298.15**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

负债

跟踪期内，受证券业务规模大幅增长影响，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重；债务构成以短期债务为主，与资产构成匹配。

截至2021年底，公司负债总额较2020年底增长40.22%，主要系有息债务和证券业务相关负债增长导致。负债结构以流动负债为主，占比为75.36%。

截至2021年底，公司流动负债较2020年底增长39.66%，主要来自证券业务相关负债增长。

流动负债主要由卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

公司卖出回购金融资产款核算浙商证券以购入的有价证券抵押所融入的资金，包括股票和债券等金融资产。截至2021年底，公司卖出回购金融资产款较2020年底增长119.09%，其中质押式卖出回购236.00亿元、质押式报价回购16.50亿元。

公司其他应付款主要核算金融业务相关保证金，2021年底较2020年底下降16.86%，其中收益互换履约保障金17.02亿元、场外期权履约保证金及权利金8.76亿元。此外，公司其他应付款中委托贷款及利息为有息债务，调整至短期债务计算。

公司代理买卖证券款核算代理客户买卖股票、债券和基金等有价证券而收到的款项。截至2021年底，得益于浙商证券经纪业务规模扩大，公司代理买卖证券款较2020年底增长26.92%，其中个人普通经济业务152.40亿元。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较2020年底增长62.35%，其中一年内到期的应付债券103.73亿元、一年内到期的长期借款14.07亿元。

公司其他流动负债核算客户存入货币保证金、公司发行的超短期融资券和浙商证券发行的固定收益凭证等，2021年底较2020年底增长47.65%，主要来自短期融资款项增长。公司其他流动负债中应付货币保证金157.40亿元，短期融资款项79.41亿元，代理质押保证金23.15亿元，其中短期融资款项为有息债务，调整至短期债务计算。

截至2021年底，公司非流动负债较2020年底增长41.93%。其中，公司长期借款较2020年底增长82.17%，包括质押借款141.98亿元，质押物为高速公路收费权；利率区间为4.08%－4.70%。公司应付债券较2020年底增长20.54%，其中美元债29.91亿元，公司债40.00亿元，次级债64.00亿元，可转债13.74亿元，收益凭证10.00亿元，资产支持债券7.57亿元，其中可转债利率为零，美元债利率为1.64%，其他债券利率区间（含一年内到期的长期债券）为2.70%－5.28%。

表 13　公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
短期债务	258.92	344.42	504.04
长期债务	221.90	219.26	313.10
全部债务	480.81	563.68	817.14
资产负债率	69.20	71.02	73.50
全部债务资本化比率	59.82	59.88	63.59
长期债务资本化比率	40.73	36.73	40.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，受证券业务规模大幅增长影响，公司全部债务较2020年底增长44.97%，其中短期债务占比提升至61.68%，债务构成以短期债务为主，与资产构成匹配；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2020年底分别提升2.48个、3.71个和3.36个百分点，债务负担有所加重。

表 14　截至 2021 年底公司全部债务剩余期限分布

（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后
到期金额	504.04	57.82	53.31	201.97

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司将于2022－2024年到期的全部债务分别为504.04亿元、57.82亿元和53.31亿元。

4. 盈利能力

2021年，公司营业总收入大幅增长，营业利润率变化不大；费用控制能力较强，投资收益对利润形成重要补充，整体盈利能力很强。

2021年，公司营业总收入同比增长50.46%，营业总成本同比增长51.14%，营业利润率同比变化不大。费用总额同比增长9.81%，主要来自利息支出的增加；期间费用率同比下降2.83个百分点，费用控制能力较强。

2021年，公司公允价值变动损益为1.13亿元，主要系浙商证券持有的金融资产/金融负债产生的公允价值变动损益。同期，公司投资收益27.78亿元，对公司利润形成重要补充，其中权益法核算的长期股权投资收益10.22亿元（主要来自上海农商行、浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）和财务公司等）、持有交易性金融资产期间取得的投资收益14.52亿元、处置交易性金融资产取得的投资收益3.41亿元。

