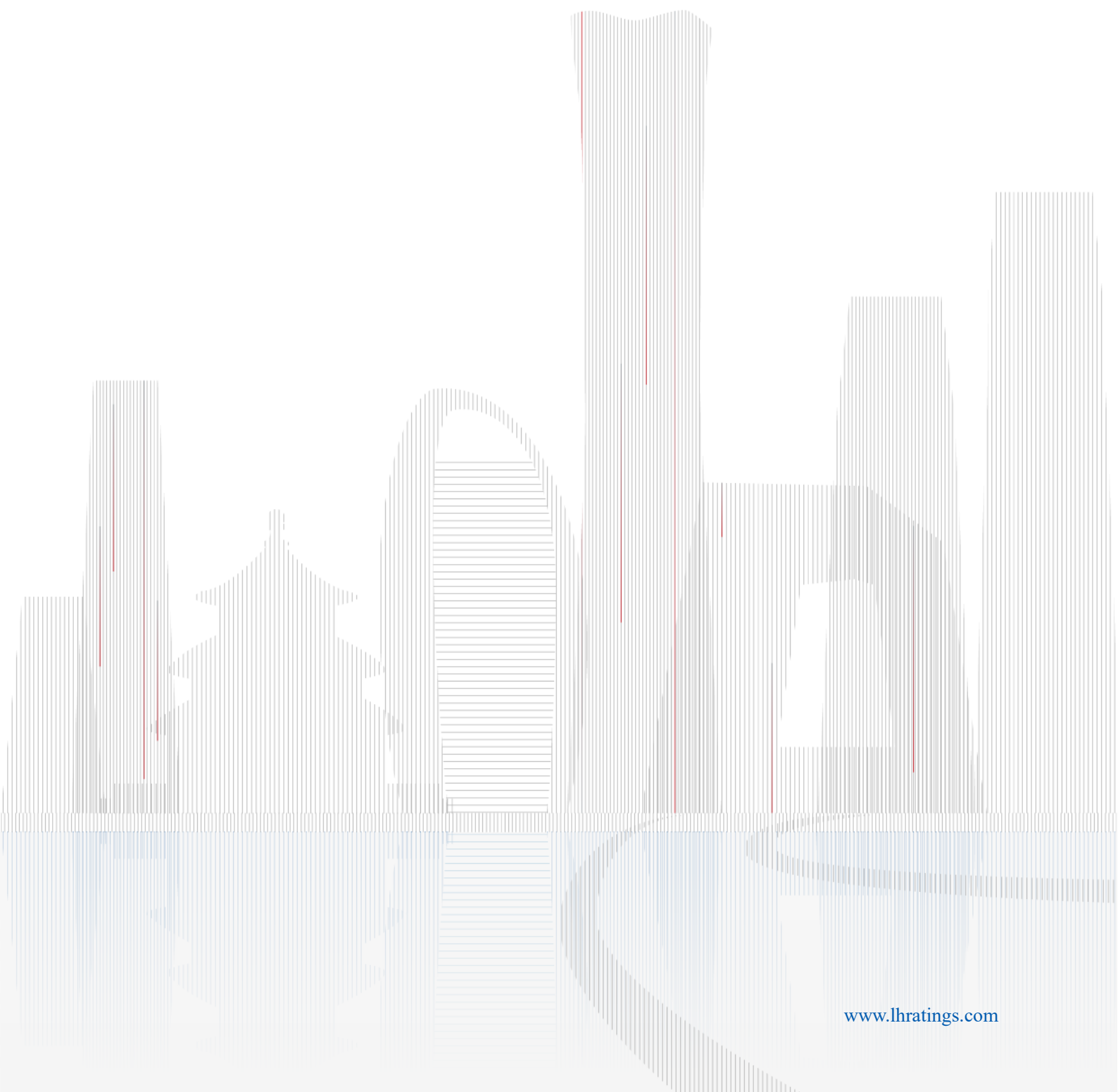


浙江沪杭甬高速公路股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕2874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，维持“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

二〇二五年六月十七日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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。

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

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/17
22 沪杭甬 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

公司是浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“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，其中证券业务由子公司浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”）经营。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。公司拥有省内多条重要路产，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位，公司参控股路产质量优良，单公里通行费收入远高于全国平均水平，公司在建高速公路改扩建项目总投资规模较大，存在一定资本支出压力。浙商证券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，但其业务易受宏观环境变化影响。受益于供股募集资金，公司资本实力有所增强，整体资产质量好，盈利能力和经营获现能力很强。公司整体债务负担适中，偿债能力很强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着经济回升向好及公司高速公路改扩建项目的持续推进，公司高速公路运营和证券业务有望稳定发展，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司收费公路运营规模或通行费收入大幅下降，证券业务规模明显收缩，偿债指标显著恶化。

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，区位优势和路网效应明显。
- **股东实力雄厚。**公司控股股东浙江交投综合实力很强，在中国交通基础设施类投资企业中名列前茅。
- **区域地位重要，路产质量优良。**截至 2024 年底，公司高速公路营运里程 1142.73 公里，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位；2024 年单公里通行费收入为 933.03 万元/公里，远高于全国平均水平。
- **证券业务具备很强的区域竞争优势。**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。
- **盈利能力和经营获现能力很强。**2022—2024 年，公司利润总额持续增长，净资产收益率分别为 12.30%、10.65%和 9.70%；经营活动现金呈较大规模净流入态势，经营获现能力很强。
- **受益于供股募集资金，公司资本实力有所增强。**2023 年公司向全体内资股股东和 H 股股东按照每 10 股配售 3.8 股的比例分别定向增发内资股 11.06 亿股和 H 股 5.45 亿股，募集资金合计 60.99 亿元，受此主要因素影响，公司年末股东权益增至 624.27 亿元。

关注

- **在建项目面临一定资本支出压力。**截至 2024 年底，公司在建高速公路项目总投资 187.29 亿元，已投资 10.68 亿元，建设资金由公司自有资金和融资解决。
- **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、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素影响。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 收费公路企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	F1	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		1
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

