

信用评级公告

联合〔2021〕6539号

联合资信评估股份有限公司通过对嘉兴市高等级公路投资有限公司主体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+，“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”“20 嘉公路 MTN001”和“21 嘉公路 MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月三十日

嘉兴市高等级公路投资有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项 目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---------------|-----------------|------|-----------------|------|
| 发行人主体 | AA ⁺ | 稳定 | AA ⁺ | 稳定 |
| 19 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | 稳定 | AA ⁺ | 稳定 |
| 19 嘉公路 MTN002 | AA ⁺ | 稳定 | AA ⁺ | 稳定 |
| 20 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | 稳定 | AA ⁺ | 稳定 |
| 21 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | 稳定 | AA ⁺ | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---------------|----------|----------|------------|
| 19 嘉公路 MTN001 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2024/08/19 |
| 19 嘉公路 MTN002 | 3.00 亿元 | 3.00 亿元 | 2024/10/28 |
| 20 嘉公路 MTN001 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2025/03/09 |
| 21 嘉公路 MTN001 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2026/04/15 |

注：1、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；2、“21 嘉公路 MTN001”含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2021 年 7 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）是浙江省嘉兴市高等级公路的投资建设与经营主体，业务经营具有较强的区域竞争优势。跟踪期内，随着嘉兴市实业投资集团有限公司（以下简称“嘉实集团”）的划入，公司经营业务更趋多元化，资产和营业收入规模均有所增长；公司继续得到嘉兴市政府在资金注入、资产划转和财政补贴等方面的支持。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，往来款对资金占用明显、收费里程减少、债务负担加重等给其信用水平可能带来的不利影响。

杭州湾跨海大桥北接线二期通车后，公司路网进一步完善；未来，随着区域经济的持续发展、路网效应的发挥，公司有望稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”“20 嘉公路 MTN001”和“21 嘉公路 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，交通运输领域投资规模以及私家车保有量均有所增长。2020年，嘉兴市地区生产总值5509.52亿元，较上年增长3.5%；交通运输投资及私家车保有量较上年分别增长17.5%和8.1%。
- 外部支持力度大。**公司作为区域内高等级公路的投资建设与运营主体，业务具有较强的区域竞争优势；跟踪期内，公司继续在资金注入、资产划转和财政补贴等方面获得嘉兴市政府的大力支持。
- 新通车路产运营情况好。**杭州湾跨海大桥北接线二期于2020年通车，车流量大，运营情况良好，公司路网进一步完善。

关注

- 资金占用明显。**公司其他应收款中往来款规模大，对资金占用明显，部分路产收费权进行了质押，资产流

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa ⁺ | 评级结果 | AA ⁺ | |
|---------|-----------------|-------|-----------------|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | |
| 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 |
| | | | 经营分析 | 3 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | 1 | |
| | | 偿债能力 | 2 | |
| 调整因素和理由 | | | 调整子级 | |
| -- | | | -- | |

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

分析师：张婧茜 韩晓晔

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 9 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

动性较弱。

2. **收费里程减少。**2020年9月，公司部分路产停止收费，收费里程有所下降，对公司通行费收入造成一定影响。
3. **债务负担加重。**随着嘉实集团的划入，公司债务负担加重。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
| 现金类资产(亿元) | 13.19 | 30.38 | 53.34 | 68.70 |
| 资产总额(亿元) | 404.28 | 418.90 | 500.94 | 520.32 |
| 所有者权益(亿元) | 215.16 | 230.28 | 245.70 | 248.34 |
| 短期债务(亿元) | 38.11 | 32.20 | 80.89 | 86.60 |
| 长期债务(亿元) | 138.33 | 143.94 | 146.79 | 157.75 |
| 全部债务(亿元) | 176.44 | 176.14 | 227.68 | 244.35 |
| 营业总收入(亿元) | 20.79 | 21.26 | 93.79 | 23.60 |
| 利润总额(亿元) | 5.01 | 6.03 | 9.98 | 2.93 |
| EBITDA(亿元) | 13.34 | 13.96 | 21.33 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 12.67 | 26.23 | 19.54 | 5.94 |
| 现金收入比(%) | 112.93 | 109.26 | 108.64 | 96.68 |
| 营业利润率(%) | 25.43 | 21.57 | 10.87 | 16.74 |
| 净资产收益率(%) | 2.27 | 2.57 | 3.83 | -- |
| 资产负债率(%) | 46.78 | 45.03 | 50.95 | 52.27 |
| 全部债务资本化比率(%) | 45.06 | 43.34 | 48.10 | 49.60 |
| 流动比率(%) | 429.07 | 489.29 | 230.02 | 232.87 |
| 速动比率(%) | 274.52 | 312.47 | 165.67 | 171.80 |
| 经营现金流动负债比(%) | 25.97 | 61.53 | 18.55 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.35 | 0.94 | 0.66 | 0.79 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.11 | 2.22 | 2.84 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.23 | 12.61 | 10.67 | -- |
| 公司本部 | | | | |
| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
| 资产总额(亿元) | 247.48 | 253.45 | 249.29 | 265.46 |
| 所有者权益(亿元) | 123.85 | 123.50 | 118.88 | 119.18 |
| 全部债务(亿元) | 118.70 | 126.40 | 127.20 | 142.20 |
| 营业收入(亿元) | 0.34 | 0.16 | 0.11 | 0.00 |
| 利润总额(亿元) | -1.14 | -0.59 | -0.13 | 0.30 |
| 资产负债率(%) | 49.96 | 51.27 | 52.31 | 55.10 |
| 全部债务资本化比率(%) | 48.94 | 50.58 | 51.69 | 54.40 |
| 流动比率(%) | 443.95 | 504.73 | 333.42 | 321.66 |
| 经营现金流动负债比(%) | 33.41 | 36.41 | 22.94 | -- |

注：公司2021年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算，长期应付款中有息债务已调整至长期债务核算

评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|-----------------|-----------------|------|------------|-------------------|--|----------------------|
| 21 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 稳定 | 2020.08.20 | 张建飞 韩晓罡 | 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 V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 20 嘉公路 MTN001 19 嘉公路 MTN002 19 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 稳定 | 2020.07.21 | 张建飞 韩晓罡 | 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 V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 20 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 稳定 | 2019.12.26 | 张建飞 韩晓罡 | 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 V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 19 嘉公路 MTN002 | AA ⁺ | AA ⁺ | 稳定 | 2019.09.27 | 张建飞 韩晓罡 | 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 V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 19 嘉公路 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 稳定 | 2019.07.08 | 张建飞 马玉丹 韩晓罡 | 收费公路企业信用评级方法 (2018年) | 阅读全文 |

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2021 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”）关于嘉兴市高等级公路投资有限公司（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，公司注册资本、实收资本、股权结构及经营范围均未发生变化。截至2021年3月底，公司注册资本及实收资本均为11.13亿元，其中嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）持有公司86.72%的股份，是公司的控股股东；嘉兴市南湖区交通建设投资有限公司持股5.66%、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司持股4.33%、平湖市国有资产控股集团有限公司持股1.22%、海盐县国有资产经营有限公司持股0.86%、桐乡市城市建设投资有限公司持股0.63%、嘉善县国有资产投资有限公司持股0.58%。嘉通集团唯一股东为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“国投公司”），嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）为国投公司唯一股东；公司实际控制人为嘉兴市国资委。

截至2021年3月底，公司本部内设办公室、党群人事部和纪检监察室等职能部门；拥有合并范围内一级子公司8家（见附件1-3）。

截至2020年底，公司资产总额500.94亿元，所有者权益245.70亿元（含少数股东权益88.25亿元）；2020年，公司实现营业收入93.79亿元，利润总额9.98亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额520.32亿元，所有者权益248.34亿元（含少数股东权益89.56亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收

入23.60亿元，利润总额2.93亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖大道902号1幢三楼310室；法定代表人：张富标。

三、跟踪债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券余额合计33.00亿元（详见表1）。跟踪期内，“19嘉公路MTN001”“19嘉公路MTN002”和“20嘉公路MTN001”已按时付息；“21嘉公路MTN001”尚未到首个付息日。

