信用等级公告

联合〔2019〕1787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”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
19 沪杭甬 MTN001	14.00 亿元	2022/05/09	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 2 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	277.53	306.29	377.95	473.54
资产总额(亿元)	740.22	739.10	798.20	954.54
所有者权益(亿元)	244.58	294.96	320.04	336.73
短期债务(亿元)	184.26	137.35	179.35	217.19
长期债务(亿元)	67.00	112.26	119.42	147.83
全部债务(亿元)	251.26	249.61	298.76	365.02
营业收入(亿元)	117.90	111.14	107.39	27.10
利润总额(亿元)	50.08	51.95	51.47	16.01
EBITDA(亿元)	69.94	72.11	74.20	--
经营性净现金流(亿元)	-18.06	-78.21	24.28	78.21
营业利润率(%)	45.38	45.06	45.43	42.79
净资产收益率(%)	15.60	13.56	12.50	--
资产负债率(%)	66.96	60.09	59.90	64.72
全部债务资本化比率(%)	50.67	45.84	48.28	52.02
流动比率(%)	119.63	167.01	163.39	158.33
经营现金流动负债比(%)	-4.25	-23.89	6.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	3.46	4.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.42	11.79	8.56	--

注：1.2019 年 1-3 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；3. 2018 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》，并相应调整 2018 年年初数据，为保证同口径数据的可比性，本次评级 2017 年数据使用 2018 年初经调整数据

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”）是从事高速公路投资运营的港股上市公司。跟踪期内，公司资产和权益规模保持增长，所辖路产质量优良，整体盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模不断增长，短期债务占比大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，高速公路业务规模将保持增长；金融证券业务定位为核心发展板块，公司将持续重点发展金融证券业务。未来公司经营规模和盈利有水平有望持续扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是浙江省交通投资集团有限公司下属的从事高速公路投资运营的港股上市公司，路产质量优良。
2. 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。
3. 跟踪期内，公司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，可为公司带来稳定的利润。

关注

1. 跟踪期内，证券行业发展持续承压，公司营业收入有所下滑。
2. 跟踪期内，公司债务规模不断增长，短期债务占比较大。

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

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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“19 沪杭甬 MTN001”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 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。

截至 2018 年底，公司资产总额 798.20 亿元，所有者权益 320.04 亿元（其中少数股东权益 88.44 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 107.39 亿元，利润总额 51.47 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 954.54 亿元，所有者权益 336.73 亿元（其中少数股东权益 92.87 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.10 亿元，利润总额 16.01 亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“19 沪杭甬 MTN001”，债券余额 14 亿元，详情见表 1。跟踪期内，“19 沪杭甬 MTN001”尚未到付息日。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 沪杭甬 MTN001	14.00	2019/05/09	3	3.86

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 沪杭甬 MTN001”募集资金用于支付目标公司股权收购价款和偿还有息负债，截至评级报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发

行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

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《2018年交通运输行业发展统计公报》，截至2018年底中国公路总里程484.65万公里，增加7.31万公里，其中高速公路通车里程14.26万公里，增加0.61万公里，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50.48公里/百平方公里，增加0.76公里/百平方公里。2018年，中国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%；普通国省道建设完成投资6378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4986亿元，增长5.4%。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，2018年全国营业性客运车辆完成公路客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，比上年分别下降6.2%和5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。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，2018年全国营业性货运车辆完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，比上年分别增长7.3%和6.7%。

高速公路行业政策

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。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。《修订草案》提出：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。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，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；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置，经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求等原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。若《修订草案》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，目前《修订草案》正在向社会公开征求意见中，不排除会有进一步的修改。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

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，2018 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。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%。

近年来，我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。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

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 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实力保持稳定。

主营业务

目前我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、自营业务和信用业务构成（见图 1）。在市场环境持续低迷、IPO 募资大幅下滑、监管政策收紧导致券商业务调整压力有所加大等因素的影响下，2018 年证券公司收入延续下行趋势，业绩表现进一步下滑，其中经纪业务和自营业务仍是我国证券公司目前最主要收入来源，但 2018 年经纪业务、投资银行业务收入降幅明显，资产管理业务收入亦有所下降但收入占比略有提升，子公司相关的期货、大宗商品等其他业务对证券公司的盈利贡献度则呈现显著提升的态势。

