

信用等级公告

联合[2019] 434 号

联合资信评估有限公司通过对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定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, 浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年二月二十六日



浙江沪杭甬高速公路股份有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 14 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 10 亿元用于收购浙江申嘉湖杭
高速公路有限公司全部股权,
4 亿元用于偿还有息负债

评级时间: 2019 年 2 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	295.32	277.53	281.16	358.72
资产总额(亿元)	741.43	740.22	739.10	784.89
所有者权益(亿元)	222.72	244.58	294.96	310.92
短期债务(亿元)	89.84	181.32	137.35	147.82
长期债务(亿元)	106.20	67.00	112.26	118.68
全部债务(亿元)	196.04	248.32	249.61	266.50
营业总收入(亿元)	139.69	117.90	111.14	79.83
利润总额(亿元)	54.59	50.08	51.95	39.58
EBITDA(亿元)	73.17	69.94	72.11	--
经营性净现金流(亿元)	89.29	-18.06	-78.21	43.47
营业利润率(%)	39.65	45.38	45.06	48.04
净资产收益率(%)	18.13	15.60	13.56	--
资产负债率(%)	69.96	66.96	60.09	60.39
全部债务资本化比率(%)	46.81	50.38	45.84	46.15
流动比率(%)	130.09	119.63	159.33	162.63
经营现金流流动负债比(%)	21.79	-4.25	-23.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.68	3.55	3.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.50	10.42	11.79	--

注: 1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计; 2. 流动负债中的拆入资金、衍生金融负债、卖出回购金融资产款, 其他流动负债中的短期融资券均已计入短期债务。

分析师

文中 许狄龙

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

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和证券业务的唯一港股上市公司。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司高速公路运营里程持续增长, 路产质量优良且通行费收入持续增长, 整体盈利能力较强, 浙商证券于 2017 年 6 月在上海证券交易所成功上市等优势。同时, 联合资信也关注到证券行业持续低迷, 债务规模不断增长, 经营性现金流量净额由正转负等因素对其信用水平带来的不利影响。

高速公路投资运营作为公司核心业务, 公司未来拟通过并购进一步增加运营里程促进该项业务持续增长; 公司战略定位金融为核心业务, 未来将持续重点发展金融证券相关业务。公司经营规模和盈利水平有望持续扩大, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高, 基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据本息不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是浙江省唯一从事高速公路投资运营和证券业务的港股上市公司, 浙江省经济发达, 区位优势明显, 为公司通行费收入的稳定持续增长提供了较强保障。
2. 公司高速公路路产质量优良, 近年陆续收购杭徽及徽杭高速公路, 路网进一步完善。
3. 近年公司核心高速公路业务稳步发展, 通行费收入持续增长, 盈利能力较强。
4. 浙商证券成功在上海证券交易所上市, 证券业务未来发展潜力很大。

5. 公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 证券市场持续低迷，对公司证券业务经营的稳定性带来一定挑战。
2. 近年来，公司债务规模不断增长，短期债务占比较大。
3. 受证券市场持续低迷导致客户资金账户存款流出，公司近年来经营性现金净流量由正转负。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）系经国家体改委体改生【1997】18 号文件批准，由浙江省高等级公路投资有限公司（浙江省国有资产监督管理委员会全资子公司，2001 年 12 月重组为浙江省交通投资集团有限公司，以下简称“浙江交投”）作为独家发起人，发起设立方式成立的股份有限公司。1997 年 3 月，经国家体改委体改生【1997】29 号文、原国务院证券委员会证委发【1997】17 号文及香港联交所批准，公司首次公开发行和配售境外上市外资股（股票代码：0576.HK），并于 1997 年 5 月在香港联交所上市；2010 年 7 月，浙江交投以其拥有的浙江温州甬台温高速公路有限公司 51% 股权与招商局集团有限公司交换其持有的公司 10.98% 股权；上述股权划转后，浙江交投合计持有公司 66.99% 的股权，为公司控股股东。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 43.43 亿元，控股股东为浙江交投，实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）（见附件 1-1）。

公司经营范围：沪杭甬高速公路的建设、设计、收费、养护、管理、技术咨询及配套服务；沪杭甬高速公路配套的沿线加油站、汽车拯救、清洗、仓储（不含危险品）、餐饮（限分支机构经营）。

截至 2018 年 9 月底，公司本部内设办公室（董秘室）、人力资源部、投资发展部、营运管理部、安全监督管理部、财务管理部、养护管理部、党群工作部和工会办公室、纪检监察审计部（见附件 1-2）；公司拥有纳入合并范围的子公司 8 家（见附件 1-3）。

截至 2017 年底，公司资产总额 739.10 亿

元，所有者权益 294.96 亿元（其中少数股东权益 85.19 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 111.14 亿元，利润总额 51.95 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 784.89 亿元，所有者权益 310.92 亿元（其中少数股东权益 87.33 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 79.83 亿元，利润总额 39.58 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。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司计划于 2019 年注册中期票据额度 30 亿元，本期计划在注册额度内发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 14 亿元，期限 3 年；本期中期票据按年付息，到期一次还本。

2. 本期中期票据募集资金用途

本期中期票据募集资金 10 亿元拟用于收购浙江申嘉湖杭高速公路有限公司（以下简称“目标公司”）全部股权，4 亿元用于偿还有息负债。

目标公司概况

浙江申嘉湖杭高速公路有限公司成立于 2018 年 7 月，系由浙江交投设立的有限责任公司；截至 2018 年底，目标公司注册资本 17.20 亿元，唯一股东为浙江交投。目标公司持有浙江舟山跨海大桥有限公司（以下简称“舟山公司”）51% 的股份，并将其纳入合并报表范围。

目标公司从事申嘉湖杭高速公路的经营和收费管理；舟山公司负责舟山跨海大桥的运营管理。

申嘉湖杭高速公路

申嘉湖杭高速公路全长 92.916 公里，分为两段，其中湖州段（S12）全长 41.978 公里，练杭段（S13）全长 50.938 公里。

申嘉湖杭高速公路湖州段（S12）起于湖州市南浔区练市镇，止于湖州市吴兴区，与练杭段（S13）相交于练市枢纽、与杭宁高速公路（G25）相交于湖州鹿山枢纽；共设有 3 个互通收费站，即南浔南收费站、双林收费站和湖州东收费站；1 对服务区，即南浔服务区。申嘉湖杭高速公路湖州段（S12）于 2008 年 1 月建成通车，收费年限 25 年。

申嘉湖杭高速公路练杭段（S13）起于湖州市南浔区练市镇，止于杭州市余杭区崇贤镇，与杭州绕城高速公路（G2501）相交于崇贤枢纽；共设有 7 个互通收费站，即练市收费站、桐乡西收费站、新市收费站、新安收费站、雷甸收费站、塘栖收费站和崇贤收费站；1 对服务区，即德清服务区。申嘉湖杭高速公路练杭段（S13）于 2010 年 2 月建成通车，收费年限 25 年。

2015~2017 年，申嘉湖杭高速公路日均车流量分别为 1.91 万辆、2.13 万辆和 2.73 万辆；同期，申嘉湖杭高速公路分别实现通行费收入 4.77 亿元、5.34 亿元和 6.47 亿元。2018 年 1~9 月，申嘉湖杭高速公路日均车流量 2.88 万辆，实现通行费收入 5.47 亿元。

舟山跨海大桥

舟山跨海大桥是国家高速公路网甬舟高速公路（G9211）的重要组成部分，全长 46.293 公里，起自舟山本岛的 329 国道鸭蛋山的环岛公路，经舟山群岛的里钓岛、富翅岛、册子岛、金塘岛至宁波镇海区，与宁波绕城高速公路和杭州湾大桥相连接；舟山跨海大桥于 2009 年 12 年建成通车，收费年限 25 年。

2015~2017 年，舟山跨海大桥日均车流量分别为 3.36 万辆、3.72 万辆和 4.27 万辆；同期，舟山跨海大桥分别实现通行费收入 6.35 亿元、6.99 亿元和 7.91 亿元。2018 年 1~9 月，舟山跨

海大桥日均车流量 4.59 万辆，实现通行费收入 6.78 亿元。

目标公司公允价值

根据仲量联行企业评估及咨询有限公司于 2018 年 11 月出具的《关于浙江申嘉湖杭高速公路有限公司 100% 股东权益公允价值的评估报告》（参考号：CON000435942BV-2；以下简称“评估报告”），2018 年 7 月 31 日，目标公司 100% 股东权益公允价值 29.70 亿元，其中申嘉湖杭单体 100% 股权公允价值 17.89 亿元，舟山跨海大桥 51% 股权公允价值 11.71 亿元。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为

10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额

18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税

新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部发布的《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年底，中国公路总里程达477.35万公里，比上年末增加7.82万公里，其中高速公路通车里程13.65万公里，增加0.65万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度49.72公里/百平方公里，同比提高0.81公里/百平方公里；2017年底中国高速公路通车里程达13.65万公里，比上年末增加0.65万公里；国家高速公路10.23万公里，同比增加0.39万公里。2017年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.86%，同比提升0.07个百分点。

2017年，中国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%；普通国省道建设完成投资7264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4731.33亿元，增长29.3%，新建农村公路28.97万公里。2018年前三季度，交通固定资产投资完成2.28万亿元，同比增长1.4%。公路水路完成投资1.65万亿元，同比增长0.4%，完成全年1.8万亿元任务目标的91.8%。其中，高速公路完成投资7026亿元，同比增长12.0%，普通国省道、农村公路分别完成投资4717亿元和3548亿元，同比分别下降14.4%和1.3%，水运建设完成投资812亿元，同比下降