表1 本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、%、年）

| 债券名称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 利率 | 期限 |
|---------------|--------------|--------------|------------|------|---------|
| 19 嘉公路 MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2019/08/19 | 4.10 | 5 |
| 19 嘉公路 MTN002 | 3.00 | 3.00 | 2019/10/28 | 4.30 | 5 |
| 20 嘉公路 MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2020/03/09 | 3.50 | 5 |
| 21 嘉公路 MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2021/04/15 | 3.75 | 5 (3+2) |
| 合计 | 33.00 | 33.00 | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至跟踪评级日，上述债券募集资金已全部使用完毕，使用用途与募集说明书承诺的用途一致。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置

等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年一季度 (括号内为两年平均增速) |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------------------------|
| GDP (万亿元) | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93 |
| GDP 增速 (%) | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 18.30 (5.00) |
| 规模以上工业增加值增速 (%) | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 24.50 (6.80) |
| 固定资产投资增速 (%) | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 25.60 (2.90) |
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 33.90 (4.20) |
| 出口增速 (%) | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 | 38.70 |
| 进口增速 (%) | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 | 19.30 |
| CPI 增幅 (%) | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.00 |
| PPI 增幅 (%) | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 2.10 |
| 城镇失业率 (%) | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.30 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 13.70 (4.50) |
| 公共财政收入增速 (%) | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 24.20 |
| 公共财政支出增速 (%) | 7.70 | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 6.20 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长

25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济

内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020

年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协

调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业与区域经济环境

1. 高速公路行业

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

(1) 行业概况

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《2019—2020年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020年，中国高速公路通车里程分别达14.96万公里和16.10万公里，其中国家高速公路通车里程分别为10.86万公里和11.30万公里。2020年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的3.10%，较上年底提高0.12个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，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，2015—2018年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020年，中国公路客运指标较2019年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的73.8%和71.3%。

表 3 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

| 指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | | 2020 年 | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|----------|--------|
| | | | | | 绝对值 | 同比 (%) | 绝对值 | 同比 (%) |
| 营业性旅客运输总量 (亿人次) | 161.91 | 154.28 | 145.68 | 136.50 | 130.10 | -4.80 | 68.94 | -47.0 |
| 旅客运输周转量 (亿人公里) | 10742.66 | 10228.71 | 9765.20 | 9275.50 | 8857.10 | -4.60 | 4641.01 | -47.60 |
| 营业性货物运输总量 (亿吨) | 315.00 | 334.13 | 368.69 | 395.69 | 343.50 | -- | 342.64 | -0.30 |
| 货物运输周转量 (亿吨公里) | 57955.72 | 61080.10 | 66771.50 | 71249.20 | 59636.40 | -- | 60171.85 | 0.90 |

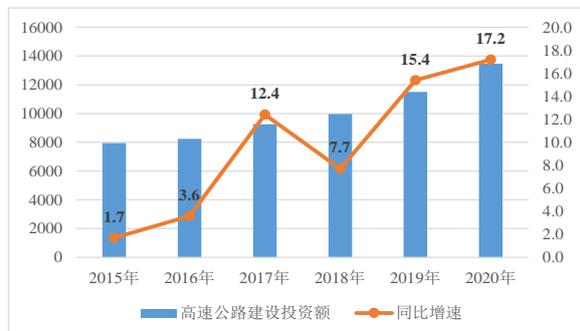
资料来源：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势

(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。

图 1 2015—2020 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

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。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

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%，其他债务占比为 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，中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。2019 年，中国高速公路通行费总收入同比增长 7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 13.29%，通行费收支缺口扩大至 4673.94 亿元，较上年增加 816.63 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019 年占 78.12%。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 4 2015—2019 年中国高速公路通行费收入及支出情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|
| | | | | | 绝对值 | 同比 (%) |
| 通行费收入 (亿元) | 4097.75 | 4548.46 | 5130.20 | 5168.38 | 5551.00 | 7.40% |
| 支出总额 (亿元) | 7285.06 | 8691.73 | 9156.69 | 9025.69 | 10224.94 | 13.29% |
| 其中: 偿还债务利息支出 (亿元) | 2251.95 | 2313.34 | 2495.72 | 2499.24 | 2675.93 | 7.07% |
| 偿还债务本金支出 (亿元) | 3497.94 | 4750.47 | 4952.79 | 4766.20 | 5311.80 | 11.45% |
| 收支缺口 (亿元) | 3187.31 | 4143.27 | 4026.49 | 3857.31 | 4673.94 | 21.17% |
| 通行费收入/偿还债务利息 (倍) | 1.82 | 1.97 | 2.06 | 2.07 | 2.07 | -- |
| 通行费收入/偿还债务本金 (倍) | 1.17 | 0.96 | 1.04 | 0.71 | 0.69 | -- |

资料来源: 联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性, 公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月, 财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》, 开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年, 中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元, 收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月, 国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)的通知》国办发〔2018〕91号, 以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场, 大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”, 不断完善综合运输网络, 减少公路运输量, 增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级, 在公路大宗货物运量缩减的同时, 及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额, 充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

2018年12月, 交通运输部发布《公路法修正案(草案)》《收费公路管理条例(修订草案)》。按照预算法及相关改革要求, 地方政

府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券, 并以车辆通行费收入偿还; 明确新建的收费公路只能是高速公路, 停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道, 严格控制收费公路规模; 明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路, 防止盲目投资建设; 建立养护管理收费制度, 一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的, 按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则, 重新核定收费标准, 实行养护管理收费, 保障养护管理资金需要。

2020年初, 受新冠肺炎疫情影响, 春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日, 交通运输部发布通知, 自2月17日零时起至疫情防控工作结束, 全国收费公路免收车辆通行费。4月28日, 交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告, 自2020年5月6日零时起, 经依法批准的收费公路恢复收费(含收费桥梁和隧道)。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起, 全国取消省界收费站, 原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行; 同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》, 新标准主要作了三个方面的调整: ①增加了专项作业车大类; ②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车; ③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重

要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，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有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020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受疫情影响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。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途

出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

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

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程2.5万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，中国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域经济环境

跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，交通运输领域投资规模和私家车保有量均有所增长，公司发展的外部环境良好。

嘉兴市为浙江省下辖地级市，位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，是长江三角洲重要城市之一，下辖2区2县3县级市，陆地面积3915平方公里。

根据《2020年嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2020年，嘉兴市生产总值（GDP）5509.52亿元，比上年增长3.5%。其中，第一产业增加值124.18亿元，增长1.8%；第二产业增加值2861.09亿元，增长2.8%；第三产业增加值2524.25亿元，增长4.3%。三次产业结构调整调整为2.3：51.9：45.8。

2020年，嘉兴市固定资产投资比上年增长3.0%；当期交通运输投资比上年增长17.5%，高新技术产业投资、民间项目投资、生态环保城市更新和水利设施投资分别下降2.2%、14.0%、5.9%。

2020年底，嘉兴市公路通车里程8276公里，其中高速公路419公里。各种运输方式（不包括铁路，下同）货物周转量384.86亿吨公里，比上年增长8.7%，其中公路162.97亿吨公里，增长9.8%；全年旅客周转量（营业性车辆）8.19亿人公里，下降62.3%。2020年底，嘉兴市机动车总量达182.7万辆。其中汽车158.8万辆，增长7.5%；私人汽车137.5万辆，增长8.1%。

2020年全市一般公共预算收入598.80亿元，增长5.9%，一般公共预算支出712.18亿元，财政自给率为84.08%；政府性基金预算收入804.67亿元。

六、基础素质分析

公司主要从事嘉兴市内高等级公路的投资建设和运营管理及公路沿线配套设施的开发等。跟踪期内，公司继续得到嘉兴市政府在资金注入、资产划转及财政补贴等方面的支持。

资金注入方面，2020年，根据《浙江省财政厅、浙江省交通运输厅关于下达2019年车辆购置税收入补助地方资金（第一批）的通知》（浙财建〔2019〕75号），子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司收到车购税3.06亿元，公司按持股比例增加资本公积1.48亿元。