（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，受交易量及佣金费率下降影响，证券公司经纪业务收入同比持续下滑；2018 年以来，在市场行情不佳、A 股走势疲弱、市场交易量下降、行业内竞争加剧等多重因素的叠加下，证券公司经纪业务延续下行走势，当年实现代理买卖业务净收入 623.42 亿元，同比下降约 24%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 23.41%，占比较上年亦有所下降，不再是占比最高的业务板块，为证券公司第二大收入来源。

（2）投资银行业务

2018 年以来，随着 IPO 审核标准趋严，投行项目审核有所趋缓，IPO 发行数量明显下降；再融资审核收紧、再融资规模持续收缩、发行周期拉长；债券发行规模有所回升，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持续下降。2018 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 258.46 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 15.08%，占比较上年亦有所下降。

（3）自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资，自营业务的业绩表现受市场行情影响较大。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。2018 年以来，受股票市场单边下挫、债券市场收益率整体下行影响，证券公司投资收益有所下降。2018 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比下降 7.05%，占营业收入的比重为 30.05%，占比较上年继续上升，已成为证券公司的第一大收入来源。

（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。2016 年以来监管层发布多项监管政策，证券公司通道业务在业务准入、资金来源、产品杠杆、风险准备等方面受到多项限制，2018 年 4 月大资管新规落地，重点集中在于引导消除多层嵌套、资金池、刚性兑付、去杠杆等问题，资管业务规模尤其是通道业务规模持续收缩。去通道压力、新业务开展缓慢、金融市场波动增大等因素加大了证券公司资管业务发展的难度，致使资管业务收入也出现下滑。2018 年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 275.00 亿元，较上年有所下降，占营业收入的比重为 10.33%，占比略有提升。

（5）信用业务

近年来，证券公司资本中介类业务发展迅速。2018 年以来，证券公司前两年发力的股票质押业务逐步进入密集到期阶段，股市大幅下挫以及去杠杆所产生的信用紧缩导致上市公司及控股股东出现了流动性风险和信用风险，股票质押业务面临较大的风险敞口。随着股市震荡下行，两融规模出现明显回落；受股票质押新规、资金成本上升、信用风险暴露及券商主动收缩业务等因素影响，证券公司股票质押业务规模增速明显有所放缓，减值计提压力有所上升，对业绩表现形成一定负面影响。2018 年，证券公司实现利息净收入 214.85 亿元，同比降幅较为明显。

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，并加强违规处罚力促，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。

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。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确给出了资管业务、管理产品和刚性兑付的准确定义，针对资管产品去杠杆、规范资金池和去通道化等重点领域，提出了明确监管要求并对存量业务实行新老划断，将过渡期设置至 2019 年；同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，放宽外资股比例限制，并逐步开放合资证券公司业务范围，对于外商证券公司和境外金融机构投资者为重大利好，有利于进一步促进我国证券业的对外开放，推动我国证券业向更加规范、健康的方向发展。

2018 年 6 月，证监会发布 CDR 交易管理办法，以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”蓄势待发，CDR 业务从无到有至快速进入实质性开展阶段，未来将有望拓宽证券公司的业务边界；同期，证监会先后发布多个公告，意在尝试允许符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能等领域的企业在境内公开发行股票或存托凭证管理，进一步表明境内证券市场逐步扩大对外开放的范围。

2018 年 10 月，监管层引导纾解股权质押危机，券商、保险等金融机构，深圳、上海等地方政府纷纷出资设立各种纾困基金，缓解上市公司股权质押危机，同月证券行业基金协会推动设立证券行业支持民营企业发展资产管理计划，有利于缓解股权质押业务风险，利于证

券公司业务更稳健地开展；11 月，中央拟在上交所设立科创板并试点注册制，进一步完善了我国多层次资本市场的架构，预计将为证券公司带来新的业务机会。

2019 年 1 月，证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度；同期，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，《征求意见稿》允许 QFII 和 RQFII 参与交易所融资融券，准入门槛方面取消数量型指标，将有助于提升 QFII 和 RQFII 的资金利用效率，引进境外长期资金，进一步便利全球资本配置中国。此外，证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于 130%的统一限制，并扩大担保物范围和标的证券范围，预计将进一步提升两市融资融券规模，提升市场交易活跃度。

