信用等级公告

联合〔2020〕2357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^+，“19嘉公路MTN001”“19嘉公路MTN002”和“20嘉公路MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

嘉兴市高等级公路投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
20 嘉公路 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 嘉公路 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 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
20 嘉公路 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025/3/9
19 嘉公路 MTN002	3 亿元	3 亿元	2024/10/28
19 嘉公路 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/8/19

评级时间：2020 年 7 月 21 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

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	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
				经营分析	3
				企业管理	2
财务风险	F2	现金流		盈利能力	3
				现金流量	2
				资产质量	4
		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

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，公司在建高速项目通车，路产规模扩大；资产规模保持增长，并继续得到嘉兴市政府在资金注入、财政补贴等方面的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司往来款对资金占用明显、资产用于抵质押比率高以及新冠肺炎疫情对公司经营产生较大影响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，公司路网将进一步完善；未来，随着区域经济的持续发展、路网效应的发挥，公司收入规模有望进一步增长。

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”和“20 嘉公路 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，嘉兴市经济稳步增长，交通运输领域投资规模以及私家车保有量均保持快速增长。2019 年，嘉兴市地区生产总值 5370.32 亿元，比上年增长 7.0%；交通运输投资及私家车保有量同比分别增长 43.7%和 11.3%。
2. **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、财政补贴等方面获得嘉兴市政府的大力支持。
3. **路产规模扩大。**跟踪期内，杭州湾跨海大桥北接线二期正式通车运营，公司控股路产规模扩大，路网进一步完善。

关注

1. **资产流动性偏弱。**公司其他应收款规模较大，往来款对资金占用明显；路产收费权用于质押的比率高，资产流动性较弱。

分析师：张建飞　韩晓罡
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **利润受非经营性损益影响大。**公司期间费用对营业利润侵蚀较严重，利润受政府财政资金拨付以及被投资企业运营情况等非经营性损益影响大。
3. **新冠肺炎疫情短期冲击较大。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩较上年同期大幅下滑，疫情的后续影响值得关注。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	13.91	13.19	30.38	35.49
资产总额（亿元）	398.92	404.28	418.90	431.42
所有者权益（亿元）	199.67	215.16	230.28	228.90
短期债务（亿元）	25.65	38.11	32.20	34.20
长期债务（亿元）	157.92	138.33	143.94	154.88
全部债务（亿元）	183.57	176.44	176.14	189.08
营业收入（亿元）	18.15	20.79	21.26	3.19
利润总额（亿元）	4.01	5.01	6.03	-1.33
EBITDA(亿元)	12.12	13.34	13.87	--
经营性净现金流（亿元）	7.78	12.67	26.23	-4.21
现金收入比（%）	110.21	112.93	109.26	108.98
营业利润率（%）	27.00	25.43	21.57	0.82
净资产收益率（%）	1.94	2.27	2.57	--
资产负债率（%）	49.95	46.78	45.03	46.94
全部债务资本化比率（%）	47.90	45.06	43.34	45.24
流动比率（%）	524.90	429.07	489.29	476.22
速动比率（%）	331.36	274.52	312.47	311.10
经营现金流动负债比（%）	19.95	25.97	61.53	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.35	0.94	1.04
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	2.11	2.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.14	13.23	12.70	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	248.07	247.48	253.45	265.37
所有者权益（亿元）	121.12	123.85	123.50	122.67
全部债务（亿元）	123.50	118.70	126.40	138.40
营业收入（亿元）	0.34	0.34	0.16	0.02
利润总额（亿元）	-1.31	-1.14	-0.59	-0.82
资产负债率（%）	51.17	49.96	51.27	53.77
全部债务资本化比率（%）	50.49	48.94	50.58	53.01
流动比率（%）	715.04	443.95	504.73	499.79
经营现金流动负债比（%）	16.22	33.41	36.41	--

注：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；2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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、准确性和完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2020 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责任公司持股 5.66%、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限责任公司持股 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（一下简称“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（见附件 1-1）。

跟踪期内，公司经营范围及内部职能部门设置未发生变化。

截至 2019 年底，公司资产总额 418.90 亿元，所有者权益 230.28 亿元（其中少数股东权益 72.51 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 21.26 亿元，利润总额 6.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 431.42 亿元，所有者权益 228.90 亿元（其中少数股东权益 72.31 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额-1.33 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、跟踪评级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包括“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”和“20 嘉公路 MTN001”，债券余额合计 23.00 亿元，期限均为 5 年，跟踪期内上述债券均尚未到首个付息日。

上述债券募集资金均用于偿还公司有息债务；截至跟踪评级报告出具日，募集资金已按约定用途使用完毕。

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
20 嘉公路 MTN001	10.00	2020/03/09	3.50
19 嘉公路 MTN002	3.00	2019/10/28	4.30
19 嘉公路 MTN001	10.00	2019/08/19	4.10

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

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

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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

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

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比

上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

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

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

2. 宏观政策环境

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

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

15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

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

合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

（1）行业概况

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

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

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

（2）行业政策

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

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

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草

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

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

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

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

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

（3）行业特点

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

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资11504亿元，增长15.4%，增速较2018年（7.7%）明显上升，创2011年以来最大增幅。