资产划转方面，2020年，根据《关于嘉实集团股权划转的通知》（嘉国资〔2020〕146号），嘉兴市国资委将嘉兴市实业投资集

团有限公司（以下简称“嘉实集团”）100%股权以2020年11月30日为基准日划转至公司（截至2020年11月30日，嘉实集团资产总额84.75亿元，负债总额64.37亿元，所有者权益20.38亿元，其中少数股东权益10.89亿元）；同年，根据嘉企改办〔2020〕10号文，嘉兴市深化国有企业改革工作联席会议办公室将嘉兴市恒泰特种设备检测有限公司100%股权划入公司，增加资本公积0.07亿元；同年，根据嘉企改办〔2020〕15号文，嘉兴市深化国有企业改革工作联席会议办公室将嘉兴市方圆检测技术有限公司100%股权划入公司，增加资本公积0.03亿元。

财政补贴方面，2020年，公司收到政府各项补贴4.98亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

2021年1—3月，公司收到政府各项补贴1.98亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3304000000002538），截至2021年7月1日，公司本部无不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、主要高级管理人员和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

受嘉实集团划入影响，公司业务板块新增煤炭贸易和纸制品销售。2020年，公司收入规模大幅增长，但毛利率水平有所下降。

受嘉实集团划入影响，2020年，公司营业收入较上年大幅增长至93.79亿元。从营业收入构成看，公司主要收入来源为煤炭贸易、纸制品销售、商品销售和通行费收入。2020年，公司新增煤炭贸易和纸制品销售业务，收入规模较大；受油品销售量上升影响，商品销售收

入有所增长；公司通行费收入有所增长，系杭州湾跨海大桥北接线二期通车运营所致；受新冠肺炎疫情影响，公司运输收入有所下降；公司其他业务收入大幅上升，主要系嘉实集团的其他业务纳入核算范围所致。

从毛利率水平看，受新增的煤炭贸易业务毛利率水平低影响，2020年公司综合毛利率下降10.78个百分点至11.20%。2020年，公司高速公路业务毛利率较上年提升8.32个百分点，

主要系杭州湾跨海大桥北接线二期运营良好所致；道路运输业务受其他交通方式分流、新冠肺炎疫情及公交公益属性影响持续亏损；商品销售业务毛利率同比略有增长；煤炭贸易业务毛利率水平较低；纸制品销售毛利率水平较高；其他业务毛利率同比上升2.46个百分点。

2021年1-3月，公司实现营业收入23.60亿元，相当于2020年全年的25.17%；毛利率为17.23%，较2020年上升6.03个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021年1-3月 | | |
|-------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|-----------|--------|---------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 通行费 | 7.04 | 33.11 | 57.44 | 9.04 | 9.64 | 65.76 | 3.25 | 13.77 | 87.51 |
| 运输 | 1.34 | 6.32 | -73.63 | 0.91 | 0.97 | -132.32 | 0.24 | 1.03 | -131.33 |
| 商品销售 | 11.34 | 53.33 | 11.30 | 13.13 | 14.00 | 12.97 | 3.36 | 14.22 | 13.96 |
| 煤炭贸易 | 0.00 | 0.00 | -- | 54.39 | 57.99 | 0.74 | 12.35 | 52.31 | 0.66 |
| 纸制品销售 | 0.00 | 0.00 | -- | 13.16 | 14.04 | 21.92 | 3.66 | 15.51 | 23.44 |
| 其他 | 1.54 | 7.23 | 21.99 | 3.16 | 3.37 | 24.45 | 0.74 | 3.15 | 17.88 |
| 合计 | 21.26 | 100.00 | 21.98 | 93.79 | 100.00 | 11.20 | 23.60 | 100.00 | 17.23 |

注：尾差系四舍五入所致；其他业务主要包括高速公路广告牌租赁收入、驾校培训收入、旅游服务收入、绿化工程收入及服务区收入等资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）公路建设与运营

跟踪期内，公司控股及联营路产运营情况良好，车流量及通行费有所增长，参股路产运营情况欠佳。杭州湾跨海大桥北接线二期通车运营，路网效应发挥带动公司通行费收入增长。2020年9月，07省道停止收费，对公司通行费收入产生一定影响。

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、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司运营。路产方面，2020年1月1日，杭州湾跨海大桥北接线二期通车运营，公司控股路产通车里程增至141.20公里；2020年9月，07省道停止收费，公司控股路产收费里程降至95.60公里。截至2021年3月底，公司控股高速公路包括杭州湾跨海大桥北接线一期、杭州湾跨海大桥北接线二期、07省道、嘉绍高速北接线；参股高速公路为杭浦高速和钱江通道北接线一期，联营高速为嘉绍跨江大桥。

表6 截至2021年3月底公司已通车控股、参股路产情况（单位：公里）

| 控股路段名称 | 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 | 政府还贷 | 15年 | 浙政办函（2013）56号 |
| 杭州湾跨海大桥北接线二期 | 27.55 | 2020.01 | 政府还贷 | 15年 | 浙政办函（2019）94号 |
| 合计 | 141.20 | -- | -- | -- | -- |
| 参股路段名称 | 里程 | 通车时间 | 公路性质 | 收费权期限 | 参股比例（%） |
| 杭浦高速 | 112.53 | 2008.01 | 经营性 | 25年 | 16.35 |
| 钱江通道北接线一期 | 1.10 | 2014.04 | 经营性 | -- | 15.00 |

| 控股路段名称 | 里程 | 通车时间 | 公路性质 | 收费权期限 | 收费批文号 |
|--------|--------|------|------|-------|-------|
| 合计 | 113.63 | -- | -- | -- | -- |

注：07省道于2020年9月停止收费，变更为城市道路，未来不再收费
资料来源：公司提供

控股路产

公司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、国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。杭州湾跨海大桥北接线一期全长24.79公里，于2008年1月建成通车。2020年及2021年1—3月，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量分别为8.93万辆和7.70万辆，实现通行费收入分别为1.81亿元和0.65亿元。2020年，公司杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量及通行费收入均较2019年有所增长，道路运营情况较好。

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，2012年划转至公司。通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，嘉兴市交通局扣除相关运营费用后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。2020年9月，根据《浙江省交通运输厅、浙江省发展和改革委员会关于做好07省道嘉兴段取消收费有关事项的函》（浙交函〔2020〕109号），07省道停止收费。2020年1—9月，07省道日均车流量0.71万辆，实现通行费收入0.06亿元。07省道停止收费对公司通行费收入产生一定影响。

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，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003—2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足杭州湾南北两岸往来交通需求。嘉绍高速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，途经秀洲区、海盐县、海宁市。其全长

43.26公里，双向八车道，总投资概算60.04亿元，于2013年7月建成通车，2013年以评估价值由在建工程转入固定资产。2020年，嘉绍高速北接线日均车流量10.55万辆，同比大幅增长；实现通行费收入4.16亿元，同比有所下降，主要受通行费标准变化、新冠肺炎疫情及车型结构变化影响。2021年1—3月，嘉绍高速北接线日均车流量为9.12万辆，实现通行费收入1.56亿元。

杭州湾跨海大桥北接线二期为政府还贷型高速公路，全长27.55公里，计划总投资55.94亿元，收费年限15年，于2020年1月正式开始通车运营；2020年，杭州湾跨海大桥北接线二期日均车流量11.26万辆，实现通行费3.00亿元。杭州湾跨海大桥北接线二期通车后，成为连通苏通长江大桥与杭州湾跨海大桥高速公路的重要通道，对路网完善具有积极作用，对公司通行费收入的提升产生了积极影响。

经营效率方面，2020年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）为640.01万元/公里，较上年有所上升，单公里收费水平较高；公司总资产周转率（总资产周转率=通行费收入/平均资产总额×100%）为1.96%，处于行业较低水平。