7.9%。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。2018年前三季度，全国高速公路私家车通行量达61.7亿辆、同比增长9.4%，公路完成营业性客运量103.2亿人，同比下降6.7%；完成营业性货运量367.4亿吨，同比增长7.0%，公路完成货运量286.4亿吨，同比增长7.5%，高速公路货车流量增长9.0%。

高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但目前新的收费公路管理条例仍在审核修订中。

2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障

能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2017年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

2. 证券行业

证券市场概况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经20多年的发展，中国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。截至2017年底，中国境内上市公司数量达3458家，股票总市值达56.75万亿元。2017年，中国境内股票筹资金额15213.81亿元，较上年有所下降，主要是定向增发规模减少所致；全年股票成交金额8.02万亿元，较上年有所下降；证券化率（股票总市值/GDP总值）为68.54%。

表1 中国股票市场主要指标

项 目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
期末境内上市公司数(家)	3485	3052	2827	2613	2489
境内股票筹资额(亿元)	15213.81	18910.37	8329.89	4856.43	2802.76
期末股票市价总值(万亿元)	56.75	50.82	53.13	37.25	23.10
股票全年成交金额(万亿元)	8.02	9.83	18.24	74.39	46.87
期末上证综合指数(点)	3307.17	3103.64	3539.18	3234.68	2115.98

证券化率(%)	68.54	68.30	78.51	58.53	40.61
---------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

近年来，中国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，

债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2017年，中国债券市场发行总额40.80万亿元，年底债券存量余额74.69亿元。

表2 中国债券市场发行额及托管余额

项 目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
市场发行总额(万亿元)	40.80	36.37	23.20	12.19	9.05
期末债券存量余额(万亿元)	74.69	64.31	48.53	36.00	30.02

资料来源：联合资信根据公开资料整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至2017年底，中国共有131家证券公司，全行业资产总额6.14万亿元，净资产1.85万亿元，净资本1.58万亿元，均较上年底均有所上升。

主营业务

目前中国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务构成。证券经纪业务和自营业务是中国证券公司目前最主要收入来源，投资银行业务和资产管理业务发展较快，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

(1) 经纪业务

2014~2015年，股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017年，证券公司实现代理买卖业务净收入1052.95亿元，同比下降约22%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的26.37%，占比较上年亦有所下降。经纪业务收入占比较之前年度下降明显，但仍然是占比最高的业务板块。

(2) 投资银行业务

近年来，IPO业务重启并加速发行，但审核通过率不断下降；再融资审核收紧、发行周期拉长；债券发行规模有所波动，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入有所波动。2017年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入384.24亿元，较上年明显

下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为17.46%，占比与上年相比基本持平。

(3) 自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年，证券公司自营业务收入同比有所回升，全年实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98亿元，占营业收入的比重为27.66%，占比上升明显。

(4) 资产管理业务

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等构成。2017年，证券公司实现受托资产管理业务净收入310.21亿元，较上年小幅增长；占营业收入的比重为9.96%。2016年证监会制定了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于2016年10月1日正式实施。新规调整了资管业务风险资本准备的计提标准，其中对投向非标的定向资管计划计入风险资产的比例大幅提升，且非结构化的集合资管计划不再占用净资本，这一规定将加大券商通道业务压力，促进主动管理的非结构化集合资管计划的发展。

(5) 创新业务

近年来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、

公募基金业务、融资融券业务、证券约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。创新业务的逐步推进将有助于优化证券公司业务结构，提升盈利水平。

由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来中国证券行业净利润呈现高波动性。2017年，受股票市场行情低迷影响，证券公司盈利情况较上年略有下降，全行业实现营业收入3113.28亿元，净利润1129.95亿元。

监管政策

近年来，证监会在继续推进证券公司创新发展的同时，推出多项风险管理措施，并加强违规处罚力度，要求证券公司在发展过程中要不断提高风险控制能力和合规管理水平，增强风险防范能力。

为防范市场剧烈波动，2015年12月上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定，熔断基准指数为沪深300指数，采用5%和7%两档阈值，自2016年1月1日起正式实施。2016年1月4日和7日市场经历4次熔断，1月8日上交所、深交所、中金所联合发布通知，为维护市场稳定运行，经证监会同意，暂停实施指数熔断机制。此次熔断机制的试错，体现监管部门遏制市场大幅波动的决心，但熔断机制在股市剧烈波动期间并未起到预期的效果，具体实施方案仍进一步结合实际进行改进。

2016年6月，证监会修订并发布《证券公司风险控制指标管理办法》（以下简称“办法”）及配套规则。《办法》主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束，综合考虑流动性风险监管指标要求，与修订前办法的要求基本相当。此次《办法》及配套规则的修订，通过风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标，构建合理有效的风控指标体系，进一步促进证券行业长期健康发展。

2016年8月，证监会发布了有关深港通的相关规定，主要规则延续了沪港通的相关机制。沪港通自2014年11月正式开通以来运行平稳，深港通也于2016年12月正式运行，沪深两市

与港股的互通机制更加完善。

2016年12月，中国证券业协会发布并实施了《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》，要求证券公司建立全面风险管理体系，设立首席风险官，安排专职人员、专门部门开展流动性、市场、信用、操作等风险的管理工作；针对流动性管理，新设流动性覆盖率和净稳定资金率等两项监管指标，要求证券公司按期达到指标要求。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，在维持分类监管制度总体框架不变的前提下，完善了合规状况评价指标体系及风险事件扣分规则，更新风险评价内容，提高净资本加分门槛。修订后的《证券公司分类监管规定》进一步引导证券公司加强合规及风险管理体系建设，规范经营行为。从2017年证券公司分类结果看，有31家券商被上调级别，28家券商被降级，调升家数较上年明显增长，降级家数下降，表明随着监管政策趋严，证券公司对自身的内控、风险控制及合规等方面管理力度有所加大，合规意识有所提升，整体风险管理体系建设取得了一定的进步。

2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，对证券公司开展投资银行类业务的内部控制组织架构、薪酬考核与奖金延期支付制度、总部与分支机构的职责范围、项目内核流程等方面做了更加严格的规定。

3. 区域经济环境

公司及下属企业的业务经营区域主要位于浙江省。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，是中国的经济大省，浙江省腹地经济发达、区域优势和路网效应明显。

浙江省经济概况

近年来，浙江省区域经济水平持续增强。根据2015~2017年《浙江省国民经济和社会发

展统计公报》，近三年浙江省分别实现地区生产总值（GDP）分别为 42886 亿元、46485 亿元和 51768 亿元，同比增幅分别为 8.0%、7.5%和 7.8%，增速较平稳且高于全国平均水平。分产业看，第一产业增加值 2017 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 22472 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 27279 亿元，增长 8.8%；三次产业结构为 3.9:43.4:52.7。2015~2017 年，浙江省地方财政总收入逐年增长，2017 年为 10300 亿元，增长 10.6%。一般公共预算收入 5803 亿元，增长 10.3%。区域经济的快速增长，为浙江省高速公路行业提供了有利的发展环境。

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，2017 年为 31126 亿元，增长 8.6%。其中，第一产业投资 265 亿元，增长 0.1%；第二产业投资 9308 亿元，增长 6.2%；第三产业投资 21553 亿元，增长 9.8%。非国有投资 19586 亿元，占固定资产投资的 62.9%，其中民间投资 18152 亿元，占固定资产投资的 58.3%。

2018 年 1~9 月，浙江省 GDP 同比增长 7.5%，高出全国 0.8 个百分点，规上工业、服务业增加值增速均快于 GDP 增速，民间投资、进出口总额、财政收入均实现两位数增长，经济运行总体平稳、稳中有进。

浙江省交通概况

根据《2017 年浙江省收费公路统计公报》，浙江省 2017 年底收费公路里程 5518.8 公里，同比减少 43.1 公里，其中高速公路里程 4046.8 公里（占 73.3%），同比增加 54.3 公里；截至 2017 年底，浙江省收费公路累计建设投资总额 3420.3 亿元，同比增长 1.5%，其中资本金投入比例 38.1%，债务性资金投入比例 61.9%。2017 年，浙江省收费公路实现通行费收入 339.8 亿元，同比增长 13.4%。

表3 2017年浙江省交通运输方式比较

（单位：亿人公里、亿吨公里、%）

方式	旅客周转量	同比	货物周转量	同比
公路	432	-7.2	1821	12.0

铁路	658	9.0	215	1.9
水运	6	8.1	8069	1.5
合计	1096	2.0	10106	3.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2017 年，浙江省铁路、公路和水运完成货物周转量 10106 亿吨公里，增长 3.2%；旅客周转量 1096 亿人公里，增长 2.0%。公路旅客周转量持续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《浙江省综合交通运输发展“十三五”规划》，“十三五”时期，浙江省综合交通基础设施建设投资超过 1 万亿元，包括铁路与城市轨道交通约 5000 亿元、公路约 4000 亿元、站场 460 亿元、水路 700 亿元、民用机场 250 亿元、管道 350 亿元；其中：铁路与城市轨道交通方面，实施轨道交通“54321”工程，加快推进省际省域干线铁路、都市区城际铁路和城市轨道交通建设；公路方面，完善以高速公路为骨架、普通国省道为支撑、农村公路为基础的结构合理、能力充分的公路网。浙江省将着力提高路网通行能力，力争在“十三五”末通车高速公路总里程达到 5000 公里；加快推进 ETC 二通道建设，力争至 2020 年，ETC 服务网点覆盖乡镇，用户规模 300 万户，通行使用率超过 45%。

总体看，近年浙江省经济和财政收入持续增长，公司外部发展环境良好；未来浙江省交通基础设施建设行业仍有较大规模投资，随着新建公路通车以及路网协同效应的增强，高速公路车流量及通行费收入将保持稳定增长。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是香港联交所上市企业，截至 2018 年 9 月底，公司已发行股份总额 4343114500 股，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资委（见附件 1-1）。

