

信用评级公告

联合〔2023〕3343号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江沪杭甬高速公路股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江沪杭甬高速公路股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“22 沪杭甬 MTN001”和“22 沪杭甬 MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十五日

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 沪杭甬 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
22 沪杭甬 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 沪杭甬 MTN001	14 亿元	14 亿元	2025/05/06
22 沪杭甬 MTN002	16 亿元	16 亿元	2025/07/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路企业信用评级方法	V4.0.202208
收费公路企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
			偿债能力	2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素				+1
评级结果				AAA

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

评级观点：

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）是浙江省从事高速公路投资运营的港股上市公司，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位，公司外部发展环境良好，股东实力雄厚，路产质量优良，整体盈利能力和经营获现能力很强。此外，公司实际控制浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”），其为全国综合性上市证券公司，业务资质齐全，各项主要业务行业排名上游，综合实力很强，资本较充足，资产流动性较好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司短期债务占比较高和证券业务易受证券市场环境影响等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司致力于打造以交通基础设施投资运营为主、金融业务协同发展的投资控股企业，业务有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 沪杭甬 MTN001”和“22 沪杭甬 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**浙江省作为中国东南沿海经济强省，腹地经济发达，区位优势 and 路网效应明显。
- 股东实力雄厚。**公司控股股东浙江省交通投资集团有限公司竞争实力强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅。
- 区域内地位重要，路产质量优良。**公司是浙江省从事高速公路投资运营的港股上市公司。截至 2022 年底，公司高速公路营运里程 981.8 公里，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位；2022 年单公里通行费收入为 821.86 万元/公里，远高于全国平均水平。
- 盈利能力和经营获现能力很强。**2022 年公司利润规模和净资产收益率分别为 74.79 亿元和 12.30%，维持在高水平；经营活动现金呈较大规模净流入态势，经营获现能力很强。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
控股路产里程(公里)	981.80	500.93	306.78
单公里通行费收入 (万元/公里)	821.86	993.82	1335.16
资产总额 (亿元)	1867.15	692.01	202.67
所有者权益 (亿元)	523.60	273.61	113.69
营业总收入 (亿元)	267.21	93.73	41.69
营业利润率 (%)	22.80	31.78	61.41
利润总额 (亿元)	74.79	24.85	23.42
资产负债率 (%)	71.96	60.46	43.90
全部债务资本化率 (%)	58.71	55.23	41.43
全部债务/EBITDA(倍)	5.85	5.68	2.22
EBITDA 利息倍数(倍)	7.01	4.90	14.56

注：公司 1 为深圳高速公路集团股份有限公司，
 公司 2 为广东省高速公路发展股份有限公司
 资料来源：联合资信整理

分析师：许狄龙 张丽斐

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址：www.lhratings.com

5. 证券业务具备很强的区域竞争优势，近年来整体业务发展良好。浙商证券为全国综合性上市证券公司，综合实力很强，在浙江省内网点布局广泛，具有很强的区域竞争优势，各项主要业务处于行业上游水平。

关注

1. 短期债务占比较高。截至 2022 年底，公司全部债务 744.63 亿元，其中短期债务 421.77 亿元，占比为 56.64%。
2. 证券业务易受宏观环境变化影响。浙商证券主要业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素影响。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产(亿元)	554.72	885.88	999.55
资产总额(亿元)	1303.53	1766.10	1867.15
所有者权益(亿元)	377.71	467.95	523.60
短期债务(亿元)	344.42	504.04	421.77
长期债务(亿元)	219.26	313.10	322.87
全部债务(亿元)	563.68	817.14	744.63
营业总收入(亿元)	174.41	262.42	267.21
利润总额(亿元)	51.04	82.13	74.79
EBITDA(亿元)	92.25	133.92	127.32
经营性净现金流(亿元)	36.93	85.13	70.88
营业利润率(%)	26.31	26.14	22.80
净资产收益率(%)	10.43	13.54	12.30
资产负债率(%)	71.02	73.50	71.96
全部债务资本化比率(%)	59.88	63.59	58.71
流动比率(%)	131.30	134.15	144.22
经营现金流动负债比(%)	5.27	8.70	6.99
现金短期债务比(倍)	1.61	1.76	2.37
EBITDA 利息倍数(倍)	5.28	6.87	7.01
全部债务/EBITDA(倍)	6.11	6.10	5.85
公司本部			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额(亿元)	264.80	281.44	339.11
所有者权益(亿元)	126.75	148.17	186.13
全部债务(亿元)	76.49	78.56	90.00
营业总收入(亿元)	19.70	27.30	26.88
利润总额(亿元)	27.78	44.61	57.29
资产负债率(%)	52.13	47.35	45.11
全部债务资本化比率(%)	37.63	34.65	32.59
流动比率(%)	42.98	89.15	195.29
经营现金流动负债比(%)	16.92	5.74	40.23

注: 衍生金融资产调整至现金类资产计算, 流动负债中的衍生金融负债、其他应付款及其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算; 营业利润率中营业成本包含利息支出及手续费及佣金支出

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

评级历史:

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 沪杭甬 MTN002	AAA	AAA	稳定	2022/06/16	许狄龙 张丽斐	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
22 沪杭甬 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/04/15	许狄龙 张丽斐	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营业务和股权结构均未发生变化。截至 2022 年底，公司注册资本和实收资本均为 43.43 亿元，控股股东为浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”），实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）。