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，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），二期工程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未动工建设。后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《嘉兴市嘉善高速公路投资开发有限公司股权转让及增资扩股协议》，公司将持有的嘉善高速公司股权转让给其他参与方，转让后嘉善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%）。根据嘉兴市交通局与嘉善高速公司签署的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，嘉兴市交通局将对嘉善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局所有。特许经营期结束后，按照约定将路产无偿移交给嘉兴市政府或其指定的机构。

公司参股杭浦高速项目，持股比例16.35%。杭浦高速公路全长112.53公里，为国家高速公路路网南通至嘉兴的重要组成部分。2008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。

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司参与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司联营的路产，公司持股比例45%，2020年取得的投资收益为1.95亿元。

表7 公司控股、参股公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

| 项目 | 路产名称 | 通行费 | | | 断面车流量 | | |
|----|--------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| | | 2019年 | 2020年 | 2021年1-3月 | 2019年 | 2020年 | 2021年1-3月 |
| 控股 | 杭州湾跨海大桥北接线一期 | 14358.42 | 18058.19 | 6479.37 | 41041.00 | 89293.00 | 77022.00 |
| | 杭州湾跨海大桥北接线二期 | -- | 30036.88 | 10448.48 | -- | 112568.00 | 92695.00 |
| | 嘉绍通道北接线 | 54635.99 | 41633.32 | 15581.95 | 76249.00 | 105450.00 | 91174.00 |
| | 07省道 | 1420.71 | 640.64 | -- | 10732.00 | 7076.28 | -- |
| 小计 | | 70415.12 | 90369.03 | 32509.80 | 128022.00 | 314387.28 | 260891.00 |
| 参股 | 杭浦高速 | 68257.44 | 55031.23 | 20615.54 | 38566.00 | 58005.00 | 49749.00 |
| | 钱江通道北接线一期 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 联营 | 嘉绍跨江大桥 | 71565.14 | 58842.03 | 18284.68 | 42554.00 | 48667.00 | 48444.00 |
| 小计 | | 139822.58 | 113873.26 | 38900.22 | 81120.00 | 106672.00 | 98193.00 |

注：07省道于2020年9月停止收费，通行费收入及车流量均为2020年1-9月数据；钱江通道北接线一期施工中，未通车
资料来源：公司提供

收费标准

2020年1月1日，按照交通运输部总体部署，联网收费新系统正式运行，全国高速公路从既有收费模式统一切换为分段式计（收）费模式，同时新费率生效。收费制式由以人工收费为主、ETC收费为辅的封闭式收费，变为以ETC收费为主、人工收费为辅的开放式收费。浙江省调整高速公路车型分类、普通收费公路货车和专项作业车车型分类，同步调整高速公路货车通行费定价机制和计费方式统一按车

（轴）型收费，并按交通运输部等国家部委关于“确保在相同交通流量条件下不增加货车通行费总体负担确保每一类收费车型在标准装载状态下的应交通行费额均不大于原计重收费的应交通行费额”的规定同步调整收费标准。其中，客车车辆通行费=车次费+车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费，货车、专项作业车车辆通行费=车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。新的收费标准如下。

表8 浙江省高速公路客车车型分类及收费标准

| 类别 | 车型分类标准 | 车公里费率（元/车公里） | 车次费（元/车次） |
|------|----------------|--------------|-----------|
| 1类客车 | ≤9座（车长小于6米） | 0.40 | 5 |
| 2类客车 | 10-19座（车长小于6米） | 0.40 | 5 |
| | 乘用车列车 | | |

| | | | |
|------|---------------|------|----|
| 3类客车 | ≤39座（车长不小于6米） | 0.80 | 10 |
| 4类客车 | ≥40座（车长不小于6米） | 1.20 | 15 |

注：沪杭甬高速公路1类、2类客车车公里费率均为0.45元/车公里
资料来源：公司提供

表9 浙江省高速公路货车和专项作业车车型分类及收费标准

| 类别 | 车型分类标准 | 车公里费率（元/车公里） |
|----|-----------------------------|--------------|
| 1类 | 2轴（车长小于6米且最大允许总质量小于4500KG） | 0.450 |
| 2类 | 2轴（车长小于6米且最大允许总质量不小于4500KG） | 0.841 |
| 3类 | 3轴 | 1.321 |
| 4类 | 4轴 | 1.639 |
| 5类 | 5轴 | 1.675 |
| 6类 | 6轴（含）以上 | 1.747 |

注：总轴数包含悬浮轴
资料来源：公司提供

公路养护

2020年，公司公路养护成本7375.96万元，其中日常维护成本1491.43万元，专项维护成本5884.53万元，主要为路基路面专项维修成本。2021年1—3月，公司养护成本为341.63万元。

截至2021年3月底，公司无在建或拟建高速公路项目。

（2）运输业务

新冠肺炎疫情对2020年运输业务造成较大冲击，公司运输收入有所下降，亏损程度进一步加重，业务亏损仍依赖财政补贴弥补。

公司运输业务主要由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，自营模式由国鸿汽运直接经营长途客运的线路，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2021年3月底，国鸿汽运共运营123条客运班线，

其中跨省级班线24条、跨地市班线14条、跨县班线14条，城乡公交班线71条。公司拥有各类营运车辆1021辆，其中客运班线车51辆，公交车397辆，商务旅游车89辆，出租车179辆，驾驶培训教练车305辆。

2020年，国鸿汽运完成客运量1380.59万人次，行驶里程3296.29万公里，客运量及行驶里程同比均有所下降，主要系新冠肺炎疫情影响；实现运输收入0.91亿元，较上年有所下降。2021年1—3月，公司实现客运收入0.24亿元。

表10 公司客运业务情况

| 指标 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 客运班线（条） | 140 | 124 | 123 |
| 客运量（万人次） | 2472.89 | 1380.59 | 366.89 |
| 行驶里程（万公里） | 4807.40 | 3296.29 | 872.71 |
| 客运收入（亿元） | 1.34 | 0.91 | 0.24 |
| 财政补贴（亿元） | 0.90 | 0.99 | 0.21 |

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。鉴于客运业务的公益特性，嘉兴市政府对于国鸿汽运收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补。2020年及2021年1—3月，国鸿汽运分别获得嘉兴市财政补贴0.99亿元和0.21亿元。

（3）商品销售业务

公司商品销售业务主要为成品油销售，2020年，收入规模有所增长，毛利率水平有所增长。

公司商品销售业务主要为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”）、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”）下属加油站及成品油销售业务。2020年，公司实现

商品销售收入13.13亿元，受成品油市场价格上升及销量增加影响，收入有所增长；当期毛利率增长至12.97%。2021年1—3月实现商品销售收入3.36亿元。

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国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“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。2020年和2021年1—3月，国鸿油气公司下属4家加油站分别实现油品销售收入2.33亿元和0.56亿元。

交通石油公司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。公司与交通石油公司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4对8座加油站及大德路1座加油站的加油业务。交通石油公司油料直接向中石化嘉兴分公司采购，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补充协议，明确中石化嘉兴公司可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。2020年和2021年1—3月，交通石油公司分别实现油品销售收入8.96亿元和0.23亿元。

交投石油公司主要经营嘉绍高速公路1对2座加油站及杭州湾北接线二期1对2座加油站，2017年11月开始正式经营。2020年和2021年1—3月交投石油公司分别实现销售收入1.93亿元和0.57亿元。

（4）煤炭贸易业务

跟踪期内，受嘉实集团划入影响，公司新增煤炭贸易业务，利润空间较小。

受嘉实集团划入影响，公司2020年新增煤炭销售业务，主要由子公司嘉兴民丰集团有限公司（以下简称“民丰集团”）负责。

业务模式方面，民丰集团的煤炭贸易业务采用以销定采模式，实际贸易过程中资金占用时间不超过3个月。民丰集团煤炭供应商主要包括江苏玉龙钢管股份有限公司、山东玉龙黄金股份有限公司及济高国际投资发展有限公司等，2020年，公司煤炭供应商前五大客户采购额34.08亿元，占2020年采购总额的63.13%，集中度较高。煤炭主要销往嘉兴及周边地区，客户主要为热电、化纤及印染企业等，前五大客户销售额53.79亿元，占2020年销售总额的98.89%，集中度很高。

