# 信用等级公告

联合〔2020〕1411 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”和“19 沪杭甬 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月一日

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
# 2020年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债券概况：

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 06 月 01 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

## 评级观点

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）是从事高速公路投资运营的港股上市公司，在路产质量、股东背景和外部支持等方面具有显著优势。跟踪期内，公司通过关联交易收购路产，运营里程及营业收入规模进一步增加；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持续增长、短期债务占比高及新型冠状病毒疫情等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司拟通过并购进一步增加运营里程，并积极发展金融证券业务，公司的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”和“19 沪杭甬 MTN002”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，公司通过关联交易收购路产，公司的运营里程及营业收入进一步增加。

## 关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务占比较高，2020 年存在集中兑付压力。
2. 新冠肺炎疫情及高速公路免费通行政策对公司运营路产的车流量及通行费收入产生较大冲击，2020 年一季度公司的高速公路运营业务出现亏损。

分析师：许狄龙　黄杨宇宸

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

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 306.29 | 379.19 | 439.33 | 517.77 |
| 资产总额（亿元） | 739.10 | 943.34 | 1048.53 | 1109.82 |
| 股东权益（亿元） | 294.96 | 332.23 | 322.91 | 326.56 |
| 短期债务（亿元） | 137.35 | 204.26 | 257.56 | 280.17 |
| 长期债务（亿元） | 112.86 | 219.62 | 221.90 | 225.88 |
| 全部债务（亿元） | 250.21 | 423.88 | 479.46 | 506.04 |
| 营业收入（亿元） | 111.14 | 124.01 | 144.36 | 21.91 |
| 利润总额（亿元） | 51.95 | 51.20 | 57.79 | 4.10 |
| EBITDA(亿元) | 72.11 | 87.86 | 97.37 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -78.21 | 37.90 | 57.55 | 50.86 |
| 现金收入比（%） | 71.66 | 77.42 | 76.70 | 69.20 |
| 营业利润率（%） | 45.06 | 43.54 | 36.84 | -5.51 |
| 净资产收益率（%） | 13.56 | 12.05 | 13.70 | -- |
| 资产负债率（%） | 60.09 | 64.78 | 69.20 | 70.58 |
| 全部债务资本化比率（%） | 45.90 | 56.06 | 59.76 | 60.78 |
| 流动比率（%） | 167.01 | 150.04 | 137.72 | 136.07 |
| 速动比率（%） | 166.62 | 149.63 | 137.05 | 135.55 |
| 经营现金流动负债比（%） | -23.89 | 9.78 | 11.53 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 2.23 | 1.86 | 1.71 | 1.85 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.47 | 4.82 | 4.92 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 11.79 | 6.29 | 5.98 | -- |
| 公司本部 | | | | |
| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 186.16 | 210.35 | 239.61 | 237.05 |
| 股东权益（亿元） | 121.57 | 135.97 | 115.84 | 118.06 |
| 全部债务（亿元） | 27.88 | 27.72 | 66.51 | 61.58 |
| 营业收入（亿元） | 22.61 | 23.71 | 25.06 | 1.62 |
| 利润总额（亿元） | 23.75 | 31.43 | 33.59 | 2.21 |
| 资产负债率（%） | 34.70 | 35.36 | 51.66 | 50.19 |
| 全部债务资本化比率（%） | 18.65 | 16.93 | 36.48 | 34.28 |
| 流动比率（%） | 96.07 | 58.89 | 56.17 | 54.84 |
| 经营现金流动负债比（%） | 45.44 | 59.83 | 28.55 | -- |

注：1.2020 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及其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算；租赁负债及其他非流动负债中委托贷款调整至长期债务计算；3.本次评级 2018 年数据使用 2019 年初经调整数据

评级历史：

| 债项名称 | 债项级别 | 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 19 沪杭甬 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 | 2019.07.02 | 文中、许狄龙 | 收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） | 阅读全文 |
| 19 沪杭甬 MTN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2019.02.26 | 文中、许狄龙 | 收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） | 阅读全文 |

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

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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
# 2020年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、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 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 43.43 亿元，控股股东为浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”），实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会。

截至 2019 年底，公司资产总额 1048.53 亿元，股东权益 322.91 亿元（其中少数股东权益 103.65 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 144.36 亿元，利润总额 57.79 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1109.82 亿元，股东权益 326.56 亿元（其中少数股东权益 105.06 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 21.91 亿元，利润总额 4.10 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”和“19 沪杭甬 MTN002”，债券余额合计 30.00 亿元。跟踪期内，“19 沪杭甬 MTN001”已按期足额支付利息，“19 沪杭甬 MTN002”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 | 2019/05/10 | 3 | 3.86 |
| 19 沪杭甬 MTN002 | 16.00 | 2019/07/15 | 3 | 3.64 |
| **合计** | **30.00** | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速（%） | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速（%） | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅（%） | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅（%） | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率（%） | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速（%） | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016—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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百

分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额

度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

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

（1）行业概况

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。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。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 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、湖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。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2%和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0%和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4%和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，同比增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占比 93.08%。

（2）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。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，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）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。

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、推出公墓REITs等政策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。

（3）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。2019 年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

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

**收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。**2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增加 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的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（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

（4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通

车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 证券行业

**2019 年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019 年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，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；股票质押业务规模收缩，业务风险得以缓释。**

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。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，

资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,604.83 亿元和净利润 1,230.95 亿元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

2020 年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A 股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅 9.83%，深成综指跌幅 4.49%，沪深交易额同比增长 47.61%。截至 2020 年 3 月底，133 家证券公司总资产为 7.89 万亿元，较 2019 年底增加 8.68%；净资产为 2.09 万亿元，较 2019 年底增加 3.47%，净资本为 1.67 万亿元，较 2019 年增加 3.09%。2020 年一季度，133 家证券公司中，118 家公司实现盈利，实现营业收入 983.30 亿元，实现净利润 388.72 亿元，分别同比下降 3.50%和 11.69%，经营业绩同比有所下滑。