公司是浙江交投旗下核心成员企业和重要上市平台，主营业务包括高速公路运营和证券业务两大板块。截至 2022 年底，公司本部内设办公室、人力资源部、财务管理部、投资发展部、路网管理部、养护管理部、安全监督管理部和党委工作部等部门；拥有纳入合并范围的二级子公司 10 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 1867.15 亿元，所有者权益 523.60 亿元（含少数股东权益 201.32 亿元）；2022 年，公司实现营业收入 267.21 亿元，利润总额 74.79 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕；“22 沪杭甬 MTN001”已正常付息，“22 沪杭甬 MTN001”尚未到付息日。

表 1 截至跟踪评级日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
22 沪杭甬 MTN001	14.00	14.00	2022/05/06	3 年
22 沪杭甬 MTN002	16.00	16.00	2022/07/13	3 年
合计	30.00	30.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来

看,当前积极因素增多,经济增长有望延续回升态势,全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报\(2023年一季度\)](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

(1) 行业概况

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

根据交通运输部发布的《2021年交通运输行业发展统计公报》,2021年底,中国高速公路通车里程达16.12万公里,较2020年底增加0.83万公里,国家高速公路里程11.70万公里,较2020年底增加0.40万公里。2021年底,中国高速公路通车里程占公路总里程的3.20%,较2020年底提高0.10个百分点。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、四川、云南高速公路里程数位列全国前3名;西部地区路网规模不断提升,2021年底高速公路里程占全国比重达41.3%,较2020年底提高1.7个百分点,路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。根据《2023年政府工作报告》,截至2022年底,中国高速公路通车里程达17.7万公里,较2021年底增加1.58万公里。

根据交通运输部发布的统计数据,从运输服务来看,2022年公路旅客运输量和货物运输量分别为354643万人和3711928万吨,分别同比下降30.3%和5.5%,分别占当年国内营业性旅客运输总量和货物运输总量的63.47%和73.27%。整体看,受外部环境影响,2022年公路旅客运输量大幅下降,对货物运输量影响相对较小,公路运输依靠其相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性,运输量在中国交通运输体系中仍占据主导地位。

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等因素高度相关。2022年受出行政策等因素影响,公路行业景气度受到较大冲击,营业性旅客出行运输总量和周转率均大幅下降。

表2 2017—2022年中国公路运输主要指标情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年		2022年	
					绝对值	同比(%)	绝对值	同比(%)
营业性旅客运输总量(亿人次)	145.68	136.50	130.10	68.94	50.87	-26.2	35.46	-30.3
旅客运输周转量(亿人公里)	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	3627.54	-21.8	2407.54	-33.7
营业性货物运输总量(亿吨)	368.69	395.69	343.50	342.64	391.39	14.2	371.19	-5.5
货物运输周转量(亿吨公里)	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	69087.65	14.8	68958.04	-1.2

资料来源:联合资信根据公开资料整理

2023年1—4月，随着公众出行意愿的增强以及经济复苏，中国公路营业性客运量为13.62亿人，同比增长11.2%；同期，公路货运量120.38万吨，同比增长17.4%。整体看，公路客运量和货运量均有所增长，但客运量仍在低位运行。

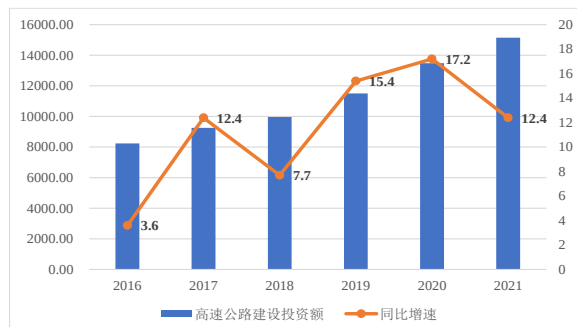
（2）行业特点

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

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。

2021年，中国高速公路建设完成投资15151.0亿元，增长12.4%，增速较2020年（17.2%）回落4.8个百分点，投资规模及增速维持高位。2022年1—11月，公路建设完成投资2616.84亿元，同比增长9.1%。

图1 2016—2021年中国高速公路建设投资情况
(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2021年，中国高速公路通行费总收入同比增长36.48%，主要系2020年2月17日至5月5日全国收费公路免收79天车辆通行费，2020年高速公路通行费收入基数较低所致；2021年，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长4.56%，通行费收支缺口下降至6047.29亿元，同比下降15.75%，收支缺口巨大。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2021年占82.33%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表3 2016—2021年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2021年	
					绝对值	同比(%)	绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74	6232.02	36.48
支出总额(亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85	12279.31	4.56
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92	3245.15	11.34
偿还债务本金支出(亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88	6864.32	0.27
收支缺口(亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56	6047.29	-15.75

通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--	1.92	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--	0.91	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计公报整理

（3）行业政策

近年来高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》和《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》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率，但根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同

等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准将有所降低。同年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点

任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

2023年2月，人民银行、交通运输部、银保监会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门应加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展；发挥结构性货币政策工具引导作用和债券市场融资支持作用，鼓励交通物流企业发行公司信用类债券融资；加大对基础设施和重大项目建设的市场化资金支持，助力强国建设。

（4）未来发展

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步增长，投资规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，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。

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。

根据国家发展改革委和交通运输部印发的《国家公路网规划》，到2030年中国将建成总规模约16.2万公里（含远景展望线约0.8万公里）的国家高速公路，普通国道约29.9万公里，其中国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及6条地区环线、12条都市圈环线、30条城市绕城环线、31条并行线和163条联络线组成。具体来看，在十四五期间，根据交通运输部印发的《公路“十四五”发展规划》，中国要提升基础设施供给能力和质量，加强公路与其他运输方式的衔接，协调推进公路快速网、干线网和基础网建设，优化路网结构，扩大覆盖范围；有序推进具有重要作用的国家高速公路建设，优先打通主线和省际待贯通路段，实现“71118”国家高速公路主线基本贯通；推进城市群地区拥堵路段和城镇过境路段改造，实现东中部地区普通国道基本达到二级及以上标准，西部地区普通国道二级及以上公路比重达到70%，基本建成与国家综合立体交通网相衔接、有效满足客货运需求的国家公路网络。