总体看，2018 年市场环境低迷，证券行业利润水平有所下行，展望未来，证券行业“马太效应”将愈加明显，龙头券商经营状况将保持稳定，行业分化预计将有所加剧，中小券商面临的生存环境将愈加严峻；下半年以来监管层面出台多项利好政策，股票质押业务风险有所缓解，科创板的设立、CDR 等业务的开闸有望为证券公司带来新的利润增长点；证券公司上市、增资等补充资本的动作将有所持续，资本实力预计将保持增长。与此同时，资管新规、同质化低水平竞争、佣金率探底等因素下证券公司仍面临较大的转型压力，2019 年资管业务将进入存量整改、增量创新的关键阶段，通道业务将继续收缩，未来主动管理、财富管理、机构与高净值客户将是证券公司转型的重点；证券市场对外开放程度有所加大，证券行业竞争环境趋于激烈，外资机构在财富管理和经纪机构业务方面的优势可能将对本土券商形成一定压力。此外，证券行业的发展与经济发展和市场运行走势关联度较高，当前国际形势错综复杂、国内经济仍存下行压力、市场行情波动较大等因素仍然存在且未来走势面临的不确定性较大，可能仍将对证券公司盈利能力带来压力。

3. 区域经济环境

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，是中国的经济大省，浙江省腹地经济发达、区域优势和路网效应明显。

根据《2018 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2018 年浙江省生产总值 56197 亿元，增长 7.1%。其中，第一产业增加值 1967 亿元，第二产业增加值 23506 亿元，第三产业增加值 30724 亿元，分别增长 1.9%、6.7%和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 56.2%。三次产业增加值结构由上年的 3.7：43.0：53.3 调整为 3.5：1.8：54.7。

固定资产投资方面，跟踪期内浙江省固定资产投资保持较快增长，2018 年同比增长 7.1%。非国有投资增长 15.9%，占 68.0%；民间投资增长 17.8%，占 63.1%。基础设施、服务业、高新技术产业、装备制造业投资分别增长 7.7%、10.1%、22.6%、9.6%。

2018 年，浙江省财政总收入 11706 亿元，比上年增长 13.6%；一般公共预算收入 6598 亿元，增长 11.1%，其中，税收收入 5587 亿元，增长 11.6%，占一般公共预算收入的 84.7%。

2018 年，浙江省铁路、公路和水运完成货物周转量 11538 亿吨公里，增长 14.2%；旅客周转量 1104 亿人公里，增长 0.7%。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。

跟踪期内，浙江省经济和财政收入持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

六、基础素质分析

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领先地位。

公司高速公路路产质量优良，车流量较大，通行费收入稳步增长。截至 2019 年 3 月底，公司高速公路营运里程 663.18 公里，其中浙江省内 581.58 公里，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 560 公里。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。

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，持续入选中国企业500强。2018年底资产总额4056.81亿元，2018年实现营业总收入1376.91亿元，位列中国企业500强第149位。截至2019年3月底，浙江交投下辖高速公路运营里程合计2866公里，其中省内高速公路营运里程约2784公里，占浙江省高速公路通车总里程的65.65%。

跟踪期内，公司持续在税收政策方面获得政府的大力支持。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。

根据中国人民银行企业信用报告（查询机构代码：33103090177），截止 2019 年 5 月 6 日，公司本部无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录，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），截止 2019 年 5 月 8 日，上三公司无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录，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），截止 2019 年 5 月 6 日，浙商证券近五年无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录，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

公司核心经营业务包括高速公路运营和证券业务两大板块，跟踪期内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。

2018 年，公司实现营业总收入 107.39 亿元，同比减少 3.75 亿元；其中，高速公路通行费收入 63.24 亿元，同比增加 3.18 亿元，系经济发展引起的自然增长；证券收入 29.47 亿元，同比下降 16.33%，系证券期货市场整体行情下滑影响。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率 45.05%，同比变化不大。其中，高速公路通行费业务毛利率维持较高水平，为 65.97%；证券业务毛利率 22.40%，同比下降 9.73 个百分点，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。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.10 亿元，同比增长 10.48%，主要来自高速公路通行费的增加；同期，公司综合毛利率 43.36%，较上年小幅下降。

[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 2019 年 3 月底，公司持有浙商证券 46.93%股权

表 2　公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高速公路通行费	60.06	54.04	64.28	63.24	58.89	65.97	15.47	57.08	67.42
证券业务	35.22	31.69	32.13	29.47	27.44	22.40	7.32	27.01	15.44
其他业务	15.86	14.27	5.92	14.68	13.67	0.41	4.31	15.91	4.41
合计	**111.14**	**100.00**	**45.76**	**107.39**	**100.00**	**45.05**	**27.10**	**100.00**	**43.36**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

高速公路运营

截至 2019 年 3 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。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司控股已通车高速公路情况（单位：公里、%）

