信用等级公告

联合〔2019〕1749 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市高等级公路投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用等级为AA^+，将“09嘉高投债”的信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十八日

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/

嘉兴市高等级公路投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	本次评级结果	上次评级结果
09 嘉高投债	10 亿元	2019/12/2	AAA	AAA	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	10.42	13.91	13.19
资产总额(亿元)	351.94	398.92	404.28
所有者权益(亿元)	168.26	199.67	215.16
短期债务(亿元)	19.18	25.65	38.11
长期债务(亿元)	150.13	157.92	138.33
全部债务(亿元)	169.31	183.57	176.44
营业收入(亿元)	16.05	18.15	20.79
利润总额(亿元)	2.38	4.01	5.01
EBITDA(亿元)	10.80	12.12	13.34
经营性净现金流(亿元)	19.54	7.78	12.67
营业利润率(%)	24.09	27.00	25.43
净资产收益率(%)	1.36	1.94	2.27
资产负债率(%)	52.19	49.95	46.78
全部债务资本化比率(%)	50.16	47.90	45.06
流动比率(%)	663.32	524.90	429.07
经营现金流动负债比(%)	61.78	19.95	25.97
全部债务/EBITDA(倍)	15.68	15.14	13.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.86	2.11

注：1.其他流动负债中短期及超短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款及国开基金款项计入长期债务；2.2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数据

分析师：张建飞　韩晓罡

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，具有较强的区域竞争优势；跟踪期内，公司通行费收入稳定增加，所有者权益快速增长，整体债务负担略有下降，并继续得到嘉兴市政府在财政资金补贴、债务置换及项目资金拨付等方面的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司其他应收款对资金占用明显、短期偿付压力较大、利润总额对非经营性损益依赖大等因素对其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司经营现金流入量对“09 嘉高投债”的保障程度较好。“09 嘉高投债”由嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“文化名城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；2018 年 12 月，文化名城集团在资产重组后更名为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”），是嘉兴市最大的国有资本运营平台，经联合资信评定，嘉兴国投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保进一步提升了“09 嘉高投债”本息偿付的安全性。

未来随着区域经济不断发展、公司在建高速公路陆续通车及周边路网的持续完善，公司收入及利润规模有望进一步增长。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AA+，并将“09嘉高投债”的信用等级由AA+调整为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，嘉兴市经济稳步增长，财政实力增强，公司经营的外部环境良好。
2. 公司作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，跟踪期内持续获取嘉兴市政府在财政

补贴、债务置换及项目资金拨付等方面的支持。

3. 跟踪期内，公司路产车流量及通行费收入稳定增长。
4. 嘉兴国投对“09 嘉高投债”提供的全额无条件不可撤销连带责任担保和嘉兴市政府为“09 嘉高投债”债券设立的专项偿债基金增信机制，进一步提升了“09 嘉高投债”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司其他应收款规模较大，对资金形成较大占用；公司路产收费权质押程度高，资产流动性较弱。
2. 公司财务费用对利润影响大，整体盈利能力弱，利润总额对政府补助及投资收益等非经营性损益依赖性大。
3. 公司短期偿付压力较大；若附设投资者回售选择权的相关债券提前回售，则公司 2019 年存在较大的集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴市高等级公路投资有限公司（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。

嘉兴市高等级公路投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于嘉兴市高等级公路投资有限公司及“09 嘉高投债”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，嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”或“公司”）股权结构及实际控制人未发生变化。截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 11.13 亿元；嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）为公司控股股东，持有公司 86.72%的股份。2018 年 12 月，嘉兴市国资委将嘉通集团及其他嘉兴市主要国资公司股权划入嘉兴市文化名城投资集团有限公司，改组组建浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”），嘉通集团成为嘉兴国投全资子公司，嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）为嘉兴国投唯一股东；公司实际控制人仍为嘉兴市国资委。（最新股权结构见附件 1-1）。

跟踪期内公司经营范围调整为：高等级公路建设、投资、管理及公路沿线配套设施和房地产开发项目（有关建设开发项目凭许可证经营）；受嘉兴市交通投资集团有限责任公司委托收储开发嘉通集团已取得的土地；房屋建设工程的建设投资、管理；市政道路、桥梁工程的建设投资、管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年底，公司内设办公室、财务管理部、审计管理部、经营安全部、工程管理部、拆迁管理部、纪检监事室、党群人事部等 8 个职能部门；合并范围拥有 18 家全资及控股子公司（见附件 1-2、附件 1-3）。

截至 2018 年底，公司资产总额 404.28 亿元，所有者权益 215.16 亿元（其中少数股东权益 64.56 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 20.79 亿元，利润总额 5.01 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖大道902号1幢三号楼310室；法定代表人：李云鸿。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司经联合资信评级的存续债券为“09 嘉高投债”，债券余额 10.00 亿元，债券期限为 10 年，跟踪期内公司已按时支付“09 嘉高投债”当期利息。

“09 嘉高投债”募集资金全部用于嘉兴至绍兴高速公路（跨江通道）（即“嘉绍高速”）北岸接线建设项目。截至评级报告出具日，项目已完成全部投资，募集资金已全部使用完毕。

表1　存续债券基本信息（单位：亿元、%）

名称	债券余额	起息日	票面利率
09 嘉高投债	10.00	2009/12/02	6.20

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领

全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

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

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

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

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5

个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

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

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

五、行业与区域经济

1. 高速公路行业概况

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国

高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部《2018年交通运输行业发展统计公报》，截至2018年底中国公路总里程484.65万公里，增加7.31万公里，其中高速公路通车里程14.26万公里，增加0.61万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度50.48公里/百平方公里，增加0.76公里/百平方公里。2018年，中国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%；普通国省道建设完成投资6378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4986亿元，增长5.4%。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2018年全国营业性客运车辆完成公路客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，比上年分别下降6.2%和5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2018年全国营业性货运车辆完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，比上年分别增长7.3%和6.7%。

高速公路行业政策

2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预〔2017〕97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。《修订草案》提出：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置，经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求等原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。若《修订草案》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响，目前《修订草案》正在向社会公开征求意见中，不排除会有进一步的修改。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内

仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2018年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

2. 区域经济环境

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，东临上海、西南连杭州、北部与苏州相接，与三大城市形成了一小时交通圈，铁路、公路、水路四通八达，是长江三角洲的重要城市之一，区域经济发达。