2. 证券行业

2022年国内证券市场有所波动，证券行业业绩表现一般，经营易受市场环境影响，具有波动性；证券行业业务同质化严重，头部效应显著，中小券商需谋求差异化发展道路。2023年行业严监管基调持续，利于行业规范发展；

随着资本市场改革持续深化，证券公司运营环境有望持续向好，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2022 年，股票市场表现低迷，市场指数震荡下行，交投活跃程度同比下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率宽幅震荡。受此影响，2022 年证券公司业绩表现同比明显下滑。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，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较中小券商具备优势。行业分层竞争格局加剧，行业集中度维持在较高水平，中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。2023 年，证券公司预计将继续平稳经营，发生重大风险事件概率较小，但仍需关注投资银行、资产管理等业务内控制度的健全情况以及开展项目过程中的尽责情况，重大的涉及业务资质暂停的处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

未来，随着“健全多层次资本市场体系”“提高直接融资特别是股权融资比重”“全面实行股票发行注册制”等资本市场改革目标的持续推进，证券市场景气度有望得到提升，证券公司运营环境有望持续向好，证券公司资本实力、资产规模以及盈利能力有望增强。完整版证券行业分析详见《[2023 年证券行业分析](#)》。

3. 区域经济环境

浙江省作为中国东南沿海经济强省，腹地经济发达，区位优势 and 路网效应明显，公司外部发展环境良好。

浙江省地处中国东南沿海长江三角洲南翼，东临东海，南接福建，西与安徽、江西相连，北与上海、江苏接壤，是中国的经济强省，

浙江省腹地经济发达，区位优势 and 路网效应明显。

(1) 浙江省经济概况

浙江省区域经济实力持续增强。根据《浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2022 年浙江省实现地区生产总值(GDP)77715 亿元，同比增长 3.1%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为 2325 亿元、33205 亿元和 42185 亿元，同比分别增长 3.2%、3.4%和 2.8%，三次产业结构为 3.0: 42.7: 54.3。人均地区生产总值为 118496 元(按年平均汇率折算为 17617 美元)，同比增长 2.2%。

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，2022 年同比增长 9.1%。第二产业投资带动作用明显，第三产业投资占比近八成。第二产业投资增长 18.9%，高出全部投资 9.8 个百分点，占比为 23.7%，提高 1.9 个百分点；第三产业投资增长 6.6%，占比为 76.1%。基础设施投资增长 7.6%，占全部投资的 22.9%，拉动全部投资增长 1.8 个百分点。其中，电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业(除土地管理)投资分别增长 29.7%、16.8%。

财政实力方面，2022 年浙江省一般公共预算收入 8039 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.5%。其中，税收收入 6620 亿元，扣除留抵退税因素后增长 2.0%，占一般公共预算收入的 82.3%，收入质量良好。地方政府转移性收入 5530 亿元

(2) 浙江省交通概况

截至 2022 年底，浙江省高速公路里程 5289 公里，较 2021 年底增加 105 公里；路网密度 5.01 公里/百平方公里，居全国各省(自治区)第三。浙江省“两纵两横十八连三绕三通道”主骨架已经形成，高速公路全面覆盖 20 万以上人口城镇、沿海港口主要港区、机场、铁路等重要枢纽，省际接口达到 21 个，实现陆域“县县通高速”。

2022 年，浙江省铁路、公路和水运货物周转量 13544 亿吨公里，同比提高 4.7%；旅客周转量 491 亿人公里，同比下滑 31.2%。公路和铁路在客运运输中具有相对优势，水运在货运运输中占绝对优势。

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

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年底，公司已发行股份 4343114500 股，其中浙江交投持股 66.99%，为公司控股股东；公司实际控制人是浙江省国资委。

2. 企业规模及竞争力

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

公司作为浙江省唯一一家在港交所上市的高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位。截至2022年底，公司高速公路营运里程981.8公里，其中浙江省内900.2公里，安徽省内81.6公里；下辖25个收费所、87个收费站；2022年，单公里通行费收入为821.86万元/公里，路产质量高。

另外，公司持有浙江上三高速公路有限公司（以下简称“上三公司”）73.63%的股份，上三公司持有浙商证券 54.79%的股份，公司实际控制浙商证券。

浙商证券为全国综合性上市证券公司，业务牌照齐全，在浙江省人民政府发布的“凤凰行动 2.0”及一系列省委省政府的战略部署中担当重要角色，具有重要的区域战略地位。

公司控股股东浙江交投整体竞争实力强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅，位列 2022 年《财富》世界 500 强第 302 位。截至 2022 年底，浙江交投资产总额 8397 亿元，所有者权益 2779 亿元；2022 年，浙江交投实现营业收入总收入 3166 亿元，利润总额 132 亿元。

3. 企业信用记录

公司本部和重要子公司信用记录均良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：3301000000095876），截至2023年4月18日，公司本部企业信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：3301000000257734），截至2023年4月18日，上三公司本部企业信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：3301000001151949），截至2023年4月18日，浙商证券本部企业信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至评级报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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