**资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来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。**

2019 年 12 月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管理转型，预计证券公司 2020 年业务发展将稳中向好。但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。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A 股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年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，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020 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，2019 年 11 月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

3. 区域经济环境

**跟踪期内，浙江省经济和财政收入持续增长，交通投资增长较快，为公司发展创造了良好的外部环境。**

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《2019 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2019 年浙江省生产总值 62352 亿

元，增长 6.8%。其中，第一产业增加值 2097 亿元，第二产业增加值 26567 亿元，第三产业增加值 33688 亿元，分别增长 2.0%、5.9%和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 58.9%。三次产业增加值结构由 2018 年的 3.4：43.6：53.0 调整为 3.4：42.6：54.0。

固定资产投资方面，2019 年浙江省固定资产投资保持较快增长，同比增长 10.1%。其中，非国有投资增长 6.8%，占 66.0%；民间投资增长 7.2%，占 61.5%。交通投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环保和公共设施投资分别增长 16.3%、21.8%、13.7%和 4.1%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长 9.7%、12.9%和 13.2%。

2019 年，浙江省财政总收入 12268 亿元，比 2018 年增长 4.8%；一般公共预算收入 7048 亿元，增长 6.8%；其中，税收收入 5898 亿元，增长 5.6%，占一般公共预算收入的 83.7%。

2019 年，浙江省铁路、公路和水运完成货物周转量 12391 亿吨公里，增长 7.4%；旅客周转量 1129 亿人公里，增长 2.3%。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。截至 2019 年底，浙江省高速公路里程 4643 公里，较 2018 年底增加 222 公里。

## 六、基础素质分析

**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、股东背景和外部支持等方面具有显著优势。**

公司作为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 2020 年 3 月底，公司高速公路营运里程 802.1 公里，其中浙江省内 720.5 公里，安徽省内 81.6 公里；下辖 39 个收费所、76 个收费站，托管高速公路 549 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%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，连续12年入选中国企业500强。2019年底控股各级企业305家，其中上市公司4家，员工总数3.7万余人；资产总额4766亿元，净资产1598亿元；位列2019年中国企业500强第135位，公路运输分项第1位。

跟踪期内，公司持续在税收政策方面获得政府的大力支持。杭州市下城区人民政府天水街道办事处就浙商证券的下属子公司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），截至 2020 年 5 月 18 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），截至 2020 年 5 月 18 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），截至 2020 年 5 月 13 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、重大事项

**公司通过收购股东下属公司及其他相关资产，使公司运营的路产里程及营业收入规模进一步增加，但需关注海外资产的经营风险。**

1. 关联交易收购子公司

（1）浙江申嘉湖杭高速公路有限公司

2018 年 12 月，公司和浙江交投签订《股权转让协议》，收购浙江申嘉湖杭高速公路有限公司（以下简称“申嘉湖杭公司”）100%股权，转让价格 29.43 亿元，分别于 2019 年 3 月和 5 月支付。申嘉湖杭公司负责申嘉湖杭高速公路的运营，其控股子公司浙江舟山跨海大桥有限公司（持股比例 51.00%）负责舟山跨海大桥的运营。申嘉湖杭高速分为湖州段和练杭段，运营里程分别为 42.0 公里和 50.9 公里，开始收费年限分别为 2008 年和 2010 年，经营权期限均为 25 年；舟山跨海大桥运营里程 46.3 公里，自 2009 年起开始收费，经营权期限为 25 年。2019 年，申嘉湖杭高速和舟山跨海大桥分别实现通行费收入 6.97 亿元和 8.83 亿元，其中舟山跨海大桥作为桥梁隧道收费标准较高。

（2）浙江大酒店有限公司

2019 年 6 月，公司和浙江省海运集团有限公司签订《股权转让协议》，收购浙江大酒店有限公司 100%股权，转让价格 10.10 亿元，已于签订协议当月支付。浙江大酒店有限公司负责浙江大酒店的经营，该酒店位于杭州市武林广场 CBD 商圈，区位优势较强，主营业务包括住宿及餐饮。

2. 收购海外资产

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

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

截至 2019 年底，公司尚未支付相关款项。

## 九、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，跟踪期内公司营业总收入保持增长，但综合毛利率有所下降；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情及高速公路免费通行政策影响，公司营业总收入同比下滑明显，高速公路运营业务出现亏损。**

2019 年，公司实现营业总收入 144.36 亿元，同比增长 16.41%。其中，高速公路通行费收入 80.89 亿元，同比增长 2.63%；证券收入 33.34 亿元，同比增长 13.11%，主要系证券行业回暖导致；其他收入 30.13 亿元，同比增长 91.70%，主要系浙商证券期货业务对应的现货销售收入增加导致。

综合毛利率方面，2019 年公司综合毛利率 37.46%，同比下降 6.72 个百分点。其中，高速公路通行费业务毛利率 56.38%，同比下降 2.87 个百分点；证券业务毛利率 22.48%，同比下降 3.51 个百分点；其他业务毛利率 3.25%。

2020 年一季度，公司实现营业总收入 21.91 亿元，同比下降 28.94%，主要系新冠肺炎疫情及高速公路免费通行政策导致；综合毛利率 -4.88%，同比下降 42.34 个百分点。