根据《2018 年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年嘉兴市全市生产总值（GDP）4871.98 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 115.03 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 2624.49 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 2132.46 亿元，增长 7.1%。三次产业结构为 2.3:53.9:43.8。按常住人口计算，全年人均生产总值 103858 元（按年平均汇率折算为 15695 美元），增长 6.3%。

2018 年，嘉兴市工业增加值 2387.18 亿元，比上年增长 8.7%，占全市生产总值的 49.0%。规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）工业企业数 5543 家，实现增加值 1968.14 亿元，增长 8.9%；其中重工业增加值 1082.14 亿元，增长 10.0%；轻工业增加值 886.00 亿元，增长 7.7%。在全市规模以上工业中，高技术制造业、装备制造业、时尚制造业、数字经济核心制造业增加值分别增长 14.4%、13.9%、13.8%和 12.4%。

固定资产投资方面，2018 年，嘉兴市全市固定资产投资比上年增长 7.7%，其中高新技术产业投资、交通运输投资、民间投资、生态环境和公共设施投资分别增长 29.4%、33.9%、19.9%和 29.1%。

交通运输方面，2018 年，嘉兴市公路通车里程 8242 公里，增长 1.3%。各种运输方式（不包括铁路，下同）货物周转量 333.63 亿吨公里，增长 6.9%，其中公路 141.50 亿吨公里，增长 4.6%；全年旅客周转量(营业性车辆)21.30 亿人公里，下降 1.4%。全市机动车总量达 165.53 万辆，其中汽车 133.11 万辆，增长 11.4%，私人汽车 114.29 万辆，增长 11.7%。

2018 年嘉兴市全市财政总收入 895.29 亿元，比上年增长 16.38%；一般公共预算收入 518.55 亿元，增长 16.85%；其中税收收入 473.44 亿元，占一般预算比重为 91.30%，一般预算收入质量高。政府性基金收入 835.81 亿元，同比增长 20.48%。2018 年嘉兴市一般公共预算支出 588.87 亿元，以民生类支出为主。2018 年末嘉兴全市地方政府债务余额 894.70 亿元（预估），其中，市级债务 105.13 亿元。

根据《嘉兴市综合交通体系规划（2014-2020）》，嘉兴市未来在公路规划方面：（1）构建“三纵三横三连”的高速公路主骨架。三纵：南通-苏州-宁波高速（嘉兴段），嘉绍通道，钱江通道；三横：杭浦高速，沪杭高速，申嘉湖（杭）高速；三连：杭州绕城高速公路海宁段，嘉兴乍浦高速，沪杭枫亭高速公路。

（2）规划形成“一环三横六纵四射两连”的干线公路网。“一环”指：嘉兴主城区三环。“三横”指：规划省道嘉善至诸暨公路嘉兴段、国道320（G320）、丹东至东兴（G228）接新01省道。“六纵”指：嘉善至象山（S202）接杭州至平湖（G525）；嘉善至鄞州公路嘉兴段；秀洲（王江泾）至海盐（南北湖）公路；规划国道G524常熟至海宁公路嘉兴段；桐乡至莲都公路嘉兴段；崇新线+桐德公路（南起钱塘江边，经长安至崇福，接线桐德一级公路至桐乡河山与德清新市交界）。“四射”指：嘉湖公路、嘉桐公路、嘉善第三通道、平湖至安吉公路嘉兴段。“两连”指：海盐至安吉公路嘉兴段（盐湖公路）、平湖至瑞安公路嘉兴段。（3）建设嘉兴市区至市域内各县市“一主多辅”通道。（4）规划G320国道改线。

总体看，2018年嘉兴市经济发展整体形势较好，固定资产投资稳步增长，财政实力持续增强；公路通车里程及机动车总量保持增长，未来嘉兴市公路建设规划能为公司业务发展提供潜在项目储备，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位及业务地位无变化，仍为嘉兴市从事高等级公路建设、投资、管理与公路沿线配套设施开发的重要主体，业务具有较强的区域竞争优势；下属子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司是交通部二级道路旅客运输企业，也是嘉兴市道路客运规模最大的国有骨干企业，区域内行业垄断优势明显。

跟踪期内，公司继续获得嘉兴市政府在财政补贴、债务置换及项目资金拨付等方面的支持。2018年公司收到政府补助3.89亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。2018年，公司控股子公司收到政府债务置换资金8.80亿元，收到杭州湾北接线二期项目建设资金6.00亿元，因涉及少数股东，公司合并层面增加资本公积9.59亿元，增加少数股东权益5.21亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033040200052270W），截至2019年3月26日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司变更了董事长、总经理、副总经理、监事会主席以及部分监事；其中公司董事长变更为李云鸿，总经理变更为张富标，副总经理变更为花屹；监事会主席变更为黄莜璐，另有两名监事人员变更。变更后公司董事会成员仍为9人，监事会成员仍为5人，满足公司章程要求。

李云鸿，1961年生，研究生学历；曾任嘉兴地区商业局综合科干事，嘉兴市商业局财务科、商干校、业务科干事、副主任科员，嘉兴市商业控股公司综合管理处副处长、处长，嘉兴市商业控股公司党委委员、总经理助理兼商业房地产公司董事长，嘉兴市商贸资产公司党委委员、总经理助理兼商业房地产公司总经理、国际会展中心常务副总经理，嘉兴市社会发展投资集团有限公司党委委员、副总经理兼任嘉兴国际会展中心总经理、嘉兴商业房地产有限责任公司总经理，嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司党委副书记、副总经理兼嘉兴国际会展中心、嘉兴商业房地产开发建设有限责任公司董事长；2018年11月至今任公司董事长。

张富标，1964年生，本科学历；历任嘉兴市环境保护局管理科副科长、科长、管理处处长、副局长，嘉兴市污水工程建设指挥部副总指挥、总指挥，嘉兴市市联合污水处理有限责任公司副董事长、副总经理、总经理、董事长，嘉兴市水务投资集团有限公司副董事长；2018年11月至今任公司总经理。