2022 年，公司营业总收入同比小幅增长，但综合毛利率有所下滑。

2022年，公司营业总收入同比小幅增长1.83%，其中高速公路收费及其附属收入同比下降9.57%，证券收入同比增长9.26%。

2022年，公司综合毛利率同比下降3.33个百分点，其中高速公路收费及其附属业务毛利率同比下降6.57个百分点，证券业务毛利率同比变化不大。

表 4 公司营业总收入构成与毛利率情况

项 目	2021 年			2022 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
高速公路收费及其附属业务	96.97	36.95	51.09	87.69	32.82	44.52
证券业务	162.67	61.99	12.00	177.74	66.52	12.58
其他业务	2.78	1.06	19.53	1.77	0.66	31.13
合计	262.42	100.00	26.52	267.21	100.00	23.19

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

（1）高速公路运营

公司拥有省内多条重要路产，路产质量高，单公里通行费收入远高于全国平均水平，跟踪期内申嘉湖杭高速不再作为公司表内资产，公司高速公路运营里程有所减少。2022 年，公司下辖主要路产车流量和通行费收入均有所下滑。

高速公路路产情况

截至2022年底，公司高速公路营运里程合计981.8公里，占浙江省高速公路总里程的比重为18.56%。

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

浙江交投与公司签订《委托管理协议书》；根据相关协议，公司被委托对申苏浙皖、钱江

通道南接线、宁波甬台温、宁波舟山港主通道、杭宁高速公路浙江段、绕城西复线湖州段、钱江通道北接线等路段进行管理，具体内容包括上述路段及所属服务区的收费、维护、经营管理以及配套的施救、清障、仓储等服务。上述托管高速公路委托管理期间的通行费及相关收入和费用支出均由各委托单位收缴，不纳入公司财务合并范围。

2022年，公司将持有的浙江申嘉湖杭高速公路有限公司（以下简称“申嘉湖杭公司”）全部股权转让至中金-浙江沪杭甬-申嘉湖杭高速公路资产支持专项计划，转让价款29.43亿元；此外，公司购买申嘉湖杭公司持有的浙江舟山跨海大桥有限公司51%股权，购买价款9.91亿元；交易完成后，申嘉湖杭高速不再作为公司表内资产，同时受专项计划委托负责具体运营工作。申嘉湖杭高速湖州段运营里程42.0公里，剩余收费年限10年，练杭段运营里程50.9公里，剩余收费年限12年；2021—2022年分别实现通行费收入7.87亿元和6.21亿元¹。

表 5 截至 2022 年底公司控股已通车高速公路情况

高速公路名称	总里程（公里）	通车时间	经营期限	运营到期时间	股权比例（%）	获取方式及取得时间
杭甬高速公路						
-杭州至红垦段	15.7	1992 年	30 年	2027 年	100.00	公司成立时注入、1997 年

¹ 2022 年数据为 1 月 1 日至 12 月 2 日

高速公路名称	总里程 (公里)	通车时间	经营期限	运营到期时间	股权比例 (%)	获取方式及取得时间
-红垦至段塘段	123.4	1995 年	30 年	2027 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
-段塘至大朱家段	6.2	1996 年	30 年	2027 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
沪杭高速公路						
-嘉兴段	88.1	1998 年	30 年	2028 年	100.00	投资设立、1997 年
-余杭段	11.1	1995-1998 年	30 年	2028 年	51.00	投资设立、1997 年
-杭州段	3.4	1996 年	30 年	2028 年	100.00	公司成立时注入、1997 年
上三高速公路	141.4	2000 年	30 年	2030 年	73.63	投资设立、1998 年
甬金高速公路金华段	69.7	2005 年	25 年	2030 年	100.00	并购、2013 年
杭徽高速公路浙江段						
-昌化至昱岭关段	36.7	2004 年	25 年	2029 年	51.00	并购、2015 年
-留下至昌化段	85.6	2006 年	25 年	2031 年	51.00	并购、2015 年
徽杭高速公路	81.6	2004 年	25 年	2034 年	100.00	并购、2016 年
舟山跨海大桥	46.3	2009 年	25 年	2034 年	51.00	并购、2019 年
龙丽高速公路	119.8	2006 年	25 年	2031 年	100.00	并购、2021 年
丽龙高速公路						
-连都段	23.0	2007 年	25 年	2032 年	100.00	并购、2021 年
-其他路段	79.5	2006 年	25 年	2031 年	100.00	并购、2021 年
乍嘉苏高速公路	50.3	2002 年	28 年	2030 年	55.00	并购、2021 年
合计	981.8	--	--	--	--	--

注：公司下属的杭甬高速公路、沪杭高速公路、上三高速公路、乍嘉苏高速公路均于《收费公路管理条例》（国务院令 2004 年第 417 号）颁布前通车，根据相关文件交通部批复同意上述四条高速公路的收费期限为 30 年，故经营期限超过 25 年
资料来源：公司提供

高速公路运营情况

2022 年，公司下辖高速公路日均车流量均有所下降，导致高速公路通行费收入同比下降 9.85%，各路段通行费收入同口径均有所下降。其中，沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路金华段、杭徽高速浙江段、徽杭高速公路、舟山跨海大桥、龙丽丽龙高速公路和乍嘉

苏高速公路通行费收入分别占比 49.39%、12.24%、5.80%、7.39%、1.67%、10.30%、8.37% 和 4.85%，沪杭甬高速公路通行费收入占比较高。