表 3　公司营业总收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 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 | 78.81 | 63.56 | 59.25 | 80.89 | 56.03 | 56.38 | 4.87 | 22.33 | -49.08 |
| 证券业务 | 29.47 | 23.77 | 25.99 | 33.34 | 23.10 | 22.48 | 10.40 | 47.47 | 15.29 |
| 其他业务 | 15.72 | 12.67 | 2.75 | 30.13 | 20.87 | 3.25 | 6.64 | 30.31 | -4.07 |
| **合计** | **124.00** | **100.00** | **44.18** | **144.36** | **100.00** | **37.46** | **21.91** | **100.00** | **-4.88** |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）高速公路运营

**公司主要从事浙江省内高速公路的运营，跟踪期内通行费收入小幅增长；新冠肺炎疫情影响及公司所辖路产自2月17日起暂停收费导致2020年一季度通行费收入大幅下滑。**

跟踪期内，公司新增申嘉湖杭高速及舟山跨海大桥路产，运营里程分别为92.9公里和46.3公里；截至2020年3月底，公司高速公路营运里程合计802.1公里，占浙江省高速公路总里程的比重为17.3%，均为经营性高速公路；托管高速公路549公里。

表4 截至2020年3月底公司控股已通车高速公路情况（单位：公里、%）

| 高速公路名称 | 总里程 | 通车时间 | 经营期限 | 剩余经营期限 | 股权比例 | 获取方式及取得时间 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **杭甬高速公路** | | | | | | |
| -杭州至红垦段 | 15.7 | 1992年 | 30年 | 8年 | 100.00 | 公司成立时注入、1997年 |
| -红垦至段塘段 | 123.4 | 1995年 | 30年 | 8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 | 8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 | 9年 | 99.9995 | 投资设立、1997年 |
| -余杭段 | 11.1 | 1995-1998年 | 30年 | 9年 | 51.00 | 投资设立、1997年 |
| -杭州段 | 3.4 | 1996年 | 30年 | 9年 | 100.00 | 公司成立时注入、1997年 |
| **上三高速公路** | 141.4 | 2000年 | 30年 | 11年 | 73.625 | 投资设立、1998年 |
| **甬金高速公路金华段** | 69.7 | 2005年 | 25年 | 11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 | 10年 | 88.674 | 并购、2015年 |
| -留下至昌化段 | 85.6 | 2006年 | 25年 | 12年 | 88.674 | 并购、2015年 |
| **徽杭高速公路** | 81.6 | 2004年 | 25年 | 14年 | 100.00 | 并购、2016年 |
| **申嘉湖杭高速公路** | | | | | | |
| -湖州段 | 42.0 | 2008年 | 25年 | 14年 | 100.00 | 并购、2019年 |
| -练杭段 | 50.9 | 2010年 | 25年 | 16年 | 100.00 | 并购、2019年 |
| **舟山跨海大桥** | 46.3 | 2009年 | 25年 | 15年 | 51.00 | 并购、2019年 |
| **合计** | **802.1** | -- | -- | -- | -- | -- |

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

2019年，公司实现高速公路通行费收入80.89亿元，同比增加2.08亿元，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、徽杭高速公路、申嘉湖杭高速和舟山跨海大桥分别占比51.39%、14.74%、5.43%、7.19%、1.72%、8.62%和10.92%，主要通行费收入来自沪杭甬高速公路。

车流量方面，除上三高速公路外公司下辖各条高速公路车流量均呈不同程度增长态势，其中甬金高速公路金华段和杭徽高速公路浙江段增幅较大，分别为15.23%和10.92%，主要系义乌段、临安段及余杭段由所在地政府支付高速公路通行费导致车主行驶高速公路意愿增加；上三高速公路车流量同比下降1.37%，主要系甬台温高速公路断流施工影响。2019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、徽杭高速公路、申嘉湖杭高速和舟山跨海大桥日均车流量分别为64127辆、30347辆、24332辆、21430辆、7962辆、30575辆和21834辆。

2020年1—3月，公司实现高速公路通行费收入4.87亿元，同比下降74.30%，主要系疫情及高速公路暂停收费导致。

表 5　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 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 |
| 沪杭甬高速公路 | 61898 | 64127 | 54309 | 40.32 | 41.57 | 2.38 |
| 上三高速公路 | 30769 | 30347 | 31332 | 12.37 | 11.92 | 0.70 |
| 甬金高速公路金华段 | 21116 | 24332 | 24357 | 3.88 | 4.39 | 0.30 |
| 杭徽高速浙江段 | 19320 | 21430 | 23086 | 5.29 | 5.82 | 0.49 |
| 徽杭高速公路 | 7788 | 7962 | 10620 | 1.38 | 1.39 | 0.16 |
| 申嘉湖杭高速公路 | 28462 | 30575 | 24717 | 6.99 | 6.97 | 0.35 |
| 舟山跨海大桥 | 20738 | 21834 | 13572 | 8.58 | 8.83 | 0.49 |
| **合计** | -- | -- | -- | **78.81** | **80.89** | **4.87** |

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

2019 年和 2020 年 1—3 月，公司高速公路养护支出分别为 5.80 亿元和 0.38 亿元，较之前年度变化不大。

跟踪期内，公司所辖路产收费政策变化较大。①根据浙政办函〔2019〕96 号文件，自 2020 年 1 月 1 日起，公司所辖高速公路客车和货车收费标准均有所变化，详见下表。同时，将装载货运车辆 ETC 支付 8.5 折优惠政策有效期延长至 2020 年底。

表 6-1　公司高速公路客车通行收费标准（单位：元/车辆、元/车辆/公里）

| 车辆类别 | 分类标准 | 车次费 | 车公里费率 | 徽杭高速车公里费率 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | ≤9 座（车长小于 6 米） | 5 | 0.40 | 0.45 |
| 2 | 10—19 座（车长小于 6 米）乘用车列车 | 5 | 0.40 | 0.80 |
| 3 | ≤39 座（车长不小于 6 米） | 10 | 0.80 | 1.10 |
| 4 | ≥40 座（车长不小于 6 米） | 15 | 1.20 | 1.30 |