跟踪期内，公司对部分部门设置进行了调整，并对部分内部管理制度进行了修订完善。

总体看，跟踪期内，上述变动对公司经营管理无重大不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2018年，受通行费及商品销售收入增加影响，公司营业收入规模同比增长14.54%至20.79亿元。其中，通行费收入7.25亿元，同比增长7.73%，主要系跟踪期内杭州湾跨海大桥北接线一期和嘉绍高速北接线车流量增长带动通行费收入增长所致；运输收入1.34亿元，同比下降4.96%；商品销售收入10.90亿元，同比增长25.00%，主要系跟踪期内成品油市场价格上升，且公司商品油销量上升所致。公司主营业务中其他业务收入主要为高速公路广告牌租赁收入、培训收入、旅游收入、工程收入和服务区收入，整体占比仍较小。

毛利率方面，2018年，公司通行费毛利率66.44%，同比基本保持稳定；运输业务毛利率为-72.64%，同比下降21.62个百分点；商品销售毛利率为12.11%，同比下降2.14个百分点。受商品销售毛利率下降以及毛利率水平较高的通行费收入占比下降等因素综合影响，公司主营业务毛利率同比下降2.33个百分点至25.66%；整体毛利率同比下降1.79个百分点至25.79%。

表 2　2017—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	**17.80**	**98.07**	**27.99**	**20.49**	**98.55**	**25.66**
通行费收入	6.73	37.08	65.15	7.25	34.87	66.44
运输收入	1.41	7.77	-51.02	1.34	6.43	-72.64
商品销售	8.72	48.04	14.25	10.90	52.40	12.11
其他	0.94	5.18	7.64	1.01	4.85	9.00
其他业务	**0.35**	**1.93**	**6.87**	**0.30**	**1.45**	**34.73**
租赁收入等	0.35	1.93	6.87	0.30	1.45	34.73
营业收入合计	**18.15**	**100.00**	**27.58**	**20.79**	**100.00**	**25.79**

资料来源：公司审计报告及联合资信整理

注：因四舍五入，个别数据分项之和与合计并不完全一致

2. 业务经营分析

（1）公路建设与运营

公司高等级公路建设与运营业务主要由公司本部、嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司（以下简称“杭州湾公司”）、嘉绍公司运营。截至2018年底，公司控股高速公路包括杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍高速北接线，均已通车运营；参股高速公路为杭浦高速项目和钱江通道北接线一期，联营高速为嘉绍跨江大桥。

表 3　截至 2018 年底公司已通车控股路产情况（单位：公里）

路段名称	里程	通车时间	公路性质	收费权期限	收费批文号
杭州湾跨海大桥北接线一期	24.79	2008.01	经营性	25 年	浙政办函〔2007〕63 号
07 省道	45.60	2007.05	经营性	25 年	浙政办函〔2008〕49 号
嘉绍高速北接线	43.26	2013.07	收费还贷	15 年	浙政办函〔2013〕56 号

资料来源：公司提供

控股路产

控股高速公路中杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，一期全长24.785公里，于2008年建成通车。2018年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量3.90万辆，同比增长6.85%，主要得益于路网培育以及私家车数量增加，此外周边乍嘉苏高速公路年久失修导致拥堵情况也间接增加了杭州湾跨海大桥北接线车流量。2018年实现通行费收入1.42亿元，同比增长5.19%。

07省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于2007年5月完工通车，于2012年划转至公司。公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，交通局每年返还给公司上年最后一季度以及当年前三季度的通行费收入。2018年，07省道日均车流量1.85万辆，同比增长2.21%；实现通行费收入3412.03万元，同比增长2.09%。

嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，分为嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥和嘉绍高速南接线。其中，公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，全长43.26公里，双向八车道，于2013年7月建成通车。2018年，嘉绍高速北接线实现日均车流量7.10万辆，同比增长9.57%，亦得益于路网培育、私家车数量增加以及周边乍嘉苏高速公路年久拥堵情况所间接增加的车流量；2018年实现通行费收入5.49亿元，同比增长8.71%。2015年，嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，而且嘉绍高速北接线实现大额通行费收入，因此财政不再予以补贴。

总体来看，跟踪期内，公司控股路产车流量及通行费收入仍呈增长趋势，杭州湾跨海大桥北接线一期和嘉绍高速北接线为公司通行费收入的主要来源，近年运营情况均稳步提升。

参股及联营路产

钱江通道北接线一期项目原为公司控股路产，由原公司子公司嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（以下简称“嘉萧高速公司”）负责运营管理及后续建设。项目分两期施工，施工一期工程从钱江隧道北出口连接至杭浦高速公路，2014年4月通车试运营（1.10公里），施工二期从杭浦连接至沪杭高速公路，因资金问题及为培育杭浦高速车流量而迟迟未动工建设。为解决施工二期的资金问题，该项目改由浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）与嘉兴市政府合作拟采用PPP模式统一建设。项目资本金35%，其中浙江交投作为社会资本方持股70%，嘉兴市政府持股30%（其中公司占比50%，海宁市交通投资集团有限公司和桐乡市交通建设投资集团有限公司分别占36.15%和13.85%）。依据《嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司股权转让及增资扩股协议》，公司将持有的嘉萧高速公司股权转让给其他参与方，转让后嘉萧高速公司纳入浙江交投合并范围，钱江通道北接线一期项目由公司控股路产变为参股路产（公司持股15%）。根据嘉兴市交通运输局与嘉萧高速公司签署的PPP协议，后续运营期内，每年实际通行费收入达到约定收入的120%之前，嘉兴市交通运输局将对嘉萧高速公司进行缺口性补助；若通行费收入大于约定收入的120%时，超过部分全部归嘉兴市交通运输局所有。特许经营期结束后，按照约定将路产及相关资料等无偿移交给嘉兴市政府或其指定的机构。2015年以来，钱江通道北接线一期整体车流量及通行费规模均较小；其划出短期内对公司路产质量以及通行费收入影响较小。但在其通行费收入达到约定收入规模之前，预计公司可能将每年按出资比例承担部分补助性支出；且未来施工二期建成与一期贯通后，对公司其他路产可能产生的影响尚不确定。

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是

公司与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（以下简称“嘉绍跨江大桥公司”）联营的路产，公司持股比例45%，2018年取得的投资收益为2.24亿元。

公司参股杭浦高速项目，公司持股比例16.35%。杭浦高速公路全长112.5公里，为国家高速公路路网南通至嘉兴的重要组成部分。2014年通车以来杭浦高速尚处于亏损状态，公司未取得相关投资收益。