2022 年，公司所辖路产单公里通行费收入下降至 821.86 万元/公里，仍远高于全国平均水平；公路资产周转率为 17.52%。

表 6 公司控股高速公路日均车流量及通行费收入情况

高速公路名称	日均车流量（辆）		通行费收入（亿元）	
	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年
沪杭甬高速公路	73924	67314	43.03	39.85
上三高速公路	33863	27383	12.29	9.88
甬金高速公路金华段	30894	26698	5.44	4.68
杭徽高速浙江段	24161	23152	6.43	5.96
徽杭高速公路	9290	8629	1.52	1.35
申嘉湖杭高速公路	34526	29958	7.81	6.21
舟山跨海大桥	22183	20349	9.38	8.31
龙丽丽龙高速公路	14076	12947	7.21	6.75
乍嘉苏高速公路	37642	31470	3.30	3.91

高速公路名称	日均车流量（辆）		通行费收入（亿元）	
	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年
合计	--	--	96.39	86.90

注：尾差系四舍五入导致；申嘉湖杭高速公路 2022 年数据为 1 月 1 日至 12 月 2 日数据，乍嘉苏高速公路 2021 年数据为 5 月 1 日至 12 月 31 日数据

资料来源：公司提供

2022 年，公司高速公路养护支出 7.00 亿元，同比增加 0.19 亿元。

截至 2022 年底，公司无在建和拟建高速公路项目。

（2）证券业务

2022 年，公司证券收入小幅增长。证券业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素影响。

截至 2022 年底，浙商证券下辖 9 家子公司、22 家分公司，分布于上海、浙江、四川、重庆、山东、江苏等地；109 家证券营业部，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 4968 人，其中高级管理人员 9 人，具有很强的区域竞争优势。

2022 年，浙商证券营业总收入同比增长 2.41%，主要来自期货收入的增加；核心业务包括证券经纪业务和期货业务等，分别占 21.83% 和 73.89%；上述业务收入同比分别下降 4.63% 和增长 18.13%。

近年来，浙商证券期货业务增长迅速，主要采用基差贸易模式进行，具体为通过大宗商品在现货、期货市场的价格差异，采取完全对冲的方式，赚取大宗商品在不同市场、不同周期、不同区域的基差波动率。

表 7 浙商证券营业总收入情况

项 目	2021 年		2022 年	
	收入（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
证券经纪业务	38.48	23.44	36.70	21.83
期货业务	105.18	64.06	124.25	73.89
投资银行业务	10.83	6.60	7.61	4.53
投资业务	13.82	8.42	2.59	1.54
资产管理业务	4.76	2.90	4.15	2.47
总部后台及其他	-6.99	-4.26	-4.15	-2.47
抵消	-1.90	-1.16	-3.01	-1.79
合计	164.18	100.00	168.14	100.00

注：上表数据与表 4 中证券收入的差异源自统计口径的不同

资料来源：公司提供

此外，联合资信关注到证券业务易受经济周期波动、国内证券市场持续波动及相关监管政策化等因素影响，2022 年公司投资银行业务和投资业务收入有所下降。

3. 未来发展

公司致力于打造成为国内领先的以交通基础设施投资运营为主，金融业务协同发展，产融结合、适度多元的国际化投资控股企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2022 年底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司 10 家。2022 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系收购原申嘉湖杭公司持有的浙

江舟山跨海大桥有限公司51%股权；合并范围减少3家子公司，系将浙江杭徽高速公路有限公司转让至杭徽高速资产支持专项计划²、浙江嘉兴高速公路有限责任公司被二级子公司龙丽丽龙公司吸收合并及转让申嘉湖杭公司全部股权。总体看，上述合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

2. 资产质量

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

截至2022年底，公司资产总额较上年底增长5.72%，资产构成以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况

项目	2021 年底		2022 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	1312.33	74.31	1462.83	78.35
货币资金	421.56	23.87	549.49	29.43
交易性金融资产	458.10	25.94	439.99	23.57
买入返售金融资产	70.88	4.01	62.75	3.36
其他流动资产	275.68	15.61	293.42	15.71
非流动资产	453.77	25.69	404.31	21.65
长期股权投资	101.16	5.73	105.00	5.62
无形资产	263.86	14.94	201.63	10.80
资产总额	1766.10	100.00	1867.15	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长11.47%。其中，公司货币资金较上年底增长30.35%，主要来自客户存款增加；货币资金主要由银行存款构成（占99.95%），其中客户资金存款395.23亿元，其余为少量库存现金等。公司交易性金融资产较上年底下降3.95%，主要为债券类交易性金融资产。公司买入返售金融资产较上年底下降11.47%，其中股票质押式回购和债券质押式回购分别为38.73亿元和21.41亿元，累计计提减值准备1.11亿元。公司其他流动资产较上年底增长6.44%，其中融出资金本息和存出保证金分别为175.57亿元和117.56亿元。

截至2022年底，公司非流动资产较上年底下降10.90%。其中，公司长期股权投资较上年底增长3.80%，主要由持有的浙江绍兴嵊新高速

公路有限公司（以下简称“嵊新公司”，持股比例50.00%）、浙江省交通投资集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”，持股比例20.08%）、长江联合金融租赁有限公司（持股比例10.61%³）、上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商行”，持股比例4.86%⁴）、浙江杭宁高速公路有限责任公司（持股比例30.00%）和浙江浙商转型升级母基金合伙企业（有限合伙）（持股比例32.03%）等股权构成。公司无形资产主要为高速公路经营权，账面原值543.11亿元，较上年底减少79.29亿元，主要系申嘉湖杭公司不再纳入合并范围导致；累计摊销340.96亿元，账面价值201.63亿元。