高速公路名称	总里程	通车时间	经营期限	剩余经营期限	股权比例	获取方式及取得时间
杭甬高速公路						
-杭州至红垦段	16.00	1992 年	30 年	9 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
-红垦至段塘段	124.00	1995 年	30 年	9 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	9 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	10 年	99.9995	投资设立、1997 年
-余杭段	11.10	1995-1998 年	30 年	10 年	51.00	投资设立、1997 年
-杭州段	3.40	1996 年	30 年	10 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
上三高速公路	142.00	2000 年	30 年	12 年	73.625	投资设立、1998 年
甬金高速公路金华段	69.70	2005 年	25 年	12 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	11 年	88.674	并购、2015 年
-留下至昌化段	85.60	2006 年	25 年	13 年	88.674	并购、2015 年
徽杭高速公路	81.60	2004 年	25 年	15 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权限为 30 年，故经营期限超过 25 年

2018 年，公司实现高速公路通行费收入 63.24 亿元，同比增加 3.18 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 63.76%、19.56%、6.14%、8.36%和 2.18%，主要通行费收入来自沪杭甬高速公路和上三高速公路。

车流量方面，公司下辖各条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、甬金高速公路、杭徽高速公路和徽杭高速公路 2018 年车流量同比增幅分别为 8.07%、7.14%、10.40%和 7.57%，主要系车流量自然增长；上三高速公路 2018 年车流量增幅为 1.81%，低于其他路段增幅的主要原因系甬台温高速公路分路段断流施工影响。2018 年，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

61898 辆、30769 辆、21116 辆、19320 辆和 7788 辆。

2019 年 1-3 月，公司实现高速公路通行费收入 15.47 亿元，同比增加 0.72 亿元，主要系浙江省 GDP 增速良好带来的车流量自然增长；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 80.80%。

表 4　公司控股高速公路日均车流量及通行费收入情况（单位：辆/日、亿元）

高速公路名称	日均车流量			通行费收入		
	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
沪杭甬高速公路	57275	61898	57984	37.85	40.32	9.55
上三高速公路	30223	30769	31257	12.48	12.37	2.95
甬金高速公路金华段	19708	21116	22904	3.64	3.88	0.98
杭徽高速浙江段	17500	19320	24152	4.79	5.29	1.53
徽杭高速公路	7240	7788	11808	1.30	1.38	0.46
合计	--	--	--	**60.06**	**63.24**	**15.47**

资料来源：公司提供

2018 年和 2019 年 1-3 月，公司高速公路养护支出分别为 3.48 亿元和 0.83 亿元，较之前年度变化不大。

跟踪期内，公司所辖高速公路收费标准未发生变化。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宜的通知》，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。该政策预计对公司营收影响不大。

总体看，跟踪期内公司高速公路业务经营状况良好，可为公司带来稳定的营收和利润。

证券业务

公司证券业务运营主体为浙商证券。截至 2019 年 3 月底，浙商证券注册资本 33.33 亿元，总部位于浙江省杭州市，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 100 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 2635 人，其中高级管理人员 6 人。

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，2018 年分别占比 22.06%、12.82%、7.13%、7.75%、39.81%和 25.74%，证券经济业务和期货业务为公司核心业务。

2018 年，浙商证券实现营业收入 36.95 亿元，同比下降 19.87%，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；核心业务证券经济业务和期货业务分别实现收入 8.15 亿元和 14.71 亿元，同比分别下降 22.82%和 20.44%。

2019 年 1-3 月，浙商证券实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 53.73%，系当季证券市场行情回暖；业务毛利率 29.18%。

表 5　浙商证券营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	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	10.56	22.91	39.74	8.15	22.06	28.66	2.59	20.75	26.55
自营投资业务	4.80	10.41	93.94	4.74	12.82	92.59	1.90	15.25	95.14
资产管理业务	3.54	7.67	25.80	2.64	7.13	-10.45	1.57	12.61	58.66

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
投资银行业务	4.86	10.54	42.30	2.86	7.75	8.42	0.47	3.73	1.38
期货业务	18.49	40.09	14.85	14.71	39.81	11.94	4.65	37.33	3.48
融资融券	9.21	19.98	92.88	9.51	25.74	104.99	2.72	21.82	96.56
直投业务	0.12	0.26	58.49	0.23	0.62	62.95	0.33	2.64	96.22
其他业务	-5.47	-11.86	-165.21	-5.88	-15.92	148.98	-1.76	-14.12	164.17
合计	**46.11**	**100.00**	**30.38**	**36.95**	**100.00**	**26.55**	**12.46**	**100.00**	**29.18**