表 4　公司控股、参股及联营高速公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

项目	公路名称	通行费收入		车流量	
		2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
控股	杭州湾跨海大桥北连接线一期	13492.39	14246.78	36455	38984
	07 省道	3342.24	3412.03	18140	18520
	嘉绍高速北接线	50515.26	54853.30	64837	71026
参股	杭浦高速	52458.03	60677.92	29002	34498
	钱江通道北接线一期	226.96	--	11163	--
联营	嘉绍跨江大桥	63808.64	68944.18	37324	40470

注：杭浦高速及嘉绍跨江大桥非公司控股路产，通行费不计入公司营业收入；钱江通道北接线一期 2015 年通行费收入计入营业收入，但因仅部分路段通车，尚未整体完工，2017 年通行费不再计入营业收入，调整至工程成本，并对 2016 年度数据进行了相应调整；2018 年 6 月，嘉萧高速公司划出公司合并范围后，钱江通道北接线一期不再作为公司控股路产

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司公路收费标准未发生变化。由于公司运营路段营运至今未发现路面重大损毁现象，故公司公路养护费用支出较小，2018年公路养护成本分别为2535.09万元，同比增长34.69%，系随着主要高速公路通行年限增长，养护成本自然增加。此外，由于杭州湾北岸连接线一期通车时间较长，公司计划自2022年起，连续五年内进行对杭州湾北岸连接线一期的路面大修工作。公司自2017年至2026年逐年计提大修费用，预计未来大修费用1.43亿元，按照4.90%财务折现率计算，2017年计提大修费用0.11亿元，计入“预计负债”科目。由于2018年采取的道路预防性养护取得明显成效，使路面状况一直保持在较高水平，大幅度降低了大修的成本投入。故不再逐年计提2018至2026年的道路养护大修费用，并将2017已计提部分予以冲回。

在建道路方面，截至2018年底公司主要在建高速公路项目主要为杭州湾跨海大桥北接线二期，为经营性高速，总投资55.94亿元，截至2018年底累计完成投资43.33亿元，公司主要通过自筹及对外借款解决建设资金需求，未来投资规模较大，且随着建设期将尽，存在一定集中支付压力。

表5　截至2018年底公司主要在建高速公路情况

（单位：亿元、公里）

项目名称	投资概算	建设期	里程	资本金（自筹）	已投资
杭州湾跨海大线二期	55.94	2016—2019	27.60	11.44	43.33

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司控股、参股路产收费标准无变化，路产运营情况良好，车流量及通行费收入持续增长，板块盈利能力增强。同时公司在建路产未来投资规模仍较大，公司存在一定投资压力。

（2）运输业务

公司运输业务主要由嘉兴市国鸿（集团）有限责任公司（以下简称“国鸿集团”）经营，业务以客运为主。2018年国鸿集团被注销，运输业务由国鸿集团原子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司（以下简称“国鸿汽运）负责。

公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通，其中长途客运业务收入占比在90%以上。公司长途客运包括自营和承包两种模式，自营模式由公司直接经营长途客运线路，承包模式是指公司将长途客运的线路承包给第三方并收取固定的管理费用；自营模式主要以线路效益好、线路相对较短易于管理的线路为主，承包模式主要以线路效益较差、线路长、不易于管理的线路为主。自营模式收入占长途客运收入的80%以上。

国鸿汽运为嘉兴市最大的客运公司，截至2018年底，公司客运班线共有137条，较2017年底减少44条，主要系部分班线受高铁及私家车分流影响客流量减少，亏损较重，公司减少了部分班线。137条客运班线中跨省级班线44条、跨地市班线19条、跨县班线13条，城乡公交班线61条。公司拥有营运车辆1086辆，其中客运班线车100辆，公交车380辆，商务旅游车108辆，出租车179辆，驾驶培训教练车319辆。

2018年，国鸿汽运共完成客运量2322.89万人次，行驶里程5055.97万公里，受高铁和私家车分流影响，相关运营指标均较2017年有所下降。

表 6　2017—2018 年公司客运业务运营情况

（单位：条、万人次、万公里、亿元）

指标	2017 年	2018 年
客运班线	181	137
客运量	2540.40	2322.89
行驶里程	5388.26	5055.97
客运收入	1.41	1.38
财政补贴	1.08	1.16

资料来源：公司提供

国鸿汽运于 2010 年按照嘉兴市政府要求收购私营城乡公交，由于城乡公交收费与市内公交标准一致，收费低，成本高，公司运输业务出现政策性亏损；2018 年公司运输业务实现收入 1.34 亿元，毛利率-72.64%，亏损加剧，鉴于客运业务具有一定的公益性，嘉兴市政府对于国鸿公司收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补；2017—2018 年，国鸿公司分别获得嘉兴市财政补贴 1.08 亿元和 1.16 亿元。

总体看，跟踪期内，受高铁和私家车分流影响，公司长途客运班线有所减少，客运周转量、行驶里程及客运收入进一步下降，亏损严重，继续获得嘉兴市政府的经营亏损弥补。

（3）商品销售

公司商品销售业务板块主要为子公司国鸿集团下属四家加油站、嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“交通石油公司”）以及嘉兴交投石油有限公司（以下简称“交投石油公司”）的成品油销售业务。2018年，国鸿集团注销后，下属四家加油站由子公司嘉兴市国鸿石油天然气经营有限公司（以下简称“国鸿油气公司”）运营。2018年实现商品销售收入10.90亿元，较上年增长25.00%。

国鸿油气公司下属四家加油站主要从事汽油、柴油、润滑油等产品的零售业务。四家加油站的油品销售主要采取向中石油、中石化批量购买、现货销售的运营模式。采购资金结算方式为先付款后提货，油品销售主要依托站、场优势，销售对象主要为省内、省外其他客运公司运输车辆，其余为道路过往社会车辆，也有少量单位集体采购客户。销售货款的结算方式基本上为现金结算。2018 年国鸿油气公司下属 4 家加油站实现油品销售收入 2.48 亿元。

交通石油公司成立于 2011 年 8 月，主要从事成品油零售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理等。公司交通石油另一股东中石化签订一致行动协议，公司具有实际控制权，纳入合并报表范围。交通石油公司主要经营公司下属杭州湾北接线、嘉通集团下属杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共 4 对 8 座加油站的加油业务。交通石油公司为公司与中石化浙江分公司合营成立的公司，其油料采购渠道为中石化嘉兴分公司直接供应油料，采购价格按照中石化给予联营单位的统一售价确定，并可基于国家成品油政策的变动予以协商调整，总体采购价格略低于市场采购价格。2016 年 12