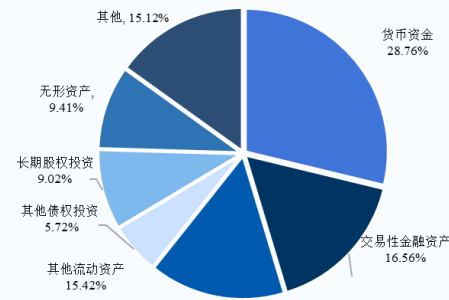
个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

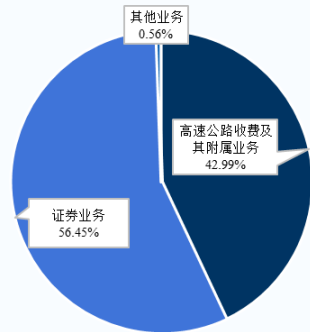
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	999.55	1023.67	991.40
资产总额（亿元）	1867.15	2080.98	2175.03
所有者权益（亿元）	523.60	624.27	740.40
短期债务（亿元）	421.77	422.94	471.82
长期债务（亿元）	322.87	420.77	347.00
全部债务（亿元）	744.63	843.71	818.82
营业总收入（亿元）	267.21	290.93	277.11
利润总额（亿元）	74.79	78.79	88.82
EBITDA（亿元）	127.32	136.63	144.05
经营性净现金流（亿元）	70.88	206.52	196.87
营业利润率（%）	22.80	25.83	27.28
净资产收益率（%）	12.30	10.65	9.70
资产负债率（%）	71.96	70.00	65.96
全部债务资本化比率（%）	58.71	57.47	52.51
流动比率（%）	144.22	150.90	142.74
经营现金流流动负债比（%）	6.99	20.02	18.21
现金短期债务比（倍）	2.37	2.42	2.10
EBITDA 利息倍数（倍）	7.01	6.55	8.35
全部债务/EBITDA（倍）	5.85	6.18	5.68
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	339.11	432.17	460.21
所有者权益（亿元）	186.13	261.64	277.97
全部债务（亿元）	84.11	82.07	64.48
营业总收入（亿元）	26.88	30.82	31.26
利润总额（亿元）	57.29	34.43	37.87
资产负债率（%）	45.11	39.46	39.60
全部债务资本化比率（%）	31.12	23.88	18.83
流动比率（%）	195.29	189.93	140.87
经营现金流流动负债比（%）	40.23	38.93	32.78

注：1. 衍生金融资产调整至现金类资产计算；2. 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；3. 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及提供资料整理

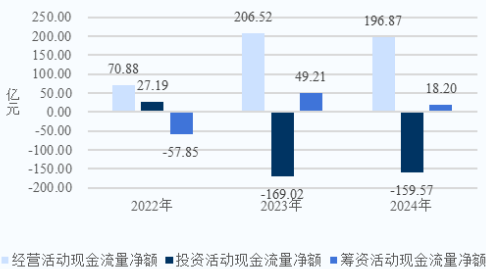
2024 年底公司资产构成



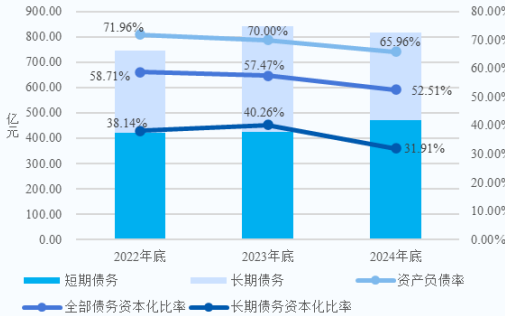
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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	特殊条款
22 沪杭甬 MTN002	16.00	16.00	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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 沪杭甬 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/18	杨依水 陈 帅	收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208 收费公路企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 沪杭甬 MTN002	AAA/稳定	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨廷芳 yangtf@lhratings.com

项目组成员：赵晓敏 zhaoxm@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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、企业基本情况

公司系经国家体改委体改生〔1997〕18号文件批准，由浙江省高等级公路投资有限公司（浙江省人民政府国有资产监督管理委员会独资公司，2001年12月重组为浙江省交通投资集团有限公司，以下简称“浙江交投”）作为独家发起人成立的股份有限公司。1997年3月，经国家体改委体改生〔1997〕29号文、原国务院证券委员会证委发〔1997〕17号文及香港联交所批准，公司首次公开发行和配售境外上市外资股（股票代码：0576.HK），并于1997年5月在香港联交所上市；2010年7月，浙江交投以其拥有的浙江温州甬台温高速公路有限公司51%股权与招商局集团有限公司交换其持有的公司10.98%股权；上述股权划转后，浙江交投合计持有公司66.99%的股权，为公司控股股东。经股东供股、可转债转股等，截至2024年底，公司注册资本和实收资本均为59.94亿元，控股股东浙江交投持股66.99%，实际控制人为浙江省人民政府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2024年底，公司内部设财务管理部、战略发展部（政策研究室）、经营管理部、路网管理部（运行管理中心）、养护管理部、安全监督管理部和审计法务部（综合监督部）等部门；公司拥有纳入合并范围的二级子公司12家。

截至2024年底，公司资产总额2175.03亿元，所有者权益740.40亿元（含少数股东权益277.89亿元）；2024年，公司实现营业收入277.11亿元，利润总额88.82亿元。

公司注册地址：中国浙江省杭州市上城区五星路199号明珠国际商务中心2号楼5楼；公司法定代表人：袁迎捷。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2025年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，已正常付息。

图表1•截至2025年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 沪杭甬 MTN002	16.00	16.00	2022/07/13	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

收费公路行业

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。2023 年以来，随着经济形势的好转公众出行意愿显著增强，公路旅客运输量大幅提升，货物运输量亦有所增长，公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式。作为重资产行业，高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版详见[《2024 年收费公路行业分析》](#)。

证券行业

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2023 年，股票市场指数震荡下行，交投活跃程度同比小幅下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率窄幅震荡下行。受上述因素综合影响，2023 年证券公司业绩表现同比小幅下滑。

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。2024 年，证券公司出现重大风险事件的概率仍较小，涉及业务资质暂停的重大处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。未来，随着资本市场改革持续深化，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，证券公司资本实力以及盈利能力有望增强。