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

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69亿元，通行费收支缺口3857.30亿元，比上年增加86.31亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018年收入对利息支出

的覆盖倍数约 2 倍）。

（4）未来发展

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

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

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

2. 区域经济环境

跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，交通基础设施投资及私家车保有量快速增长；受益于嘉兴市独特的区位优势、长三角一体化战略以及接轨上海战略的持续实施，嘉兴市未来面临重大的发展机遇，发展前景良好。

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，是长三角城市群的重要城市。嘉兴市地理位置优越，与上海、杭州、宁波等城市距离近，且作为沪杭、苏杭交通干线中枢，交通便利。2017 年浙江省政府同意嘉兴设立浙江省全面接轨上海示范区，嘉兴市将紧紧抓住契机，努力将嘉兴打造成为全球卓越城市周边的具有国际化品质的现代化网络型田园城市。另外，2018 年长三角一体化已上升为国家战略，将为嘉兴的发展创造巨大的机遇。嘉兴市陆地面积 3915 平方公里，下辖两个市辖区（南湖区、秀洲区），3 个县级市（平湖市、海宁市、桐乡市）和两个县（嘉善县、海盐县）。截至 2019 年底嘉兴市常住人口 480.0 万人，常住人口城镇化率达 67.4%。

根据《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》， 2019 年，嘉兴市地区生产总值（GDP）为 5370.32 亿元，比上年增长 7.0%，其中，第一产业增加值 120.89 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 2892.55 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 2356.88 亿元，增长 8.5%。三次产业结构为 2.2:53.9:43.9。按常住人口计算，全年人均生产总值 112751 元（按年平均汇率折算为 16344 美元），增长 5.4%。

2019 年，嘉兴市工业增加值 2576.03 亿元，比上年增长 6.9%，占全市生产总值的 48.0%。规模以上工业增加值 2080.92 亿元，增长 6.8%；其中重工业增加值 1177.49 亿元，增长 10.4%；轻工业增加值 903.43 亿元，增长 2.7%。在嘉兴市规模以上工业中，高技术制造业、数字经济核心制造业、装备制造业、高新技术产业增加值增速均高于规上工业平均水平，分别增长 20.7%、17.7%、13.7%和 9.8%。

在地区经济增长的持续带动下，嘉兴市固定资产投资规模继续扩张。2019 年，嘉兴市固定资产投资比上年增长 11.3%，其中交通运输

投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环境和公共设施投资分别比上年增长43.7%、35.8%、15.8%和 12.1%。全年房地产开发投资比上年增长 2.9%，其中住宅投资增长1.8%。

2019年底，嘉兴市公路通车里程8288公里，增长0.6%。各种运输方式（不包括铁路，下同）货物周转量354.09亿吨公里，增长6.1%，其中公路148.48亿吨公里，增长4.9%；全年旅客周转量（营业性车辆）21.70亿人公里，增长1.9%。嘉兴市年底机动车总量达174.1万辆，其中汽车147.8万辆，增长11.0%，私人汽车127.2万辆，增长11.3%。

根据《嘉兴市 2019 年 1—12 月财政收支情况》，2019 年，嘉兴市全市财政总收入 945.4 亿元，其中一般预算收入 565.69 亿元；税收收入 509.6 亿元，在一般预算收入中占 90.08%，一般预算收入质量高。2019 年，嘉兴市一般公共预算支出 766.89 亿元，其中各级财政用于民生支出 620.13 亿元，占一般公共预算支出的 80.86%。2019 年，嘉兴市政府性基金收入 747.65 亿元，其中国有土地使用权出让收入 647.18 亿元，占政府性基金收入的 86.6%，同比下降 10.1%。政府债务方面，2019 年，浙江省财政厅核定嘉兴市地方政府债务限额 988.00 亿元，其中市级 123.36 亿元。2019 年底嘉兴市地方政府债务余额 987.22 亿元，其中市级 123.03 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将构建“三纵三横三连”的高速公路主骨架，规划形成“一环三横六纵四射两连”的干线公路网，建设嘉兴市区至市域内各县市“一主多辅”通道并规划 G320 国道改线。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到嘉兴市政府在财政补助等方面的支持。

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），公司子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司收到车辆购置税补助 9.60 亿元，增加公司资本公积 4.63 亿元及少数股东权益 4.97 亿元。

财政补贴方面，嘉兴市政府为确保市交通基础建设顺利进行，缓解公司还贷压力，持续拨付公司政府补贴。2019 年，公司收到计入“其他收益”的与企业日常活动相关的政府补贴 0.90 亿元，收到计入“营业外收入”的政府补助 3.66 亿元，全部为营运补助，两者合计 4.56 亿元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1033040200052270W），截至 2020 年 5 月 22 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，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、管理体制、内部管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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，业务收入主要来自于通行费收入、运输收入和商品销售收入。跟踪期内，公司各板块业务经营稳定，营业收入小幅增长，综合毛利率小幅下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩较上年同期大幅下滑。

