

信用评级公告

联合〔2023〕4327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⁺，维持“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”“20 嘉公路 MTN001”和“21 嘉公路 MTN001”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

二〇二三年六月二十一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

嘉兴市高等级公路投资有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
嘉兴市高等级公路投资有限公司	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

跟踪评级债项概况：

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”含调整票面利率选择权和投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2023 年 6 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	V4.0.202208
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	1
			行业风险	2
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素				--

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，公司得到嘉兴市政府在财政补贴等方面的有力支持。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，公司往来款对资金占用明显、存在一定短期偿债压力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、路网效应的显现、多元化业务的开展，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⁺，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。

优势

- 外部发展环境良好。**嘉兴市区位优势良好，面临良好的发展机遇。跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，私家车保有量持续增长。2022年，嘉兴市地区生产总值6739.45亿元，比上年增长2.5%；机动车总量及私家车保有量同比分别增长6.8%和7.2%。
- 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，公司持续在财政补贴方面获得有力支持。
- 公司控股路产单公里通行费水平较高，路产效益较好。**

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。
- 债券融资占比较高，存在一定短期偿付压力。**截至2022年底，公司债券融资余额为120.80亿元，占全部债务的50.78%。2023年3月底，公司现金短期债务比为0.61倍。

个体信用等级	aa ⁺
外部支持调整因素	--
评级结果	AA ⁺

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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
控股路产里程（公里）	95.60	165.55	400.03
单公里通行费收入（万元/年）	1176.73	1696.77	496.86
资产总额（亿元）	509.46	407.36	119.33
所有者权益（亿元）	242.73	153.37	58.52
营业总收入（亿元）	71.52	28.73	18.03
利润总额（亿元）	6.79	-0.25	13.51
资产负债率（%）	52.36	62.35	50.96
全部债务资本化比率（%）	49.50	61.45	52.37
全部债务/EBITDA（倍）	11.01	11.10	3.11
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	1.90	7.68

注：公司 1 为佛山市中策高速公路投资有限公司，公司 2 为重庆高速公路股份有限公司；公司 1、2 控股路产里程、单公里通行费收入、全部债务资本化比率、全部债务/EBITDA、EBITDA 为 2021 年数据。

资料来源：联合资信根据以上公司提供资料整理

分析师：刘亚利 吴 茵

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	53.34	55.49	50.36	36.95
资产总额(亿元)	500.94	494.80	509.46	502.29
所有者权益(亿元)	245.70	235.22	242.73	242.87
短期债务(亿元)	80.89	96.36	57.66	60.74
长期债务(亿元)	146.79	137.51	180.25	176.32
全部债务(亿元)	227.68	233.87	237.91	237.07
营业收入(亿元)	93.79	70.21	71.52	18.01
利润总额(亿元)	9.98	9.73	6.79	0.18
EBITDA(亿元)	21.33	24.63	21.61	-
经营性净现金流(亿元)	19.54	17.79	19.85	-10.71
营业利润率(%)	10.87	16.66	11.16	12.71
净资产收益率(%)	3.83	4.00	2.62	-
资产负债率(%)	50.95	52.46	52.36	51.65
全部债务资本化比率(%)	48.10	49.86	49.50	49.40
流动比率(%)	230.02	211.31	307.39	309.05
经营现金流动负债比(%)	18.55	15.17	24.32	-
现金短期债务比(倍)	0.66	0.58	0.87	0.61
EBITDA 利息倍数(倍)	2.84	3.42	3.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.67	9.50	11.01	--

公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	249.29	255.48	257.00	256.66
所有者权益(亿元)	118.88	118.10	118.77	117.75
全部债务(亿元)	127.20	134.01	135.43	135.98
营业收入(亿元)	0.11	0.04	0.05	0.22
利润总额(亿元)	-0.13	-0.64	0.90	-1.02
资产负债率(%)	52.31	53.77	53.79	54.12
全部债务资本化比率(%)	51.69	53.16	53.28	53.59
流动比率(%)	333.42	242.42	580.37	450.75
经营现金流动负债比(%)	22.94	23.71	38.37	--

注：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；公司 2023 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2023 年一季度财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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 20 嘉公路 MTN001 19 嘉公路 MTN002 19 嘉公路 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/07/27	张婧茜 郭欣宇	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
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	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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