（5）纸制品销售业务

跟踪期内，受嘉实集团划入影响，公司新增纸制品销售业务，成为公司收入的重要来源。

受嘉实集团划入影响，公司2020年新增纸制品销售业务，主要由民丰集团负责。民丰集团持有民丰特种纸股份有限公司（以下简称“民丰特纸”，证券代码600235.SH）34.87%的股权，公司收入主要来自于民丰特纸生产的卷烟纸和工业配套用纸的销售收入，主要销售地区为中国境内。民丰特纸生产的卷烟纸、描图纸和格拉辛纸均为国内首创，其中卷烟纸市场占有率较高，但工业配套用纸市场竞争激烈。

2020年，民丰特纸纸制品产量为134897吨，销售量为138577吨；截至2020年底，民丰特纸的库存量为24581吨。2020年，民丰特纸实现收入13.16亿元，毛利率为21.92%。

民丰特纸的卷烟纸产品主要销售区域为华

东地区及中西部地区，工业配套纸的销售区域为华东和华南地区，前五大客户销售额2.82亿元，占2020年销售总额的20.85%，集中度一般；民丰特纸生产的主要原料为木浆，主要供应商有 AP Enterprise 小叶浆厂、上海汇鸿浆纸有限公司及 Elof Hansson AB Pulp 等公司，前五大供应商采购额3.74亿元，占2020年采购总额的45.23%，集中度较高。

(6) 其他业务

公司其他业务包括高速公路广告牌租赁、驾校培训、旅游服务、绿化工程及服务区运营等。2020年，公司其他业务收入较上年大幅增长，毛利率水平同比上升2.46个百分点。2021年1-3月，公司实现其他收入0.07亿元。

此外，公司控股股东嘉通集团正积极寻找开发商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，西与桐乡乌镇接壤，南依京杭大运河，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”中，未来由公司子公司嘉兴市温泉投资发展有限公司进行运营。

3. 未来发展

从具体的发展目标来看，公司将强化战略规划引领水平，加快股改上市工作进程（推进子公司浙江卓越交通科技发展有限公司进行上市），加速业务结构优化调整；加强项目管理

力度；统筹公共交通资源，落实惠民利民举措；推进数字化改革等。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司拥有合并范围内一级子公司8家。2020年，公司合并范围内新增嘉实集团，同时设立浙江卓越交通科技发展有限公司，并将国鸿油气公司和交投石油公司下调级次为二级子公司。2021年1-3月，公司合并范围无变化。嘉实集团的划入对公司合并财务报表部分数据可比性有较大影响。

2. 资产质量

受嘉实集团划入影响，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡；资产构成以其他应收款和固定资产为主，且部分路产收费权进行了质押，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

截至2020年底，公司资产总额较上年底增长19.58%，主要系嘉实集团划入所致。其中，流动资产占48.36%，非流动资产占51.64%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年底 | | 2020 年底 | | 2021 年 3 月底 | |
|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 30.38 | 7.25 | 51.87 | 10.35 | 67.33 | 12.94 |
| 应收账款 | 0.44 | 0.11 | 11.67 | 2.33 | 11.69 | 2.25 |
| 预付款项 | 0.02 | 0.01 | 3.04 | 0.61 | 2.50 | 0.48 |
| 其他应收款 | 101.52 | 24.23 | 105.74 | 21.11 | 107.72 | 20.70 |
| 存货 | 75.36 | 17.99 | 67.77 | 13.53 | 67.87 | 13.04 |
| 流动资产 | 208.55 | 49.78 | 242.24 | 48.36 | 258.80 | 49.74 |
| 可供出售金融资产 | 36.25 | 8.65 | 48.35 | 9.65 | 48.19 | 9.26 |

| | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 长期股权投资 | 23.24 | 5.55 | 34.02 | 6.79 | 37.15 | 7.14 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 7.47 | 1.49 | 7.17 | 1.38 |
| 固定资产 | 82.83 | 19.77 | 144.27 | 28.80 | 143.86 | 27.65 |
| 在建工程 | 48.20 | 11.51 | 1.38 | 0.28 | 1.83 | 0.35 |
| 其他非流动资产 | 13.36 | 3.19 | 14.26 | 2.85 | 14.16 | 2.72 |
| 非流动资产 | 210.35 | 50.22 | 258.70 | 51.64 | 261.52 | 50.26 |
| 资产总额 | 418.90 | 100.00 | 500.94 | 100.00 | 520.32 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2021 年一季报整理

截至 2020 年底，公司流动资产 242.24 亿元，较上年底增长 16.15%。

截至 2020 年底，公司货币资金较上年底增长 70.75%，主要系公司扩大融资规模所致。货币资金中受限部分 2.24 亿元，主要为承兑汇票或保函保证金及涉诉被冻结资金。

截至 2020 年底，公司应收账款较上年底增加 11.23 亿元，主要系嘉实集团划入所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 95.28%），累计计提坏账 0.24 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.96 亿元，占比为 74.30%，集中度较高。公司应收对象主要为浙江辉隆国际贸易有限公司和上海寰亚电力运营管理有限公司，均为民营企业，目前经营正常，公司应收款项回收风险不大。

截至 2020 年底，公司预付款项较上年底增加 3.02 亿元，主要系嘉实集团划入所致。公司预付款项账龄以 1 年以内为主（占 99.77%），主要为预付的煤炭贸易款。

截至 2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 4.16%，主要系公司与政府下属企业往来款增加所致。其他应收款累计计提坏账 1.17 亿元；其他应收款前五大欠款方合计金额为 98.32 亿元，占比为 92.98%，集中度高。公司其他应收款主要为往来款，应收对象主要为政府下属企业，但应收金额较大，对公司资金形成占用。

表 12 2020 年底公司其他应收款前五名情况

(单位：亿元、%)

| 单位名称 | 账面余额 | 账龄 | 占比 |
|-----------------|-------|-------------------------|-------|
| 嘉兴市交通投资集团有限责任公司 | 84.44 | 1 年以内 1~2 年 2~3 年 | 79.86 |
| 浙江杭浦高速公路有限公司 | 8.78 | 1 年以内 | 8.31 |

| | | 1~2 年 2~3 年 | |
|--------------------|--------------|----------------------------------|--------------|
| 嘉兴市交通建设开发有限公司 | 3.53 | 1 年以内 3 年以上 | 3.34 |
| 嘉兴市嘉实金融控股有限公司 | 0.93 | 1 年以内 1~2 年 2~3 年 3 年以上 | 0.88 |
| 嘉兴市南湖区交通建设投资有限责任公司 | 0.63 | 3 年以上 | 0.60 |
| 合计 | 98.32 | -- | 92.98 |

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及提供资料整理

截至 2020 年底，公司存货较上年底下降 10.08%，主要系土地被收回所致。根据嘉兴市国资委于 2020 年 12 月下发的《关于同意嘉通集团收回土地投资的批复》，将嘉通集团向公司投资的三宗土地收回并交由嘉兴市自然资源和规划局处置。被处置的三宗土地面积共计 19.24 万平方米，账面价值 13.83 亿元。公司存货主要为储备土地（占 90.20%），其中新塍镇原市农垦场土地账面价值 52.28 亿元，为划拨用地，公司拟用于开发温泉小镇，但须经过有关部门批准并按规定补交土地使用权出让金后方可进行。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 22.98%，主要系嘉实集团划入所致。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 33.37%，主要系嘉实集团纳入合并范围所致。公司可供出售金融资产主要为对浙江省铁路投资集团有限公司（账面余额 20.01 亿元）、浙江省海港投资运营集团有限公司（账面余额 8.26 亿元）、浙江杭浦高速公路有限公司（账面余额 5.31 亿元）及宁波市杭州湾大桥发展有限公司（账面余额 5.11 亿元）等公司的出资，均采用成本法计量。