2. 企业规模与竞争力

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，其行业地位、管理水平及路产质量在浙江省内高速公路投资及运营领域居于领先地位；公司高速公路路产质量优良，车流量规模较大，近年通行费收入稳步增长。截至2018年9月底，公司高速公路运营里程663.18公里，其中浙江省内581.58公里，约占全省14.37%，安徽省内81.60公里；下辖36个收费所、60个收费站，托管高速公路里程560公里。此外，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A股上市公司浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”）63.74%¹的股份，公司实际控制浙商证券，业务稳健多元化发展。

公司控股股东浙江交投资产规模和实力强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅，多年连续入选中国企业500强。2017年底资产总额3272.60亿元，位列中国企业500强第172位。截至2018年9月底，浙江交投下辖高速公路运营里程合计2829.00公里，占浙江省高速公路通车总里程的65.70%。

3. 人员素质

截至2018年9月底，公司董事成员合计9名，其中执行董事3名、非执行董事3名、独立非执行董事3名，监事5名，其他高级管理人员4名，均具有丰富行业及管理经验。

俞志宏先生，1964年出生，毕业于浙江大学电机工程系电力系统及自动化专业，浙江大学管理学院管理学硕士。历任嘉兴经济开发区（嘉兴高新技术产业园）党工委书记、管委会主任，海宁市委书记，嘉兴市委常委；杭州市副市长、市钱江新城建设指挥部（市钱江新城建设管委会）党委书记、总指挥（主任），杭州市委常委、萧山区委书记，绍兴市委副书记、

市长。现任浙江交投董事长、党委书记，兼任公司执行董事、董事长。

骆鉴湖女士，1971年出生，先后毕业于杭州大学和浙江大学，获法学学士和国际贸易硕士学位，2016年毕业于国家会计学院金融会计专业，获EMBA学位。律师、高级经济师。历任浙江省交通工程建设集团有限公司董事会秘书，浙江交投法律事务部副主任、主任、董事会秘书处副主任、主任、投资发展部经理。现任公司执行董事、总经理。

截至2018年9月底，公司在职员工6863人，从学历看，本科及以上学历占比50.97%、大专占比25.85%、中专及以下占比23.18%；从年龄看，35岁及以下占比52.51%、35~50岁占比38.89%、50岁以上占比8.60%；从岗位结构看，管理人员占比21.68%、技术人员占比30.83%、一线生产及后勤服务岗各占37.36%和10.13%。

总体看，公司高层管理人员均具有丰富的行业管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高；公司员工整体素质良好，员工队伍趋向专业化，可以满足日常经营管理活动需要。

4. 外部支持

公司作为国有资本控股的浙江省内唯一高速公路上市公司，持续得到政府支持，主要体现在税收优惠和财政补贴两方面。

淳安县招商局和杭州市下城区人民政府天水街道办事处分别就浙商证券的下属子公司浙商期货有限公司（以下简称“浙商期货”）和浙江浙商证券资产管理有限公司（以下简称“浙商资管”）在其政策范围内给予一定税收优惠及财政补贴支持。2015~2017年及2018年1~9月，公司获得各类政府补贴款项分别为0.34亿元、0.34亿元、0.23亿元和0.17亿元，2015~2016年计入“营业外收入”，2017年及2018年1~9月，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用

¹ 2006年，上三公司取得浙商证券控制权，持股其70.46%股权；2011年，上三公司向浙商证券增资，增资后持股比例变更为70.83%；2017年，受浙商证券上市股份稀释影响，上三公司对浙商证券持股比例变为63.74%；截至2018年9月底，公司持有浙商证券46.93%股权。

报告》，截至 2018 年 12 月 24 日，公司本部无未结清及已结清的关注类、不良/违约类信贷信息，过往信用情况良好。

根据公司控股子公司上三公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2018 年 12 月 26 日，其本部无未结清及已结清的关注类、不良/违约类信贷信息，过往信用情况良好。

根据公司控股子公司浙商证券提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2018 年 12 月 24 日，其本部无未结清的关注类、不良/违约类信贷信息；存在 5 笔于 2003 发生的已结清关注类贷款和 1 笔于 2004 年发生的已结清流动资金贷款；存在 1 笔已结清欠息记录，根据中国农业银行股份有限公司杭州保椒支行于 2018 年 6 月 20 日出具的情况说明，该笔已结清欠息非主观原因所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、香港联交所《企业管治守则》及相关规范性文件规定，设立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理体系。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事；选举和更换由股东代表出任的监事；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对公司合并、分立、解散和清算等事项作出决议；对公司发行债券作出决议；修改公司章程等有关法律和公司章程规定的需由股东大会作出决议的其他事项。

公司设董事会。董事会由九名董事组成，其中独立的非执行董事不少于三名。董事会设董事长一人，副董事长一人。董事由股东大会选举产生，每届任期三年。董事任期届满，连选可以连任。董事长、副董事长由全体董事的

过半数选举和罢免，董事长、副董事长任期三年，连选可以连任。董事会对股东大会负责。

董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案；制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制定公司增加或者减少注册资本的方案以及发行公司债券的方案；拟定公司合并、分立、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置；聘任或者解聘公司经理，根据经理的提名，聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；制定公司的基本管理制度；制定公司章程修改方案；拟定公司的重大收购或出售方案；遵照有关法律、法规、规则及公司章程的规定，在公司按股东大会所授的权力范围内行使公司筹集资金和借款的权力以及决定公司重要资产的抵押、出租、分包或转让；股东大会及公司章程授予的其他职权。

公司设监事会。监事会由五人组成，其中一人出任监事会主席。监事任期每届三年，可连选连任。监事会主席的任免，应当经三分之二或以上监事会成员的表决通过。监事会成员应包括至少两名独立监事和两名职工代表。职工代表由职工民主选举和罢免，所有其他监事由股东大会选举和罢免。监事会会议至少每年召开一次，由监事会主席负责召集。监事会向股东大会负责。

监事会负责检查公司的财务；对公司董事、经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的行为进行监督；当公司董事、经理和其他高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求前述人员予以纠正；核对董事会拟提交股东大会的财务报告，营业报告和利润分配等财务资料，发现疑问可以公司名义委托注册会计师、执业审计师帮助复审；提议召开临时股东大会；代表公司与董事交涉或对董事起诉；公司章程规定的其他职权。

截至 2018 年 9 月底，公司董事成员合计 9 名，其中执行董事 3 名、非执行董事 3 名、独

立非执行董事 3 名；监事 5 名；均具有丰富行业及管理经验。

公司设经营管理机构负责日常经营管理工作，设总经理 1 名、财务总监 1 名及各业务分管副总经理 3 名。其中总经理职责包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的基本规章；提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员；公司章程和董事会授予的其他职权。

总体看，公司法人治理结构完善，董事会、管理层均依法行使职权，各机构运作较为独立规范，管理有序。

2. 管理水平

公司重视管理制度的建设与执行，根据公司实际情况建立了一整套管理制度，内容涉及综合财会、投融资管理、招投标、对外担保等方面。

作为在香港证券交易所上市的公司，公司依据资产保值增值和资产收益最大化的原则，通过向全资、控股子公司委派高管、董事等方式在职权范围内指导子公司生产经营活动，使其经营活动符合整体战略发展要求和保值增值目标。下属公司根据控股比例和承担风险的程度享有其相应的决策权力，承担相应风险。

在财务会计管理方面，公司设立了独立的财务管理部和纪检监察审计部，按照企业会计准则、及香港财务报告准则，并根据公司业务实际情况和经营管理要求制定了《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司资金管理办法》《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司高速公路业务成本费用核算规范》《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司内审工作条例》等财务管理制度和独立的财务核算体系。

在财务预算管理方面，公司制定了《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司全面预算管理办法》

《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司全面预算调整审批权限规定》《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司全面预算考核办法》等制度。预算的编制按照上下结合、分级编制、逐级汇总、审查平衡、审议批准、下达执行的程序进行。预算一经审议批准，即对所有预算单位具有约束效力，各单位所有筹资、投资及其他财务经营行为按照预算严格执行，保证公司本部及各级子公司资金筹集和使用的计划性，为对外融资的及时归还提供制度保障。

在投融资管理方面，公司制定了《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司投资管理办法》，在公司总经理办公会下设投融资管理委员会组织投融资项目的立项、评审，拟订资本运作、资产经营方案，研究公司董事会和总经理办公会关于投融资决策事项的实施方案和具体举措，负责投融资项目的后评价工作及其他授权事项；对公司所有控股公司或由控股公司委派经营层或主要经营者的下属企业的投融资行为进行投融资决策程序、项目跟踪管理，并对违规行为和投融资损失的责任进行追究。

总体看，公司作为港交所上市公司，已建立了较为完善的内部管理体制并运行良好，公司管理严格规范并满足相关监管要求，整体管理风险低。

七、经营分析

1. 经营概况

公司核心经营业务是高速公路运营和证券业务，近年来该两项核心业务的收入合计占营业总收入比例均保持在 85%以上；其他业务规模较小，主要由货物销售、酒店经营、房产销售和租赁业务等构成。

2015~2017 年，受证券业务规模快速下降影响，公司营业总收入逐年下降，年均复合下降 10.80%；2017 年，公司实现营业总收入 111.14 亿元，同比下降 5.73%。

毛利率方面，2015~2017 年，受通行费业务毛利率增长和毛利率较低的高速公路相关业

务整体划出等因素综合影响，公司综合毛利率整体呈增长趋势；2017 年为 45.76%，同比下降 1.22 个百分点，系证券业务毛利率下降所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 79.83

亿元，同比下降 2.04%，主要系证券业务规模持续下降所致；同期，公司综合毛利率 48.61%，同比提升 1.70 个百分点，主要来自高速公路通行费业务毛利率的提升。