注：沪杭甬高速公路 1 类及 2 类客车车公里费率为 0.45 元/车辆/公里；徽杭高速公路目前无入口费
资料来源：公司提供

表 6-2　公司高速公路货车及专项作业车通行收费标准（单位：元/车辆/公里）

| 车辆类别 | 分类标准 | 浙江省高速公路 | 徽杭高速 |
|---|---|---|---|
| 1 | 2 轴（车长小于 6 米且最大允许总质量小于 4500KG） | 0.45 | 0.45 |
| 2 | 3 轴(车长不小于 6 米且最大允许总质不小于 4500KG） | 0.841 | 0.90 |
| 3 | 3 轴 | 1.321 | 1.35 |
| 4 | 4 轴 | 1.639 | 1.70 |
| 5 | 5 轴 | 1.675 | 1.85 |
| 6 | 6 轴（含）以上 | 1.747 | 2.20 |

注：总轴数包含悬浮轴；徽杭高速 6 轴以上货车，在第 6 类货车收费标准的基础上每增加一轴按 1.1 倍系数确定收费标准；10 轴及以上货车收费标准按 10 轴货车标准执行
资料来源：公司提供

②根据浙交〔2019〕125 号文件，自 2019 年 7 月 1 日起，浙江省使用 ETC 支付的车辆享受通行费 9.5 折优惠。③根据交通运输部《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，自 2020 年 2 月 17 日 0 时起，至疫情防控工作结束，全国收费公路对所有车辆免收车辆通行费；5 月 6 日起已恢复收费。④根据省疫情防控〔2020〕15 号文件，2020 年 2 月 17 日至国家收费公路免费通行政策结束后 3 个月，浙江省对使用 ETC 支付的三、四类客车

实行通行费 8.5 折优惠；对国际标准集装箱车辆实行通行费 6.5 折优惠，同时免收车次费；该政策长期执行。2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间对所有车辆免收车辆通行费政策对公司通行费收入影响极大，收费标准调整及其他收费优惠政策对公司通行费收入整体影响较小。

（2）证券业务

**公司证券业务来自浙商证券；受证券行业回暖及扩大期货业务规模等因素综合影响，跟踪期内浙商证券营业收入大幅增长，但业务毛利率有所下降。**

截至 2020 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、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 101 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 3367 人，其中高级管理人员 10 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，2019 年分别占比 17.86%、14.81%、6.77%、5.53%、48.13%和 19.35%，证券经纪业务、融资融券业务和期货业务为公司核心业务。

2019 年，浙商证券实现营业收入 56.60 亿元，同比增长 53.18%，主要系证券市场自 2019 年起回暖及扩大期货业务规模导致；核心业务证券经纪业务、融资融券业务和期货业务分别实现收入 10.11 亿元、10.95 亿元和 27.24 亿元，同比分别增长 24.05%、15.14%和 85.18%。综合毛利率 22.90%，同比下降 3.65 个百分点，主要系毛利率较低的期货收入占比大幅提升导致。

2020 年 1—3 月，浙商证券实现营业收入 18.86 亿元，同比增长 51.36%，系证券市场行情持续回暖；业务毛利率 23.12%。

表 7　浙商证券营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 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 |
| 证券经纪业务 | 8.15 | 22.06 | 28.66 | 10.11 | 17.86 | 26.31 | 3.46 | 18.35 | 16.76 |
| 自营投资业务 | 4.74 | 12.82 | 92.59 | 8.38 | 14.81 | 93.44 | 3.31 | 17.55 | 97.28 |
| 资产管理业务 | 2.64 | 7.13 | -10.45 | 3.83 | 6.77 | 17.49 | 1.48 | 7.85 | 47.30 |
| 投资银行业务 | 2.86 | 7.75 | 8.42 | 3.13 | 5.53 | 14.06 | 1.69 | 8.96 | 57.99 |
| 期货业务 | 14.71 | 39.81 | 11.94 | 27.24 | 48.13 | 6.61 | 7.90 | 41.89 | 2.91 |
| 融资融券业务 | 9.51 | 25.74 | 104.99 | 10.95 | 19.35 | 98.63 | 3.27 | 17.34 | 98.78 |
| 其他业务及抵消 | | | | -7.04 | -12.44 | | -2.25 | -11.93 | |
| **合计** | **36.95** | **100.00** | **26.55** | **56.60** | **100.00** | **22.90** | **18.86** | **100.00** | **23.12** |

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

3. 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、上海农村商业银行股份有限公司为基础，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。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019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2020年1—3月财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司拥有纳入合并范围的子公司11家。2019年，公司采用同一控制下企业合并方式将收购的申嘉湖杭公司和浙江大酒店有限公司纳入合并范围，上述两家公司2019年底净资产分别为26.58亿元和0.75元；2020年1—3月，公司新设立浙江沪杭甬国际（香港）有限公司。2019年1月1日，公司执行财政部修订的《企业会计准则第21号—租赁》，新增使用权资产和租赁负债科目，并相应调整2019年年初数据；上述事项对公司财务数据可比性影响很大，为保证同口径数据的可比性，本次评级2018年数据使用2019年初经调整数据。

截至2019年底，公司资产总额1048.53亿元，股东权益322.91亿元（其中少数股东权益103.65亿元）；2019年，公司实现营业总收入144.36亿元，利润总额57.79亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1109.82亿元，股东权益326.56亿元（其中少数股东权益105.06亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入21.91亿元，利润总额4.10亿元。