2019 年，公司营业收入较上年小幅增长 2.26%至 21.26 亿元。从主营业务收入构成看，通行费收入和商品销售收入仍为公司主要收入来源。2019 年，公司各主营业务收入相对稳

定，其中通行费收入较上年减少 2.89%；商品销售收入较上年小幅增长 4.08%，主要系油品销售量增长所致；其他业务收入较上年增长 17.34%，主要系服务区收入及驾校培训收入增长所致。

从毛利率水平看，受通行费毛利率下降影响，2019 年公司综合毛利率下降 3.81 个百分点至 21.98%。2019 年，公司通行费业务毛利率较上年下降 9.00 个百分点，主要系通行费收入下降同时 2019 年全国高速并网、监控设备等升级改造成本支出加大所致；道路运输业务受其他交通方式分流以及公交公益属性影响持续亏损，2019 年毛利率为-73.63%；商品销售业务毛利率同比略有下降；其他业务毛利率同比上升 7.06 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，较上年同期下降 34.60%；毛利率为 1.27%，较上年同期下降 31.42 个百分点。受新冠肺炎疫情影响，公司响应国家政策在疫情防控期间免收高速公路通行费，导致公司 2020 年 1－3 月经营业绩较上年同期大幅下滑。

表 3　2018－2019 年及 2020 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	7.25	34.87	66.44	7.04	33.11	57.44	0.58	18.18	5.96
运输	1.34	6.43	-72.64	1.34	6.32	-73.63	0.17	5.33	-170.90
商品销售	10.90	52.40	12.11	11.34	53.33	11.30	2.25	70.53	13.71
其他	1.31	6.30	14.93	1.54	7.23	21.99	0.19	5.96	-7.08
合计	**20.79**	**100.00**	**25.79**	**21.26**	**100.00**	**21.98**	**3.19**	**100.00**	**1.27**

注：其他业务收入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：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）公路建设与运营

跟踪期内，公司路产里程进一步增长，主要控股路产整体运营情况良好；2020年一季度，新冠肺炎疫情对公司高速公路运营业绩造成较大冲击。杭州湾跨海大桥北接线（二期）通车运营，其路网完善效应较强，将带动公司未来通行费收入增长；新收费标准的实施对公司未来通行费收入可能产生的影响尚需观察。

跟踪期内，公司高等级公路建设与运营业务仍主要由公司本部、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”）和嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司（以下简称“嘉绍公司”）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。截至 2020 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 4　截至 2020 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
合计	113.63	--	--	--	--

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。2019年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量为4.10万辆，同比增长5.28%，实现通行费收入1.44亿元，同比增长0.78%；受ETC优惠政策以及通行费拆分和入账时间不同步等影响，通行费增速低于车流量增速。2020年1－3月，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量3.19万辆，实现通行费收入0.09亿元，同比分别下降10.14%和70.97%。

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，公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，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。2019年，07省道日均车流量1.07万辆，实现通行费收入0.14亿元，同比分别下降42.05%和58.836%，主要受分流等因素影响。2020年1－3月，07省道日均车流量0.93万辆，实现通行费收入0.02亿元，同比分别下降33.03%和66.67%。

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，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。2019年，嘉绍高速北接线日均车流量7.62万辆，同比增长7.35%；实现通行费收入5.46亿元，同比下降0.40%，主要系确认通行费收入时扣除了应由公司承担的地方政府置换债券利息约7000万元所致。2020年1－3月，嘉绍高速北接线日均车流量为3.21万辆，通行费收入0.32亿元，同比分别下降52.80%、76.81%。

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，计划收费年限15年；2020年1季度，实现通行费0.15亿元。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，对路网具有较强的完善效应，将对公司通行费收入的提升产生积极影响。

经营效率方面，2019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619.58万元/公里，同比下降2.87%，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0.86%，处于行业较低水平。

参股及联营路产

跟踪期内，公司参股及联营路产未发生变化；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。

钱江通道北接线一期项目原为嘉兴高投控股路产，后划出公司合并范围；因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，对路产可能产生的影响尚不确定。

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。2019年，杭浦高速日均车流量和通行费收入同比均有所增长，但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。

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%，2019年取得投资收益2.35亿元。

表 5　公司控股、参股及联营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		
		2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	14246.78	14358.42	909.42	38984	41041	31924
	杭州湾跨海大桥北接线二期	--	--	1548.17	--	--	34186
	嘉绍通道北接线	54853.30	54635.99	3209.62	71026	76249	32075
	07 省道	3412.03	1420.71	166.19	18520	10732	9305
小计		**72512.11**	**70415.12**	**5833.40**	**128530**	**128022**	**107490**
参股	杭浦高速	60677.92	68257.44	3554.52	34498	38566	17959
	钱江通道北接线一期	--	--	--	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	68944.18	71565.14	4049.97	40470	42554	32300
小计		**129622.10**	**139822.58**	**7604.49**	**74968**	**81120**	**50259.00**

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；2018 年 6 月后，钱江通道北接线一期不再作为公司控股路产