表 4 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	51.33	36.75	61.11	53.49	45.37	64.18	60.06	54.04	64.28	47.73	59.80	67.39
高速公路相关业务	19.58	14.01	6.26	7.84	6.65	9.95	--	--	--	--	--	--
证券业务	59.68	42.73	46.98	42.71	36.23	45.12	35.22	31.69	32.13	22.14	27.73	29.92
其他业务	9.09	6.51	-2.42	13.86	11.75	7.25	15.86	14.27	5.92	9.96	12.47	0.15
合计	139.69	100.00	43.25	117.90	100.00	46.98	111.14	100.00	45.76	79.83	100.00	48.61

资料来源：公司提供

分板块来看，2015~2017 年，公司高速公路通行费收入逐年增长，年均复合增长 8.17%，主要得益于下辖高速公路车流量的自然增长；2017 年，公司实现高速公路通行费收入 60.06 亿元，同比增长 12.29%，主要来自 2016 年收购徽杭高速公路带来的通行费增加；低于同期全省高速公路通行费增速（13.4%）。公司高速公路相关业务包括服务区加油站、餐饮、商店、广告和外部道路养护等，已于 2016 年 5 月起转由浙江高速石油发展有限公司营运，2015~2016 年，公司分别实现高速公路相关收入 19.58 亿元和 7.84 亿元。受证券期货市场整体行情下滑影响，2015~2017 年，公司证券收入快速下降，2017 年为 35.22 亿元，同比下降 17.54%。公司其他业务主要包括酒店业经营、祺寓公寓的销售以及货物销售，其中酒店业务的经营主体为浙商开元名都国际酒店，祺寓公寓于 2015 年 11 月开始销售，货物销售主要是浙商期货开展期货套期保值业务所进行的现货销售。2015~2017 年，公司其他业务收入分别为 9.09 亿元、13.86 亿元和 15.86 亿元。

毛利率方面，公司高速公路通行费业务毛利率维持较高水平，2015~2017 年分别为 61.11%、64.18%和 64.28%；同期，公司证券业务毛利率不断下降，2017 年为 32.13%，同比下降 12.99 个百分点，主要系行业整体交易量下降导致业务量减少且行业竞争加剧导致佣金率

下降导致。2015~2017 年，公司其他业务毛利率呈增长趋势，主要来自祺寓公寓开启销售带动毛利率增长；2017 年，公司其他业务毛利率 5.92%，同比有所回落。

2018 年 1~9 月，公司营业总收入中高速公路通行费收入 47.73 亿元、证券收入 22.14 亿元、其他业务收入 9.96 亿元，公司营业总收入构成仍以高速公路通行费收入及证券收入为主，二者合计占当期营业总收入的 87.53%；同期，受股票市场持续低迷影响，公司证券业务毛利率较 2017 年下降 2.21 个百分点至 29.92%。受益于浙江省经济持续良好增长及省内加强对地方道路超限车辆治理力度的影响，公司高速公路通行费业务毛利率增长 3.11 个百分点至 67.39%。

2. 业务经营分析

高速公路运营

截至 2018 年 9 月底，公司高速公路营运里程合计 663.18 公里，占全省 14.37%，均为经营性高速公路；托管高速公路 560 公里。

沪杭甬高速公路于 1998 年底建成通车，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数十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。杭甬高速公路为公司 1997 年成立时注入，运营里程 145 公里，剩余经营期限 10 年；沪杭高速公路嘉兴段和余

杭段为公司 1997 年投资设立，杭州段为公司成立时注入，合计营运里程 102.60 公里，剩余经营期限 11 年。

上三高速公路于 2000 年底建成通车，是连接宁绍平原与温州、台州等地的交通要道，与沪杭甬高速公路相连，互通甬台温高速公路。上三高速公路为公司 1998 年投资设立，营运里程 142 公里，剩余经营期限 13 年。

甬金高速公路金华段于 2005 年底建成通车，公司于 2013 年完成对其全部股份的收购；甬金高速公路营运里程 69.70 公里，剩余经营期限 13 年。

杭徽高速公路浙江段是国高网杭州至瑞丽高速公路（G56）的重要组成部分，全长 122.28 公里，其中昌化至昱岭关段于 2004 年底建成通车，留下至昌化段于 2006 年底建成通车；公司于 2015 年 11 月完成对浙江杭徽高速公路有限公司（以下简称“杭徽公司”）80.614%股权的收购，并在 12 月对其增资，增资后持股

88.674%。

徽杭高速公路于 2004 年通车运营，是连接徽州（黄山市）与杭州的快速通道，公司于 2016 年 9 月完成对黄山长江徽杭高速公路有限责任公司（以下简称“徽杭公司”）全部股权的收购；徽杭高速公路营运里程 81.60 公里，剩余经营期限 16 年。

2018 年 7 月，浙江交投各全资下属子公司分别与公司签订《委托管理协议书》；根据相关协议，公司被委托对甬台温高速公路宁波段和台州段、申嘉湖杭高速公路湖州段和练杭段、乐清湾高速、申苏浙皖高速公路浙江段及舟山跨海大桥及乐清湾大桥及接线工程进行管理，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。上述托管高速公路营运里程合计 560 公里，托管期限 3 年，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 5 截至 2018 年 9 月底公司控股已通车高速公路（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（自建&并购）及取得时间
杭甬高速公路						
-杭州至红垦段	16.00	1992 年	30 年	10 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
-红垦至段塘段	124.00	1995 年	30 年	10 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
-段塘至大朱家段	5.00	1996 年	30 年	10 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
沪杭高速公路						
-嘉兴段	88.10	1998 年	30 年	11 年	99.9995	投资设立、1997 年
-余杭段	11.10	1995-1998 年	30 年	11 年	51.00	投资设立、1997 年
-杭州段	3.40	1996 年	30 年	11 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
上三高速公路	142.00	2000 年	30 年	13 年	73.625	投资设立、1998 年
甬金高速公路金华段	69.70	2005 年	25 年	13 年	100.00	并购、2013 年
杭徽高速公路浙江段						
-昌化至昱岭关段	36.68	2004 年	25 年	12 年	88.674	并购、2015 年
-留下至昌化段	85.60	2006 年	25 年	14 年	88.674	并购、2015 年
徽杭高速公路	81.60	2004 年	25 年	16 年	100.00	并购、2016 年
合计	663.18	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

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期限为 30 年，故经营期限超过 25 年。

2015~2017 年，公司高速公路通行费收入逐年增长，年均复合增长 8.17%，主要系浙江

省经济增速良好导致车流量自然增长保持高位，增长主要来自于沪杭甬高速公路、上三高

速公路；2017年，公司高速公路通行费收入同比增长12.29%至60.06亿元，其中沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路、杭徽高速公路和徽杭高速公路分别占比63.02%、20.78%、6.06%、7.98%和2.16%，通行费收入主要来自沪杭甬高速公路和上三高速公路。

车流量方面，除徽杭高速公路外，公司下辖其他高速公路车流量均呈不同程度增长态势。其中，沪杭甬高速公路和上三高速公路近年来日均车流量不断增长，2015~2017年年均分别复合增长9.39%和10.06%，主要系浙江省经济增速良好导致车流量自然增长保持高位；此外，钱江二桥段取消禁货和加强超限治理力度等因素亦对车流量带来一定的正面影响；2017年，沪杭甬高速公路和上三高速公路日均车流量分别为57275辆和30223辆，同比分别增长13.17%和11.55%。2015~2017年，杭徽高速公路日均车流量年均复合增长6.63%，2017年为17500辆，同比增长8.18%，主要系浙江省经济增速良好导致车流量自然增长保持高位。近年来，甬金高速公路日均车流量呈增长

趋势，年均复合增长2.38%，增幅低于浙江省经济增速，主要系东义公路及义东高速通车造成分流；2017年，甬金高速公路日均车流量19708辆，同比增长9.90%。2017年，徽杭高速公路日均车流量7240辆，同比下降2.33%，主要系杭新景高速公路通车造成分流所致。

2018年1~9月，公司实现高速公路通行费收入47.73亿元，同比增长6.47%，主要系浙江省GDP增速良好带来的车流量自然增长，但有所趋缓，主要是计重收费标准调整、甬台温高速施工及中美贸易摩擦影响沿海路段自然增速所致；收入结构变化不大，仍来自于沪杭甬高速公路和上三高速公路，合计占比83.13%。

2018年1~9月，沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路、杭徽高速公路和徽杭高速公路日均车流量分别为62678辆、31403辆、21177辆、19938辆和8485辆，同比分别增长9.55%、4.04%、6.37%、10.52%和8.72%，其中上三高速公路受甬台温高速公路分路段断流施工影响增速有所降低。

表6 公司主要运行高速公路交通量情况（单位：辆/日、亿元）

高速公路名称	日均车流量				通行费收入			
	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
沪杭甬高速公路	47862	50611	57275	62678	32.57	33.87	37.85	30.31
上三高速公路	24949	27094	30223	31403	10.55	11.27	12.48	9.37
甬金高速公路金华段	18801	17932	19708	21177	3.57	3.40	3.64	2.90
杭徽高速浙江段	15391	16177	17500	19938	4.64	4.52	4.79	4.05
徽杭高速公路	--	7413	7240	8485	--	0.43	1.30	1.10
合计	--	--	--	--	51.33	53.49	60.06	47.73

资料来源：公司提供

注：公司于2016年9月完成对徽杭高速公路收购，故当年通行费收入只反映当年9-12月的收入。

2015~2017年，公司高速公路养护支出分别是5.01亿元、3.91亿元、3.73亿元，其中2015支出较高，主要系2015年部分路段检修规模增加所致。2018年1~9月，公司高速公路养护费用支出2.57亿元。公司原则上不进行大修，道路养护安排及相关费用支出均摊至每年进行。