完整版证券行业分析详见[《2024 年证券行业分析》](#)。

2 区域环境分析

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，区位优势 and 路网效应明显。浙江省是中国的经济强省，腹地经济发达，民营经济尤为活跃，电商及物流产业对地方经济贡献度高，税收结构良好。

（1）浙江省经济财政概况

图表 2·浙江省主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	77715.40	82553.00	90131.00
GDP 增速（%）	3.1	6.0	5.5
固定资产投资增速（%）	9.1	6.1	0.4
三产结构	3.0:42.7:54.3	2.8:41.1:56.0	2.9:38.6:58.5
人均 GDP（万元）	11.85	12.50	13.56

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

近年来，浙江省区域经济实力持续增强。2024 年浙江省 GDP 及人均 GDP 在全国 31 个省中排名均为第四。年末全省常住人口 6670 万人，城镇化率为 75.5%。固定资产投资方面，2024 年第二产业投资占全部投资的 27.1%，增长 6.9%，拉动全部投资增长 1.8 个百分点；第三产业投资占全部投资的 72.6%，下降 1.9%。制造业投资占全部投资的 22.1%，增长 3.3%，拉动全部投资增长 0.7 个百分点。基础设施投资占全部投资的 25.3%，增长 3.7%，拉动全部投资增长 3.1 个百分点。消费经济方面，2024 年浙江省实现社会消费品零售总额 37708 亿元，增长 4.0%，以网上零售为主（占比可至 46.8%）；全年商品成交额达 2.42 万亿元，中国商品市场“综合百强榜单”和“功勋市场榜单”中，浙江商品数量均居全国前列；全年实现货物进出口总额 52641 亿元，增长 7.4%，其中出口总额 39057 亿元，增长 9.5%，规模分别居全国第三和第二。

图表 3 • 浙江省主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	8039.85	8600.02	8705.61
一般公共预算收入增速（%）	5.5	7.0	1.2
税收收入（亿元）	6620.33	7124.06	6993.71
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	82.34	82.84	80.30
一般公共预算支出（亿元）	12017.78	12353.09	12564.61
财政自给率（%）	66.90	69.62	69.29
政府性基金收入（亿元）	10068.97	8363.13	--
地方政府债务余额（亿元）	20168.82	22885.95	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

财政实力方面，2022—2024 年浙江省一般公共预算收入保持增长，2024 年增速有所放缓，税收收入占比保持较高水平，收入质量良好。浙江省整体财政实力非常强。

（2）浙江省交通概况

目前，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”。根据交通部公布数据，2024 年浙江省完成公路水路固定资产投资 2625 亿元，较上年增长 6.3%。根据《2024 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，截至 2024 年底，全省公路总里程 12.2 万公里，其中高速公路 5610 公里，实现陆域县县通高速；全省铁路、公路和水运货物周转量 16191 亿吨公里，同比提高 7.5%；旅客周转量 979 亿人公里，同比增长 6.0%；年底全省小型载客汽车保有量 2074 万辆，其中私家车（个人小型、微型载客汽车）保有量 1913 万辆。

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 年底高速公路里程达 6000 公里，未来仍有较大的投资空间。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，公司作为浙江交投下属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，截至 2024 年底，公司高速公路营运里程 1142.73 公里，其中浙江省内 1061 公里，占浙江省高速公路总里程的比重约为 20%；下辖 39 个收费所、151 个收费站；2024 年，单公里通行费收入为 933.03 万元/公里，路产质量高。此外，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。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：3301000000095876），截至 2025 年 5 月 8 日，公司本部企业信用记录良好，下属重要子公司本部无不良及关注类信贷信息记录。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。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

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。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司营业总收入构成较稳定，主要由高速公路收费及其附属业务收入、证券业务收入构成；受证券业务收入下降影响，公司营业总收入同比有所下降，综合毛利率小幅上升。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
高速公路收费及其附属业务	87.69	32.82	44.52	105.58	36.29	51.16	119.13	42.99	48.67
证券业务	177.74	66.52	12.58	183.59	63.10	11.92	156.43	56.45	15.77
其他业务	1.77	0.66	31.13	1.76	0.60	28.47	1.56	0.56	58.05
合计	267.21	100.00	23.19	290.93	100.00	26.26	277.11	100.00	27.70

注：尾差系四舍五入所致；毛利率=（营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出）/营业总收入*100%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

（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。2024 年，得益于经济持续向好，公司通行费收入继续增长；拟建高速公路项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

路产情况方面，截至 2024 年底，公司高速公路营运里程合计 1142.73 公里，其中浙江省内 1061 公里，占浙江省高速公路总里程的比重约为 20%。近年来，公司通过收购并购拓展控股高速公路路产规模，2020 年，公司向浙江交投支付 29.23 亿元收购浙江杭宁高速公路有限责任公司（以下简称“杭宁公司”）30.00%股权和浙江龙丽丽龙高速公路有限公司（以下简称“龙丽丽龙公司”）100.00%股权；2021 年，公司自自然人处收购嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司（以下简称“乍嘉苏公司”）55%股权，交易对价 7.72 亿元，可辨认净资产公允价值 14.03 亿元；2023 年，龙丽丽龙公司以 1670 万元受让浙江交投持有的浙江黄衢南高速公路有限公司（以下简称“黄衢南公司”）100%股权；受上述收、并购影响，公司新增控股乍嘉苏高速、龙丽丽龙高速公路和黄衢南高速。2023 年，由于发行中金-浙江沪杭甬-申嘉湖杭高速公路资产支持专项计划¹，申嘉湖杭高速不再作为公司表内资产，申嘉湖杭高速湖州段运营里程 42.0 公里，剩余收费年限 9 年，练杭段运营里程 50.9 公里，剩余收费年限 11 年，2021—2022 年分别实现通行费收入 7.87 亿元和 6.21 亿元。

截至 2024 年底，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金华段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。此外，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。