嘉兴市高等级公路投资有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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、企业基本情况

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重大变化。截至2023年3月底，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”）持有公司86.72%的股权，为公司第一大股东。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”）。公司实际控制人为嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）。

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。截至2023年3月底，公司拥有纳入合并范围一级子公司8家；公司本部内设战略投资部、财务融资部和经营发展部等职能部门。

截至2022年底，公司合并资产总额509.46亿元，所有者权益242.73亿元（含少数股东权益89.26亿元）。2022年，公司实现营业收入71.52亿元，利润总额6.79亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额502.29亿元，所有者权益242.87亿元（含少数股东权益89.85亿元）。2023年1—3月，公司实现营业收入18.01亿元，利润总额0.18亿元。

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：柏卫东。

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，债券均已按时付息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
19 嘉公路 MTN001	10.00	10.00	2019/08/19	5
19 嘉公路 MTN002	3.00	3.00	2019/10/28	5
20 嘉公路 MTN001	10.00	10.00	2020/03/09	5
21 嘉公路 MTN001	10.00	10.00	2021/04/15	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。

四、宏观经济和政策环境分析

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

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

流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业及区域环境分析

高速公路行业

（1）行业概况

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

成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.12 万公里，较 2020 年底增加 0.83 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。根据《2023 年政府工作报告》，截至 2022 年底，中国高速公路通车里程达 17.7 万公里，较 2021 年底增加 1.58 万公里。

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

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

表 2 2017—2022 年中国公路运输主要指标情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年		2022 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	145.68	136.50	130.10	68.94	50.87	-26.2	35.46	-30.3

旅客运输周转量（亿人公里）	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	3627.54	-21.8	2407.54	-33.7
营业性货物运输总量（亿吨）	368.69	395.69	343.50	342.64	391.39	14.2	371.19	-5.5
货物运输周转量（亿吨公里）	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	69087.65	14.8	68958.04	-1.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

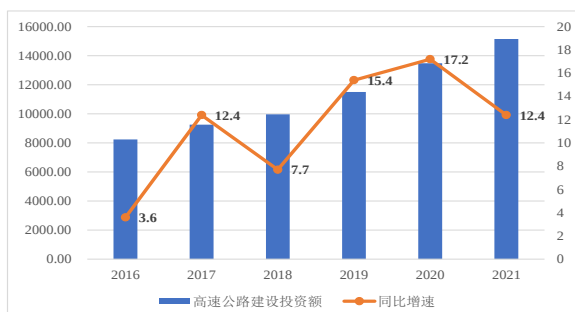
（2）行业特点

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

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

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

图1 2016—2021年中国高速公路建设投资情况
(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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

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

表 3 2016—2021 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
通行费收入 (亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74	6232.02	36.48
支出总额 (亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85	12279.31	4.56
其中: 偿还债务利息支出 (亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92	3245.15	11.34
偿还债务本金支出 (亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88	6864.32	0.27
收支缺口 (亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56	6047.29	-15.75
通行费收入/偿还债务利息 (倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--	1.92	--
通行费收入/偿还债务本金 (倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--	0.91	--

资料来源: 联合资信根据全国收费公路统计公报整理

(3) 行业政策

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

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

2018 年 12 月, 交通运输部发布《公路法修正案 (草案)》和《收费公路管理条例 (修订草案)》。按照预算法及相关改革要求, 地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券, 并以车辆通行费收入偿还; 明确新建的收费公路只能是高速公路, 停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道, 严格控制收费公路规模; 明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路, 防止盲目投资建设; 建立养护管理收费制度, 一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的, 按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则, 重新核定收费标准, 实行养护管理收费, 保障养护管理资金需要。

2020 年 1 月起, 全国取消省界收费站, 原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行; 同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》。作为深化收费公路制度改革的重要实践, 上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率, 但根据交通运输部初步测算, 按照新的货车车型收费标准, 在同等交通量条件下, 年度货车通行费预计下降 11.6%, 即货车整体收费标准将有所降低。同年, 多省份积极推动高速公路企业债务化解工作, 由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议, 通过原债务置换、展期或重组等方式, 降低企业融资成本, 拉长到期时间, 平滑债务期限, 有效缓解了相关企业通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言, 为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021 年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年, 为加快建设交通强国, 构建现代化高质量国家综合立体交通网, 政府相关部门陆续出台系列政策、规划, 推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021 年 2 月, 中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》, 强调要构建完善的国家综合立体交通网, 完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络, 构建以铁路为主干, 以公路为基础, 水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021 年 9 月 23 日, 交通运输部印发了