浙江省高速公路收费通过建立统一的高速公路收费系统，在省路网内各路业主不同的状

况下，本着“联网收费、统一管理、一票到底、按实结算”的原则，在全省高速公路网内不设主线收费站，实行联网收费，使车辆在路网内畅通行驶。全省高速公路网收费结算系统分为省收费结算中心、收费管理分中心、收费站（包括站房内和收费车道）等三级组成。收费结算中心系统设在省交通厅高速公路收费中心，主要完成对全省高速公路网收费的实时管理和通

行费拆分，并通过银行完成通行费收入的清算划拨；收费管理分中心系统设在路网内各个不同的高速公路经营管理单位，在中心系统的统一调度下，完成对所辖路段的各个收费站的运行监督管理和调配管理，同时完成与中心系统的数据校核工作；收费站系统的主要功能是实

时管理站内出入口收费车道的收费操作，完成收费数据的传送。2016年9月，公司全资收购徽杭公司，其收费标准执行安徽省收费流程及细则，与公司其他路段收费存在一定差异。截至2018年9月底，公司下辖高速公路客货车收费标准详见下表。

表 7-1 公司高速公路客车通行收费标准

车辆类别	分类标准	入口费（元/车辆）	里程费（元/车辆/公里）	徽杭高速里程费（元/车辆/公里）
1	7座（含）以下客车	5	0.45	0.45
	2吨（含）以下货车	5	0.45	0.45
2	8-19座（含）以下客车	5	0.45	0.80
	2吨以上5吨（含）以下货车	10	0.8	0.80
3	20-39座客车	10	0.8	1.10
	5吨以上10吨（含）以下货车	15	1.2	1.10
4	40座（含）以上客车	15	1.2	1.30
	10吨以上15吨（含）以下货车	15	1.4	1.30
5	15吨以上货车	20	1.6	1.50

资料来源：公司提供

注：上三高速公路、甬金高速公路金华段及杭徽高速公路1类客车里程费为0.40元/车辆/公里，其余收费标准同沪杭甬高速公路；徽杭高速公路目前无入口费。

表 7-2 公司高速公路货车计重收费标准

道路名称/ 车辆类别	沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路金华段、杭徽高速公路浙江段		徽杭高速	
	载重/超限分类	收费标准	载重/超限分类	收费标准
合法装载	小于5吨（含）	0.09元/吨/公里计费	小于10吨（含）	0.09元/吨/公里
	5-15吨（含）	0.09元/吨/公里计费	10-40吨（含）	按0.09元线性递减到0.05元
	15-30吨（含）	0.09元/吨/公里计费线性递减到0.06元/吨/公里计费		
	大于30吨	按30吨计费	大于40吨	0.05元/吨/公里
超限车辆	超限小于10%	按照合法装载车辆的基本费率计费	超限小于30%（含）	按基本费率收取收取车辆通行费
	超限30%以内（含）	超限10%以上部分按0.09元/吨/公里计费*1.2计，其余部分按“超限小于10%”收费标准计		
	超限30%-50%（含）	合法装载部分和超限30%以内部分按“超限30%以内（含）”收费标准计，其余部分按0.09元/吨/公里*2计	超限30-100%（含）	按基本费率的3倍线性递增至6倍计收通行费
	超限50%-100%（含）	合法装载部分和超限30%以内部分按“超限30%以内（含）”收费标准计，其余部分按0.09元/吨/公里*3计		
	超限100%以上	合法装载部分和超限30%以内部分按“超限30%以内（含）”收费标准计，其余部分按0.09元/吨/公里*4计	超限100%以上	按基本费率的6倍计收通行费

资料来源：公司提供

2017年3月，根据浙江省交通运输厅、财政厅、物价局共同印发的《浙江省国际标准集装箱运输车辆高速公路通行费收费政策调整方案（试行）》的通知，合法装载的国际标准集装箱运输车辆进出宁波绕城高速公路临江、小港等指定收费站车公里费率根据不同距离按递远递减原则，分别按全省基本车公里费率的70%、60%、50%执行，即行驶里程<100公里的，按基本费率的70%执行，行驶里程≥100公里的，

按基本费率的60%执行，至省际边界站按基本费率的50%执行。超限10%以上集装箱车辆按普通货车收费标准收费。

2017年9月1日起，根据《浙江省人民政府办公厅关于深化企业减负降成本改革的若干意见》（浙政办发【2017】48号）精神，浙江省调整高速公路部分货车计重收费费率，对车货总重5吨至15吨（含）的合法装载货车计重收费费率由“按0.09元/吨·公里*1.5线性递减

到 0.09 元/吨·公里计费”下调为“按 0.09 元/吨·公里计费”。

2019 年 1 月，根据浙江省交通厅、发改委、财政厅印发的《关于省属及市、县（市）属国有全资和控股高速公路路段试行货车非现金支付通行费八五折优惠等有关事项的通知》，浙江省、市属企业下辖高速公路，对使用浙江省货车非现金支付卡的合法装载货运车辆试行通行费八五折。

2019 年 1 月 1 日起，公司对沪杭、杭甬高速公路杭州市区段进行收费调整和抬升改造，根据公司与杭州市交通局签订的收费调整补偿协议，公司将于 2019~2028 年收到补偿金额合计约 38.00 亿元。

总体看，在合法装载条件下，计重总体收费水平与现行水平保持平衡，但对超载车辆将会提高收费标准；从长远看，计重收费将减少货车超载现象，从而降低到了养护成本，对公司经营具有积极作用。公路收费年限和收费标准的确定和调整由政府决定，在近年降低物流成本政策下，调减收费标准或对公司盈利能力造成影响。

高速公路相关业务

2015~2016 年，公司分别实现高速公路相关收入 19.58 亿元和 7.84 亿元，主要来自于成品油销售、服务区业务、养护业务和广告业务。2016 年 5 月，高速公路相关业务实施主体整体出售给浙江交投全资子公司，未来不产生收入。

证券业务

公司证券业务的运营主体是浙商证券。浙商证券（原名“金信证券有限责任公司”）系经中国证监会批准于 2002 年 5 月成立的综合性证券公司；2012 年 7 月，经中国证监会核准，浙商证券改制为股份有限公司并变更为现名称；2017 年 6 月，浙商证券在上海证券交易所挂牌上市（601878.SH）。截至 2018 年 9 月底，浙商证券注册资本 33.33 亿元，控股股东为上三高速（持有浙商证券 63.74%股份），实际控制人为公司（持有上三公司 73.63%股份）。浙商证

券为上海证券交易所上市公司，其业务开展及资金较独立，公司对其管控力度较为有限。

截至 2018 年 9 月底，浙商证券下辖 8 家子公司、20 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及北京、上海等经济发达地区；拥有员工 2665 人，其中高级管理人员 6 人。

根据中国证券业协会发布的 2015~2017 年《证券公司会员经营业绩排名情况》，公司营业收入和净利润的排名大幅提升，2017 年分别为 22 名和 29 名；公司净资产、净资本和总资产的排名方面小幅提升，2017 年分别为 36 名、33 名和 31 名。根据中国证监会公布的《2018 年证券公司分类结果》，浙商证券被评定为 A 级（仅低于 AA 级，共 12 家）。

表 8 证券公司会员经营业务排名

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	51	49	22
净利润	54	58	29
净资产	45	34	36
净资本	38	38	33
总资产	37	37	31

资料来源：中国证券业协会《证券公司会员经营业绩排名情况》

浙商证券经营业务包括证券经纪业务、自营投资业务、资产管理业务、投资银行业务、期货业务、融资融券业务等，2017 年分别占比 22.91%、10.41%、7.67%、10.54%、40.09%和 19.98%，证券经纪和期货业务为其核心业务。

2015~2017 年，浙商证券营业收入呈下降趋势，主要系证券市场自 2016 起开始走低导致部分业务规模有所收缩；2017 年，浙商证券实现营业收入 46.11 亿元，同比增长 0.34%；其中，证券经纪业务大幅下滑，主要系证券市场成交量大幅下降所致，2017 年同比下降 22.69%至 10.56 亿元；期货业务快速增长，2017 年实现收入 18.49 亿元，同比增长 41.52%，主要系加大营销力度、扩大期货交易品类等。

2018 年 1~9 月，浙商证券实现收入 26.13 亿元，同比下降 20.85%，主要系证券市场持续

低迷，部分业务规模有所收缩所致；收入构成 24.67%、38.13%。
中证券经纪业务和期货业务占比较大，分别为

表 9 浙商证券营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
证券经纪业务	26.64	43.04	54.20	13.66	29.73	43.86	10.56	22.91	39.74	6.45	24.67	32.66
自营投资业务	4.51	7.29	93.74	2.59	5.63	87.97	4.80	10.41	93.94	2.51	9.60	91.94
资产管理业务	6.32	10.21	36.19	5.76	12.54	44.12	3.54	7.67	25.80	2.17	8.31	24.77
投资银行业务	2.89	4.67	61.32	4.52	9.84	47.12	4.86	10.54	42.30	1.79	6.86	-12.00
期货业务	12.19	19.70	13.64	13.06	28.43	13.98	18.49	40.09	14.85	9.96	38.13	11.73
融资融券	17.17	27.74	88.68	11.73	25.53	97.43	9.21	19.98	92.88	7.21	27.61	107.17
直投业务	0.07	0.12	33.80	0.20	0.44	73.11	0.12	0.26	58.49	0.16	0.63	63.42
其他业务	-7.91	-12.77	-183.12	-5.58	-12.14	-180.80	-5.47	-11.86	-165.21	-4.13	-15.80	-152.94
合计	61.89	100.00	40.65	45.95	100.00	35.38	46.11	100.00	30.38	26.13	100.00	28.41