图表 5 • 截至 2024 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	15.70	1992 年	30 年	2027 年	100	公司成立时注入、1997 年
杭甬高速公路-红垦至段塘段	123.40	1995 年	30 年	2027 年	100	公司成立时注入、1997 年
杭甬高速公路-段塘至大朱家段	6.20	1996 年	30 年	2027 年	100	公司成立时注入、1997 年
沪杭高速公路-嘉兴段	88.10	1998 年	30 年	2028 年	100	投资设立、1997 年
沪杭高速公路-临平段	11.10	1995—1998 年	30 年	2028 年	51	投资设立、1997 年
沪杭高速公路-杭州段	3.40	1995 年	30 年	2028 年	100	公司成立时注入、1997 年
上三高速公路	141.40	2000 年	30 年	2030 年	73.63	投资设立、1998 年
甬金高速公路-金华段	69.70	2005 年	25 年	2030 年	100	并购、2013 年
杭徽高速公路-昌昱段	36.70	2004 年	25 年	2029 年	51	并购、2015 年
杭徽高速公路-昌杭段	85.60	2006 年	25 年	2031 年	51	并购、2015 年
徽杭高速公路	81.60	2004 年	25 年	2034 年	100	并购、2016 年

¹ 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。

舟山跨海大桥	46.30	2009 年	25 年	2034 年	51	并购、2019 年
龙丽高速公路	119.80	2006 年	25 年	2031 年	100	并购、2021 年
丽龙高速公路-连都段	22.97	2007 年	25 年	2032 年	100	并购、2021 年
丽龙高速公路-其他路段	79.47	2006 年	25 年	2031 年	100	并购、2021 年
乍嘉苏高速公路	50.28	2002 年	28 年	2030 年	55	并购、2021 年
黄衢南高速公路-衢南段	87.26	2008 年	25 年	2033 年	100	并购、2023 年
黄衢南高速公路-衢黄段	73.75	2011 年	25 年	2036 年	100	并购、2023 年
合计	1142.73	--	--	--	--	--

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权限为 30 年，故经营期限超过 25 年
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，随着经济回升向好，公司通行费收入较上年继续增长。分路段看，沪杭甬高速公路、上三高速公路、舟山跨海大桥通行费收入占比较高，分别占 46.86%、9.94%和 12.18%。

图表 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）		
	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
沪杭甬高速公路	67314	88721	91239	39.85	49.18	49.96
上三高速公路	27383	32723	32327	9.88	10.99	10.60
甬金高速公路金华段	26698	33710	34012	4.68	5.59	5.66
杭徽高速浙江段	23152	29073	29121	5.96	7.40	7.30
徽杭高速公路	8629	12721	11640	1.35	1.94	1.87
申嘉湖杭高速公路	29958	--	--	6.21	--	--
舟山跨海大桥	20349	30216	31897	8.31	12.05	12.99
龙丽丽龙高速公路	12947	15082	15927	6.75	7.59	7.92
乍嘉苏高速公路	31470	41488	43262	3.91	4.79	5.01
黄衢南高速公路	--	12136	12159	--	5.06	5.30
合计	--	--	--	86.90	104.59	106.62

注：尾差系四舍五入导致；暂停收费期间，公司所辖路产暂停收费，但仍统计车流量；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，黄衢南高速公路 2023 年日均车流量数据为 11—12 月
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024 年，公司所辖路产单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）持续增长，分别为 821.86 万元/公里、915.26 万元/公里和 933.03 万元/公里，远高于全国平均水平，其中沪杭甬高速公路及舟山跨海大桥单公里通行费收入均超过 2000 万元/公里，路产质量很高。2024 年，公司公路资产周转率（公路资产周转率=通行费收入/公路资产*100%）为 16.81%。

收费标准方面，浙江省高速公路收费通过建立统一的高速公路收费系统，在省路网内各路业主不同的状况下，本着“联网收费、统一管理、一票到底、按实结算”的原则，在全省高速公路网内不设主线收费站，实行联网收费，使车辆在路网内畅通行驶。全省高速公路网收费结算系统分为省收费结算中心、收费管理分中心、收费站（包括站房内和收费车道）等三级组成。收费结算中心系统设在省交通厅高速公路收费中心，主要完成对全省高速公路网收费的实时管理和通行费拆分，并通过银行完成通行费收入的清算划拨；收费管理分中心系统设在路网内各个不同的高速公路经营管理单位，在中心系统的统一调度下，完成对所辖路段的各个收费站的运行监督管理和调配管理，同时完成与中心系统的数据的校核工作；收费站系统的主要功能是实时管理站内出入口收费车道的收费操作，完成收费数据的传送。此外，黄山长江徽杭高速公路有限责任公司执行安徽省收费流程及细则，与公司其他路段收费存在一定差异。截至 2024 年底，公司下辖高速公路客货车收费标准详见下表。

图表 7 • 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	浙江省车公里费率	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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表 8 • 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：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司高速公路养护支出为 5.04 亿元。截至 2024 年底，公司无拟建高速公路项目，在建高速公路项目投资规模较大，均为改扩建项目，详情见下表，公司未来面临一定资本支出压力。

图表 9 • 截至 2024 年底公司在建高速公路项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	计划建设期	拟通车时间	资金来源	资本金比例及来源
甬金高速公路改扩建工程宁波至金华段	131.05	8.41	48 个月	2029 年 4 月	自有资金、融资	20%，自有资金
乍嘉苏高速公路改扩建工程南湖互通至浙苏界	56.24	2.27	42 个月	2028 年 9 月	自有资金、融资	20%，自有资金
合计	187.29	10.68	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）证券业务

浙商证券作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，资本较充足，资产流动性较好；但证券业务易受经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策变化等因素影响。2024 年，受期货业务收入下降影响，公司证券业务收入有所下降。

公司证券业务运营主体为浙商证券。浙商证券（原名“金信证券有限责任公司”）系经中国证监会批准于 2002 年 5 月成立的综合性证券公司；2006 年 8 月，浙商证券更名为浙商证券有限责任公司；2012 年 7 月，经中国证监会核准，浙商证券改制为股份有限公司并变更为现名称；2017 年 6 月，浙商证券在上海证券交易所挂牌上市（601878.SH）。截至 2024 年底，浙商证券注册资本 38.78 亿元；浙商证券本部净资本 197.20 亿元，净资本/净资产为 80.41%，资本较充足；流动性覆盖率为 306.34%，净稳定资金率为 154.75%，资产流动性较好。截至 2024 年底，浙商证券下辖 7 家子公司、30 家分公司，分布于上海、浙江、四川、重庆、山东、江苏等地，102 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 5302 人，具有很强的区域竞争优势。浙商证券业务牌照较为齐全，目前浙商证券本部主营业务包括证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，融资融券，证券投资基金代销，为期货公司提供中间介绍业务，代销金融产品等；资产管理业务已全部转至浙商资管。浙商证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司，致力于综合投融资服务，管理居民财富，积极服务实体经济发展，逐步构建综合金融产业布局。