月 31 日公司与中石化签订了补充协议，明确中石化嘉兴公司以在嘉兴地区批发最低价格为依据，以中石油嘉兴分公司的同期市场最低批发价为参照，两者的平均价格作为公司成品油的供应价格。销售方面，公司的成品油零售价格执行国家最高限价。由于交通石油公司加油对象为高速公路过往车辆，包括小汽车、客车、货车等，销售方式主要为零售，销售货款采用现金结算方式。2018 年，交通石油公司油品销售收入 6.80 亿元。

交投石油公司成立于 2017 年，公司出资 51%，中石油出资 49%，经营范围为嘉绍高速公路 1 对 2 座加油站及在建的杭州湾北接线二期 1 对 2 座加油站，2017 年 11 月开始正式经营，当年实现销售收入 0.29 亿元。2018 年实现销售收入 1.62 亿元。

总体看，跟踪期内，受油价上升以及新增加油站影响，成品油销售收入及毛利率均进一步提升。

（4）其他业务

公司主营业务中的“其他”业务包括驾校培训、旅游服务、绿化工程和服务区收入等。2018年，该板块实现收入1.01亿元。

驾校培训业务主要是由子公司国鸿公司下属公司嘉兴国鸿汽车驾驶员培训有限公司和海盐国鸿汽车驾驶员培训有限公司负责。另嘉兴市交通学校除全日制教学外也承担部分驾驶员培训业务，为一类资质培训学校。公司拥有各类教练车 319 余辆，硬化训练场地 42627 平方米，其中海盐国鸿汽车驾驶员培训有限公司 14291 平方米，嘉兴市交通学校 28336 平方米。拥有封闭式大型训练场地 2 个。

旅游服务业务主要由孙公司嘉兴市国鸿旅行社有限公司经营。嘉兴市国鸿旅行社有限公司成立于 1993 年 12 月，注册资本 53 万元，经营业务包括国内旅游、入境旅游和票务代理等。

绿化工程业务主要由子公司路源公司经营，主要包括高速公路道路绿化、园林绿化、苗木种植和销售等。

服务区业务由嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司经营，经营范围包括餐饮、超市和特色小吃店等。

其他业务主要包括公司本部以及子公司国鸿公司、杭州湾公司、嘉绍高速公司经营的物业租赁等。2018年，公司其他业务实现收入0.30亿元，同比有所下降。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司总体发展思路是实施三大战略：大交通战略、资本营运战略、转型发展战略。从具体的发展目标来看，公司将继续以高速公路等交通基础设施投资经营为主业，做实交通运输业，发展交通地产业，拓展高速衍生产业。公司将继续推进杭州湾北接线二期高速公路项目建设项目；推动国鸿公司进一步优化整合道路运输资源，培育壮大如商务旅游、个性化包车等特色运输服务，谋划国鸿石油混合所有制改革工作，做大石油板块业务；推动路源公司要在稳定原有业务的基础上，做好做精新拓展服务区业务。此外，公司控股股东嘉通集团与蓝城集团合作开发温泉小镇项目，计划打造集健康养生、温泉旅游、休闲度假、田园宜居为一体的长三角温泉健康养生小镇。温泉小镇位于嘉兴市运河农场，地处嘉兴西部，东与秀洲新区毗邻，西于桐乡乌镇接壤，南以京杭大运河，嘉兴一级公路穿境而过。温泉小镇所属地块为嘉兴市秀洲区新塍镇原市农垦场，计入公司“存货—开发成本”（截至 2018 年底账面价值 52.28 亿元）中，未来由公司子公司嘉兴市温泉投资发展有限公司进行开发，预计可产生较可观的土地开发相关收益。

未来公司将继续以高速公路等交通基础设施建设及运营为主业，同时拓展高速衍生产业，业务有望进一步多元化。但随着在建路产开发的持续投入以及温泉小镇项目的未来开发，公司存在一定集中融资压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围内拥有子公司 18 家。跟踪期内，公司合并范围减少子公司 5 家，新增设立子公司 3 家。2018 年，公司财务报表对期初部分科目进行了追溯调整，追溯调整涉及金额小。总体看，跟踪期内合并范围变动及期初数据追随调整对财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 404.28 亿元，所有者权益 215.16 亿元（其中少数股东权益 64.56 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 20.79 亿元，利润总额 5.01 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 404.28 亿元，同比增长 1.34%，从资产结构看，流动资产占比为 51.76%，同比上升 0.45 个百分点（公司主要资产及构成情况见表 7）。

表 7　2017—2018 年底公司主要资产情况

（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**204.68**	**51.31**	**209.26**	**51.76**
货币资金	13.91	3.49	13.19	3.26
其他应收款	114.30	28.65	112.07	27.72
存货	75.47	18.92	75.37	18.64
非流动资产	**194.24**	**48.69**	**195.02**	**48.24**
可供出售金融资产	34.76	8.71	35.78	8.85
固定资产	86.38	21.65	84.10	20.80
在建工程	39.32	9.86	39.24	9.71
资产合计	**398.92**	**100.00**	**404.28**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2018 年底，公司流动资产 209.26 亿元，同比增长 2.24%。其中货币资金 13.19 亿元，同比下降 5.16%；主要为银行存款（占比 99.65%），受限规模较小。其他应收款总额 112.13 亿元，计提坏账比例 0.06%，账面余额 112.07 亿元，同比下降 1.95%；从集中度看，公司其他应收款金额重大单位余额合计 111.30 亿元，占总额的 99.25%；账龄多在 3 年以内，账龄较长；款项性质主要为公司与股东方及其他关联方往来款，对公司资金占用明显。存货 75.37 亿元，同比下降 0.13%，未计提跌价准备；从构成看，主要为储备土地 75.12 亿元（占比 99.67%），包含出让地 22.84 亿元，划拨地 52.28 亿元。其中使用权已抵押部分价值 15.09 亿元，全部为出让地，占出让地价值总额的 66.07%；公司存货流动性较弱。其他流动资产 8.24 亿元，同比增加 8.01 亿元，主要为购买的理财产品。