资料来源：公司提供

注：1.其他业务主要是浙商期货开展套期保值业务进行的现货标的物的购买与销售；
2.上表数据与表 4 证券相关业务收入的差异源自统计口径的不同。

3. 未来发展

目前公司无重大在建和拟建的项目。

根据公司“十三五”规划，公司战略定位“打造成为集团高速公路营运管理平台、市场化交通基础设施项目投融资平台和资本运作平台”；明确提出“十三五”末公司高速公路营运里程达到 1000 公里，实现归属母公司净资产 300 亿元，实现归属母公司净利润 50 亿元；构建“做强做大高速公路业务，做强做优金融证券业务，孵化培育 X 业务”的“1+1+X”适度多元化的产业布局。

高速公路业务是公司的第一主业，其稳定的现金流是公司持续稳定和转型发展的坚实基础；做强做大高速公路主业，着力提升高速公路营运管理精细化、标准化、科技化水平，强化营运成本控制，为输出高速公路营运服务做好准备，实现高速公路业务的可持续发展。

金融证券业务是公司近年重点发展的核心业务，公司抓住国内金融改革发展机遇，积极发展并将浙商证券在上交所成功上市；未来公司将以浙商证券、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”）、长江联合金融租赁有限公司为基础，围绕浙商证券拓展银行等其他金融产业，多元金融协同发

展，全方位打造大类金融资产配置平台，打造“浙商”品牌；在未来高速公路业务盈利能力下降时，成为公司利润的重要来源。

总体看，公司高速公路资产经营状况稳定向好，并在上交所将金融证券业务核心子公司浙商证券成功上市；未来，随着公司高速公路资产的不断扩大及金融证券业务的持续发展，公司高速公路和金融业务规模将进一步扩大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 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审计结论；公司提供的 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。

截至 2018 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 8 家。2016 年，公司以 5.70 亿元购买徽杭公司 100%股权；同期，浙江高速投资发展有限公司和浙江高速广告有限责任公司不再纳入公司合并范围；2017 年，公司投资设立德清县德安公路建设有限责任公司；上述合并范围变动对公司财务数据连续性和可

比性的影响不大，公司报表可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 739.10 亿元，所有者权益 294.96 亿元（其中少数股东权益 85.19 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 111.14 亿元，利润总额 51.95 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 784.89 亿元，所有者权益 310.92 亿元（其中少数股东权益 87.33 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 79.83 亿元，利润总额 39.58 亿元。

截至 2017 年底，公司母公司资产总额 186.16 亿元，所有者权益 121.57 亿元；2017

年实现营业收入 22.61 亿元，利润总额 23.74 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司母公司资产总额 205.93 亿元，所有者权益 131.07 亿元；2018 年 1~9 月实现营业收入 17.71 亿元，利润总额 25.58 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模保持相对稳定，2017 年底为 739.10 亿元，其中流动资产占 70.56%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	257.68	34.75	195.98	26.48	155.36	21.02	162.01	20.64
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	37.64	5.08	81.44	11.00	125.69	17.01	196.68	25.06
买入返售金融资产	49.59	6.69	39.65	5.36	97.93	13.25	89.14	11.36
其他流动资产	124.71	16.82	100.65	13.60	99.00	13.40	84.25	10.73
流动资产	533.17	71.91	508.09	68.64	521.53	70.56	571.30	72.79
固定资产	28.74	3.88	28.36	3.83	27.66	3.74	26.21	3.34
无形资产	132.20	17.83	144.87	19.57	134.01	18.13	125.72	16.02
非流动资产	208.26	28.09	232.13	31.36	217.57	29.44	213.59	27.21
资产总额	741.43	100.00	740.22	100.00	739.10	100.00	784.89	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

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 1.10%；2017 年，公司流动资产 521.53 亿元，同比增长 2.65%，主要由货币资金（占 29.79%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 24.10%）、买入返售金融资产（占 18.78%）和其他流动资产（占 18.98%）构成。

2015~2017 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 22.35%，主要系证券行情持续低迷导致浙商证券客户资金存款减少；2017 年底，公司货币资金同比下降 20.72%至 155.36 亿元，主要由银行存款构成（占 99.99%），其中客户资金存款 109.55 亿元，其余为少量库存现金等。

公司结算备付金系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。2015~2017 年，受证券行情持续低迷影响，公司结算备付金呈下降趋势，年均复合下降 18.71%；2017 年底，公司结算备付金同比下降 46.12%至 30.77 亿元，其中客户备付金 21.27 亿元，其余为公司备付金。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是浙商证券购买的债券类交易性金融资产，近年大幅增长，年均复合增长 82.75%，主要系证券行情持续低迷导致公司调整经营策略加大自营投资业务投入所致；2017 年底公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 125.69 亿元，同比增长 54.33%。

2015~2017 年，公司其他应收款波动较大，

近三年分别为 9.06 亿元、24.60 亿元和 3.76 亿元，其中 2016 年大幅增长的主要原因系①因证券行情持续低迷，浙商资管为其管理的 51 个资产管理计划提供流动性支持，提供代垫款 17.45 亿元，已于 2017 年上半年全部收回；②浙商资管管理的浙商聚银 1 号银江股份股票收益权 1、2、3 号专项资产管理计划因融资方出现违约而难以兑付，浙商证券为以上三个资产管理计划提供流动性支持，代垫款合计 2.29 亿元。根据浙江省杭州市中级人民法院于 2018 年 8 月 29 日出具的《执行裁定书》，银江股份有限公司 27813840 股 A 股票归申请执行人浙商资管所有，抵偿其 276675224.6 元债务。

公司买入返售金融资产系核算浙商证券收取有价证券作为抵押所融出的资金，包括股票和债券等金融资产。2015~2017 年，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 40.53%；2017 年底，公司买入返售金融资产账面原值 98.64 亿元，同比增长 146.85%，系证券行情持续低迷导致公司调整经营策略加大逆回购业务投入所致。公司买入返售金融资产主要由股票质押式回购、债券质押式回购和债券买断式回购构成，分别占比 47.81%、28.67%和 23.52%。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 10.90%，主要系融资融券业务规模缩减导致融出资金快速下降所致；2017 年，公司其他流动资产同比下降 1.64% 至 99.00 亿元，主要由融出资金（占 79.31%）和存出交易保证金（占 20.37%）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 2.21%，主要来自长期股权投资的增加；2017 年底，公司非流动资产 217.57 亿元，同比下降 6.27%，主要系可供出售金融资产和无形资产下降所致。

公司可供出售金融资产主要是核算浙商证券购买的股票、理财产品和基金等。2015~2017 年，公司可供出售金融资产波动下降，年均复

合下降 2.93%；2017 年底为 25.16 亿元，同比下降 19.76%，主要系浙商证券出售其持有的股票所致。

2015~2017 年，公司长期股权投资大幅增长，年均复合增长 52.17%，系新增对太平科技保险股份有限公司、投资浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）投资以及对财务公司、长江联合金融租赁有限公司追加投资所致；2017 年底，公司长期股权投资同比增长 24.65% 至 19.89 亿元，主要由对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%）、财务公司（持股 35.00%）、长江联合金融租赁有限公司（持股 13.00%²）和浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）（持股 24.99%）的投资构成。

公司固定资产以房屋及建筑物和机器设备为主。2015~2017 年，公司固定资产逐年下降，系计提累计折旧；2017 年底，公司固定资产原值 45.06 亿元，同比增加 0.94 亿元，系办公楼明珠国际商务中心装修完毕和杭徽高速公路临安出口改造完毕及浙商开元名都国际酒店项目竣工等，累计计提折旧 17.38 亿元。

公司无形资产主要为高速公路经营权，2015~2017 年波动增长，主要系并入徽杭公司而转入的高速公路经营权；2017 年公司无形资产原值 269.60 亿元，同比增加 0.52 亿元，主要系购入软件使用权，累计计提摊销 135.06 亿元。

2018 年 9 月底，公司资产总额 784.89 亿元，较上年底增长 6.20%，主要系浙商证券购买债券类交易性金融资产和理财产品所致；此外，公司于 2018 年 1 月 1 日起执行新金融准则，“可供出售金融资产”内容列入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”核算。

截至 2018 年 9 月底，公司受限资产 117.71 亿元（无高速公路收费权质押），受限比率 15.00%；其中受限货币资金 8.24 亿元，用于定期存款、清算业务保证金、风险准备金、履约

² 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。

保函；受限以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 109.39 元，用于卖出回购业务担保；受限可供出售金融资产 0.08 亿元，用于融出证券业务。

总体看，公司资产规模保持稳定，流动资产占比较大，以货币资金、结算备付金、交易性金融资产、买入返售金融资产和其他流动资产为主；非流动资产中可供出售金融资产、固定资产和无形资产占比较大。公司资产结构较稳定，整体资产质量好。

3. 负债及所有者权益

股东权益

2015~2017 年，公司股东权益年均复合增长 15.08%，未分配利润的持续增加带动公司股东权益持续增长。2017 年底，公司股东权益 294.96 亿元，同比增长 20.60%，其中股本占 14.72%、资本公积占 13.54%、未分配利润占 34.34%、少数股东权益占 28.88%；未分配利润和少数股东权益占比较高。

2015~2017 年，公司股本未发生变化，近三年均为 43.43 亿元；同期，公司资本公积有所增长，年均复合增长 8.89%，2017 年底为 39.93 亿元，同比增长 18.56%，主要来自浙商证券 IPO 上市超募、公司所持股份溢价带动资本公积变动所致；2015~2017 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 27.63%，主要系浙商证券 IPO 上市后引入的少数股东权益，2017 年底同比增长 46.12%至 85.19 亿元。