2021年，得益于高速公路及其附属业务恢复至疫情前水平，公司利润总额大幅增长；利润总额中高速公路及其附属业务利润总额52.89亿元，证券业务利润总额29.27亿元。

表 15　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	144.36	174.41	262.42
营业总成本	90.28	127.58	192.82
费用总额	17.22	18.24	20.03
投资收益	19.48	29.46	27.78
利润总额	57.79	51.04	82.13
期间费用率	11.93	10.46	7.63
营业利润率	36.84	26.31	26.14
总资本收益率	7.53	6.04	6.45
净资产收益率	13.70	10.43	13.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提升0.41个和3.11个百分点，整体盈利能力很强。

5. 现金流

公司经营获现能力很强，经营活动现金流入可覆盖投资活动现金流出，筹资活动现金净流入主要来自少数股东增资。

2021年，公司经营活动现金流入量同比增长71.94%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金的增加；收到其他与经营活动有关的现金主要为收回货币保证金等。同期，公司经营活动现金流出量同比增长64.82%，主要来自购买商品、接受劳务支付的现金和支出其他与经营活动有关的现金的增加；支付其他与经营活动有关的现金主要为存出保证金等。2021年，公司经营活动产生的现金净流入同比增加48.20亿元，经营获现能力很强。

公司部分证券收入未纳入销售商品、提供劳务收到的现金，导致公司现金收入比较低；2021年，公司现金收入比同比提升7.19个百分点。

2021年，公司投资活动现金流入量同比增长95.61%，主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出量同比下降36.12%，主要来自购建零星工程和取得乍嘉苏公司等支付的现金；投资活动现金净流出同比减少19.04亿元。

表 16　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	221.91	340.46	585.40
经营活动现金流出小计	164.36	303.53	500.27
经营活动现金流量净额	**57.55**	**36.93**	**85.13**
投资活动现金流入小计	1.45	5.83	11.40
投资活动现金流出小计	13.81	37.29	23.82
投资活动现金流量净额	**-12.36**	**-31.46**	**-12.41**
筹资活动现金流入小计	322.34	469.24	686.57
筹资活动现金流出小计	313.93	449.54	637.90
筹资活动现金流量净额	**8.41**	**19.70**	**48.67**
现金收入比	**76.70**	**74.95**	**82.14**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年，公司筹资活动现金流入量同比增长46.31%，主要来自少数股东增资和对外融资；筹资活动现金流出量同比增长41.90%，主要系偿还债务本息导致；筹资活动现金净流入同比增加28.97亿元。

6. 偿债能力指标

公司偿债能力指标强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

截至2021年底，公司流动比率和速动比率较2020年底分别小幅上升2.86个和3.00个百分点；现金短期债务比为1.76倍，短期偿债能力指标强。

表 17　公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	137.72	131.30	134.15
速动比率(%)	137.05	130.77	133.77
现金短期债务比(倍)	1.70	1.61	1.76
长期偿债能力指标			
EBITDA(亿元)	97.37	92.25	133.92
全部债务/EBITDA(倍)	4.94	6.11	6.10
EBITDA/利息支出(倍)	5.98	5.28	6.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年，公司EBITDA同比增长45.17%，全部债务/EBITDA和EBITDA/利息支出维持在较好水平，长期偿债能力指标强。

截至2021年底，公司对外担保余额4.37亿元，担保比率为0.93%，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，运营里程73.7公里，经营情况良好，公司或有负债风险可控。

截至2021年底，公司无作为被告的未决重大诉讼仲裁案件（诉讼或仲裁本金在3000万元以上，下同）；作为原告的未决重大诉讼仲裁案件共9宗，合计标的金额39.14亿元，包括质押式证券回购纠纷、公司债券纠纷和合伙企业财产份额转让纠纷等。

截至2021年底，公司共获得主要银行授信1015.35亿元，已使用额度为309.44元，未使用额度705.91亿元，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主要由下属子公司负责；母公司债务负担较轻，盈利能力很强。