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

收费标准

2019 年，公司高速公路收费标准无变化，详见表 6。

表 6　浙江省高速公路收费标准（截至 2019 年底）

车型分类	车型判别标准	通行费（车次费+车公里费×里程）
客车	20 座（含）以下客车	车次费 5 元，车公里费 0.4 元/公里
	20 座以上 40 座（含）以下客车	车次费 10 元，车公里费 0.8 元/公里
	40 座以上客车（含 32 座以上卧铺车）	车次费 15 元，车公里费 1.2 元/公里
货车	车货总质量	收费标准
	小于 5 吨（含）	按 0.09/吨 公里计费
	5 吨至 15 吨（含）	按 0.09 元/吨 公里×1.5 线性递减到 0.09 元/吨 公里计费
	15 吨至 30 吨	按 0.09 元/吨 公里线性递减到 0.06 元/吨 公里计费
	大于 30 吨	按 30 吨计费
	超限部分质量	收费标准
	小于 10%	按照合法装载车辆的基本费率进行计费
	30%以内（含 30%）	超限 10%以上部分按 0.09 元/吨 公里×1.2 计
	30%-50%（含 50%）	超限 30%以上部分按 0.09 元/吨 公里×2 计
	50%-100%（含 100%）	超限 50%以上部分按 0.09 元/吨 公里×3 计
	100%以上	超限 100%以上部分按 0.09 元/吨 公里×4 计

资料来源：公司提供

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。同时，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 7　浙江省高速公路客车车型分类及收费标准（自 2020 年起）

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类客车车公里费率为0.45元/车公里
资料来源：公司提供

表 8　浙江省高速公路货车和专项作业车车型分类及收费标准（自 2020 年起）

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

新收费标准实行时间不长，未来对公司车辆通行费收入影响尚待观察。

2019年，公司公路养护成本为4834.05万元，同比增长90.69%，主要因为随着主要高速公路通行年限增长，养护成本自然增加，同时新增2019年浙江省高速公路命名调整部分支出。2020年1—3月，公司养护成本为340.49万元。

截至2020年3月底，公司无在建或拟建高速公路项目。

（2）运输业务

跟踪期内，公司客运效率有所提升，运输收入保持稳定，毛利率仍呈政策性亏损状态，业务亏损仍依赖财政补贴弥补。新冠肺炎疫情对2020年一季度运输业务造成较大冲击。

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2019年底，国鸿汽运共运营140条客运班线，较上年底增加3条，主要系城乡公交班线增加所致。其中跨省级班线42条、跨地市班线17条、跨县班线13条，城乡公交班线68条。公司拥有

各类营运车辆1021辆，其中客运班线车72辆，公交车376辆，商务旅游车89辆，出租车179辆，驾驶培训教练车305辆。

2019年，国鸿汽运完成客运量2472.89万人次，行驶里程4807.40万公里，行驶里程有所下降但客运量小幅提升，主要系公司优化客运路线、提升运营效率所致；实现运输收入1.34亿元，较上年保持稳定。2020年1－3月，公司各项运输指标均同比大幅下降，其中客运收入0.17亿元，较上年同期下降50%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致。

表 9　公司客运业务情况

（单位：条、万人次、万公里、亿元）

指标	2018 年	2019 年	2020年3月
客运班线	137	140	137
客运量	2322.89	2472.89	250.67
行驶里程	5055.97	4807.40	641.01
客运收入	1.34	1.34	0.17
财政补贴	1.16	0.90	0.15

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。2018－2019 年，国鸿汽运分别获得嘉兴市财政补贴 1.16 亿元和 0.90 亿元，2020 年 1－3 月，获得财政补贴 0.15 亿元，持续性较强。

（3）商品销售业务

公司商品销售业务主要为成品油销售业务，跟踪期内，销售收入保持增长，毛利率水平略有降低。

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”）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。2019年，公司实现商品销售收入11.34亿元，同比增长4.40%；当期毛利率11.30%，同比下降0.81个百分点。2020年1－3月实现商品销售收入2.25亿元，较上年同期下降6.25%。

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。2019 年国鸿油气公司下属 4 家加油站实现油品销售收入 3.00 亿元，同比增长 20.97%；2020 年 1－3 月，实现油品销售收入 0.50 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。公司与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，将其纳入合并报表范围。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。2019 年，交通石油公司油

品销售收入 6.65 亿元，同比下降 2.21%；2020 年 1－3 月，实现油品销售收入 1.41 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。2019 年实现销售收入 1.69 亿元，同比增长 4.32%；2020 年 1－3 月实现销售收入 0.33 亿元。

（4）其他业务

公司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。2019年，公司其他业务实现收入1.54亿元，同比增长17.56%，主要系服务区收入及驾校培训收入增长所致；当期毛利率水平为21.99%，同比上升7.06个百分点。

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；推动国鸿汽运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房产建设管理集团有限公司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”（截至 2019 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司有合并范围子公司 18 家；跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据的可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 418.90 亿元，所有者权益 230.28 亿元（其中少数股东权益 72.51 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 21.26 亿元，利润总额 6.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 431.42 亿元，所有者权益 228.90 亿元（其中少数股东权益 72.31 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额-1.33 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，关联方往来款对公司资金占用明显；公司存货主要为储备用地，路产收费权质押比率高，公司资产流动性较弱。