资料来源：公司提供
注：其他业务主要是浙商期货展开套期保值业务进行的现货标的物的购买与销售；上表数据与表 2 中证券相关业务收入的差异源自统计口径的不同

总体看，公司金融证券业务受行情低迷影响营收持续下滑，但2019年一季度已有所好转。

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“1135”战略目标，即到“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，做强做优金融证券化业务，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，也是业务布局中最核心的第一个“1”；稳定的现金流是公司持续稳定和转型发展的坚实基础。抓住国内十年的机会，做强做大高速公路主业，着力提升高速公路营运管理的精细化、标准化、科技化水平，强化高速公路营运成本控制，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之一，也是业务布局中的第二“1”；公司抓住国内金融改革发展机遇，积极发展证券金融业务并将浙商证券在上交所成功上市；未来将以浙商证券、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。在高速公路主业盈利能力下降时，金融业务板块成为公司的主要利润来源。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 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 2019 年 1-3 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 8 家。跟踪期内，公司合并范围未发生变化。2018 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》，并相应调整 2018 年年初数据，为保证同口径数据的可比性，本次评级 2017 年数据使用 2018 年初经调整数据。

截至 2018 年底，公司资产总额 798.20 亿元，所有者权益 320.04 亿元（其中少数股东权益 88.44 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 107.39 亿元，利润总额 51.47 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 954.54 亿元，所有者权益 336.73 亿元（其中少数股东权益 92.87 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.10 亿元，利润总额 16.01 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 798.20 亿元，同比增长 8.00%，流动资产和非流动资产均有所

增加；资产结构以流动资产为主，占比 72.62%。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**546.65**	**73.96**	**579.69**	**72.62**	**737.61**	**77.27**
货币资金	155.36	21.02	162.13	20.31	231.04	24.20
交易性金融资产	150.81	20.40	215.76	27.03	242.44	25.40
买入返售金融资产	97.93	13.25	82.06	10.28	76.14	7.98
其他流动资产	99.00	13.40	81.12	10.16	106.63	11.17
非流动资产	**192.44**	**26.04**	**218.51**	**27.38**	**216.93**	**22.73**
长期股权投资	19.89	2.69	55.45	6.95	57.46	6.02
固定资产	27.66	3.74	26.48	3.32	25.99	2.72
无形资产	134.04	18.14	123.04	15.42	120.20	12.59
资产总计	**739.10**	**100.00**	**798.20**	**100.00**	**954.54**	**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

2018 年底，公司流动资产 579.69 亿元，同比增长 6.04%。其中，货币资金同比增长 4.36%至 162.13 亿元，主要由银行存款构成（占 99.70%），其中客户资金存款 104.79 亿元，其余为少量库存现金等；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，2018 年底为 30.98 亿元，同比变化不大，其中客户备付金 22.28 亿元，其余为公司备付金；交易性金融资产主要为浙商证券购买的债券类交易性金融资产，2018 年底为 215.76 亿元，同比增长 43.06%，主要系证券行情持续低迷导致公司持续加大自营投资业务投入；买入返售金融资产核算浙商证券收取有价证券作为抵押所融出的资金，2018 年底为 82.06 亿元，同比下降 16.21%，主要系当期回购业务投入有所减少，年末公司股票质押式回购、债券质押式回购和债券买断式回购分别为 51.66 亿元、28.88 亿元和 2.03 亿元，累计计提减值准备 0.52 亿元；受收回部分融出资金影响，其他流动资产同比下降 18.07%至 81.12 亿元，其中融出资金本息 58.50 亿元、存出保证金 22.00 亿元。

2018 年底，公司非流动资产 218.51 亿元，同比增长 13.54%。其中，长期股权投资同比增长 178.72%至 55.45 亿元，系当期出资 32.25 亿元购买上海农村商业银行股份有限公司 5.36%[2]股权，此外公司还持有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%[3]）和浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）（持股 24.99%）等股权；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，2018 年底账面原值 45.50 亿元，同比增加 0.44 亿元，年末累计计提折旧 19.00 亿元，账面价值 26.48 亿元；无形资产主要为高速公路经营权，2018 年底账面原值 270.09 亿元，同比变化不大，年末累计计提摊销 146.52 亿元，账面价值 123.04 亿元。

2019 年 3 月底，公司资产总额 954.54 亿元，较上年底增长 19.59%，主要系证券行业回暖导致客户资金存款、客户备付金等增加及预付收购浙江申嘉湖杭高速公路有限公司股权款，此外公司持续加大自营投资业务投入，融出资金亦有所增加；公司流动资产占比持续上升，2019 年 3 月底为 77.27%。