图表 10 • 浙商证券营业总收入情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
证券经纪业务	36.70	21.83	35.12	19.91	36.36	22.99
期货业务	124.25	73.89	126.23	71.57	103.65	65.53
投资银行业务	7.61	4.53	8.56	4.85	6.77	4.28
投资业务	2.59	1.54	8.45	4.79	11.49	7.26
资产管理业务	4.15	2.47	4.85	2.75	5.30	3.35

总部后台及其他	-7.16	-4.26	-6.83	-3.87	-5.41	-3.42
合计	168.14	100.00	176.38	100.00	158.16	100.00

注：上表数据与图表 1 中证券收入的差异源自统计口径的不同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

浙商证券核心业务包括证券经纪业务和期货业务等，2024 年收入分别占 22.99%和 65.53%，其中期货业务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。2024 年，受期货业务收入下降影响，浙商证券营业收入有所下降。此外，联合资信关注到证券业务易受经济周期波动、国内证券市场波动及相关监管政策化等因素影响。

2 未来发展

公司致力于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。未来，随着经济回升向好及公司高速公路改扩建项目的持续推进，公司高速公路运营和证券业务有望稳定发展。

（四）财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年度报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。跟踪期内，公司因吸收合并注销黄衢南公司。上述合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

1 资产质量及其盈利、获现能力

依托于高速公路运营及证券业务持续开展，公司形成了较大规模的证券业务资产、高速公路经营权及股权投资等相关资产，货币资金充裕。公司资产质量高，证券业务所形成的金融资产流动性强，对联合营企业的股权投资可形成较为稳定且可观的投资收益。整体看，公司资产质量好，盈利及获现能力很强。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1462.83	78.35	1556.54	74.80	1543.57	70.97
货币资金	549.49	29.43	591.70	28.43	625.47	28.76
交易性金融资产	439.99	23.57	419.19	20.14	360.23	16.56
买入返售金融资产	62.75	3.36	77.29	3.71	54.91	2.52
其他流动资产	293.42	15.71	297.32	14.29	335.29	15.42
非流动资产	404.31	21.65	524.44	25.20	631.45	29.03
其他债权投资	8.21	0.44	81.64	3.92	124.35	5.72
长期股权投资	105.00	5.62	129.89	6.24	196.11	9.02
无形资产	201.63	10.80	217.13	10.43	204.65	9.41
资产总额	1867.15	100.00	2080.98	100.00	2175.03	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，主要系证券业务规模扩张、供股导致。截至 2024 年底，公司资产构成以流动资产为主。

2024 年底，公司货币资金主要为经营获现、客户存款增加和定向增发所获得的资金，其中浙商证券（含下属子公司）客户资金存款 341.06 亿元；期末公司货币资金中作为定期存款、协议存款、保证金等使用受限部分 58.04 亿元。交易性金融资产系由浙商证券证券投资业务产生，主要为债券类投资（占 55.05%）。买入返售金融资产用于核算浙商证券收取有价证券作为抵押所融出的资金，此类资产包括股票和债券等金融资产，2024 年底公司买入返售金融资产中股票质押式回购和债券质押式回购分别为 27.35 亿元和 28.59 亿元，累计计提减值准备 1.02 亿元。公司其他流动资产有所增长，主要系证券交易活跃导致融出资金增加，2024 年底公司其他流动资产中融出资金本息和存出保证金分别为 242.24 亿元和 92.66 亿元。

公司其他债权投资增长较快，2024 年底其他债权投资为浙商证券投资购买的地方债（87.33 亿元）、中期票据（17.96 亿元）和国债（4.73 亿元）等。2024 年底公司长期股权投资较上年底增幅明显，主要系追加对浙江之江交通控股有限公司（以下简称“之

江交通”)等合营企业投资、收购国都证券股份有限公司(以下简称“国都证券”)股权和获取投资收益综合影响所致,期末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(持股比例 50%)、之江交通(持股比例 50%)、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 4.96%)、浙江杭宁高速公路有限责任公司(持股比例 30.00%)、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%)和国都证券(间接持股比例 34.2546%)等股权构成,期间确认投资收益 9.39 亿元。公司无形资产主要为高速公路经营权,2024 年底有所下降系计提摊销所致,公司无形资产累计计提摊销 437.20 亿元(账面原值 642.38 亿元)。

截至 2024 年底,公司受限资产 439.13 亿元,占资产总额的 20.19%,受限比例较高。

图表 12 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	58.04	2.67	主要为协议存款、尚未上缴浙江省公路与运输管理中心的通行费、风险准备金记保证金等
交易性金融资产	133.06	6.12	卖出回购业务的担保物、互换便利质押、处于限售期及融券业务融出部分等
存货	2.86	0.13	仓单质押
其他债权投资	92.01	4.23	质押式卖出回购担保物
无形资产	139.05	6.39	公路经营权质押用于借款
一年内到期的非流动资产	1.48	0.07	借款质押担保
长期应收款	7.43	0.34	借款质押担保
其他权益工具投资	5.21	0.24	互换便利质押、处于限售期
合计	439.13	20.19	--