2019 年底，公司资产总额 418.90 亿元，较 2018 年底小幅增长，公司资产结构相对均衡，较 2018 年底变化不大。

表 10　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**209.26**	**51.76**	**208.55**	**49.78**	**217.39**	**50.39**
货币资金	13.19	3.26	30.38	7.25	35.49	8.23

其他应收款	112.07	27.72	101.52	24.23	106.01	24.57
存货	75.37	18.64	75.36	17.99	75.38	17.47
非流动资产	**195.02**	**48.24**	**210.35**	**50.22**	**214.03**	**49.61**
可供出售金融资产	35.78	8.85	36.25	8.65	36.25	8.40
长期股权投资	15.97	3.95	23.24	5.55	23.24	5.39
固定资产	84.10	20.80	82.83	19.77	133.61	30.97
在建工程	39.24	9.71	48.20	11.51	0.92	0.21
资产总计	**404.28**	**100.00**	**418.90**	**100.00**	**431.42**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产方面，截至 2019 年末，公司流动资产规模较年初变化不大，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至 2019 年末，公司货币资金 30.38 亿元，较 2018 年底增长 130.35%，主要系收回往来款所致；货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金为 606.65 万元，受限规模很小。其他应收款 101.52 亿元，较 2018 年底下降 9.41%；其他应收款主要为与关联单位之间的往来款，计提坏账准备 668.94 万元，计提比例为 0.06%；欠款单位为嘉兴市国有企业，账龄较长，对公司资金造成较大占用；公司前五大其他应收款合计占 99.58%，其中应收股东嘉通集团款项 80.18 亿元，占 78.93%，根据嘉通集团 2017 年出具的《关于应收款项情况及解决措施的函》（嘉通便函〔2017〕112 号），嘉通集团每年偿还一定数额的其他应付款，但每年新增往来款金额较大，公司对嘉通集团的其他应收款余额仍保持在较大规模。存货账面价值较年初基本稳定，主要为储备土地（占 99.68%），未计提跌价准备。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。

非流动资产方面，截至 2019 年末，公司非流动资产 210.35 亿元，较 2018 年底增长 7.86%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产规模较 2018 年底变化不大，主要为对沪杭铁路客运专线股份有限公司（账面余额 20.01 亿元）及浙江省海港投资运营集团有限公司（账面余额 8.26 亿元）等公司的出资，均采用成本法计量。公司长期股权投资较年初大幅增长 45.54%，主要系新增对嘉兴市快速路建设发展有限公司 4.91 亿元投资所致。固定资产账面价值较年初变化不大，主要由道路资产（占 90.95%）构成，累计计提折旧 22.81 亿元；固定资产成新率 79.20%，成新率较高。在建工程较年初大幅增长 22.84%，主要为杭州湾跨海大桥北岸接线项目（二期）持续投入所致，杭州湾跨海大桥北岸接线项目（二期）账面余额 47.71 亿元，公司在建工程未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司受限资产 113.27 亿元，包括获取银行借款抵押的土地 4.50 亿元以及质押路产收费权对应的路产账面价值 108.77 亿元；受限资产占总资产比重为 27.04%，受限比例较高。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 431.42 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司固定资产较年初大幅增长 30.97%，主要系杭州湾跨海大桥北接线（二期）工程完工，由在建工程转入固定资产所致。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，公司债务中长期债务占比高，整体债务负担一般。

所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益为 230.28 亿元，较年初增长 7.03%，主要系公司收到车辆购置税补助计入资本公积和少数股东权益所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为

68.51%，少数股东权益占比为 31.49%，少数股东权益占比较高。归属于母公司所有者权益 157.77 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.05%、82.30%和 9.51%，构成情况较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 228.90 亿元，规模及构成较年初变化均不大。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额 188.63 亿元，较 2018 年底保持稳定；其中流动负债占 22.60%，非流动负债占 77.40%，公司负债以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2019 年末，公司流动负债 42.62 亿元，较 2018 年底下降 12.61%，主要系偿付债权融资计划 6.00 亿元所致。其中其他应付款 7.95 亿元，较 2018 年底增长 43.53%，主要为项目工程款及往来款；一年内到期的非流动负债 32.20 亿元，较 2018 年底增长 7.18%，全部为一年内到期的应付债券。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债 146.00 亿元，较 2018 年底增长 4.02%。其中，长期借款 48.51 亿元，较 2018 年底下降 2.06%；应付债券 94.20 亿元，较 2018 年底增长 13.22%，主要系公司 2019 年发行多笔债券所致；公司长期应付款 1.29 亿元，主要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，2019 年底，公司全部债务 176.14 亿元，基本保持稳定；其中，短期债务占 18.28%，长期债务占 81.72%，仍以长期债务为主。债务指标方面，截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.03%、43.34%和 38.46%，较年初分别减少 1.75 个百分点、1.72 个百分点和 0.67 个百分点。此外，考虑到公司所有者权益中国开基金投资款属于“明股实债”性质，公司实际债务负担高于上述指标值。