[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
[3] 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

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 33.65 亿元，受限比率 3.53%；其中受限货币资金 18.16 亿元，用于公募基金风险准备金、净额清算业务保证金、定期存款、保函保证金；受限金融资产 15.49 亿元，系用于卖出回购业务担保物、融出证券业务，转融通担保物。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构仍以流动为主；流动资产中货币资金和交易性金融资产占比较大，但货币资金中客户资金存款较多，非流动资产中高速公路经营权占比较大。总体看，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

2018 年底，公司股东权益 320.04 亿元，同比增长 8.51%。其中，股本和资本公积分别为 43.43 亿元和 39.93 亿元，同比均未发生变化；未分配利润 124.46 亿元，同比增长 22.87%，主要来自利润留存；少数股东权益 88.44 亿元。

2019 年 3 月底，公司股东权益 336.73 亿元，较上年底增长 5.21%，系利润留存及浙商证券发行可转债。

总体看，跟踪期内公司股东权益有所增长，所有者权益结构稳定性尚可。

负债

2018 年底，公司负债总额 478.16 亿元，同比增长 7.66%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中，流动负债占比 74.20%，债务结构以流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 354.79 亿元，同比增长 8.39%。其中，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，2018 年底为 110.87 亿元，同比增长 5.35%，全部为债券质押式回购；其他应付款 5.90 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；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，2018 年底为 94.15 亿元，同比下降 7.72%，系证券行业持续低迷导致证券经纪业务规模缩减，年末代理买卖证券款中个人业务 87.86 亿元，其余为机构业务；受浙商证券发行 2018 年第一期次级债券影响，其他流动负债同比增长 27.38%至 76.59 亿元，其中货币保证金 51.91 亿元、“18 浙商 C1”20.00 亿元。

2018 年底，公司非流动负债 123.37 亿元，同比增长 5.60%。其中，应付债券 119.42 亿元，同比增长 6.38%，主要系当期浙商证券发行 20.00 亿元“18 浙商 C2”、36.00 亿元“18 浙商 C3”。

2019 年 3 月底，公司负债总额 617.81 亿元，较上年底增长 29.21%，主要来自公司为收购浙江申嘉湖杭高速公路有限公司股权借入银行借款、浙商证券发行规模 10.00 亿元的“19 浙商 C1”及 35.00 亿元的可转换债券；此外，证券行业回暖导致代理买卖证券款增加。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 298.76 亿元，同比增长 19.69%，主要来自短期债务的增加；受此影响，公司短期债务占比上升至 60.03%，债务结构仍以短期债务为主；2019 年 3 月底，公司全部债务 365.02 亿元，较上年底增长 22.18%，债务结构变化不大。

债务指标方面，2018 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 59.90%和 27.17%，同比均变化不大；全部债务资本化比率 48.28%，同比提升 2.44 个百分点，主要系有息债务规模增长；2019 年 3 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 64.72%、52.02%和 30.51%，较上年底分别提升 4.82 个、3.74 个和 3.34 个百分点。

表 7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	137.35	179.35	217.19
长期债务	112.26	119.42	147.83
全部债务	249.61	298.76	365.02
长期债务资本化比率	27.57	27.17	30.51
全部债务资本化比率	45.84	48.28	52.02
资产负债率	60.09	59.90	64.72

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

跟踪期内，公司债务规模快速提升，债务结构以短期债务为主，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业总收入 107.39 亿元，同比下降 3.38%；同期，公司营业成本同比下降 3.36%，降幅与营业总收入差异不大；受此影响，公司营业利润率 45.43%，同比变化不大。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用 9.08 亿元，同比增长 32.76%。其中，财务费用 8.09 亿元，同比增长 37.91%，主要系债务规模提升导致利息支出增加。2018 年，公司期间费用率 8.40%，费用控制能力强。

非经常性损益方面，2018 年，公司公允价值变动损益 2.30 亿元，主要系浙商证券持有的的交易性金融资产和衍生金融资产产生的公允价值变动收益；同期，公司投资收益 7.97 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 3.80 亿元（主要来自财务公司、长江联合金融租赁有限公司及上海农村商业银行股份有限公司等）、持有交易性金融资产期间取得的投资收益 3.98 亿元，投资收益是公司利润的重要补充；2018 年，公司利润总额 51.47 亿元，同比变化不大。