截至2022年底，公司受限资产622.85亿元，受限比率为33.36%。其中，受限货币资金202.36

² 公司将持有的浙江杭徽高速公路有限公司（以下简称“杭徽公司”）88.674%股权及应收减资款的债权转让至杭徽高速资产支持专项计划，合计价款38.66亿元。同时，公司发行募集浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“杭徽基金”），基金份额为5.00亿份，募集资金43.60亿元，用于认购杭徽高速资产支持专项计划；其中，公司持有杭徽基金2.55亿

份，持有份额占比51%，故仍将杭徽公司作为子公司纳入合并财务报表范围

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

⁴ 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

亿元，包括定期存款及应收利息、尚未上缴浙江省公路与运输管理中心的通行费、风险准备金、代旗下资产管理计划设立的共管资金账户存款余额及净额清算业务保证金；受限金融资产271.75亿元，系用于卖出回购业务担保物、融出证券业务和存续期内限售的理财产品；受限无形资产131.79亿元，系用于质押借款的公路收费权。

3. 负债及所有者权益

股东权益

跟踪期内，受益于利润累积，公司股东权益持续增长，但权益结构稳定性较弱。

截至2022年底，公司股东权益较上年底增长11.89%。其中，公司实收资本和资本公积均较上年底变化不大。公司未分配利润较上年底增长37.03%，主要系利润留存导致；2022年，公司分配现金股利16.29亿元。公司少数股东权益较上年底增长10.48%，主要系浙商期货有限公司少数股东增资导致。

表9 公司股东权益和负债主要构成情况

项目	2021 年底		2022 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
股东权益	467.95	100.00	523.60	100.00
实收资本	43.43	9.28	43.43	8.29
资本公积	120.72	25.80	121.07	23.12
未分配利润	97.63	20.86	133.78	25.55
少数股东权益	182.22	38.94	201.32	38.45
流动负债	978.22	75.36	1014.32	75.50
短期借款	8.53	0.66	14.76	1.10
卖出回购金融资产款	252.50	19.45	238.25	17.73
其他应付款	39.66	3.06	69.72	5.19
代理买卖证券款	200.14	15.42	208.18	15.49
一年内到期的非流动负债	118.85	9.16	106.27	7.91
其他流动负债	261.60	20.15	313.76	23.35
非流动负债	319.93	24.64	329.22	24.50
长期借款	144.28	11.11	121.95	9.08
应付债券	165.22	12.73	197.67	14.71
负债总额	1298.15	100.00	1343.54	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

负债

跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务负担有所减轻；短期债务占比有所下降，债务构成仍以短期债务为主，与资产构成匹配。

截至2022年底，公司负债总额较上年底增长3.50%，负债结构以流动负债为主。

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长3.69%。其中，公司短期借款较上年底增长73.07%，主要为信用借款（14.02亿元）。公司卖出回购金融资产款核算浙商证券以购入的有价

证券抵押所融入的资金，较上年底下降5.64%，其中质押式卖出回购221.35亿元、质押式报价回购16.90亿元。公司其他应付款主要核算金融业务相关保证金，较上年底增长79.51%，主要来自履约保证金的增加；其中其他应付款中场外期权履约保证金及权利金33.53亿元、收益互换履约保障金24.13亿元；其他应付款中委托贷款及利息为有息债务，调整至短期债务计算。公司代理买卖证券款核算代理客户买卖股票、债券和基金等有价证券而收到的款项，较上年

底增长4.02%，其中个人普通经济业务147.11亿元。公司一年内到期的非流动负债较上年下降10.59%，其中一年内到期的应付债券68.00亿元、一年内到期的长期借款33.64亿元。公司其他流动负债核算客户存入货币保证金、公司发行的短期融资券和收益凭证等，较上年增长19.94%，主要来自应付货币保证金的增加；其他流动负债中应付货币保证金255.50亿元，短期融资款项35.67亿元，代理质押保证金20.81亿元，其中短期融资款项为有息债务，调整至短期债务计算。

截至2022年底，公司非流动负债较上年增长2.91%。其中，公司长期借款较上年下降15.47%，利率区间为3.80%~4.70%，包括质押借款112.53亿元，质押物为高速公路收费权。公司应付债券较上年增长19.64%，其中公司债82.68亿元、可转债53.99亿元、长期次级债31.00亿元及中期票据30.00亿元。

表 10 公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年
短期债务	504.04	421.77
长期债务	313.10	322.87
全部债务	817.14	744.63
资产负债率	73.50	71.96
全部债务资本化比率	63.59	58.71
长期债务资本化比率	40.09	38.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司全部债务较上年下降8.87%，其中短期债务占比下降至56.64%；债务构成以短期债务为主，与资产构成匹配；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年均有所下降，债务负担有所减轻。

表 11 截至 2022 年底公司全部债务剩余期限分布
（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 及以后
到期金额	421.77	37.53	89.40	195.93

资料来源：公司提供

截至2022年底，公司将于2023—2025年到期的全部债务分别为421.77亿元、37.53亿元和89.40亿元，虽2023年到期债务集中，但公司货币资金充足，短期偿债压力不大。

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入小幅增长，利润水平有所下降，费用控制能力较强，投资收益对利润形成重要补充，整体盈利能力很强。

2022年，公司营业总收入同比增长1.83%，营业总成本同比增长6.45%，营业利润率同比下降3.34个百分点；费用总额同比下降6.90%，主要来自利息支出的减少；期间费用率同比下降0.65个百分点，费用控制能力较强。

2022年，公司公允价值变动损失2.35亿元，主要系浙商证券持有的金融资产/金融负债产生的公允价值变动损失；投资收益36.35亿元，对公司利润形成重要补充，其中权益法核算的长期股权投资收益8.01亿元（主要来自上海农商行和财务公司等）、持有交易性金融资产期间取得的投资收益14.87亿元、处置长期股权投资取得的投资收益18.87亿元（主要来自申嘉湖杭公司）。