### 2. 资产质量

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

2019年底，公司资产总额1048.53亿元，较2018年底增长11.15%，来自流动资产的增加；资产结构以流动资产为主，占比65.54%。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018年 | | 2019年 | | 2020年3月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| **流动资产** | **581.70** | **61.66** | **687.22** | **65.54** | **751.37** | **67.70** |
| 货币资金 | 163.37 | 17.32 | 216.74 | 20.67 | 253.99 | 22.89 |
| 交易性金融资产 | 215.76 | 22.87 | 222.52 | 21.22 | 263.55 | 23.75 |
| 买入返售金融资产 | 82.06 | 8.70 | 81.10 | 7.73 | 54.07 | 4.87 |
| 其他流动资产 | 81.12 | 8.60 | 120.43 | 11.49 | 127.43 | 11.48 |
| **非流动资产** | **361.64** | **38.34** | **361.31** | **34.46** | **358.45** | **32.30** |
| 长期股权投资 | 55.45 | 5.88 | 64.48 | 6.15 | 66.80 | 6.02 |
| 固定资产 | 34.16 | 3.62 | 36.42 | 3.47 | 35.80 | 3.23 |
| 无形资产 | 248.82 | 26.38 | 229.78 | 21.91 | 225.03 | 20.28 |
| **资产总计** | **943.34** | **100.00** | **1048.53** | **100.00** | **1109.82** | **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

2019年底，公司流动资产687.22亿元，较2018年底增长18.14%。其中，货币资金较2018年底增长32.67%至216.74亿元，主要来自经营获现和客户存款增加；货币资金主要由银行存

款构成（占 99.99%），其中客户资金存款 145.42 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，2019 年底为 35.93 亿元，较 2018 年底增长 16.00%，是证券行业回暖导致；其中，客户备付金 21.65 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，2019 年底为 222.52 亿元，较 2018 年底增长 3.14%。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，2019 年底为 81.10 亿元，较 2018 年底变化不大；其中股票质押式回购、债券质押式回购和债券买断式回购分别为 49.15 亿元和 32.16 亿元，累计计提减值准备 0.20 亿元。其他流动资产主要核算浙商证券融出资金和存出保证金，2019 年底为 120.43 亿元，较 2018 年底增长 48.46%，主要系证券行业回暖导致；其中融出资金本息和存出保证金分别为 87.52 亿元和 32.54 亿元。

2019 年底，公司非流动资产 361.31 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，长期股权投资 64.48 亿元，较 2018 年底增长 16.30%，主要系追加投资财务公司 3.50 亿元和当期获取的投资收益；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 50.00%）、财务公司（持股 35.00%）、长江联合金融租赁有限公司（持股 10.61%[1]）、上海农村商业银行股份有限公司（持股 5.36%[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%）等股权构成。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，2019 年底账面原值 66.02 亿元，较 2018 年底增加 4.90 亿元，主要系在建项目完工转入；累计计提折旧 29.60 亿元，账面价值 36.42 亿元。无形资产主要为高速公路经营权，2019 年底账面原值 470.28 亿元，较 2018 年底变化不大，年末累计计提摊销 239.97 亿元，账面价值 229.78 亿元。

2020 年 3 月底，公司受限资产 157.92 亿元，受限比率 14.23%；其中受限货币资金 32.58 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；受限金融资产 125.34 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。

2020 年 3 月底，公司资产总额 1109.82 亿元，较 2019 年底增长 5.84%，主要系证券行业回暖导致客户资金存款及浙商证券购买的类交易性金融资产增加，流动资产占比持续上升至 67.70%。

3. 负债及股东权益

**跟踪期内，受溢价收购子公司资产影响，公司股东权益有所下降，债务规模持续提升，债务负担有所加重；其中短期债务规模较大，债务结构有待改善，2020 年存在集中兑付压力。**

2019 年底，公司股东权益 322.91 亿元，较 2018 年底下降 2.81%。其中，股本和盈余公积分别为 43.43 亿元和 23.77 亿元，较 2018 年底均未发生变化。资本公积 33.03 亿元，较 2018 年底下降 49.19%，主要系同一控制下合并子公司导致。未分配利润 119.02 亿元，较 2018 年底增长 12.61%，主要来自利润留存，其中当年分配现金股利 16.29 亿元。少数股东权益 103.65 亿元，较 2018 年底增加 9.89%，主要来自控股公司少数股东的利润留存。2020 年 3 月底，公司股东权益 326.56 亿元，较 2019 年底变化不大。

2019 年底，公司负债总额 725.62 亿元，较 2018 年底增长 18.74%，主要来自流动负债的增加，债务结构以流动负债（占 68.77%）为主。

2019 年底，公司流动负债 499.01 亿元，较 2018 年底增长 28.71%。其中，短期借款 22.27 亿元，较 2018 年底增加 2.37 亿元。应付账款

[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

11.39 亿元，较 2018 年底增长 7.90%，系未决算的工程款。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，2019 年底为 90.18 亿元，较 2018 年底下降 18.66%，其中质押式卖出回购 81.97 亿元、质押式报价回购 8.20 亿元。其他应付款 11.51 亿元，较 2018 年底增长 50.46%，主要来自金融业务相关保证金的增加。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，2019 年底为 129.74 亿元，较 2018 年底增长 37.81%，主要系证券业务回暖导致证券经纪业务规模扩大，其中个人普通经纪业务 108.03 亿元。一年内到期的非流动负债 71.80 亿元，较 2018 年底增长 68.96%，主要由一年内到期的应付债券和一年内到期的长期借款构成，分别占比 64.54%和 30.13%。其他流动负债主要核算应付货币保证金和短期融资款项，2019 年底为 136.95 亿元，较 2018 年底增长 78.80%，主要来自短期融资款项的增加；年末其他流动负债中应付货币保证金 69.48 亿元，短期融资款项 65.33 亿元（浙商证券发行的四期短期融资券）。