表 8　2018 年底公司其他应收款金额重大单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	关系	金额	账龄	比例
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	母公司	90.07	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	80.32
浙江杭浦高速公路有限公司	受同一母公司控制	16.70	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	14.89
嘉兴交通建设开发有限责任公司	受同一母公司控制	3.43	1 年以内，1~2 年，3 年以上	3.05
嘉兴市南湖区交通建设投资有限责任公司	股东之一	0.63	3 年以上	0.56
嘉兴市秀洲区交通建设投资有限责任公司	股东之一	0.48	3 年以上	0.43
合计		**111.30**	--	**99.25**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 195.02 亿元，同比增长 0.40%。其中可供出售金融资产 35.78 亿元，同比增长 2.94%，主要包括对沪杭铁路

客运专线股份有限公司的权益工具投资 20.01 亿元以及对浙江省海港投资运营集团有限公司股权投资 8.26 亿元；当期取得投资收益 0.27 亿元。固定资产 84.10 亿元，同比下降 2.64%，主要由道路资产（占比 93.32%）构成；其中高速公路收费权除 07 省道外均已用于对外借款质押。在建工程 39.24 亿元，当年新增投入 12.51 亿元，转固 0.07 亿元，其他减少 12.52 亿元（主要系嘉萧高速公司不再纳入合并报表范围后，其控股路产钱江通道北接线一期工程不再计入在建工程核算），余额同比保持稳定，主要为对杭州湾跨海大桥北接线二期工程的投入。其他非流动资产 13.36 亿元，同比保持稳定，主要为南湖达到土地及海盐塘滨河土地。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产以土地资产、在建及完工高速路产及往来款为主，关联方占用公司资金明显；路产抵押程度高，存货主要为划拨用地，且存在使用受限情况，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益215.16亿元，同比增长7.76%。其中实收资本11.13亿元，同比保持稳定；资本公积125.53亿元，同比增长7.86%，系公司控股子公司存量债务由政府进行置换以及收到项目拨款，公司按照持股比例调增资本公积9.59亿元；未分配利润12.69亿元，同比10.39%；少数股东权益64.56亿元，同比增长9.05%，系公司控股子公司存量债务由政府进行置换，按照少数股东持股比例调增5.21亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模保持增长，实收资本及资本公积占比大，所有者权益稳定性尚可。

负债

2018 年底，公司负债总额 189.13 亿元，同比下降 5.08%，主要来自非流动负债下降；其中流动负债占 25.79%，同比上升 6.22 个百分点，非流动负债占 74.21%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 48.77 亿元，同比增长 25.07%。其中，短期借款 2.07 亿元，同比下降 32.40%，全部为保证借款。其他应付款 8.09 亿元，包括其他应付款 5.54 亿元，应付利息 2.55 亿元；其中其他应付款同比下降 35.54%，余额主要为往来款及工程款，账龄集中在 2 年以内（占比 70.38%），应付对象多为关联公司及工程施工单位。一年内到期的非流动负债 30.04 亿元，同比增加 24.44 亿元，主要系一年内到期的“09 嘉高投债”（10 亿元）、“14 嘉公路 PPN002”（10 亿元）和“中国人寿-嘉兴高投债权投资计划”分期偿还部分（4.50 亿元）及部分长期借款调入。其他流动负债 6.04 亿元，同比下降 64.49%，主要系 2017 年发行的“17 嘉公路 CP001”、“17 嘉公路 SCP001”、“17 嘉公路 SCP002”等短期及超短期融资产品到期偿还；余额主要为公司于 2018 年 5 月发行的 1 年期债权融资计划。

2018 年底，公司非流动负债 140.36 亿元，同比下降 12.42%。其中长期借款 49.53 亿元，同比下降 9.30%，系部分一年内到期借款调整至“一年内到期非流动负债”；余额主要是公司以公路收费权质押取得的银行借款。应付债券 83.20 亿元，同比下降 14.23%，主要受公司新发债券以及部分存续债券部分兑付或调整至“一年内到期非流动负债”等影响。从存续债券（含有一年内到期部分）的到期分布时间看，2019 年到期 24.50 亿元，2020 年到期 32.20 亿元，2021 年到期 48.00 亿元，2023 年到期 3.00 亿元，2019—2021 年到期规模均较大；此外部分债券含投资者回售选择权，极端情况下，若投资者均选择将该部分含回售选择权的债券于行权当年全部回售给公司，则公司 2019 年偿付金额将达到 62.50 亿元[1]，集中偿付压力较大。长期应付款 5.67 亿元，同比下降 11.35%，主要

[1] 2019 年 5 月 16 日，“16 高投 01”已提前回售 13.80 亿元，2019 年权限待偿还金额为 48.70 亿元

为融资租赁款及应付国家开发基金有限公司利息（公司未来应支付的国开基金对杭州湾大桥北接线二期的投资利息折现至期末金额），有息部分已调整至长期债务核算。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务合计 176.44 亿元，同比下降 3.89%。从债务结构看，短期债务占 21.60%，长期债务占 78.40%，短期债务占比较 2017 年底有所上升。

表 9　2017—2018 年底公司有息债务情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	25.65	38.11
长期债务	157.92	138.33
全部债务	183.57	176.44
长期债务资本化比率	44.16	39.13
全部债务资本化比率	47.90	45.06
资产负债率	49.95	46.78

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：因四舍五入，部分数据分项与合计数并不完全一致

债务指标方面，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所下降，分别为 46.78%、45.06%和 39.13%。此外，考虑到公司所有者权益中国开基金投资款 7.83 亿元属于“明股实债”性质，公司实际债务负担高于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，整体债务负担有所减轻，但未来仍面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 20.79 亿元，同比增长 14.54%；同期公司营业成本 15.43 亿元，同比增长 17.38%，增速高于营业收入增速；受此影响，2018 年公司营业利润率同比下降 1.57 个百分点至 25.43%。

2018 年公司期间费用 6.81 亿元，同比增长 2.13%。受营业收入增长双重影响，2018 年公司期间费用占营业收入比重同比下降 3.99 个百分点至 32.74%，但仍处于较高水平，期间费用对利润的侵蚀仍然较大。

2018 年，公司投资收益 2.59 亿元，同比增长 33.95%，主要为按权益法核算的对嘉绍跨江大桥公司的长期股权投资收益。

2018 年，公司其他收益 1.15 亿元，营业外收入 2.76 亿元，主要是收到的与公司日常活动相关的车辆运营、亏损弥补、油价补贴等政府补助，两者合计 3.91 亿元，同比增长 3.17%。