2022年，公司利润总额同比下降8.94%，其中高速公路及其附属业务利润总额59.53亿元，证券业务利润总额20.93亿元。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年
营业总收入	262.42	267.21
营业总成本	192.82	205.26
费用总额	20.03	18.65
投资收益	27.78	36.35
利润总额	82.13	74.79
期间费用率	7.63	6.98
营业利润率	26.14	22.80
总资本收益率	6.45	6.51
净资产收益率	13.54	12.30

注：营业总成本包含利息支出及手续费及佣金支出

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提升0.06个百分点和下降1.24个百分点，整体盈利能力很强。

5. 现金流

公司经营获现能力很强，经营活动现金流入可覆盖投资活动现金流出，筹资活动现金由净流入转为净流出。

2022年，公司经营活动现金流入和流出同比分别下降14.99%和14.70%，主要来自金融类业务现金流的减少；经营活动产生的现金净流入同比减少14.25亿元，但经营获现能力仍很强。公司部分证券收入未纳入销售商品、提供劳务收到的现金，导致现金收入比较低；2022年，公司现金收入比同比提升1.74个百分点。

2022年，公司投资活动现金流入量同比增加41.40亿元，主要来自收回投资收到的现金和处置申嘉湖杭公司收到的现金；投资活动现金流出量同比增长7.51%，主要来自投资支付的现金和购建零星工程等支付的现金；投资活动净现金流由负转正。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	585.40	497.63
经营活动现金流出小计	500.27	426.75
经营活动现金流量净额	85.13	70.88
投资活动现金流入小计	11.40	52.80
投资活动现金流出小计	23.82	25.61
投资活动现金流量净额	-12.41	27.19
筹资活动现金流入小计	686.57	316.36
筹资活动现金流出小计	637.90	374.21
筹资活动现金流量净额	48.67	-57.85
现金收入比	82.14	83.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022年，公司筹资活动现金流入量同比下降53.92%，主要来自对外融资；筹资活动现金流出量同比下降41.34%，主要系偿还债务本息支出；筹资活动净现金流由正转负。

6. 偿债能力指标

公司偿债能力指标强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

截至2022年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所上升；现金短期债务比为2.37倍，短期偿债能力指标强。

表 14 公司偿债指标

项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标		
流动比率(%)	134.15	144.22
速动比率(%)	133.77	143.62
现金短期债务比(倍)	1.76	2.37
长期偿债能力指标		
EBITDA(亿元)	133.92	127.32
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	5.85
EBITDA 利息倍数(倍)	6.87	7.01

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022年，公司EBITDA同比下降4.93%，全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数维持在较好水平，长期偿债能力指标强。

截至2022年底，公司对外担保余额3.22亿元，担保比率为0.61%，被担保方为嵊新公司。嵊新公司负责经营甬金高速公路绍兴段，运营里程73.7公里，经营情况良好，公司或有负债风险可控。

截至2022年底，公司作为被告的未决重大诉讼仲裁案件（诉讼或仲裁本金在1000万元以上，下同）共5宗，合计标的金额1.25亿元，均为浙商证券承销洛娃科技实业集团有限公司相关债券的投资者起诉债券虚假陈述责任纠纷；无作为原告的未决重大诉讼仲裁案件。

截至2022年底，公司共获得主要银行授信1274.06亿元，已使用额度为349.86元，未使用额度924.20亿元，融资渠道通畅。

7. 公司本部财务分析

公司证券业务由子公司浙商证券运营，高速公路运营业务部分主要由下属子公司负责；公司本部债务负担较轻，盈利能力很强。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 339.11 亿元，较上年底增长 20.49%。其中，流动资产占比 39.25%，非流动资产占比 60.75%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 70.69%）和其他应收款（占 28.44%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 88.34%）和无形资产（占 6.92%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 94.07 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 152.98 亿元，较上年底增长 14.79%。其中，流动负债占比 44.55%，非流动负债占比 55.45%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 84.90%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 91.34%）构成。截至 2022 年底，公司本部资产负债率为 45.11%，较上底下降 2.24 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 90.00 亿元，其中短期债务占 7.06%、长期债务占 92.94%；全部债务资本化比率 32.59%，公司本部债务负担较轻。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 186.13 亿元，较上年底增长 25.62%，其中实收资本为 43.43 亿元、未分配利润 119.04 亿元、盈余公积合计 23.71 亿元。

2022 年，公司本部实现营业总收入 26.88 亿元，投资收益 45.51 亿元，利润总额 57.29 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

浙江省是中国东南沿海经济强省，经济实力和财政实力持续增强，债务负担较轻。截至 2022 年底，浙江省政府债务余额为 17427 亿元，政府债务率约为 78%。浙江省政府财政实力很强，支持能力非常强。

2. 支持可能性

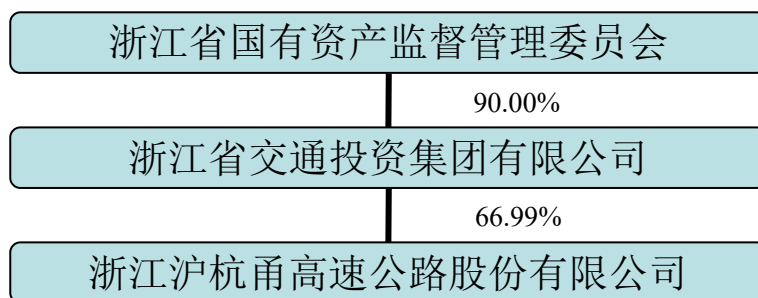
公司是浙江省从事高速公路投资运营的港股上市公司，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位，控股股东为浙江交投，实