截至 2020 年底，公司长期股权投资较上年底增长 46.38%，主要系嘉实集团划入所致。公司长期股权投资主要包括对浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（账面价值 20.19 亿元）、嘉兴市快速路建设发展有限公司（账面价值 7.31 亿元）和加西贝拉压缩机有限公司（账面价值 5.18 亿元）等公司的出资。2020 年，公司长期股权投资确认投资损益 2.32 亿元。

截至 2020 年底，公司新增投资性房地产 7.47 亿元，系嘉实集团划入所致，主要为房屋及建筑物（占 96.50%）。

截至 2020 年底，公司固定资产较上年底增长 74.17%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期由在建工程转入固定资产所致。固定资产主要为公司的道路资产（占 89.47%），累计折旧 41.96 亿元，固定资产成新率 77.44%，成新率尚可。

截至 2020 年底，公司在建工程较上年底下降 97.14%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期由在建工程转入固定资产所致所致。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 6.74%，主要系合并范围变化所致。公司其他非流动资产主要为南湖大道土地及海盐塘滨河土地。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 520.32 亿元，较上年底增长 3.87%，主要来自债券发行导致的货币资金增长。其中，流动资产占 49.74%，非流动资产占 50.26%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 7.80 亿元，占资产总额比重为 1.50%。其中受

限货币资金 1.97 亿元，主要为承兑保证金；受限房屋及建筑物 0.71 亿元，用于抵押借款；受限长期股权投资 5.11 亿元，为质押的股权。公司部分路产收费权进行了质押，实际受限资产规模大于审计报告披露值，截至 2021 年 3 月底，公司用于质押的收费权所属路产的账面价值为 119.51 亿元，占资产总额比重为 22.97%。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，构成较上年底变化不大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 245.70 亿元，较上年底增长 6.70%，主要系未分配利润增长所致。其中，少数股东权益占比为 35.92%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.53%、46.06%、0.88%和 12.02%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司资本公积 113.18 亿元，较上年底下降 12.84%，主要系公司三宗土地被收回所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 248.34 亿元，较上年底变化不大。

负债

公司债务规模有所增长，构成以长期债务为主，债务负担有所加重。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 35.31%，主要系嘉实集团划入所致。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年底 | | 2020 年底 | | 2021 年 3 月底 | |
|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 26.82 | 10.51 | 27.90 | 10.26 |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00 | 7.90 | 3.10 | 8.50 | 3.13 |
| 应付账款 | 0.53 | 0.28 | 7.14 | 2.80 | 6.42 | 2.36 |
| 其他应付款 | 7.95 | 4.22 | 14.27 | 5.59 | 15.22 | 5.59 |
| 一年内到期的非流动负债 | 32.20 | 17.07 | 36.17 | 14.17 | 35.20 | 12.94 |
| 其他流动负债 | 0.00 | 0.00 | 10.23 | 4.01 | 15.13 | 5.56 |
| 流动负债 | 42.62 | 22.60 | 105.31 | 41.26 | 111.13 | 40.86 |

| | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 长期借款 | 48.51 | 25.72 | 48.57 | 19.03 | 49.53 | 18.21 |
| 应付债券 | 94.20 | 49.94 | 82.00 | 32.13 | 92.00 | 33.83 |
| 长期应付款 | 1.29 | 0.69 | 16.36 | 6.41 | 16.36 | 6.02 |
| 非流动负债 | 146.00 | 77.40 | 149.92 | 58.74 | 160.85 | 59.14 |
| 负债总额 | 188.63 | 100.00 | 255.23 | 100.00 | 271.98 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2021 年一季度整理

截至 2020 年底，公司流动负债 105.31 亿元，较上年底增长 147.08%，主要系合并范围变化所致。

截至 2020 年底，公司新增短期借款 26.82 亿元。公司短期借款包括抵押借款 1.60 亿元、保证借款 14.01 亿元、信用借款 8.96 亿元和质押借款 2.25 亿元。

截至 2020 年底，公司新增应付票据 7.90 亿元，主要为银行承兑汇票。

截至 2020 年底，公司应付账款较上年底增加 6.61 亿元。应付账款账龄以 2~3 年为主（占 71.79%），主要为应付深圳市飞马国际供应链股份有限公司货款（证券代码 002210.SZ，因其涉诉案件较多，要求公司暂缓支付）。

截至 2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 79.39%。其他应付款账龄以 1 年以内（占 21.37%）和 3 年以上（占 50.98%）为主，主要为往来款、拆借款及代管资产。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 12.33%，包括一年内到期的长期借款 0.97 亿元和一年内到期的应付债券 35.20 亿元。

截至 2020 年底，公司新增其他流动负债 10.23 亿元，主要为公司发行的“20 嘉公路 SCP003”“20 嘉公路 SCP004”和“20 嘉公路 SCP005”。

截至 2020 年底，公司非流动负债 149.92 亿元，较上年底增长 2.68%。

截至 2020 年底，公司长期借款较上年底增长 0.12%；长期借款主要由质押借款 15.00 亿元和质押保证借款 34.54 亿元构成（均包含一年内到期的部分）。

截至 2020 年底，公司应付债券较上年底下

降 12.95%。公司应付债券明细见下表。

表 14 截至 2020 年底公司应付债券明细

（单位：亿元）

| 债券名称 | 发行日期 | 债券期限 | 期末余额 |
|---------------|------------|---------|---------------|
| 16 年高投 01 | 2016/05/18 | 5 年 | 4.20 |
| 16 年嘉高 02 | 2016/09/14 | 5 年 | 8.50 |
| 16 年嘉高 03 | 2016/11/14 | 5 年 | 2.80 |
| 16 嘉公路 PPN001 | 2016/12/07 | 5 年 | 4.70 |
| 18 嘉公路 PPN001 | 2018/03/09 | 5 年 | 3.00 |
| 18 嘉公路 PPN002 | 2018/05/10 | 3 年 | 9.00 |
| 北金所债权融资计划 | 2018/04/24 | 3 年 | 1.00 |
| 19 嘉高 01 | 2019/04/26 | (3+2) 年 | 20.00 |
| 19 嘉高 02 | 2019/08/09 | (3+2) 年 | 10.00 |
| 19 嘉高 03 | 2019/09/04 | (3+2) 年 | 10.00 |
| 19 嘉公路 PPN001 | 2019/06/12 | (3+2) 年 | 3.00 |
| 19 嘉公路 PPN002 | 2019/07/16 | (3+2) 年 | 5.00 |
| 19 嘉公路 MTN001 | 2019/08/15 | 5 年 | 10.00 |
| 19 嘉公路 MTN002 | 2019/10/25 | 5 年 | 3.00 |
| 20 嘉公路 MTN001 | 2020/03/09 | 5 年 | 10.00 |
| 20 嘉公路 PPN001 | 2020/08/06 | 3+2 年 | 8.00 |
| 20 嘉公路 PPN002 | 2020/10/08 | 160 天 | 5.00 |
| 合计 | -- | -- | 117.20 |

注：期末余额包含一年内到期的部分

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司长期应付款较上年底增加 15.07 亿元，主要系新增应付国投公司拆借款 15.15 亿元所致。公司长期应付款中有息债务已纳入长期债务核算。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 271.98 亿元，较上年底增长 6.56%，主要系扩大融资规模所致。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 15 公司债务情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年底 | 2020 年底 | 2021 年 3 月底 |
|------|---------|---------|-------------|
| 短期债务 | 32.20 | 80.89 | 86.60 |

| | | | |
|-----------|--------|--------|--------|
| 长期债务 | 143.94 | 146.79 | 157.75 |
| 全部债务 | 176.14 | 227.68 | 244.35 |
| 资产负债率 | 45.03 | 50.95 | 52.27 |
| 全部债务资本化比率 | 43.34 | 48.10 | 49.60 |
| 长期债务资本化比率 | 38.46 | 37.40 | 38.85 |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