《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

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

2023年2月，人民银行、交通运输部、银保监会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门应加

大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展；发挥结构性货币政策工具引导作用和债券市场融资支持作用，鼓励交通物流企业发行公司信用类债券融资；加大对基础设施和重大项目建设的市场化资金支持，助力强国建设。

（4）未来发展

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

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

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

段改造，实现东中部地区普通国道基本达到二级及以上标准，西部地区普通国道二级及以上公路比重达到 70%，基本建成与国家综合立体交通网相衔接、有效满足客货运需求的国家公路网络。

2. 区域经济环境

嘉兴市区位优势良好，在长三角一体化等国家战略带动下，面临良好的发展机遇。跟踪期内，嘉兴市经济稳步发展，私家车保有量持续增长，公司经营发展的外部环境良好。

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。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）。2022 年底，全市户籍人口 374.85 万人，比上年底增加 3.00 万人，人口城镇化率达到 72.4%。

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，嘉兴市抓住创建浙江省全面接轨上海示范区契机，把接轨上海与“一带一路”、长江经济带建设等国家重大战略结合起来，全力推进浙江省全面接轨上海示范区建设，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，长三角一体化上升为国家战略，给嘉兴市发展带来巨大的机遇。

根据《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，嘉兴市经济总量保持增长，地区生产总值（GDP）为 6739.45 亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.5%；其中，第一产业增加值 144.01 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3719.61 亿元，增长 2.9；第三产业增加值 2875.83 亿元，增长 2.0%。按常住人口计算，2022 年全市人均 GDP 为 121794 元，比上年增长 1.2%。

2022 年，全市工业增加值 3378.60 亿元，比上年增长 2.9%。2022 年全市规模以上高技术

制造业、数字经济核心制造业、装备制造业、战略性新兴产业和高新技术产业增加值分别增长 19.7%、14.1%、14.0%、12.6%和 6.7%，增速均高于全市规上工业和全省同产业平均水平。

嘉兴市固定资产投资规模继续扩张。2022 年，全市固定资产投资比上年增长 7.2%。分产业看，第一、二、三产投资分别增长 4.7%、14.9%和 3.5%。从重点领域看，全市高新技术产业投资、生态环保城市更新和水利设施投资、民间投资分别比上年增长 25.8%、20.5%和 0.5%，交通投资下降 15.6%。

2022 年底，全市公路通车里程 8246 公里，其中高速公路 428 公里。各种运输方式（不包括铁路，下同）货物周转量 412.16 亿吨公里，比上年增长 0.5%，其中公路 153.15 亿吨公里，下降 12.4%；全年旅客周转量（营业性车辆）4.84 亿人公里，下降 40.3%。嘉兴港全年货物吞吐总量 13240.48 万吨，比上年增长 4.3%，其中外贸货物吞吐量 1398.49 万吨，下降 2.7%，集装箱吞吐量 285.39 万标箱，增长 28.4%。全市年底机动车总量达 209.6 万辆，其中汽车 180.8 万辆，比上年增长 6.8%，私人汽车 158.0 万辆，增长 7.2%。

根据《嘉兴市 2022 年全市和市本级预算执行情况》及《2023 年全市和市本级预算的报告》，2022 年，嘉兴市一般公共预算收入为 596.47 亿元，同比下降 11.6%，其中税收收入 523.51 亿元，在一般预算收入中占比为 87.77%；一般公共预算支出为 827.71 亿元，同比增长 4.3%，财政自给率为 72.06%，财政自给能力较强；政府性基金收入为 855.04 亿元，同比下降 15.4%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为嘉兴市高等级公路建设、运营的重要主体；公司无不良征信记录。