2018 年 9 月底，公司股东权益 310.92 亿元，较 2017 年底增长 5.41%，主要系未分配利润的自然增长所致。

近年来，受利润留存和浙商证券 IPO 上市等因素影响，公司股东权益不断增长，未分配利润和少数股东权益占比较高。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债规模稳步下降，年均复合下降 7.47%，主要来自流动负债的减

少；2017 年底，公司负债总额同比下降 10.39%至 444.14 亿元，其中流动负债占比 73.70%，负债结构以流动负债为主。公司债务结构较为合理，债务期限配置兼顾了证券业务高流动性和高速公路业务经营周期长的特点。

2015~2017 年，公司流动负债逐年下降，年均复合下降 10.63%，主要来自代理买卖证券款的减少；2017 年底，公司流动负债同比下降 22.93%至 327.32 亿元，主要由卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和其他流动负债构成，分别占比 32.15%、31.17%和 18.37%。

公司卖出回购金融资产款系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。2015~2017 年，公司卖出回购金融资产款快速增长，年均复合增长 39.79%，主要系浙商证券加大正回购业务规模所致；2017 年，公司卖出回购金融资产款同比增长 40.56%至 105.23 亿元，由债券买断式回购（占 17.88%）、债券质押式回购（占 60.64%）和收益权转让卖出回购（占 21.48%）构成。

2015~2017 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 32.83%，主要系杭徽公司偿还浙江交投委托贷款所致。2017 年底，公司其他应付款同比下降 6.53%至 6.87 亿元，主要为应付通联资本管理有限公司出让浙商基金管理有限公司股权款（尚未完成）及杭徽高速公路工程保证金。

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。2015~2017 年，公司代理买卖证券款快速下降，年均复合下降 29.19%，系证券行业持续低迷致经纪业务规模缩减所致；2017 年，公司代理买卖证券款 102.03 亿元，同比下降 31.14%，主要由个人普通经纪业务构成，占比 86.43%。

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，本期报告已将超短期融资券和固定收益凭证等有息证券调整至有息债务。2015~2017 年，公司其他流动负债波动较

大，分别为 61.42 亿元、103.49 亿元和 60.13 亿元，2016 年同比大幅增长 68.50%的主要原因系应付货币保证金增加及公司发行超短期融资券“16 沪杭甬 SCP001”和“16 沪杭甬 SCP002”，2017 年，同比下降 41.90%的主要原因系应付货币保证金有所下降且浙商证券上市后资金充沛导致资金拆借减少。公司 2017 年底其他流动负债主要由应付货币保证金构成，占比 78.12%。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.59%；2017 年，公司非流动负债 116.82 亿元，同比增长 64.73%，主要来自应付债券的增加。公司非流动负债主要由应付债券构成，2017 年底占比 96.10%。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 8.14%；2017 年底，公司应付债券 112.26 亿元，同比增长 67.55%，主要来自浙商证券发行的次级债券及公司发行的可转换欧元债券。2017 年，公司发行零息可转换欧元债券，发行规模 3.65 亿欧元，将于 2022 年到期，票面利率为零；债券持有人可选择于 2017 年 6 月~2022 年 4 月随时按当时适用的转换价转换为 H 股，发行时转股价为每股 13.10 港币，目前转股价为每股 12.00 港币。

2018 年 9 月底，公司负债总额 473.97 亿元，

较上年底增长 6.72%，主要来自浙商证券发行的短期次级债和收益凭证，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 12.84%，主要来自债券买断式回购和债券质押式回购的增加；2017 年底，公司全部债务 249.61 亿元，同比增加 1.29 亿元，短期债务占比大幅下降至 55.03%，公司债务结构仍以短期债务为主。2018 年 9 月底，公司全部债务 266.50 亿元，较上年底增长 6.77%，系浙商证券发行的短期次级债和收益凭证，债务结构较上年底变化不大。

债务指标方面，受浙商证券 IPO 上市和证券业务规模下降等因素综合影响，公司近三年资产负债率快速下降，2017 年为 60.09%，同比下降 6.87 个百分点；但是，受有息债务增长影响，公司近年来全部债务资本化比率变化不大，2017 年为 45.84%；2015~2017 年，公司长期债务资本化比率呈下降趋势，2017 年为 27.57%，主要系债务结构调整所致。2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 60.39%、46.15% 和 27.63%，较上年底变化不大。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期债务	89.84	181.32	137.35	147.82
长期债务	106.20	67.00	112.26	118.68
全部债务	196.04	248.32	249.61	266.50
资产负债率	69.96	66.96	60.09	60.39
全部债务资本化比率	46.81	50.38	45.84	46.15
长期债务资本化比率	32.29	21.50	27.57	27.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，公司近年来债务规模不断扩张，债务结构以短期债务为主，整体债务负担合理。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入逐年下降，年均复合下降 10.80%；同期，公司营业成本年均复合下降 12.80%，降幅高于营业总收入；受

此影响，公司营业利润率呈增长趋势，2017 年为 45.06%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用有所波动，2017 年为 6.79 亿元，其中财务费用 5.87 亿元，主要为利息支出。2015~2017 年，公司期间费用率略有增长，2017 年为 6.11%，公司期间费用控制能力强。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司公允价值变动损益分别为 0.37 亿元、-0.78 亿元和 1.18 亿元，受证券市场行情影响，公司持有的交易性金融资产公允价值逐年下降，2017 年收益较大的主要原因系计入衍生金融资产和衍生金融负债的可转债衍生部分公允价值变动产生的收益较大。

2015~2017 年，公司投资收益波动增长，分别为 5.74 亿元、4.33 亿元和 9.86 亿元，受益于对外投资金融业务的快速成长，投资收益逐年成为公司利润的重要补充；从构成看 2017 年，公司投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 1.79 亿元（主要来自财务公司、长江联合金融租赁有限公司等）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 5.27 亿元（主要来自公司持有的债券）、处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.06 亿元、处置衍生金融资产取得的收益 1.10 亿元；此外，公司于 2018 年收购上海农村商业银行股份有限公司 4.9% 股权，预计未来可为公司带来稳定的投资收益。公司汇兑收益持续为负，2017 年为 -2.12 亿元，同比大幅下降系公司当期发行可转债欧元债受汇率波动影响所致。

2015~2017 年，公司利润总额年均复合下降 2.44%，2017 年为 51.95 亿元。

盈利指标方面，2015~2017 年，受股东权益逐年增长影响，公司近三年总资本收益率和净资产收益率逐年下降，2017 年分别为 8.47% 和 13.56%。

2018 年 1~9 月，公司营业总收入 79.83 亿元，营业利润率 48.04%，利润总额 39.58 亿元。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业总收入	139.69	117.90	111.14
期间费用	6.82	7.40	6.79
投资收益	5.74	4.33	9.86
汇兑收益	-0.03	-0.23	-2.12
其他收益	--	--	0.23
营业外收入	1.03	0.95	0.25
利润总额	54.59	50.08	51.95

营业利润率	39.64	45.38	45.06
总资本收益率	11.16	9.11	8.47
净资产收益率	18.13	15.60	13.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，受证券行情持续低迷影响，公司近年来证券业务规模下降导致营业总收入不断下滑，但高速公路业务持续稳定向好，通行费收入逐年增加；此外，公司投资收益逐步增长，对利润形成一定支持。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，随着证券期货市场整体行情下滑，公司经营活动现金流入量快速下降，年均复合降幅为 22.77%。2017 年，公司经营活动现金流入量 158.18 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 79.64 亿元，收取利息、手续费及佣金的现金 41.25 亿元，收到其他与经营相关的现金 36.69 亿元，主要为收回应付货币保证金。2015~2017 年，公司经营活动现金流出年均复合增长 15.93%，2017 年为 236.39 亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净减少额、代理买卖证券支付的现金净额、回购业务资金净减少额和支付其他与经营活动有关的现金（存出保证金、定期存款、业务及管理费）为主。近三年，公司经营活动产生的现金净流量大幅下降，由正转负，2017 年为 -78.21 亿元。

公司证券业务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；2015~2017 年，公司现金收入比逐年提升，2017 年为 71.66%，同比提升 5.23 个百分点，主要系证券业务规模下降导致收入占比下降所致。

投资活动方面，2015~2017 年，受收回投资收到的现金大幅增长影响，公司投资活动现金流入呈增长态势，年均复合增长 24.41%。2017 年，公司投资活动现金流入量 18.31 亿元。近三年，公司投资活动现金流出规模大幅下降，年均复合下降 52.39%，主要系对外投资规模下

降所致。2017 年，公司投资活动现金流出同比下降 70.82%至 7.60 亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3.03 亿元，投资支付的现金 4.29 亿元。2015~2017 年，受对外投资规模逐年下降影响，公司投资活动现金流量净额由负转正，分别为-21.72 亿元、-15.50 亿元和 10.71 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 12.63%；2017 年，公司筹资活动现金流入量 121.81 亿元，仍主要通过银行借款和发行债券等渠道筹资。2015~2017 年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 16.56%；2017 年，公司筹资活动现金流出量 144.05 亿元，其中偿还债务支付的现金 119.39 亿元，其余为支付利息和分配股利支付的现金。受投资规模逐年下降影响，公司调整对外融资策略，维持现有债务规模，2015~2017 年，公司筹资活动现金净流量分别为 53.55 亿元、-17.64 亿元和 -22.24 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	265.16	223.02	158.18
经营活动现金流出量	175.87	241.08	236.39
经营活动现金净流量	89.29	-18.06	-78.21
投资活动现金净流量	-21.72	-15.50	10.71
筹资活动现金净流量	53.55	-17.64	-22.24
现金收入比	59.35	66.43	71.66
经营现金流动负债比	21.79	-4.25	-23.89