表 11　公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	38.11	32.20	34.20
长期债务	138.33	143.94	154.88
全部债务	176.44	176.14	189.08
长期债务资本化比率	39.13	38.46	40.36
全部债务资本化比率	45.06	43.34	45.24
资产负债率	46.78	45.03	46.94

注：因四舍五入，部分数据分项之和与合计数并不完全一致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债合计 202.52 亿元，较年初增长 7.37%，主要新增短期借款 12.00 亿元及公司发行“20 嘉公路 MTN001”10.00 亿元、“20 嘉公路（疫情防控债）SCP002”2.00 亿元和“20 嘉公路 SCP001”10.00 亿元所致。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 189.08 亿元，较年初增长 7.35%，主要系公司增加外部融资所致。其中，短期债务 34.20 亿元（占 18.09%），长期债务 154.88 亿元（占 81.91%）。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.94%、45.24%和 40.36%，较年初分别提高 1.91 个百分点、1.90 个百分点和 1.89 个百分点，公司债务负担仍处于合理范围。从债务到期分布来看，2020 年 4—12 月，公司到期债务规模为 34.20 亿元，2021 年及 2022 年到期债务合计 36.11 亿元，2020－2022 年集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入及利润规模保持增长；期间费用对公司利润形成较大侵蚀，利润主要依赖于财政补贴及投资收益；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩较上年同期大幅下滑。

2019 年，公司实现营业收入 21.26 亿元，较上年小幅增长 2.26%；营业成本为 16.59 亿元，较上年增长 7.51%。2019 年，公司营业利润率为 21.57%，同比下降 3.86 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总

额为 6.21 亿元，较上年下降 8.79%，主要系财务费用的减少。从构成看，公司期间费用仍以财务费用（占 80.05%）为主。财务费用 5.00 亿元，较上年减少 9.28%，部分利息仍进行了资本化处理。公司期间费用占营业收入比重为 29.21%，较上年下降 3.54 个百分点，公司费用控制能力有所提升但仍较弱，期间费用对利润侵蚀较为严重。

2019 年，公司实现投资收益 3.11 亿元，较上年增长 19.83%，主要系对嘉绍跨江大桥公司的长期股权投资在权益法下实现的投资收益增加所致。同期，公司实现其他收益 0.90 亿元，较上年下降 21.88%，主要为车辆运营补助（0.59 亿元）和油价补贴（0.23 亿元）；实现营业外收入 3.69 亿元，较上年增长 33.61%，主要为运营补助（3.66 亿元）。

利润总额方面，2019 年，公司利润总额 6.03 亿元，同比增长 20.56%；其中其他收益、营业外收入、投资收益等合计占 127.69%，非经营性损益对公司利润总额影响大。

表 12　2018－2019 年公司盈利情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	20.79	21.26
投资收益	2.59	3.11
其他收益	1.15	0.90
营业外收入	2.76	3.69
利润总额	5.01	6.03
营业利润率	25.43	21.57
净资产收益率	2.27	2.57
总资本收益率	2.66	2.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.74%和 2.57%，较上年分别增长 0.08 个和 0.30 个百分点。

受新冠肺炎疫情影响，公司响应国家政策在疫情防控期间免收高速公路通行费，2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，较上年同期下降 34.60%；实现净利润-1.35 亿元，较上年同期下降 187.12%；当期公司营业利润率为 0.82%。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量较好，经营活动现金流净额扩大；投资活动现金净流出规模仍较大；随着未来存续债券的逐步到期，公司存在较大对外融资需求。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入 47.30 亿元，同比增长 15.48%。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 23.23 亿元，基本保持稳定；收到其他与经营活动有关的现金 24.07 亿元，同比增长 37.70%，主要为集团内部往来款；现金收入比为 109.26%，较 2018 年有所下降，但仍保持较高水平。2019 年，公司经营活动现金流出 21.07 亿元，同比下降 25.51%。其中，购买商品、接受劳务支出的现金 14.39 亿元，同比增长 6.85%；支付其他与经营活动有关的现金 3.83 亿元，同比下降 69.08%，主要为往来款。2019 年公司经营活动现金流净额为 26.23 亿元，同比增长 107.04%。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入 7.31 亿元，同比下降 54.34%；主要为收回投资收到的现金 6.42 亿元，同比下降 58.63%，为收回理财产品的本金及投资收益。2019 年，公司投资活动现金流出 15.57 亿元，同比下降 54.83%；其中购建固定资产、无形资产支付的现金 9.26 亿元，同比下降 20.30%，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 6.30 元，同比下降 72.23%，为购买理财产品支出。2019 年，公司投资活动现金净流量为-8.26 亿元，仍呈净流出状态。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 76.60 亿元，同比增长 46.91%，主要为取得借款收到的现金 67.00 亿元、吸收投资收到的现金 9.60 亿元，为收到浙江省政府下达的车辆购置税补助。2019 年，公司筹资活动现金流出 77.42 亿元，同比增长 64.55%，主要为偿还债务支付的现金 67.12 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 9.71 亿元。2019 年，