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

从资产盈利性角度来看,公司高速公路运营业务形成了较大规模的无形资产,路产质量高,单公里通行费收入远超全国平均水平。证券业务形成了交易性金融资产、其他流动资产、其他债权投资等金融类资产,同时公司保有一定规模的联合营企业股权,可获得相对稳定且较为可观的投资收益。2022—2024 年,公司营业总收入波动增长,营业成本波动下降,营业利润率持续增长。同期,公司费用总额波动下降,以财务费用为主,公司期间费用率逐年下降,费用控制能力较强。投资收益对公司利润形成重要补充,2024 年投资收益中权益法核算的长期股权投资收益 10.70 亿元(主要来自上海农商行和杭宁公司等)、持有交易性金融资产期间取得的投资收益 10.02 亿元、处置衍生金融工具取得的收益 4.98 亿元。2022—2024 年,公司利润总额持续增长,2024 年利润总额中高速公路及其附属业务利润总额 64.37 亿元,证券业务利润总额 24.26 亿元。2022—2024 年,公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降,但整体盈利能力仍很强。

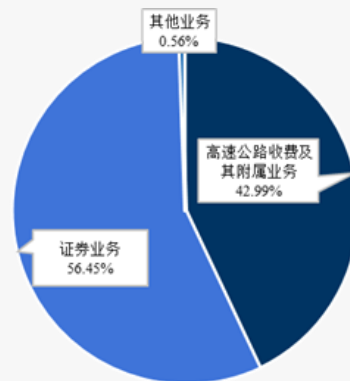
图表 13 • 公司盈利能力情况(单位:亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	267.21	290.93	277.11
营业成本	205.26	214.52	200.36
费用总额	18.65	20.28	15.68
其中:管理费用	1.68	1.73	1.56
财务费用	16.75	17.26	12.51
投资收益	36.35	22.48	25.59
利润总额	74.79	78.79	88.82
营业利润率(%)	22.80	25.83	27.28
总资产收益率(%)	6.51	5.95	5.71
净资产收益率(%)	12.30	10.65	9.70

注:表内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及提供资料整理

图表 14 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源:联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从资产获现能力角度来看,公司高速公路运营及证券业务经营获现能力很强,现金收入比表现较好。2022—2024 年,公司经营现金流入规模大,2023 年经营活动现金流出规模有所下降系存出保证金等证券业务现金支出规模收缩所致,期间经营活动现金持续保持大规模净流入;2022 年公司投资活动现金流入规模大系收回投资和处置申嘉湖杭公司所致,2023 年投资活动现金流

出规模大且其后保有同等规模系公司增加定期存款且其他债券投资规模扩大所致，综上所述，公司自 2023 年起投资活动现金持续大规模净流出；公司经营活动现金结余可有效覆盖投资活动现金需求，筹资活动现金受股东增资及对外融资等因素影响自 2023 年转为净流入。未来随着在建高速公路改扩建项目的推进，公司或存在一定融资需求。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	497.63	495.71	524.66
经营活动现金流出小计	426.75	289.19	327.79
经营活动现金流量净额	70.88	206.52	196.87
投资活动现金流入小计	52.80	5.71	10.02
投资活动现金流出小计	25.61	174.74	169.59
投资活动现金流量净额	27.19	-169.02	-159.57
筹资活动现金流入小计	316.36	446.48	303.65
筹资活动现金流出小计	374.21	397.27	285.44
筹资活动现金流量净额	-57.85	49.21	18.20
现金收入比（%）	83.88	75.96	79.62

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构及偿债能力

受益于可转债转股，公司股东权益规模有所增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性一般。跟踪期内，公司债务规模有所下降，整体债务负担适中。公司偿债指标表现很强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

2022—2024 年底，公司股东权益稳定增长。2024 年，公司本部发行的可转换公司债券转股计入股本 30.25 万元，浙商证券发行的可转换公司债券转股增加合并口径资本公积 12.83 亿元、增加少数股东权益 53.62 亿元。2024 年底，公司未分配利润随着利润累积继续增长，现金股利分配额为 19.18 亿元。公司少数股东权益继续增长，主要由浙商证券、上三公司、杭徽基金的少数股东权益构成。

图表 16 • 公司股东权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
股本	43.43	8.29	59.93	9.60	59.94	8.10
资本公积	121.07	23.12	185.76	29.76	199.25	26.91
未分配利润	133.78	25.55	136.18	21.81	168.23	22.72
少数股东权益	201.32	38.45	214.36	34.34	277.89	37.53
股东权益合计	523.60	100.00	624.27	100.00	740.40	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司经营性负债主要体现为证券业务所产生的卖出回购金融资产款和代理买卖证券款。

图表 17 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

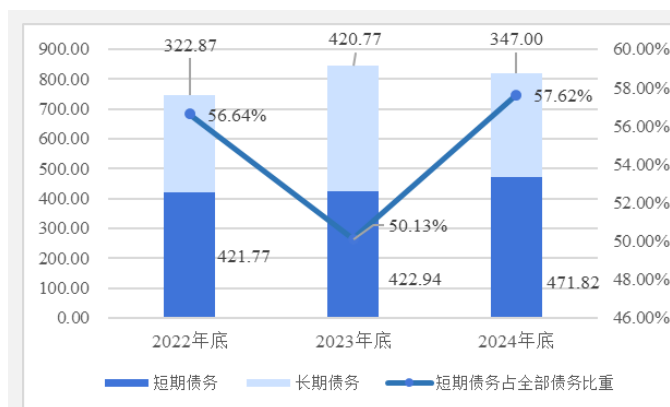
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	1014.32	75.50	1031.53	70.81	1081.40	75.38
短期借款	14.76	1.10	8.29	0.57	8.42	0.59
其他应付款（合计）	69.72	5.19	145.00	9.95	87.52	6.10
一年内到期的非流动负债	106.27	7.91	85.40	5.86	128.08	8.93
其他流动负债	313.76	23.35	270.40	18.56	259.29	18.07
卖出回购金融资产款	238.25	17.73	245.92	16.88	231.39	16.13

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
代理买卖证券款	208.18	15.49	202.86	13.93	299.59	20.88
非流动负债	329.22	24.50	425.19	29.19	353.23	24.62
长期借款	121.95	9.08	132.14	9.07	145.77	10.16
应付债券	197.67	14.71	285.36	19.59	198.76	13.85
负债总额	1343.54	100.00	1456.71	100.00	1434.62	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