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为 43.47 亿元，主要系证券业务经营支出和往来款的支付大幅减少所致；投资活动产生的现金流量净额-45.53 亿元，呈现较大负值，主要系购买上海农村商业银行股份有限公司 4.9%股份所致；筹资活动产生的现金流量净额 18.61 亿元。

总体看，受证券行情持续低迷影响，公司近年来客户证券账户存款流出较多导致经营活动现金流不断下滑，由正转负，对外投资活动

亦有所减缓；未来随着公司优质路产的不断兼并整合及证券金融业务的持续投入，叠加公司待偿还借款规模增大，公司存在一定外部债务融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿付能力看，公司近三年流动比率和速动比率呈增长趋势，2017 年底分别为 159.33%和 158.94%，同比分别增长 39.70 个和 39.79 个百分点；2018 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 162.63%和 162.21%，维持较好水平。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比持续下降，由正转负，分别为 21.79%、-4.25%和 -23.89%，经营活动现金净流量对流动负债保障能力弱。2018 年 9 月底，公司现金类资产 358.72 亿元，对短期债务覆盖倍数为 2.43 倍。总体看，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力指标较好；但考虑到现金类资产中客户存款占比较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿付能力看，近年公司债务规模增长较快，公司 EBITDA 利息倍数有所波动，2017 年为 11.79 倍；公司全部债务/EBITDA 呈增长趋势，2017 年为 3.46 倍。总体看，公司整体偿债能力极强。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额 7.59 亿元，担保比率 2.44%，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；2017 年，嵊新公司营业收入 4.05 亿元，同比增长 9.34%。总体看，嵊新公司经营情况正常，公司或有负债风险可控。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得银行授信 354.00 亿元，已使用额度为 57.50 亿元，未使用额度 296.50 亿元，融资渠道通畅。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模 14.00 亿元，相当于 2018 年 9 月底公司全部债务和长期债务规模的 5.25%和 11.80%，对公司现有债务规模影

响一般。

2018年9月底，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为60.39%、46.15%和27.63%。以2018年9月底财务报表数据为基础，假设其他条件不变，预计本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至60.83%、47.19%和29.97%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据4亿元募集资金用于偿还有息负债，公司实际债务负担指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为265.16亿元、223.02亿元和158.18亿元，分别为本期中期票据发行规模的18.94倍、15.93倍和11.30倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为89.29亿元、-18.06亿元和-78.21亿元，分别为本期中期票据发行规模的6.38倍、-1.29倍和-5.59倍。2015~2017年，公司EBITDA分别为73.17亿元、69.94亿元和72.11亿元，分别为本期中期票据发行规模的5.23倍、5.00倍和5.15倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高；同时，考虑到公司在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中居于领先地位，经营优势明显，盈利能力较强，资产质量好，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

十、结论

高速公路行业具有良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

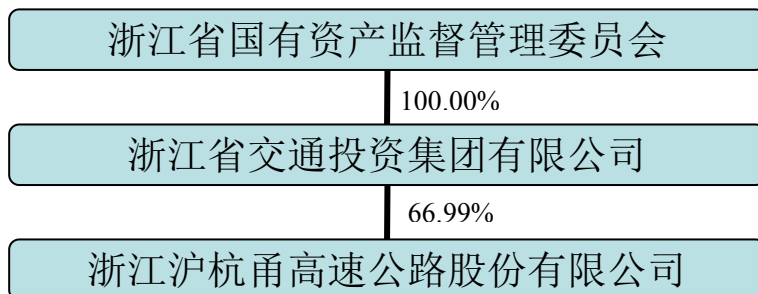
公司是浙江交投下属的从事高速公路和证券业务的港股上市公司，近年来公司所在区域腹地经济发达，区位优势明显，为其通行费收入增长提供了较强保障。公司路产质量优良，2015年收购杭徽高速公路，2016年收购徽杭高速公路，路网规模进一步完善。近年来高速公路业务通行费持续上升，盈利能力较强，现金

流状况良好。高速公路作为公司核心业务，未来计划通过并购增加通车里程，高速公路业务发展规模将保持增长；证券业务作为公司重点发展业务，已成功在上海证券交易所上市，近年受市场行情影响收入规模有所波动，但仍是公司营业收入的重要来源。

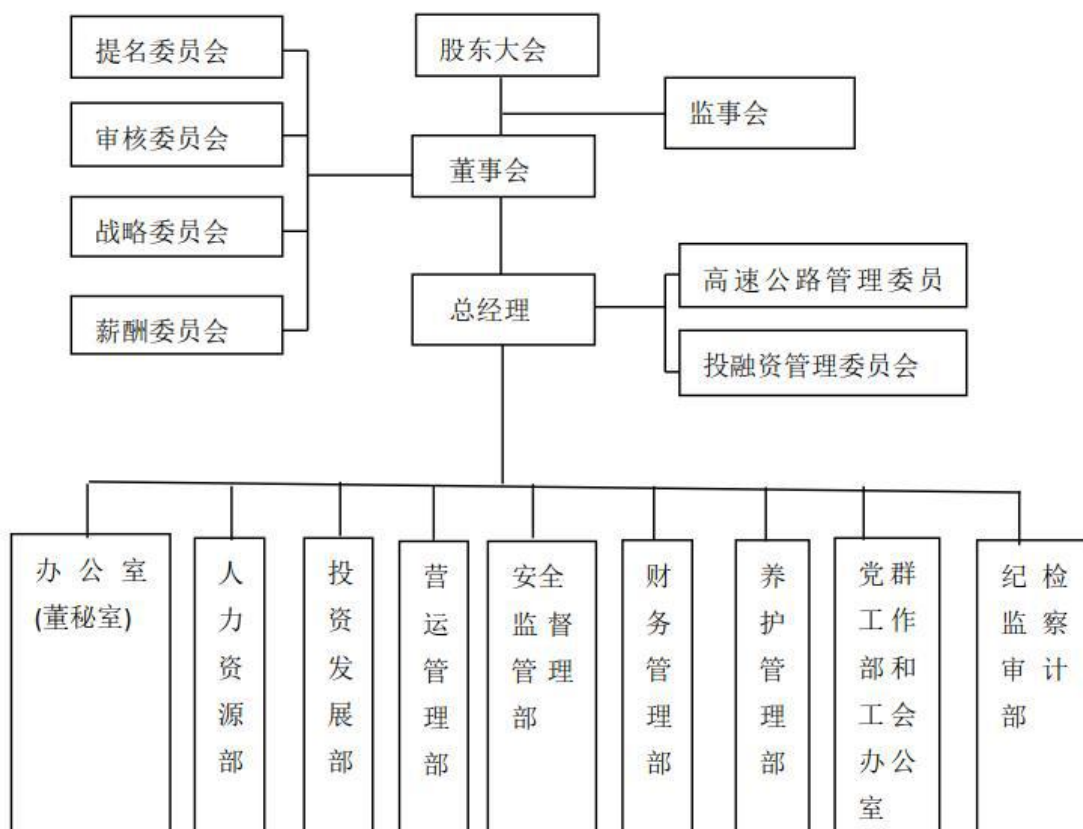
近年来，公司资产规模保持稳定，整体资产质量好，盈利能力较强；公司所有者权益稳定性一般，债务规模不断增长，短期债务占比大，但债务负担合理。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障程度高。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 2018 年 9 月底公司纳入合并范围子公司情况

单位名称	注册资本(万元)	持股比例(%)	经营范围
浙江高速公路清障施救服务有限公司	800.00	100.00	清障救援服务
黄山长江徽杭高速公路有限责任公司	195000.00	100.00	高速公路管理
浙江嘉兴高速公路有限责任公司	185920.00	100.00	高速公路管理
浙江金华甬金高速公路有限公司	135000.00	100.00	高速公路管理
浙江杭徽高速公路有限公司	310185.30	88.67	高速公路管理
浙江上三高速公路有限公司	240000.00	73.63	高速公路管理
浙江余杭高速公路有限责任公司	7522.30	51.00	高速公路管理
德清县德安公路建设有限责任公司	10000.00	80.10	高速公路建设及管理

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	295.32	277.53	281.16	358.72
资产总额(亿元)	741.43	740.22	739.10	784.89
所有者权益(亿元)	222.72	244.58	294.96	310.92
短期债务(亿元)	89.84	181.32	137.35	147.82
长期债务(亿元)	106.20	67.00	112.26	118.68
全部债务(亿元)	196.04	248.32	249.61	266.50
营业总收入(亿元)	139.69	117.90	111.14	79.83
利润总额(亿元)	54.59	50.08	51.95	39.58
EBITDA(亿元)	73.17	69.94	72.11	--
经营性净现金流(亿元)	89.29	-18.06	-78.21	43.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	97.52	55.31	43.46	--
存货周转次数(次)	38.29	28.08	41.44	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.16	0.15	--
现金收入比(%)	59.35	66.43	71.66	72.87
营业利润率(%)	39.64	45.38	45.06	48.04
总资本收益率(%)	11.16	9.11	8.47	--
净资产收益率(%)	18.13	15.60	13.56	--
长期债务资本化比率(%)	32.29	21.50	27.57	27.63
全部债务资本化比率(%)	46.81	50.38	45.84	46.15
资产负债率(%)	69.96	66.96	60.09	60.39
流动比率(%)	130.09	119.63	159.33	162.63
速动比率(%)	129.33	119.15	158.94	162.21
经营现金流动负债比(%)	21.79	-4.25	-23.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.68	3.55	3.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.50	10.42	11.79	--

注：1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 流动负债中的拆入资金、衍生金融负债、卖出回购金融资产款，其他流动负债中的短期融资券均已计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，浙江沪杭甬高速公路股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现浙江沪杭甬高速公路股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江沪杭甬高速公路股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙江沪杭甬高速公路股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。