2018 年公司利润总额 5.01 亿元，同比增长 24.87%；其中其他收益、营业外收入合计占比 78.04%，利润总额对非经营性损益依赖大。

表 10　2017—2018 年公司收入、利润情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	18.15	20.79
投资收益	1.94	2.59
其他收益	1.08	1.15
营业外收入	2.71	2.76
利润总额	4.01	5.01
营业利润率	27.00	25.43
净资产收益率	1.94	2.27
总资本收益率	2.48	2.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，受净利润增长影响，跟踪期内，公司净资产收益率、总资本收益率均有所上升，2018 年底分别为 2.27%和 2.66%。

总体看，跟踪期内，公司收入及盈利均有所增长，但期间费用控制能力较弱，利润对财政补贴及投资收益等非经营性损益依赖大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入 40.96 亿元，同比增长 38.40%。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 23.48 亿元，同比增长 17.36%，主要受收入规模增长影响；收到其他与经营活动有关的现金 17.48 亿元，同比增长 82.30%，主要为集团内部往来款；现金收入比为 112.93%，较 2017 年上升 2.72 个百

分点。2018 年，公司经营活动现金流出 28.29 亿元，同比增长 29.68%。其中，购买商品、接受劳务支出的现金 13.47 亿元，同比增长 24.04%；支付其他与经营活动有关的现金 12.38 亿元，同比增长 40.11%，主要为往来款。2018 年公司经营活动现金流净额为 12.67 亿元，较 2017 年增长 62.87%。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 16.01 亿元，同比增长 361.86%；主要为收回投资收到的现金 15.52 亿元，同比增长 419.16%，为收回理财产品的本金及投资收益。2018 年，公司投资活动现金流出 34.46 亿元，同比增长 99.25%；其中购建固定资产、无形资产支付的现金 11.62 亿元，同比下降 21.42%，主要为杭州湾大桥北接线（二期）工程等在建项目投资；投资支付的现金 22.70 亿元，同比增加 20.20 亿元，为购买理财产品支出。2018 年，公司投资活动现金净流量为-18.45 亿元，净流出规模进一步扩大。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 52.14 亿元，同比增长 1.64%，主要为取得借款收到的现金 37.32 亿元、吸收投资收到的现金 14.80 亿元，主要为收到的政府债务置换资金和杭州湾北接线二期项目财政拨款。2018 年，公司筹资活动现金流出 47.05 亿元，同比增长 12.61%，主要为偿还债务支付的现金 37.40 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 9.33 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 5.09 亿元，同比下降 46.53%。

表 11　2017—2018 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入小计	29.60	40.96
经营活动现金流出小计	21.82	28.29
经营活动现金流量净额	7.78	12.67
投资活动现金流量净额	-13.83	-18.45
筹资活动现金流量净额	9.52	5.09
现金收入比	110.21	112.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，受往来款流入增长影响，公司经营活动现金流净额有所增长，但仍无法满足投资活动现金需求。未来，随着公司项目建设持续投入及后续偿债支出，公司仍存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 429.07%、274.52%，均较 2017 年底有所下降。2018 年，公司经营现金流动负债比为 25.97%，较 2017 年上升 6.02 个百分点。2018 年底，公司现金类资产为 13.19 亿元，对公司当年短期债务的覆盖倍数为 0.35 倍，保障倍数较低，公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 13.34 亿元，同比增长 11.94%，EBITDA 利息倍数由 2017 年的 1.86 倍上升至 2.11 倍，EBITDA 对利息的保障能力较好；全部债务/EBITDA 由 2017 年的 15.14 倍降至 13.23 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有所增强。公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司尚未使用的银行授信额度为 22.82 亿元，间接融资渠道比较畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保合计 25.91 亿元，担保比率 12.04%。被担保方均为嘉兴市国资企业，公司或有负债风险可控。

表 12　2018 年底公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保企业	金额	性质	截止日
嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司	21.50	国企	2026.10.30
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	0.41	国企	2020.9.17
浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司	4.00	国企	2024.4.28
合计	**25.91**	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告公司提供

考虑到公司作为嘉兴市高等级公路建设运

营主体，获得的嘉兴市政府各方面支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为247.48亿元，同比基本保持稳定。母公司资产占合并口径资产总额的61.21%。其中，流动资产为179.50亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为123.85亿元，同比增长2.25%。其中，实收资本占8.99%；资本公积占比88.32%。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债合计123.63亿元，较上年下降2.61%，主要由非流动负债构成。其中，流动负债主要由一年内到期的非流动负债构成；非流动负债全部为应付债券。母公司2018年资产负债率为49.96%，同比有所下降，整体债务压力减小。

2018年，母公司营业收入为0.34亿元，占合并口径营业收入的1.64%；利润总额为-1.14亿元。公司收入主要来自下属子公司运营的高速公路通行费，母公司收入及利润规模小。

十、存续债券偿还能力分析及保障措施

1. 存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级报告出具日，公司经联合资信评级的存续债券为“09 嘉高投债”，债券余额 10.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为存续债券余额的 1.33 倍、4.10 倍和 1.27 倍，经营活动现金流入量对存续债券余额的覆盖程度高。2018 年底，公司现金类资产为 13.19 亿元，为“09 嘉高投债”” 余额的 1.32 倍，保障程度较好。

2. 偿债保障措施

“09 嘉高投债”由嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“文化名城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018 年 12 月，嘉兴市国资委将嘉通集团及其他嘉兴市主要国资公司股权划入文化名城集团，并改组为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“嘉兴国投”），嘉兴市国资委为嘉兴国投的唯一股东及实际控制人。嘉兴国投作为嘉兴市市属国有资本运营平台，定位于深化国有资产管理体制和国有资本授权经营体制改革，职能定位高；获取的经营资源较为优质，相关产业区域垄断优势明显；整体资本实力及业务区域竞争力很强。截至 2018 年底，嘉兴国投资产总额 1053.99 亿元，所有者权益 395.83 亿元；2018 年，嘉兴国投实现营业收入 124.74 亿元，利润总额 4.72 亿元。经联合资信评定，嘉兴国投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