公司筹资活动产生的现金流量净额-0.82 亿元，由净流入转为净流出状态。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入	40.96	47.30
经营活动现金流出	28.29	21.07
经营活动现金流量净额	12.67	26.23
投资活动现金流量净额	-18.45	-8.26
筹资活动现金流量净额	5.09	-0.82
现金收入比	112.93	109.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为-4.21 亿元；投资活动现金流净额为-1.35 亿元；筹资活动现金流净额为 10.73 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指标一般，考虑到公司区域地位以及嘉兴市政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年底公司流动比率和速动比率分别为 489.29%、312.47%，较 2018 年底分别上升 60.22 个、37.95 个百分点；2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 476.22%、311.10%，较 2019 年底分别下降 13.07 个、1.37 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为 61.53%，较 2018 年上升 35.56 个百分点。2020 年 3 月底，公司现金类资产对当期短期债务的保障倍数为 1.04 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.87 亿元，较上年增长 3.95%；公司全部债务/EBITDA 为 12.70 倍，较 2018 年有所下降；EBITDA 利息倍数由上年的 2.11 倍提高至 2.21 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。

截至 2019 年底，公司授信总额 75.78 亿元，尚未使用的银行授信额度为 4.40 亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保合计 29.55 亿元，担保比率 12.83%。被担保方均为嘉兴市国资企业，公司或有负债风险可控。

表 14　截至 2019 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	20.00	国企	2026.10.30
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	0.41	国企	2020.09.17
浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司	3.84	国企	2024.04.28
嘉兴市公共交通有限公司	0.30	国企	2020.06.19
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	5.00	国企	2020.12.18
合计	**29.55**	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

7. 母公司财务分析

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；负债水平一般。

截至 2019 年末，母公司资产总额 253.45 亿元，较年初变化不大。其中，流动资产 180.45 亿元（占 71.20%），非流动资产 73.00 亿元（占 28.80%），资产构成仍以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.92%）、其他应收款（占 47.45%）和存货（占 41.63%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 22.18%）、长期股权投资（占 44.79%）、固定资产（占 13.64%）及其他非流动资产（占 18.30%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 19.70 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 129.95 亿元，较年初增长 5.11%。其中，流动负债 35.75 亿元（占比 27.51%），非流动负债 94.20 亿元（占 72.49%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 9.51%）和一年内到期的非流动负债（占 90.07%）构成，非流动负债全部为应付债券（94.20 亿元）。截至 2019 年末，母公司全部债务 124.60 亿元，占合并报表全部债务的 70.74%，其中短期债务 32.20 亿元，长期债务 94.20 亿元，债务期限结构较为合理。母公司资产负债率为 51.27%，较年初提高 1.31 个百分点，全部债务资本化比率 50.58%，较年初提高 1.64 个百分点，整体债务负担适中。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为

123.50 亿元，较年初保持稳定。其中，实收资本占 9.01%、资本公积占 88.32%，所有者权益稳定性强。

2019年，母公司营业收入和利润总额分别为1637.96万元和-5912.42万元，公司收入和利润主要来自于子公司。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 265.37 亿元，所有者权益 122.67 亿元；2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 166.82 万元，净利润-822.74 万元，经营活动现金流量净额-2.98 亿元。

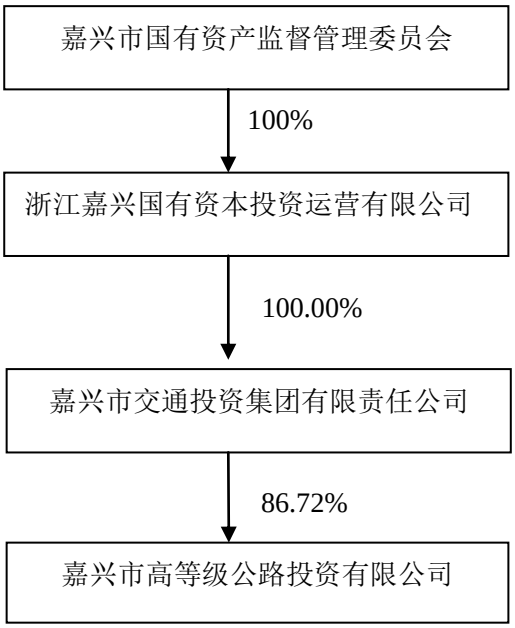
十、存续债券偿还能力分析及保障措施

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包括“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”和“20 嘉公路 MTN001”，债券余额合计 23.00 亿元。2019 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上述债券余额合计的 0.60 倍、2.06 倍和 1.14 倍；上述存续债券单年最高偿付金额为 13.00 亿元，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单年最高偿付金额的 1.07 倍、3.64 倍和 2.02 倍，经营活动现金流入量对联合资信所评存续债券余额的覆盖程度高。