2019 年底，公司非流动负债 226.61 亿元，较 2018 年底增长 1.44%。其中，长期借款 64.22 亿元，较 2018 年底下降 34.19%，主要系部分借款将于一年内到期导致；年末长期借款由质押借款和信用借款构成，分别占比 62.55%和 37.45%。应付债券 155.79 亿元，较 2018 年底增长 30.46%，主要系当期公司本部发行“19 沪杭甬 MTN001”“19 沪杭甬 MTN002”及浙商证券发行“19 浙商 C1”“浙商转债”“19 浙证 01”等。

2020 年 3 月底，公司负债总额 783.26 亿元，较 2019 年底增长 7.94%，主要系证券行业回暖导致代理买卖证券款增加及浙商证券以购入的有价证券抵押所融入的资金增加导致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 479.46 亿元，较 2018 年底增长 13.11%，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 53.72%，短期债务和长期债务占比均衡；2020 年 3 月底，公司全部债务 506.04 亿元，较 2019 年底增长 5.54%，债务结构变化不大。公司将于 2020 年 4—10 月、2021 年和 2022 年到期的债务本金分别为 144.83 亿元、70.52 亿元和 50.09 亿元，2020 年存在集中兑付压力。

表 9　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 短期债务 | 204.26 | 257.56 | 280.17 |
| 长期债务 | 219.62 | 221.90 | 225.88 |
| 全部债务 | 423.88 | 479.46 | 506.04 |
| 长期债务资本化比率 | 39.80 | 40.73 | 40.89 |
| 全部债务资本化比率 | 56.06 | 59.76 | 60.78 |
| 资产负债率 | 64.78 | 69.20 | 70.58 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

债务指标方面，2019 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.20%、59.76%和 40.73%，较 2018 年底分别提升 4.42 个、3.70 个和 0.93 个百分点；2020 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 70.58%、60.78%和 40.89%，较 2019 年底持续提升。

4. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业总收入有所增长，但营业利润率出现下滑；费用控制能力较强，投资收益可对利润形成一定支持；公司整体盈利能力很强。**

2019 年，公司营业总收入 144.36 亿元，同比增长 16.41%；同期，公司营业成本同比增长 30.43%，增幅大于营业总收入；受此影响，公司营业利润率同比下降 6.70 个百分点至 36.84%。

期间费用方面，2019 年公司期间费用 17.22 亿元，同比增长 18.48%。其中，财务费用 15.95 亿元，同比增长 19.20%，主要系债务规模提升导致利息支出增加。2019 年，公司期间费用率 11.93%，费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2019 年公司公允价值

变动损益 1.60 亿元，主要系浙商证券持有的交易性金融资产产生的公允价值变动收益；投资收益 19.48 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 6.88 亿元（主要来自财务公司和上海农村商业银行股份有限公司等）、持有交易性金融资产期间取得的投资收益 8.49 亿元、处置交易性金融资产取得的投资收益 3.97 亿元，投资收益是公司利润的一定支持；2019 年，公司利润总额 57.79 亿元，同比增长 12.87%。

盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.54%和 13.70%，同比分别增长 0.40 个和 1.65 个百分点。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 营业总收入 | 124.01 | 144.36 |
| 期间费用 | 14.54 | 17.22 |
| 投资收益 | 7.97 | 19.48 |
| 利润总额 | 51.20 | 57.79 |
| 营业利润率 | 43.54 | 36.84 |
| 总资本收益率 | 7.14 | 7.54 |
| 净资产收益率 | 12.05 | 13.70 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司营业总收入 21.91 亿元，营业利润率-5.51%，疫情期间高速公路暂停收费导致主营业务亏损；投资收益 7.44 亿元，利润总额 4.10 亿元。

5. 现金流

**跟踪期内，公司经营获现能力进一步增强，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。**

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入量 221.91 亿元，同比增长 14.41%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 110.71 亿元，同比增长 15.33%；金融类业务现金流入 83.30 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 27.90 亿元，主要为收回货币保证金。同期，公司经营活动现金流出量 164.36 亿元，同比增长 5.32%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 39.24 亿元，同比增长 81.81%，主要系期货业务支出增加导致；金融类业务现金流出 58.70 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 26.41 亿元，主要为存出保证金等。2019 年，公司经营活动现金净流量 57.55 亿元，同比增长 51.85%，受证券行业回暖影响经营获现能力有所增强。

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，2019 年为 76.70%。

投资活动方面，2019 年公司投资活动流入量规模较小，为 1.45 亿元；同期，公司投资活动流出量 13.81 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 10.31 亿元；投资支付的现金 3.50 亿元，系追加投资财务公司支付的现金；2019 年，公司投资活动现金净流量-12.36 亿元。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入量 322.34 亿元，同比增长 22.31%，主要系浙商证券大量发行债券；同期，公司筹资活动现金流出量 313.93 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金；2019 年，公司筹资活动现金净流量 8.41 亿元。

表 11　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 193.95 | 221.91 |
| 经营活动现金流出量 | 156.05 | 164.36 |
| 经营活动现金净流量 | 37.90 | 57.55 |
| 投资活动现金净流量 | -38.18 | -12.36 |
| 筹资活动现金净流量 | 4.18 | 8.41 |
| 现金收入比 | 77.42 | 76.70 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 50.86 亿元；投资活动产生的现金流量-0.16 亿元；筹资活动产生的现金流量-10.80 亿元。