跟踪期内，公司职能定位、主营业务未发生变化，仍是嘉兴市从事高等级公路建设、运营的重要主体，区域优势明显。

截至2023年3月底，公司控股路产收费里程为95.60公里。公司控股路产杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍通道北接线以及杭州湾跨海大桥北接线二期是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”以及国家重点公路浙江段中重要的组成部分。公司下属子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司（以下简称“国鸿汽运”）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。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91330401704403078F），截至2023年4月25日，公司本部无未结清和已结清的关注或不良类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2023年6月21日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事及高管发生变动，属于正常人事变动，对公司日常经营管理影响较小。除此以外，公司在法人治理结构和管理体制等方面无重大变化。

2022年6月28日，根据《关于调整嘉兴市高等级公路投资有限公司董事的函》，何宇健担任公司董事、总经理，李建国不再担任公司董事职务；根据《关于调整嘉兴市高等级公路投资有限公司董事会人员的推荐函》，钟宇不再担任公司董事职务，何格担任公司董事职务。

何宇健先生，1970年生，硕士学历；历任嘉兴市港航管理局办公室主任，嘉通集团办公室主任、总经理助理、副总经理，嘉兴市城市投资发展集团有限公司党委书记、董事、总经理；现

任嘉通集团党委副书记、董事、总经理，公司总经理、董事。

2022年8月9日，根据《嘉兴市高等级公路投资有限公司关于董事人员变动的公告》，柏卫东担任公司董事长，张富标不再担任公司董事长职务。

柏卫东先生，1968年生，大学学历；历任嘉兴市公安局秀城公安分局副局长，嘉兴市南湖区南湖街道党工委书记、人大工委主任，嘉兴市支援青川县（房石镇）灾后恢复重建指挥部副指挥长，嘉兴市政法委副书记，嘉兴市人民政府办公室副主任、副秘书长等职，嘉兴市水务投资集团有限公司党委书记、董事长；现任公司党委书记、董事长。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司煤炭贸易及纸制品销售收入有所增长，但通行费收入有所下降，公司营业收入规模较上年略有增长，综合毛利率有所下降。

2022年，公司营业收入规模有所增长。分板块来看，公司通行费、商品销售收入有所下降，煤炭贸易及纸制品销售收入有所增长。

从毛利率水平看，2022年，公司综合毛利率较2021年下降5.43个百分点。分板块来看，由于公路养护成本增长及通行费收入下降，公路运营业务毛利率较上年大幅下降；道路运输业务受其他交通方式分流、客流量减少及公交公益属性影响持续亏损；煤炭贸易业务及纸制品销售业务毛利率水平有所下降；商品销售有所提高。

2023年1—3月，公司实现营业收入18.01亿元，相当于2022年全年的25.18%；毛利率为13.24%，较2022年提高1.51个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
通行费	13.92	19.83	60.56	11.25	15.73	36.80	3.19	17.69	68.48
运输	0.93	1.32	-156.67	0.87	1.22	-176.67	0.18	0.99	-72.23
商品销售	16.09	22.91	11.36	14.26	19.94	13.58	-	-	-
煤炭贸易	18.99	27.05	1.72	21.16	29.59	1.21	5.18	28.77	0.92
纸制品销售	15.03	21.41	17.91	16.53	23.11	12.24	3.82	21.20	13.76
其他	5.25	7.48	4.33	11.25	10.41	36.80	-	-	-
合计	70.21	100.00	17.16	71.52	100.00	11.73	18.01	100.00	13.24

注：其他收入包括临江码头货运吊装等；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

(1) 公路建设与运营

2022年，公司控股及联营路产车流量及通行费收入虽有所下降，但路产效益仍较好。

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。截至2023年3月底，公司控股路产收费里程为95.60公里。

表5 截至2023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
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	95.60	--	--	--	--
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

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。

受宏观形势影响，2022年，公司控股路产车流量以及通行费收入有所下降。经营效率方面，2022年，公司控股路产单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）为1176.73万元/公里，较上年有所下降，单公里

收费水平较高，路产效益较好；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3.09%。

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，后该项目改由浙江省交通投资集团有限公司与嘉兴市政府合作拟采用PPP模式统一建设，依据《嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限公司股权转让及增资扩股协议》，钱江通道北接线一期项目由公司控股路产变为参股路产（公司持有项目公司15%股权）。