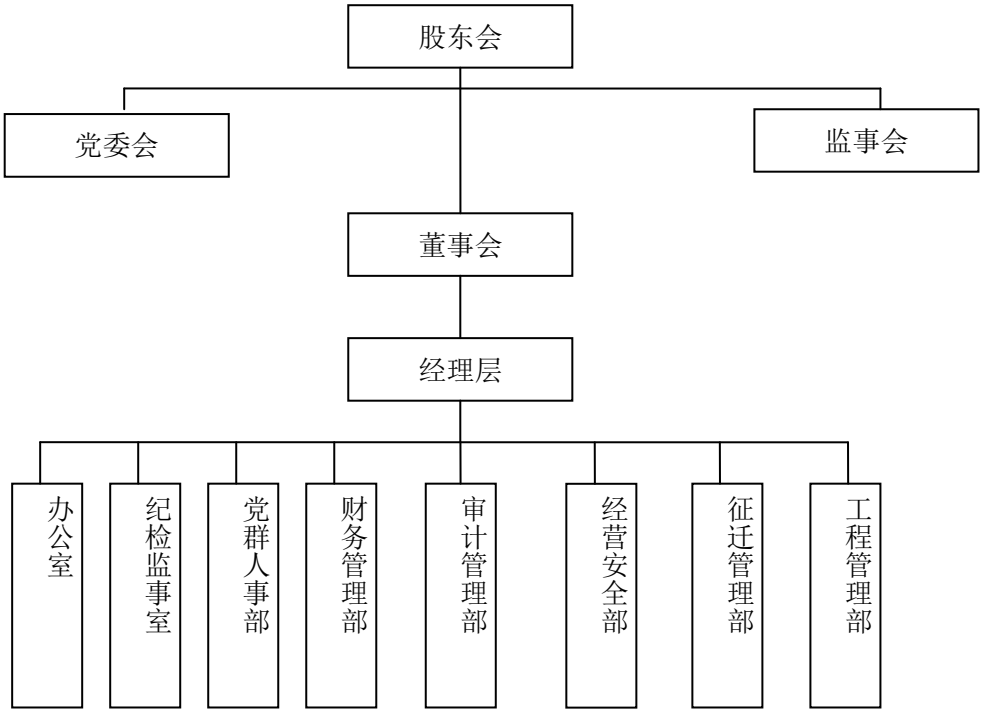
十一、结论

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

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司下属子公司情况

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：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.91	13.19	30.38	35.49
资产总额(亿元)	398.92	404.28	418.90	431.42
所有者权益(亿元)	199.67	215.16	230.28	228.90
短期债务(亿元)	25.65	38.11	32.20	34.20
长期债务(亿元)	157.92	138.33	143.94	154.88
全部债务(亿元)	183.57	176.44	176.14	189.08
营业收入(亿元)	18.15	20.79	21.26	3.19
利润总额(亿元)	4.01	5.01	6.03	-1.33
EBITDA(亿元)	12.12	13.34	13.87	--
经营性净现金流(亿元)	7.78	12.67	26.23	-4.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	58.74	70.10	59.45	--
存货周转次数(次)	0.16	0.20	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	110.21	112.93	109.26	108.98
营业利润率(%)	27.00	25.43	21.57	0.82
总资本收益率(%)	2.48	2.66	2.74	--
净资产收益率(%)	1.94	2.27	2.57	--
长期债务资本化比率(%)	44.16	39.13	38.46	40.36
全部债务资本化比率(%)	47.90	45.06	43.34	45.24
资产负债率(%)	49.95	46.78	45.03	46.94
流动比率(%)	524.90	429.07	489.29	476.22
速动比率(%)	331.36	274.52	312.47	311.10
经营现金流动负债比(%)	19.95	25.97	61.53	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.35	0.94	1.04
全部债务/EBITDA(倍)	15.14	13.23	12.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	2.11	2.21	--

注：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；2020 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.28	4.78	19.70	27.03
资产总额(亿元)	248.07	247.48	253.45	265.37
所有者权益(亿元)	121.12	123.85	123.50	122.67
短期债务(亿元)	21.50	35.50	32.20	34.20
长期债务(亿元)	102.00	83.20	94.20	104.20
全部债务(亿元)	123.50	118.70	126.40	138.40
营业收入(亿元)	0.34	0.34	0.16	0.02
利润总额(亿元)	-1.31	-1.14	-0.59	-0.82
EBITDA(亿元)	3.15	3.72	4.20	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	13.51	13.02	-2.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	3275.92	--
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	94.41	106.88	117.69	100.08
营业利润率(%)	-161.42	-126.82	-388.74	-894.60
总资本收益率(%)	0.92	1.10	1.38	--
净资产收益率(%)	-1.09	-0.93	-0.48	--
长期债务资本化比率(%)	45.71	40.18	43.27	45.93
全部债务资本化比率(%)	50.49	48.94	50.58	53.01
资产负债率(%)	51.17	49.96	51.27	53.77
流动比率(%)	715.04	443.95	504.73	499.79
速动比率(%)	413.88	258.14	294.60	304.65
经营现金流动负债比(%)	16.22	33.41	36.41	--
现金短期债务比(倍)	0.15	0.13	0.61	0.79
全部债务/EBITDA(倍)	39.15	31.87	30.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.98	1.06	--

注：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；2020 年一季度财务数据未经审计

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%
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

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　主体信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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