6. 偿债能力

**公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均较强，综合考虑公司在路产质量、股东背景和外部支持等方面的显著优势，公司整体偿**

**债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，2019年公司流动比率和速动比率分别为137.72%和137.05%，较2018年底分别下降12.32个和12.58个百分点；2020年3月底，上述数据持续下降，分别为136.07%和135.55%，仍维持在较高水平。2019年，公司经营现金流动负债比较2018年增长1.75个百分点至11.53%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力有所增强。截至2020年3月底，公司现金短期债务比为1.85倍，短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为97.37亿元，同比增长10.83%，增幅小于有息债务规模；受此影响，公司全部债务/EBITDA由2018年的4.82倍上升至4.92倍，长期偿债能力指标有所减弱。

截至2020年3月底，公司对外担保余额6.43亿元，担保比率1.97%，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；2019年，嵊新公司营业收入4.39亿元，同比增长2.57%。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2020年3月底，公司共获得银行授信699.70亿元，已使用额度为167.19元，未使用额度532.51亿元，融资渠道通畅。

7. 母公司分析

**公司证券业务由子公司浙商证券运营，高速公路运营业务部分由母公司及其下属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。**

2019年底，母公司资产总额239.61亿元，较2018年底增长13.91%，主要来自于其他应收款和其他非流动资产的增加；负债总额123.77亿元，较2018年底增长66.40%，主要系通过流动资金借款和中期票据形式融资导致；股东权益115.84亿元，较2018年底下降14.80%，主要系同一控制下企业合并调整资本公积导致。2019年，母公司实现营业收入25.06亿元，同比增长5.69%；投资收益18.67亿元，利润总额33.59亿元。

2020年3月底，母公司资产总额237.05亿元，股东权益118.06亿元；2020年1—3月，公司母公司实现营业收入1.62亿元，利润总额2.21亿元。

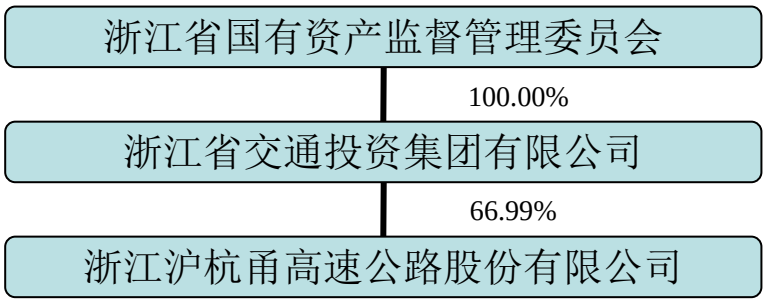
## 十一、 存续债券偿还能力分析

截至本评级报告出具日，由联合资信评定级的公司存续债券余额合计30.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金净流量对存续期内债券余额的覆盖倍数分别为3.24倍和1.92倍，保障能力较强。