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。

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%，2022年取得的投资收益为0.91亿元。

表6 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		
		2021年	2022年	2023年1—3月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	26961.38	21851.51	6368.49
	杭州湾跨海大桥北接线二期	44202.25	39225.60	10284.39
	嘉绍通道北接线	68032.12	51418.71	12996.86
小计		139195.75	112495.82	29649.74
参股	杭浦高速	84858.03	60921.20	15608.85
	钱江通道北接线一期	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	85009.87	60045.90	15202.79
小计		169867.90	120967.10	30811.64
项目	路产名称	断面车流量		
		2021年	2022年	2023年1—3月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	80254.00	69035.00	77188.00
	杭州湾跨海大桥北接线二期	104145.00	98254.00	98650.00
	嘉绍通道北接线	99522.00	76266.00	78865.00
小计		283921.00	243555.00	254703.00
参股	杭浦高速	56533.00	42734.00	43111.00
	钱江通道北接线一期	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	48667.00	39700.00	48700.00
小计		105200.00	82434.00	91811.00

注：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7 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

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

2022年，公司公路养护成本9653.23万元，其中日常维护成本5360.90万元，专项维护成本4292.33万元，主要为路基路面专项维修成本。2023年1—3月，公司养护成本为1221.65万元。

截至2023年3月底，公司无在建或拟建高速公路项目。

(2) 运输业务

客流量减少对公司运输业务造成较大冲击，2022年，公司运输收入小幅下降，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，2023年3月底，公司长途客运共有105条班线，其中跨省级班线10条、跨地市班线4条、跨县班线17条，城乡公交班线74条；公司拥有营运车辆955辆，其中客运班线车23辆，公交车373辆，商务旅游车150辆，出租车155辆，驾驶培训教练车254辆。

2022年，公司运输收入小幅下降，宏观经济

形势对公司运输业务造成的冲击仍较大，亏损程度进一步加重，业务亏损依赖财政补贴弥补。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。

表9 公司客运业务情况

指标	2021年	2022年	2023年3月
客运量(万人次)	1503.82	937.83	269.68
行驶里程(万公里)	3514.79	2873.21	812.63
客运收入(亿元)	0.93	0.82	0.18
财政补贴(亿元)	1.37	1.45	0.28

资料来源：公司提供

(3) 商品销售业务

公司商品销售业务收入主要来自于公司拥有的加油(气)站产生的相关收入。2022年，公司商品销售收入受成品油市场价格及销量影响有所下降，毛利率水平有所增长。

公司商品销售业务收入主要为子公司浙江卓越交通科技发展有限公司(以下简称“卓越公司”)、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”)下属加油站产生的相关收入。卓越公司拥有下属4家加油(气)分公司，截至2023年3月底，卓越公司拥有高速公路加油站12座、市区加油站5座，LNG加气站6座，充电站58座，主要从事汽油、柴油、润滑油等产品的零售业务。交通石油公司主要经营杭州湾北接线、杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区共8座加油站。交投石油公司主要经营嘉绍高速公路2座加油站及杭州湾北接线二期2座加油站。采购方面，公司主要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”)及其分公司等进行采购。销售方面，销售对象主要为高速公路过往车辆、站场内客运车辆、道路过往社会车辆等，结算方式基本为现金结算。

2022年，受成品油市场价格及销量影响，公司商品销售收入有所下降，毛利率有所上升。

(4) 煤炭贸易业务

公司煤炭贸易业务收入规模较大，但利润空间较小，采购及销售客户集中度高。

公司煤炭销售业务主要由嘉实集团下属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主要采用以销定产模式，民丰集团先寻找下游客户，根据客户的需求向上游供应商询价，按照供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议，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，2022年，公司煤炭供应商前五大客户采购额49.42亿元，占2022年采购总额的60.00%。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，2022年前五大客户销售额47.79亿元，占2022年销售总额的74.00%，集中度高。

(5) 纸制品销售业务

公司生产的卷烟纸市场占有率较高，纸制品业务产能利用率较高，收入小幅增长，毛利率有所下降。

公司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”，证券代码为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。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。

造纸行业的主要原料为木浆，民丰特纸主要从国外采购木浆，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，2022年前五大供应商采购额4.02亿元，占采购总额的38.15%。民丰特纸主要采取“以销定产”的生产方式，并根据市场及订单情况适当备货。民丰特纸销售结算方式主要是赊销以及少量的现结，根据纸品等不同账期在30~100天不等，平均账期为80天左右。2022年，前五大客户销售额3.77亿元，占销售总额的22.53%。