截至 2021 年底，母公司资产总额 281.44 亿元，较 2020 年底增长 6.28%。其中，流动资产 79.01 亿元，由货币资金（占 43.29%）、其他应收款（占 35.82%）和一年内到期的非流动资产（占 20.25%）构成；非流动资产 202.43 亿元，主要由长期股权投资（占 87.68%）和无形资产（占 8.66%）构成。

截至 2021 年底，母公司负债总额 133.27 亿元，较 2020 年底下降 3.46%。其中，流动负债 88.63 亿元，主要由其他应付款（占 52.96%）和一年内到期的非流动负债（占 34.81%）构成；非流动负债 44.64 亿元（占比 33.50%），主要由应付债券（占 97.78%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 47.35%，较 2020 年底下降 4.78 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 78.56 亿元，其中短期债务占 44.44%、长期债务占 55.56%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 34.65%，母公司债务负担较轻。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 148.17 亿元，较上年底增长 16.90%，主要由实收资本（占 29.31%）和未分配利润（占 54.87%）构成。

2021 年，母公司实现营业收入 27.30 亿元，投资收益 26.58 亿元，利润总额 44.61 亿元。

十、债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券 30.00 亿元。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障能力很强。

表 18　公司债券偿还能力指标

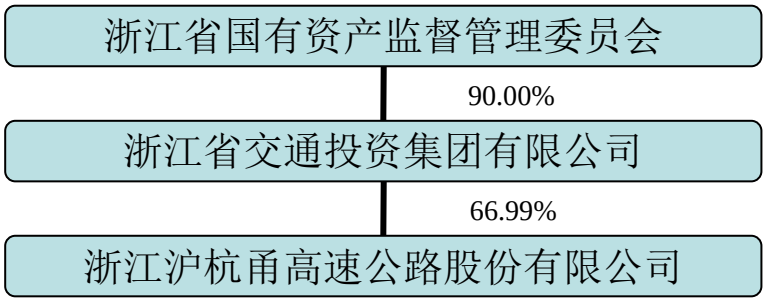
项目	2021 年
长期债务（亿元）	313.10
经营活动现金流入量/长期债务（倍）	1.87
经营活动净现金流/长期债务（倍）	0.27
长期债务/EBITDA（倍）	2.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

十一、　结论

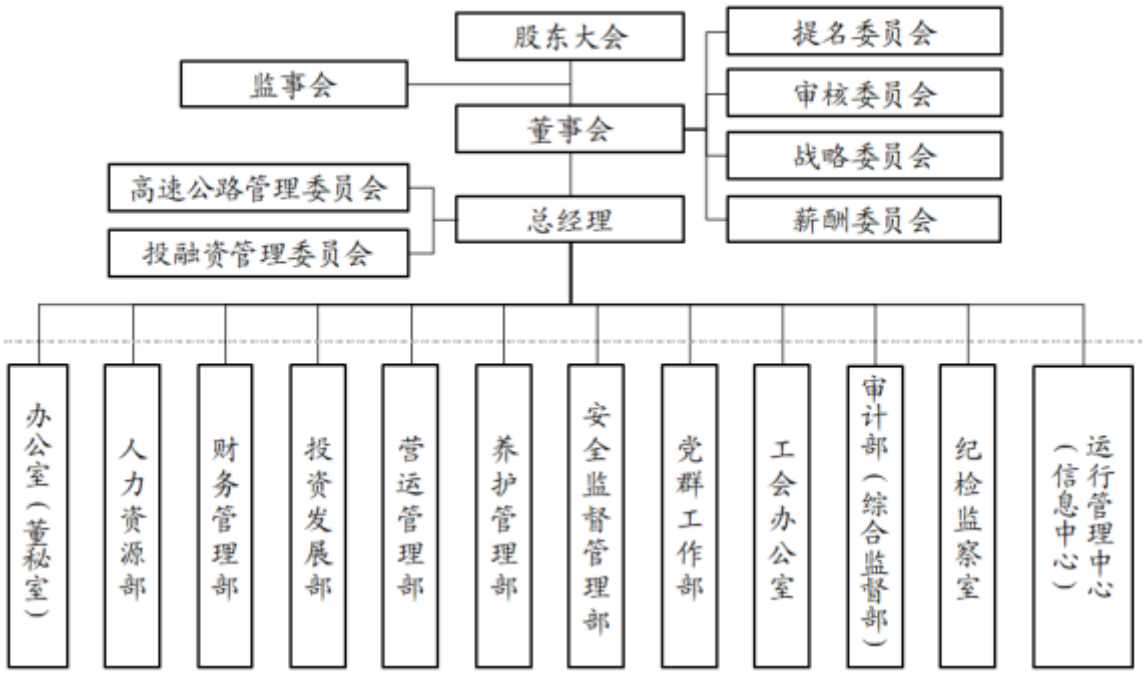
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“19沪杭甬MTN001”和“19沪杭甬MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司合并范围内二级子公司情况