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.87%和 12.50%，同比分别下降 0.60 个和 1.06 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司营业总收入 27.10 亿元，营业利润率 42.79%，利润总额 16.01 亿元。

表 8　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业总收入	111.14	107.39
期间费用	6.79	9.08
投资收益	9.86	7.97
利润总额	51.95	51.47
营业利润率	45.06	45.43
总资本收益率	8.47	7.87
净资产收益率	13.56	12.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，证券行业持续低迷导致公司营业总收入持续下滑，但高速公路业务稳定发展为公司带来稳定的利润；此外，投资收益可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，2018 年，公司经营活动现金流入量 176.20 亿元，同比增长 11.39%，系融出资金净减少额和回购业务净增加额的增加；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 78.82 亿元，同比变化不大；收到其他与经营活动有关的现金 13.48 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出量 151.92 亿元，同比下降 35.73%，主要系代理买卖证券支付的现金净额减少；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 19.82 亿元，同比变化不大。2018 年，公司经营活动现金净流量 24.28 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，2018 年为 73.40%。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动流入量规模较小，为 1.47 亿元；同期，公司投资活动流出量 35.13 亿元，其中投资支付的现金 32.25 亿元，系购买上海农村商业银行股份有限公司 5.36%股权支付的现金；2018 年，公司投资活动现金净流量-33.66 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入量 203.42 亿元，同比增长 66.99%，主要系浙商证券大量发行次级债；同期，公司筹资活动现金流出量 190.07 亿元，均系偿还债务本息支付的现金；2018 年，公司筹资活动现金净流量 13.35 亿元。

表 9　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	158.18	176.20
经营活动现金流出量	236.39	151.92
经营活动现金净流量	-78.21	24.28
投资活动现金净流量	10.71	-33.66
筹资活动现金净流量	-22.24	13.35
现金收入比	71.66	73.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 78.21 亿元；投资活动产生的现金流量-14.84 亿元；筹资活动产生的现金流量 35.55 亿元。

跟踪期内，公司对外投资股权较大并不断扩大对外融资规模；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，公司仍存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿付能力看，2018年，公司流动比率和速动比率分别为163.39%和162.95%，同比分别下降3.62个和3.67个百分点；2019年3月底，上述数据持续下降，分别为158.33%和157.65%，仍维持在较高水平。2018年，公司经营现金流动负债比为6.84%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。截至2019年3月底，公司现金类资产473.54亿元，为同期短期债务的2.18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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿付能力看，2018年，公司EBITDA为74.20亿元，同比增长2.91%，增幅小于有息债务规模；受此影响，公司全部债务/EBITDA由上年的3.46倍上升至4.03倍，长期偿债能力有所减弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 7.20 亿元，担保比率 2.14%，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；2018 年，嵊新公司营业收入 4.28 亿元，同比增长 5.49%。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 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信 459.00 亿元，已使用额度为 67.20 元，未使用额度 391.80 亿元，融资渠道通畅。

综合公司在短期偿债和长期偿债方面的指标来看，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司分析

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

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 210.35 亿元，所有者权益 135.97 亿元；2018 年，公司母公司实现营业收入 23.71 亿元，利润总额 31.43 亿元。

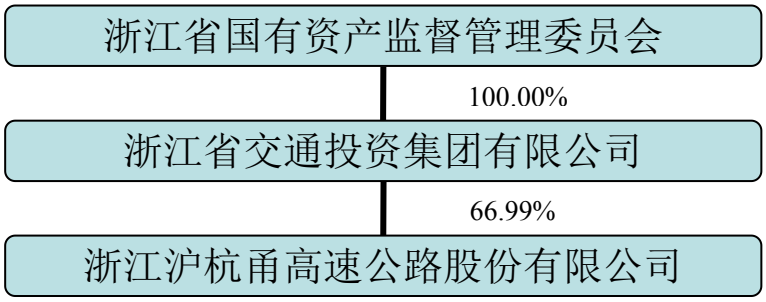
十、存续期内债券偿债能力

截至本评级报告出具日，联合资信评定的公司存续期内债券为“19 沪杭甬 MTN001”，债券余额 14.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量分别为 74.20 亿元和 24.28 亿元，对“19 沪杭甬 MTN001”的覆盖倍数分别为 5.30 倍和 1.73 倍，保障能力较强。