债务规模方面，截至 2020 年底，公司全部债务 227.68 亿元，较上年底增长 29.26%。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 244.35 亿元，较上年底增长 7.32%。债务结构方面，短期债务占 35.44%，长期债务占 64.56%，以长期债务为主。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 5.92 个百分点、提高 4.76 个百分点和下降 1.06 个百分点。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 1.32 个百分点、1.50 个百分点和 1.45 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司 2021 年 4—12 月、2022 年和 2023 年分别需要偿还有息债务 73.74 亿元、40.83 亿元和 48.74 亿元。

4. 盈利能力

受合并范围变化影响，2020 年公司营业收入大幅增长，利润总额对非经营性损益依赖较大。

受合并范围变化影响，2020 年，公司营业收入同比增长 341.06%，营业成本同比增长 401.99%，营业利润率同比下降 10.70 个百分点。

2020 年，公司期间费用同比增长 75.69%。2020 年，公司期间费用率为 11.63%，同比下降 17.57 个百分点。

2020 年，公司收到政府各项补贴 4.98 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”，相当于利润总额的 49.87%；2020 年，公司实现投资收益 6.55 亿元，相当于利润总额的 65.66%。利润总额对非经营性损益依赖较大。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------------|
| 营业收入 | 21.26 | 93.79 | 23.60 |
| 营业成本 | 16.59 | 83.28 | 19.54 |
| 期间费用 | 6.21 | 10.91 | 3.13 |
| 其他收益 | 0.90 | 1.15 | 0.21 |
| 营业外收入 | 3.69 | 3.85 | 1.77 |
| 投资收益 | 3.11 | 6.55 | 0.13 |
| 利润总额 | 6.03 | 9.98 | 2.93 |
| 营业利润率 | 21.57 | 10.87 | 16.74 |
| 总资本收益率 | 2.74 | 3.57 | -- |
| 净资产收益率 | 2.57 | 3.83 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2021 年一季度整理

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 0.83 个百分点和 1.26 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司营业收入相当于 2020 年全年营业收入的 25.17%；实现利润总额 2.93 亿元；营业利润率较 2020 年提升 5.87 个百分点。

5. 现金流

公司经营活动现金流入及流出量均大幅增长，经营获现能力强；由于合并范围变化，公司购建固定资产和对外投资投入规模增加，导致投资活动现金仍净流出；公司存续债务规模较大，未来存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2020 年，公司经营活动现金流入量同比增长 164.47%，主要系嘉实集团贸易业务导致销售商品、提供劳务的收到的现金大幅增长所致；经营活动现金流出量同比增长 400.88%，主要系嘉实集团贸易业务导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 19.54 亿元，同比下降 25.50%。2020 年，公司现金收入比为 108.64%，同比下降 0.62 个百分点，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2020 年，公司投资活动现金流入量同比下降 18.72%；投资活动现金流出量同比下降 0.18%，主要系合并范围变化，公司购建固定资产和对外投资投入规模增

加。2020年，公司投资活动现金净流出9.60亿元，同比增长16.23%。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入量同比增长35.93%，主要系扩大融资规模所致；筹资活动现金流出量同比增长27.83%，主要系偿还债务本息支出。2020年，公司筹资活动现金净流入5.16亿元。

表17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 1-3月 |
|------------------|--------------|--------------|---------------|
| 经营活动现金流入量 | 47.30 | 125.10 | 26.75 |
| 经营活动现金流出量 | 21.07 | 105.56 | 20.81 |
| 经营活动现金净流量 | 26.23 | 19.54 | 5.94 |
| 投资活动现金流入量 | 7.31 | 5.94 | 0.01 |
| 投资活动现金流出量 | 15.57 | 15.54 | 3.69 |
| 投资活动现金净流量 | -8.26 | -9.60 | -3.68 |
| 筹资活动现金流入量 | 76.60 | 104.13 | 25.98 |
| 筹资活动现金流出量 | 77.42 | 98.97 | 12.70 |
| 筹资活动现金净流量 | -0.82 | 5.16 | 13.28 |
| 现金收入比 | 109.26 | 108.64 | 96.68 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2021年一季度整理

2021年1-3月，公司经营活动净现金流、投资活动净现金流及筹资活动净现金流分别为5.94亿元、-3.68亿元和13.28亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标一般，考虑到公司是浙江省嘉兴市高等级公路的投资建设与经营主体、良好的经营获现能力以及嘉兴市政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

表18 公司偿债能力指标

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
|-----------------|--------|--------|---------|
| 短期偿债能力指标 | | | |
| 流动比率(%) | 489.29 | 230.02 | 232.87 |
| 速动比率(%) | 312.47 | 165.67 | 171.80 |
| 经营现金流动负债比(倍) | 61.53 | 18.55 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.94 | 0.66 | 0.79 |
| 长期偿债能力指标 | | | |
| EBITDA(亿元) | 13.96 | 21.33 | -- |
| EBITDA利息倍数(倍) | 2.22 | 2.84 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 12.61 | 10.67 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2021年一季度整理

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所下降；截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率较上年底分别提高2.85个百分点和6.13个百分点，公司现金短期债务比提升至0.79倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2020年公司EBITDA有所增长，公司EBITDA利息倍数有所增长，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2020年底，公司对外担保余额21.35亿元，被担保方包括嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司（担保余额18.00亿元）、嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司（担保余额1.90亿元）和嘉兴西南物流开发建设有限公司（担保余额1.45亿元），均为地方国有企业且运营正常，或有负债风险可控。

截至2021年3月底，公司共获得银行等金融机构授信额度148.97亿元，已使用额度103.55亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由下属子公司负责，母公司行使管理职能，收入规模很小，债务负担一般，存在一定短期偿债压力。

截至2020年底，母公司资产总额249.29亿元，较上年底下降1.64%。其中，流动资产161.43亿元（占64.76%），非流动资产87.86亿元（占35.24%）。截至2020年底，母公司货币资金为22.04亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为118.88亿元，较上年底下降3.74%，主要系土地资产划出所致。在所有者权益中，实收资本为11.13亿元（占9.36%）、资本公积104.48亿元（占87.89%）。

截至2020年底，母公司负债总额130.42亿元，较上年底增长0.36%。其中，流动负债48.42亿元（占37.12%），非流动负债82.00亿元（占

62.88%)。母公司资产负债率为52.31%，较2019年底提高1.04个百分点。截至2020年底，母公司全部债务127.20亿元。其中，短期债务占35.53%、长期债务占64.47%。截至2020年底，母公司短期债务为45.20亿元，现金短期债务比为0.49倍，存在一定的短期债务偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率51.69%，母公司债务负担一般。

2020年，母公司营业收入为0.11亿元，利润总额为-0.13亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额265.46亿元，所有者权益为119.18亿元，负债总额146.27亿元；母公司资产负债率55.10%。2021年1-3月，母公司未实现营业收入，实现利润总额0.30亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至2021年6月底，公司存续债券余额合计128.30亿元，若假设公司存续债券均于下一行权日行权，则一年内到期的债券余额49.30亿元，公司将于2022年达到偿债峰值，需偿还53.00亿元。2020年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为53.34亿元、125.10亿元、19.54亿元和21.33亿元，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力较强，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强，经营活动现金流净额及EIBTDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力较弱。

表19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

| 项目 | 保障情况 |
|---------------------------|-------|
| 2021年6月底一年内到期债券余额 | 49.30 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 53.00 |
| 2020年现金类资产/一年内到期债券余额 | 1.08 |
| 2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 2.36 |
| 2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 0.37 |
| 2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 0.40 |