单位名称	实收资本（万元）	表决权比例（%）	经营范围
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	100185.30	51.00	交通运输
浙江上三高速公路有限公司	538000.00	73.63	交通运输
浙江临平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
嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司	30000.00	55.00	交通运输

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	439.33	554.72	885.88
资产总额（亿元）	1048.53	1303.53	1766.10
所有者权益（亿元）	322.91	377.71	467.95
短期债务（亿元）	258.92	344.42	504.04
长期债务（亿元）	221.90	219.26	313.10
全部债务（亿元）	480.81	563.68	817.14
营业总收入（亿元）	144.36	174.41	262.42
利润总额（亿元）	57.79	51.04	82.13
EBITDA（亿元）	97.37	92.25	133.92
经营性净现金流（亿元）	57.55	36.93	85.13
财务指标			
销售债权周转次数（次）	37.71	46.61	49.83
存货周转次数（次）	36.83	36.28	51.96
总资产周转次数（次）	0.14	0.15	0.17
现金收入比（%）	76.70	74.95	82.14
营业利润率（%）	36.84	26.31	26.14
总资本收益率（%）	7.53	6.04	6.45
净资产收益率（%）	13.70	10.43	13.54
长期债务资本化比率（%）	40.73	36.73	40.09
全部债务资本化比率（%）	59.82	59.88	63.59
资产负债率（%）	69.20	71.02	73.50
流动比率（%）	137.72	131.30	134.15
速动比率（%）	137.05	130.77	133.77
经营现金流动负债比（%）	11.53	5.27	8.70
现金短期债务比（倍）	1.70	1.61	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	5.98	5.28	6.87
全部债务/EBITDA（倍）	4.94	6.11	6.10

注：流动负债中的拆入资金、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
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.40	13.16	34.29
资产总额（亿元）	239.61	264.80	281.44
所有者权益（亿元）	115.84	126.75	148.17
短期债务（亿元）	36.77	46.48	34.91
长期债务（亿元）	30.00	30.01	43.65
全部债务（亿元）	66.77	76.49	78.56
营业收入（亿元）	25.06	19.70	27.30
利润总额（亿元）	33.59	27.78	44.61
EBITDA（亿元）	39.87	36.02	51.79
经营性净现金流（亿元）	26.57	18.12	5.09
财务指标			
销售债权周转次数（次）	57.37	51.05	79.24
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.11	0.08	0.10
现金收入比（%）	102.33	103.95	102.67
营业利润率（%）	67.84	56.64	63.41
总资本收益率（%）	17.46	14.63	18.58
净资产收益率（%）	25.57	20.27	26.49
长期债务资本化比率（%）	20.57	19.14	22.76
全部债务资本化比率（%）	36.56	37.63	34.65
资产负债率（%）	51.66	52.13	47.35
流动比率（%）	56.17	42.98	89.15
速动比率（%）	56.17	42.98	89.15
经营现金流动负债比（%）	28.55	16.92	5.74
现金短期债务比（倍）	0.45	0.28	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	17.53	8.90	17.97
全部债务/EBITDA（倍）	1.67	2.12	1.52

注：标示*号的数据因分母为零，数据无意义
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	费用总额/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+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持