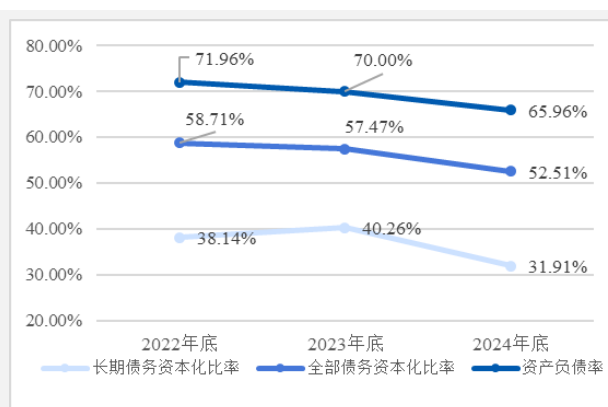
有息债务方面，将其他应付款、其他流动负债、衍生金融负债中的有息部分纳入短期债务核算，2024 年底公司全部债务较上年底有所下降增长。截至 2024 年底，公司全部债务 818.82 亿元，短期债务占比上升至 57.62%。从融资渠道看，债券融资占 46.59%、卖出回购金融资产款占 28.26%，其余主要为长期限的银行借款（为质押借款和信用借款）。从融资成本看，公司长期信用借款融资成本为 2.72%~3.08%，长期质押借款融资成本为 3.00%~3.75%，债券融资（除可转债及境外债外）票面利率为 2.07%~4.08%。从债务指标看，公司资产负债率、全部债务资本化比率均持续下降，长期债务资本化比率波动下降，公司债务负担适中。

图表 18 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

图表 19 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从短期偿债指标看，2024 年底公司流动比率、速动比率及现金短期债务比较上年底均有所下降，但保持较高水平，公司短期偿债能力很强。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 保持增长，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数维持在较好水平，长期偿债指标表现很强。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额 2.02 亿元，担保比率为 0.27%，被担保方为浙江绍兴嵊新高速公路有限公司（公司合营企业，以下简称“嵊新公司”），担保到期日为 2030 年 9 月 30 日。嵊新公司负责经营甬金高速公路绍兴段，运营里程 73.4 公里，经营情况良好，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2024 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 6 宗，合计标的金额 9.44 亿元，均为浙商证券产生，主要系浙商证券承销债券的投资者起诉债券虚假陈述责任纠纷。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司共获得主要银行授信 2089.23 亿元，已使用额度为 423.95 亿元，未使用额度 1665.28 亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司为香港联交所上市公司，浙商证券为 A 股上市公司，均具备直接融资渠道。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）
短期偿债指标	流动比率 (%)	144.22	150.90	142.74
	速动比率 (%)	143.62	149.63	141.60
	现金短期债务比 (倍)	2.37	2.42	2.10
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	127.32	136.63	144.05
	全部债务/EBITDA (倍)	5.85	6.18	5.68
	EBITDA 利息倍数 (倍)	7.01	6.55	8.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

3 公司本部财务分析

公司证券业务由子公司浙商证券运营，高速公路运营业务主要由本部及下属子公司负责；公司本部对子公司管控力度强；公司本部债务负担轻，盈利能力很强。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 460.21 亿元，主要由货币资金和长期股权投资构成。同期末，公司本部负债总额 182.24 亿元，全部债务 64.48 亿元，资产负债率为 39.60%，全部债务资本化比率 18.83%，公司本部债务负担轻，现金短期债务比为 5.43 倍，短期偿付压力小。2024 年，公司本部实现营业总收入 31.26 亿元（主要为高速公路收费收入），投资收益 15.89 亿元，利润总额 37.87 亿元。

七、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司设立了气候治理工作组，制定并推进实施《碳达峰碳中和专项行动方案》《节能减排管理办法》等。2024 年，公司严格遵守各项法律法规，以污染排放最小化为目标，细化规范公司相关管理制度，采用多样化措施加强废气、污水、固废、噪音等排放物管理，降低公司运营对环境造成的影响，公司未发生重大环境污染事件，完成了分布式互通光伏项目并网运行，实现节能减排。

社会方面，公司落实安全运营，深化落实《安全生产法》《浙江省安全生产条例》等法律法规要求，持续完善安全管理制度体系，未发生有责安全生产责任事故及同责以上道路交通死亡事故，未发生火灾事故或造成社会影响的火险，未发生直接经济损失 200 万元（水上运输 500 万元）及以上的生产安全责任事故。此外，公司严格遵守相关法律法规要求，建立各项劳动保护制度，充分保障员工平等就业、合理薪酬、民主沟通等权益，并印发《贯彻人才强企锻造一流队伍行动方案》等文件，围绕“运营转经营”目标，推进组织机构调整及职责优化，持续优化员工职业发展通道。

治理方面，公司治理结构健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标，紧密结合业务建立常态化信息披露机制，定期出具《环境、社会与治理报告》，ESG 信息披露质量良好。

八、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为浙江交投下属从事高速公路投资运营的港股上市公司，获得了股东供股方面的支持。

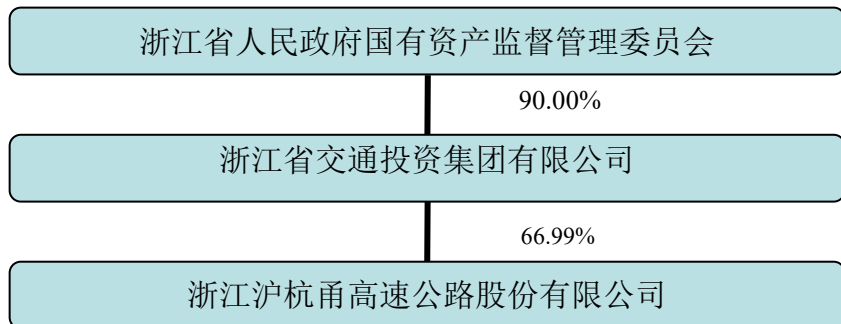
公司控股股东浙江交投由浙江省国资委代表浙江省人民政府行使出资人的职能，浙江交投在浙江省交通基础设施投资建设和运营管理领域处于主导地位。浙江省是中国东南沿海经济强省，腹地经济发达，区位优势 and 路网效应明显。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