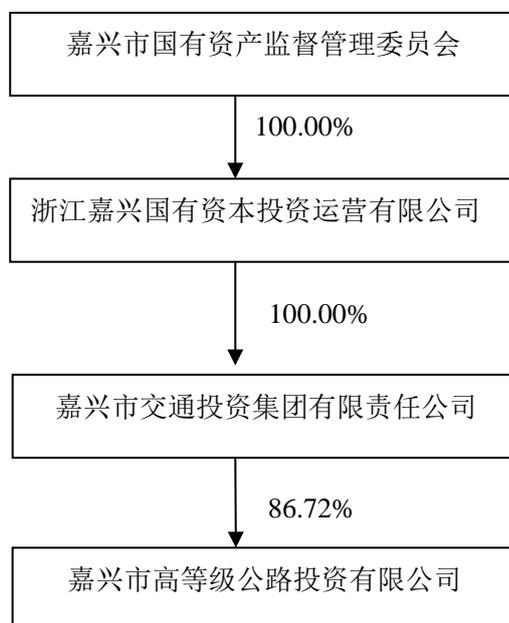
资料来源：联合资信整理

考虑到公司是浙江省嘉兴市高等级公路的投资建设与经营主体、良好的经营获现能力以及嘉兴市政府的大力支持，公司对存续债券的偿债能力很强。

十一、结论

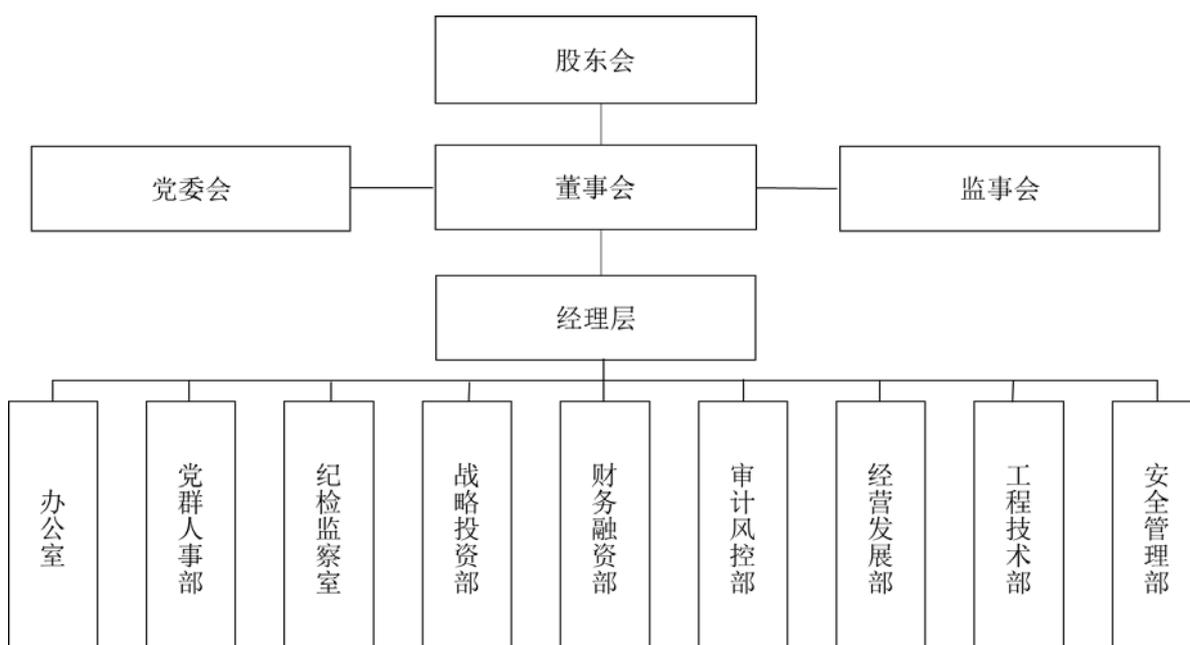
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“19嘉公路MTN001”“19嘉公路MTN002”“20嘉公路MTN001”和“21嘉公路MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

| 序号 | 子公司名称 | 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 | 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 | 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 | 基础设施建设 | 73.05 | 同一控制下合并 |
| 4 | 嘉兴市温泉投资发展有限公司 | 基础设施建设 | 100.00 | 同一控制下合并 |
| 5 | 嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司 | 客运管理 | 25.00 | 划拨 |
| 6 | 嘉兴市国鸿汽车运输有限公司 | 汽车运输 | 100.00 | 划拨 |
| 7 | 浙江卓越交通科技发展有限公司 | 科学研究和技术服务 | 100.00 | 同一控制下合并 |
| 8 | 嘉兴市实业资产投资集团有限公司 | 租赁和商务服务 | 100.00 | 划拨 |

注：公司为嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司第一大控股股东，故纳入合并范围

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 13.19 | 30.38 | 53.34 | 68.70 |
| 资产总额 (亿元) | 404.28 | 418.90 | 500.94 | 520.32 |
| 所有者权益 (亿元) | 215.16 | 230.28 | 245.70 | 248.34 |
| 短期债务 (亿元) | 38.11 | 32.20 | 80.89 | 86.60 |
| 长期债务 (亿元) | 138.33 | 143.94 | 146.79 | 157.75 |
| 全部债务 (亿元) | 176.44 | 176.14 | 227.68 | 244.35 |
| 营业总收入 (亿元) | 20.79 | 21.26 | 93.79 | 23.60 |
| 利润总额 (亿元) | 5.01 | 6.03 | 9.98 | 2.93 |
| EBITDA (亿元) | 13.34 | 13.96 | 21.33 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 12.67 | 26.23 | 19.54 | 5.94 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 70.10 | 59.45 | 13.81 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 0.20 | 0.22 | 1.16 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.05 | 0.05 | 0.20 | -- |
| 现金收入比 (%) | 112.93 | 109.26 | 108.64 | 96.68 |
| 营业利润率 (%) | 25.43 | 21.57 | 10.87 | 16.74 |
| 总资本收益率 (%) | 2.66 | 2.74 | 3.57 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 2.27 | 2.57 | 3.83 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 39.13 | 38.46 | 37.40 | 38.85 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 45.06 | 43.34 | 48.10 | 49.60 |
| 资产负债率 (%) | 46.78 | 45.03 | 50.95 | 52.27 |
| 流动比率 (%) | 429.07 | 489.29 | 230.02 | 232.87 |
| 速动比率 (%) | 274.52 | 312.47 | 165.67 | 171.80 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 25.97 | 61.53 | 18.55 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.35 | 0.94 | 0.66 | 0.79 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.11 | 2.22 | 2.84 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 13.23 | 12.61 | 10.67 | -- |

注：公司2021年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算，长期应付款中有息债务已调整至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|-----------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 4.78 | 19.70 | 22.04 | 36.71 |
| 资产总额 (亿元) | 247.48 | 253.45 | 249.29 | 265.46 |
| 所有者权益 (亿元) | 123.85 | 123.50 | 118.88 | 119.18 |
| 短期债务 (亿元) | 35.50 | 32.20 | 45.20 | 50.20 |
| 长期债务 (亿元) | 83.20 | 94.20 | 82.00 | 92.00 |
| 全部债务 (亿元) | 118.70 | 126.40 | 127.20 | 142.20 |
| 营业收入 (亿元) | 0.34 | 0.16 | 0.11 | 0.00 |
| 利润总额 (亿元) | -1.14 | -0.59 | -0.13 | 0.30 |
| EBITDA (亿元) | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 13.51 | 13.02 | 11.10 | 4.14 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | * | 1637.96 | 1145.14 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -- |
| 现金收入比 (%) | 106.88 | 117.69 | 114.09 | * |
| 营业利润率 (%) | -126.82 | -388.74 | -483.65 | * |
| 总资本收益率 (%) | -0.47 | -0.24 | -0.05 | -- |
| 净资产收益率 (%) | -0.93 | -0.48 | -0.11 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 40.18 | 43.27 | 40.82 | 43.56 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 48.94 | 50.58 | 51.69 | 54.40 |
| 资产负债率 (%) | 49.96 | 51.27 | 52.31 | 55.10 |
| 流动比率 (%) | 443.95 | 504.73 | 333.42 | 321.66 |
| 速动比率 (%) | 258.14 | 294.60 | 206.83 | 208.74 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 33.41 | 36.41 | 22.94 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.13 | 0.61 | 0.49 | 0.73 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | / | / | / | -- |

注：母公司2021年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；因缺少数据，母公司EBITDA及相关指标无法计算，用“/”标示；部分数据分母为0，无意义，用“*”标示；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算

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-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% |
| 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/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

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 |

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。