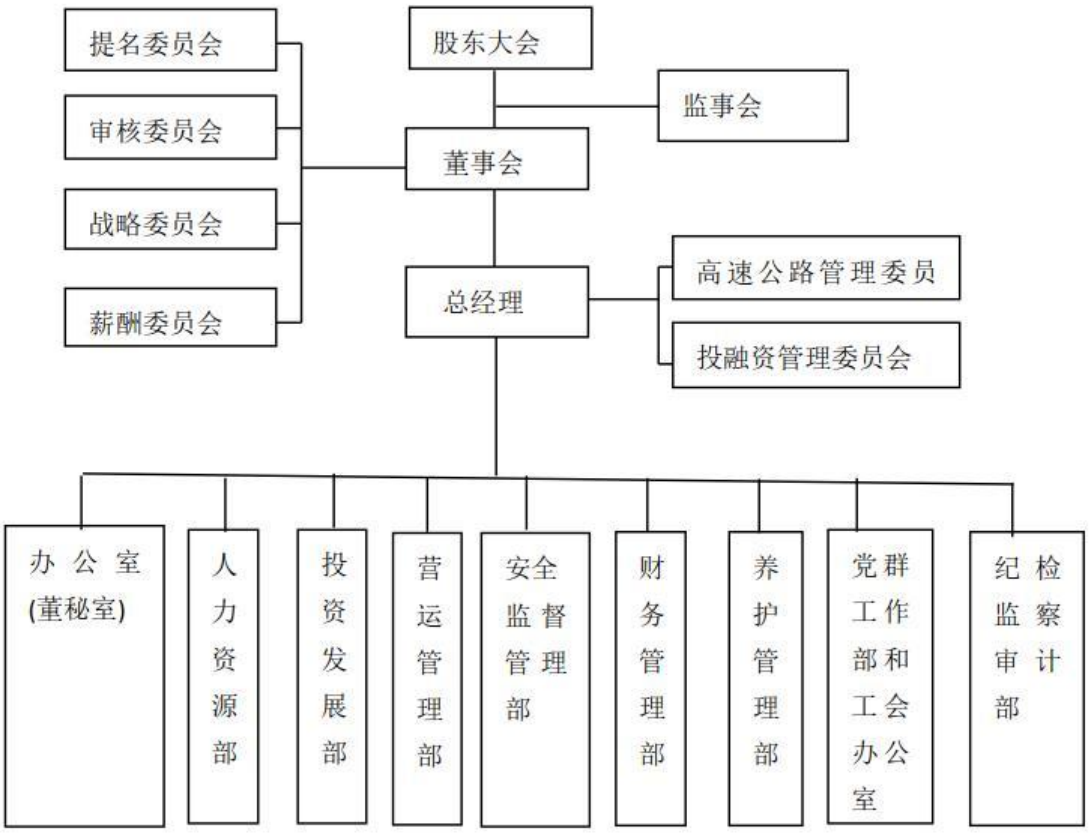
## 十二、 结论

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

## 附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图




## 附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



# 附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司纳入合并范围子公司情况

| 单位名称 | 实收资本（万元） | 持股比例（%） | 业务性质 |
|---|---|---|---|
| 浙江高速公路清障施救服务有限公司 | 800.00 | 100.00 | 服务业 |
| 黄山长江徽杭高速公路有限责任公司 | 58000.00 | 100.00 | 交通运输 |
| 浙江嘉兴高速公路有限责任公司 | 35920.00 | 100.00 | 交通运输 |
| 浙江金华甬金高速公路有限公司 | 135000.00 | 100.00 | 交通运输 |
| 浙江杭徽高速公路有限公司 | 310185.30 | 88.67 | 交通运输 |
| 浙江上三高速公路有限公司 | 240000.00 | 73.63 | 交通运输 |
| 浙江余杭高速公路有限责任公司 | 7522.30 | 51.00 | 交通运输 |
| 德清县德安公路建设有限责任公司 | 10000.00 | 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 | 23000.00 | 100.00 | 酒店服务 |
| 浙江沪杭甬国际（香港）有限公司 | 0.00 | 100.00 | 投资 |

资料来源：公司提供

# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 306.29 | 379.19 | 439.33 | 517.77 |
| 资产总额(亿元) | 739.10 | 943.34 | 1,048.53 | 1,109.82 |
| 股东权益(亿元) | 294.96 | 332.23 | 322.91 | 326.56 |
| 短期债务(亿元) | 137.35 | 204.26 | 257.56 | 280.17 |
| 长期债务(亿元) | 112.86 | 219.62 | 221.90 | 225.88 |
| 全部债务(亿元) | 250.21 | 423.88 | 479.46 | 506.04 |
| 营业总收入(亿元) | 111.14 | 124.01 | 144.36 | 21.91 |
| 利润总额(亿元) | 51.95 | 51.20 | 57.79 | 4.10 |
| EBITDA(亿元) | 72.11 | 87.86 | 97.37 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -78.21 | 37.90 | 57.55 | 50.86 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 43.46 | 36.39 | 37.71 | -- |
| 存货周转次数(次) | 36.50 | 48.45 | 36.83 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.15 | 0.15 | 0.14 | -- |
| 现金收入比(%) | 71.66 | 77.42 | 76.70 | 69.20 |
| 营业利润率(%) | 45.06 | 43.54 | 36.84 | -5.51 |
| 总资本收益率(%) | 8.46 | 7.14 | 7.54 | -- |
| 净资产收益率(%) | 13.56 | 12.05 | 13.70 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 27.67 | 39.80 | 40.73 | 40.89 |
| 全部债务资本化比率(%) | 45.90 | 56.06 | 59.76 | 60.78 |
| 资产负债率(%) | 60.09 | 64.78 | 69.20 | 70.58 |
| 流动比率(%) | 167.01 | 150.04 | 137.72 | 136.07 |
| 速动比率(%) | 166.62 | 149.63 | 137.05 | 135.55 |
| 经营现金流动负债比(%) | -23.89 | 9.78 | 11.53 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 2.23 | 1.86 | 1.71 | 1.85 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.47 | 4.82 | 4.92 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 11.79 | 6.29 | 5.98 | -- |

注：1.2020 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及其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算；租赁负债及其他非流动负债中委托贷款调整至长期债务计算；3. 本次评级 2018 年数据使用 2019 年初经调整数据，2017 年数据使用 2018 年初经调整数据

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 23.52 | 19.10 | 16.40 | 12.44 |
| 资产总额(亿元) | 186.16 | 210.35 | 239.61 | 237.05 |
| 股东权益(亿元) | 121.57 | 135.97 | 115.84 | 118.06 |
| 短期债务(亿元) | 3.52 | 2.20 | 36.51 | 31.58 |
| 长期债务(亿元) | 24.36 | 25.52 | 30.00 | 30.00 |
| 全部债务(亿元) | 27.88 | 27.72 | 66.51 | 61.58 |
| 营业总收入(亿元) | 22.61 | 23.71 | 25.06 | 1.62 |
| 利润总额(亿元) | 23.75 | 31.43 | 33.59 | 2.21 |
| EBITDA(亿元) | 29.01 | 36.85 | 39.87 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 17.93 | 28.79 | 26.57 | 3.04 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 58.96 | 58.71 | 57.37 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1,913.80 | * | * | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.12 | 0.12 | 0.11 | -- |
| 现金收入比(%) | 102.53 | 102.74 | 102.33 | 129.92 |
| 营业利润率(%) | 67.68 | 67.86 | 67.84 | 1.57 |
| 总资本收益率(%) | 14.61 | 17.62 | 17.49 | -- |
| 净资产收益率(%) | 16.96 | 20.17 | 25.57 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 16.69 | 15.80 | 20.57 | 20.26 |
| 全部债务资本化比率(%) | 18.65 | 16.93 | 36.48 | 34.28 |
| 资产负债率(%) | 34.70 | 35.36 | 51.66 | 50.19 |
| 流动比率(%) | 96.07 | 58.89 | 56.17 | 54.84 |
| 速动比率(%) | 96.07 | 58.89 | 56.17 | 54.84 |
| 经营现金流动负债比(%) | 45.44 | 59.83 | 28.55 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 6.68 | 8.68 | 0.45 | 0.39 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.96 | 0.75 | 1.67 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 23.84 | 26.12 | 17.53 | -- |

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

# 附件 3　主要财务指标的计算公式

| 指 标 名 称 | 计 算 公 式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 资产总额年复合增长率 | (1)2 年数据：增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(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)/(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-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+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% |
| 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/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% |
| 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+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，股东权益=归属于母公司股东权益+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 |