公司是浙江交投下属从事高速公路投资运营的港股上市公司，运营路产优质，在浙江省内高速公路投资及运营领域居于重要地位。2023 年，公司向全体内资股股东和 H 股股东按照每 10 股配售 3.8 股的比例分别定向增发内资股 11.06 亿股和 H 股 5.45 亿股，其中向控股股东浙江交投募集资金 41.24 亿元，充实了公司资本实力。

九、跟踪评级结论

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，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 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内二级子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	实收资本（万元）	表决权比例（%）	业务性质	取得方式
浙江上三高速公路有限公司	538000.00	73.63	交通运输	投资设立
浙江金华甬金高速公路有限公司	140000.00	100.00	交通运输	同一控制下企业合并
浙江临平高速公路有限责任公司	7522.30	51.00	交通运输	非同一控制下企业合并
黄山长江徽杭高速公路有限责任公司	58000.00	100.00	交通运输	非同一控制下企业合并
浙江高速公路清障施救服务有限公司	800.00	100.00	服务业	投资设立
德清县德安公路建设有限责任公司	32000.00	80.10	建筑业	投资设立
浙江舟山跨海大桥有限公司	411469.00	51.00	交通运输	同一控制下企业合并
浙江大酒店有限公司	30666.22	100.00	酒店服务	同一控制下企业合并
浙江龙丽丽龙高速公路有限公司	851985.66	100.00	交通运输	同一控制下企业合并
嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司	30000.00	55.00	交通运输	非同一控制下企业合并
浙江之江智能交通科技有限公司	3500.00	98.00	科技服务	投资设立
浙江杭徽高速公路有限公司	100185.30	51.00	交通运输	同一控制下企业合并

注：2021 年公司以浙江杭徽高速公路有限公司所辖的杭徽高速公路为基础资产发行了杭徽基金，杭徽基金的基金份额为 5 亿份，公司持有 2.55 亿份，其中 1 亿份限售 18 个月。杭徽基金全部募集资金用于认购杭徽高速资产支持专项计划（以下简称“杭徽专项计划”），杭徽专项计划持有杭徽公司 100% 股权。因此公司仍将杭徽公司作为子公司纳入合并范围

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	999.55	1023.67	991.40
应收账款（亿元）	5.54	8.31	11.54
其他应收款（亿元）	28.07	51.39	33.68
存货（亿元）	6.06	13.06	12.35
长期股权投资（亿元）	105.00	129.89	196.11
固定资产（亿元）	45.95	53.32	51.26
在建工程（亿元）	5.76	6.78	3.06
资产总额（亿元）	1867.15	2080.98	2175.03
实收资本（亿元）	43.43	59.93	59.94
少数股东权益（亿元）	201.32	214.36	277.89
所有者权益（亿元）	523.60	624.27	740.40
短期债务（亿元）	421.77	422.94	471.82
长期债务（亿元）	322.87	420.77	347.00
全部债务（亿元）	744.63	843.71	818.82
营业总收入（亿元）	267.21	290.93	277.11
营业成本（亿元）	197.02	205.93	193.57
其他收益（亿元）	0.91	0.85	0.86
利润总额（亿元）	74.79	78.79	88.82
EBITDA（亿元）	127.32	136.63	144.05
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	224.14	221.00	220.65
经营活动现金流入小计（亿元）	497.63	495.71	524.66
经营活动现金流量净额（亿元）	70.88	206.52	196.87
投资活动现金流量净额（亿元）	27.19	-169.02	-159.57
筹资活动现金流量净额（亿元）	-57.85	49.21	18.20
财务指标			
销售债权周转次数（次）	45.31	41.99	27.91
存货周转次数（次）	41.97	22.43	15.77
总资产周转次数（次）	0.15	0.15	0.13
现金收入比（%）	83.88	75.96	79.62
营业利润率（%）	22.80	25.83	27.28
总资本收益率（%）	6.51	5.95	5.71
净资产收益率（%）	12.30	10.65	9.70
长期债务资本化比率（%）	38.14	40.26	31.91
全部债务资本化比率（%）	58.71	57.47	52.51
资产负债率（%）	71.96	70.00	65.96
流动比率（%）	144.22	150.90	142.74
速动比率（%）	143.62	149.63	141.60
经营现金流动负债比（%）	6.99	20.02	18.21
现金短期债务比（倍）	2.37	2.42	2.10
EBITDA 利息倍数（倍）	7.01	6.55	8.35
全部债务/EBITDA（倍）	5.85	6.18	5.68

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及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	94.07	161.54	166.79
应收账款（亿元）	1.10	2.60	3.30
其他应收款（亿元）	14.19	14.14	14.13
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	182.00	207.52	233.36
固定资产（亿元）	8.38	8.32	8.21
在建工程（亿元）	0.54	1.65	0.99
资产总额（亿元）	339.11	432.17	460.21
实收资本（亿元）	43.43	59.93	59.94
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	186.13	261.64	277.97
短期债务（亿元）	2.66	18.82	30.72
长期债务（亿元）	81.45	63.25	33.76
全部债务（亿元）	84.11	82.07	64.48
营业总收入（亿元）	26.88	30.82	31.26
营业成本（亿元）	10.34	11.14	10.17
其他收益（亿元）	0.11	0.07	0.08
利润总额（亿元）	57.29	34.43	37.87
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	27.00	30.35	31.29
经营活动现金流入小计（亿元）	54.65	54.36	61.92
经营活动现金流量净额（亿元）	27.42	41.39	48.38
投资活动现金流量净额（亿元）	52.29	-71.80	-41.88
筹资活动现金流量净额（亿元）	-19.86	36.89	-37.18
财务指标			
现金收入比（%）	100.44	98.46	100.10
营业利润率（%）	60.95	63.17	66.88
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	29.03	11.44	11.64
长期债务资本化比率（%）	30.44	19.47	10.83
全部债务资本化比率（%）	31.12	23.88	18.83
资产负债率（%）	45.11	39.46	39.60
流动比率（%）	195.29	189.93	140.87
速动比率（%）	195.29	189.93	140.87
经营现金流动负债比（%）	40.23	38.93	32.78
现金短期债务比（倍）	35.35	8.58	5.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，总资本收益率无法计算，均以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/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-营业成本-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%
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+使用权资产折旧+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