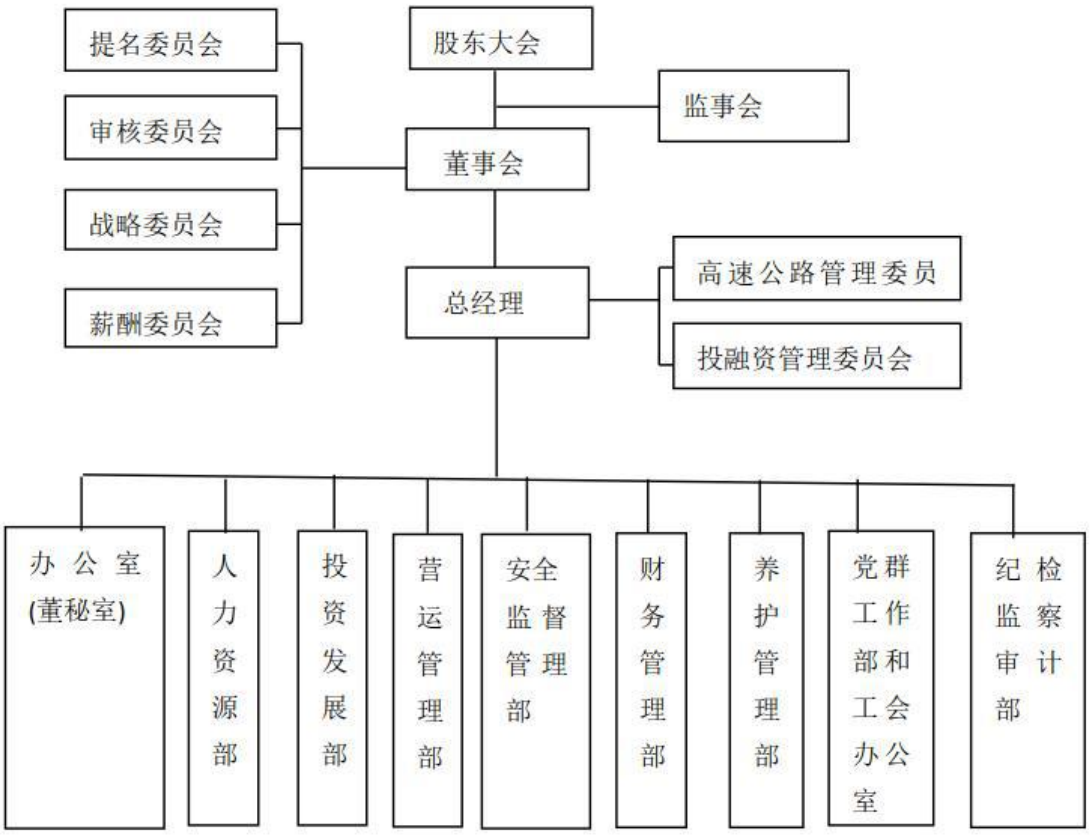
十一、 结论

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

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	277.53	306.29	377.95	473.54
资产总额(亿元)	740.22	739.10	798.20	954.54
所有者权益(亿元)	244.58	294.96	320.04	336.73
短期债务(亿元)	184.26	137.35	179.35	217.19
长期债务(亿元)	67.00	112.26	119.42	147.83
全部债务(亿元)	251.26	249.61	298.76	365.02
营业总收入(亿元)	117.90	111.14	107.39	27.10
利润总额(亿元)	50.08	51.95	51.47	16.01
EBITDA(亿元)	69.94	72.11	74.20	--
经营性净现金流(亿元)	-18.06	-78.21	24.28	78.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	55.31	43.46	32.91	--
存货周转次数(次)	28.08	41.44	39.12	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	0.14	--
现金收入比(%)	66.43	71.66	73.40	77.81
营业利润率(%)	45.38	45.06	45.43	42.79
总资本收益率(%)	9.05	8.47	7.87	--
净资产收益率(%)	15.60	13.56	12.50	--
长期债务资本化比率(%)	21.50	27.57	27.17	30.51
全部债务资本化比率(%)	50.67	45.84	48.28	52.02
资产负债率(%)	66.96	60.09	59.90	64.72
流动比率(%)	119.63	167.01	163.39	158.33
速动比率(%)	119.15	166.62	162.95	157.65
经营现金流动负债比(%)	-4.25	-23.89	6.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.59	3.46	4.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.42	11.79	8.56	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；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；3. 2018 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》，并相应调整 2018 年年初数据，为保证同口径数据的可比性，本次评级 2017 年数据使用 2018 年初经调整数据

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/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业总成本/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/营业总收入×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-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×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+结算备付金+交易性金融资产+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+衍生金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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