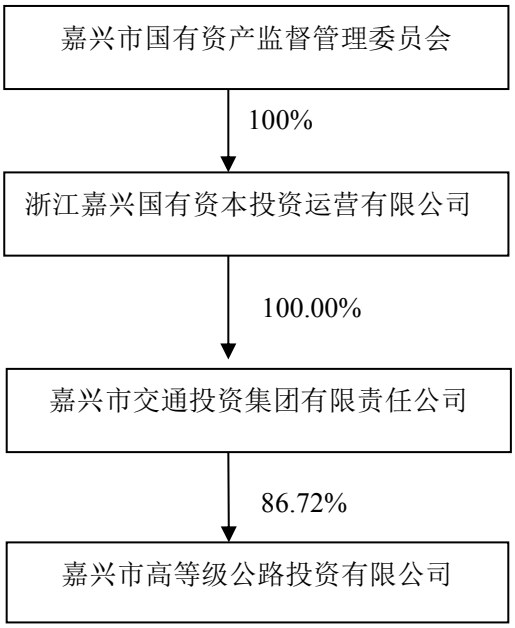
此外，嘉兴市政府为“09 嘉高投债”设立专项偿债基金，专门用于债券本息的偿付。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“09 嘉高投债”的保障程度较好；嘉兴国投对“09 嘉高投债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及嘉兴市政府设立“专项偿债基金”进一步提升了其偿付的安全性。

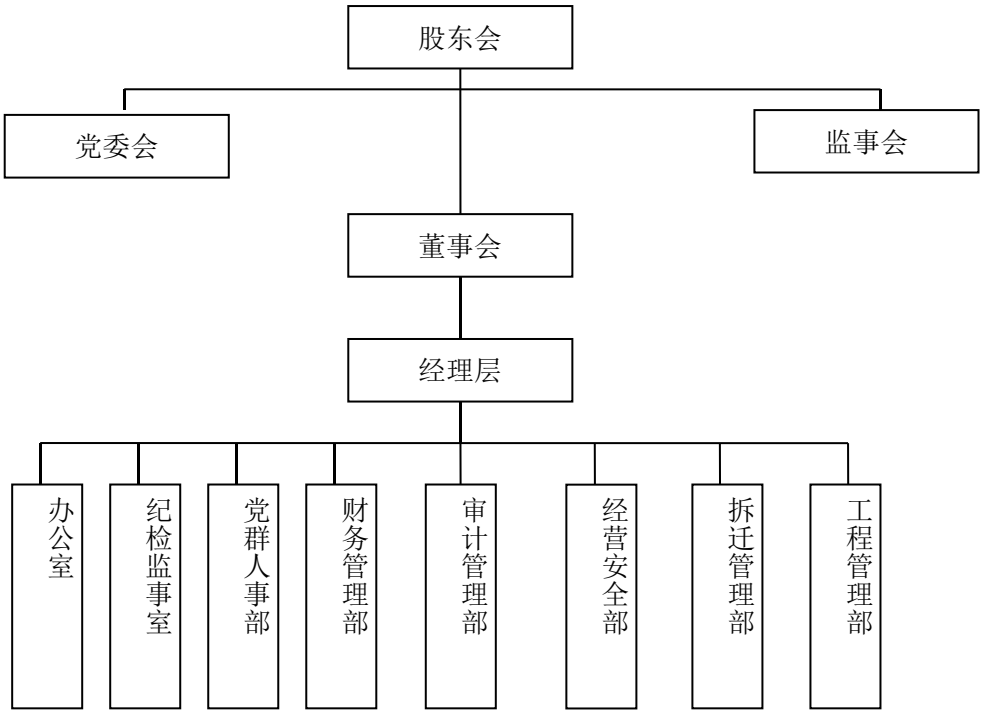
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，将“09嘉高投债”的信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望维持为稳定。

附件 1-1　公司最新股权结构图



附件 1-2　公司最新组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	级次	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司	二级	公路运输	48.21	设立
2	嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司	二级	公路运输	51.00	设立
3	嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司	二级	基础设施建设	73.05	同一控制下合并
4	嘉兴市交通石油有限公司	二级	油气销售	50.00	同一控制下合并
5	嘉兴市温泉投资发展有限公司	二级	基础设施建设	100.00	同一控制下合并
6	嘉兴交投石油有限公司	二级	油气销售	51.00	设立
7	嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司	二级	客运管理	25.00	划转
8	嘉兴市国鸿石油天然气经营有限公司	二级	油气销售	100.00	同一控制下合并
9	嘉兴市国鸿汽车运输有限公司	二级	汽车运输	100.00	划转
10	嘉兴客运出租公司	三级	汽运出租	100.00	划转
11	嘉兴市国鸿汽车驾驶员培训有限公司	三级	培训	80.00	划转
12	海盐国鸿汽车驾驶员培训有限公司	三级	培训	80.00	划转
13	嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司	三级	旅游服务	100.00	划转
14	嘉兴市交通学校	三级	培训	100.00	划转
15	嘉兴市国鸿旅行社有限公司	三级	运输代理	58.00	划转
16	嘉兴市国鸿机动车检测中心有限公司	三级	专业技术服务业	60.00	设立
17	嘉兴市国鸿公共交通有限公司	三级	运输仓储	100.00	设立
18	嘉兴市国鸿商务旅游客运有限公司	三级	运输仓储	100.00	设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.42	13.91	13.19
资产总额(亿元)	351.94	398.92	404.28
所有者权益(亿元)	168.26	199.67	215.16
短期债务(亿元)	19.18	25.65	38.11
长期债务(亿元)	150.13	157.92	138.33
全部债务(亿元)	169.31	183.57	176.44
营业收入(亿元)	16.05	18.15	20.79
利润总额(亿元)	2.38	4.01	5.01
EBITDA(亿元)	10.80	12.12	13.34
经营性净现金流(亿元)	19.54	7.78	12.67
财务指标			
销售债权周转次数(次)	41.75	58.74	70.10
存货周转次数(次)	0.14	0.16	0.20
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
现金收入比(%)	110.00	110.21	112.93
营业利润率(%)	24.09	27.00	25.43
总资本收益率(%)	2.61	2.48	2.66
净资产收益率(%)	1.36	1.94	2.27
长期债务资本化比率(%)	47.15	44.16	39.13
全部债务资本化比率(%)	50.16	47.90	45.06
资产负债率(%)	52.19	49.95	46.78
流动比率(%)	663.32	524.90	429.07
速动比率(%)	383.35	331.36	274.52
经营现金流动负债比(%)	61.78	19.95	25.97
全部债务/EBITDA(倍)	15.68	15.14	13.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.86	2.11

注：1.其他流动负债中短期及超短期融资券计入短期债务；长期应付款中融资租赁款及国开基金款项计入长期债务；2.2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数据。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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