际控制人为浙江省国资委。公司的国资背景、区域地位以及业务属性有利于其获得政府支持，政府支持可能性很大。

十一、结论

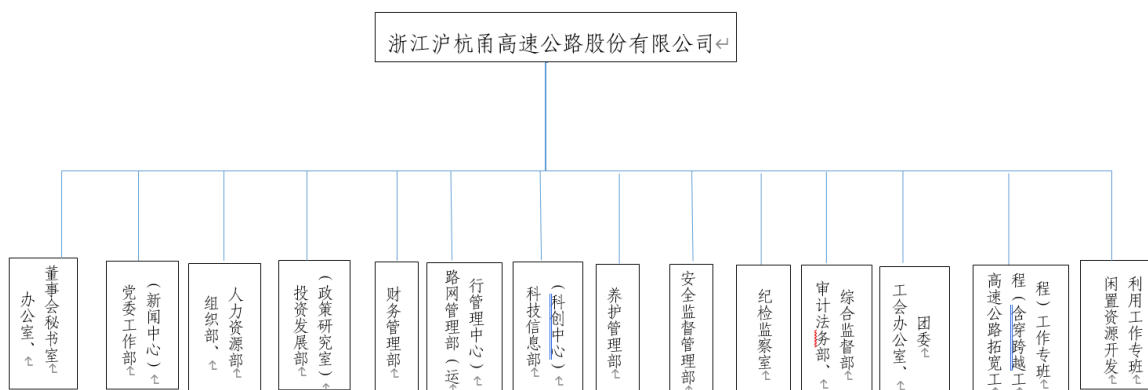
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 沪杭甬 MTN001”和“22 沪杭甬 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司合并范围内二级子公司情况

单位名称	实收资本 (万元)	表决权比例 (%)	经营范围
浙江高速公路清障施救服务有限公司	800.00	100.00	服务业
黄山长江徽杭高速公路有限责任公司	58000.00	100.00	交通运输
浙江金华甬金高速公路有限公司	135000.00	100.00	交通运输
浙江上三高速公路有限公司	538000.00	73.63	交通运输
浙江临平高速公路有限责任公司	7522.30	51.00	交通运输
德清县德安公路建设有限责任公司	32000.00	80.10	建筑业
浙江大酒店有限公司	30666.22	100.00	酒店服务
浙江龙丽丽龙高速公路有限公司	851985.66	100.00	交通运输
嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司	30000.00	55.00	交通运输
浙江舟山跨海大桥有限公司	411469.00	51.00	交通运输

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	554.72	885.88	999.55
资产总额（亿元）	1303.53	1766.10	1867.15
所有者权益（亿元）	377.71	467.95	523.60
短期债务（亿元）	344.42	504.04	421.77
长期债务（亿元）	219.26	313.10	322.87
全部债务（亿元）	563.68	817.14	744.63
营业总收入（亿元）	174.41	262.42	267.21
利润总额（亿元）	51.04	82.13	74.79
EBITDA（亿元）	92.25	133.92	127.32
经营性净现金流（亿元）	36.93	85.13	70.88
财务指标			
现金收入比（%）	74.95	82.14	83.88
营业利润率（%）	26.31	26.14	22.80
总资本收益率（%）	6.04	6.45	6.51
净资产收益率（%）	10.43	13.54	12.30
长期债务资本化比率（%）	36.73	40.09	38.14
全部债务资本化比率（%）	59.88	63.59	58.71
资产负债率（%）	71.02	73.50	71.96
流动比率（%）	131.30	134.15	144.22
速动比率（%）	130.77	133.77	143.62
经营现金流流动负债比（%）	5.27	8.70	6.99
现金短期债务比（倍）	1.61	1.76	2.37
EBITDA 利息倍数（倍）	5.28	6.87	7.01
全部债务/EBITDA（倍）	6.11	6.10	5.85

注：衍生金融资产调整至现金类资产计算，流动负债中的衍生金融负债、其他应付款及其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算；营业利润率中营业成本包含利息支出及手续费及佣金支出

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	13.16	34.29	94.14
资产总额（亿元）	264.80	281.44	339.11
所有者权益（亿元）	126.75	148.17	186.13
短期债务（亿元）	46.48	34.91	6.35
长期债务（亿元）	30.01	43.65	83.65
全部债务（亿元）	76.49	78.56	90.00
营业收入（亿元）	19.70	27.30	26.88
利润总额（亿元）	27.78	44.61	57.29
EBITDA（亿元）	36.02	51.79	64.28
经营性净现金流（亿元）	18.12	5.09	27.42
财务指标			
现金收入比（%）	103.95	102.67	100.44
营业利润率（%）	56.64	63.41	60.95
总资本收益率（%）	14.63	18.58	20.44
净资产收益率（%）	20.27	26.49	29.03
长期债务资本化比率（%）	19.14	22.76	31.01
全部债务资本化比率（%）	37.63	34.65	32.59
资产负债率（%）	52.13	47.35	45.11
流动比率（%）	42.98	89.15	195.29
速动比率（%）	42.98	89.15	195.29
经营现金流流动负债比（%）	16.92	5.74	40.23
现金短期债务比（倍）	0.28	0.98	14.82
EBITDA 利息倍数（倍）	8.90	17.97	26.59
全部债务/EBITDA（倍）	2.12	1.52	1.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 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+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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