产能方面，目前除两年一次生产线大检修需要停产之外，基本均处于运转状态。民丰特纸主要纸制品产能基本保持稳定，2022年，产量和销量均有所增长，卷烟纸和工业配套用纸产能利用率较上年有所提升，带动纸制品销售收入小幅增长。受成本增长影响，纸制品毛利率小幅下降。

表 10 公司主要纸制品产销情况（单位：吨、%、万元/吨）

日期	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	平均售价
2021 年	卷烟纸	28100.00	28165.00	100.23	28612.00	101.59	1.50
	工业配套用纸	104400.00	118216.00	113.23	117618.00	99.49	0.80
	描图纸	3000.00	3145.00	104.83	3893.00	123.78	1.82
2022 年	卷烟纸	28000.00	29208.00	104.31	30297.00	103.73	1.70
	工业配套用纸	100000.00	120871.00	120.87	119869.00	99.17	0.89
	描图纸	8000.00	7208.00	90.10	7426.00	103.02	1.95
2023 年 1—3 月	卷烟纸	28000.00	6408.00	22.89	7391.00	115.34	1.67
	工业配套用纸	100000.00	29969.00	29.79	27978.00	93.36	0.89
	描图纸	8500.00	1975.00	23.24	1745.00	88.35	1.60

资料来源：公司提供

(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。

公司目前主要在建项目为南湖国际广场项目，项目总投资额为 31.00 亿元，资本金为 10.14 亿元。截至 2023 年 3 月底，已投资 3.66 亿元，

未来三年计划投资 32.98 亿元；目前规划在项目建成后以市场化方式运营，由公司负责各场馆招商、招租。此外，公司拟开发温泉小镇项目，近期与中国金茂(集团)有限公司就合作开发达成初步意向。项目初步计划投资额 150 亿元左右，温泉小镇规划面积为 7.18 平方公里，其中核心区 4.06 平方公里（为原运河农场），其中规划建设用地 3500 亩，可开发项目用地为 2500 多亩，3.12 平方公里为新塍镇大通村和万民村区域，目前尚未正式启动，仍在前期规划阶段。

3. 未来发展

未来，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。未来，公司将继续进一步优化整合石油板块业务及发展新能源，推进子公司卓越公司上市；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，公司将继续推进温泉小镇项目，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1—3月财务数据未经审计。

跟踪期内公司合并范围一级子公司无变化；截至2023年3月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司8家。整体来看，公司合并财务报表数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产以往来款、收费公路及股权投资为主，往来款对公司资金形成明显占用，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。

2022年底，公司资产较上年底变化不大，资产结构相对均衡。

表 11 公司资产主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	247.67	50.06	250.87	49.24	244.27	48.63
货币资金	54.78	11.07	50.36	9.89	36.87	7.34
其他应收款（合计）	107.38	21.70	111.51	21.89	114.61	22.82
存货	66.84	13.51	57.42	11.27	57.82	11.51
非流动资产	247.12	49.94	258.59	50.76	258.02	51.37
其他权益工具投资	38.39	7.76	37.80	7.42	37.90	7.55
长期股权投资	33.90	6.85	35.20	6.91	35.93	7.15
固定资产	119.09	24.07	115.41	22.65	113.75	22.65
在建工程	5.65	1.14	19.39	3.81	19.87	3.96
资产总额	494.80	100.00	509.46	100.00	502.29	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2023 年一季度财务报表整理

流动资产

2022年底，公司货币资金较上年底下降 8.06%，主要系项目持续投入资金所致。货币资金中有 2.61 亿元受限资金，受限比例为 5.18%，为承兑汇票或保函保证金。

2022年底，公司其他应收款（合计）较上年底增长 3.84%。公司其他应收款主要按信用风险

特征组合计提坏账准备，公司计提坏账准备 0.11 亿元。公司其他应收款前五名欠款金额合计占 91.67%，集中度高，应收对象主要为控股股东及其他政府下属企业，回收风险较小，但应收金额较大，对公司资金形成较大占用。

表 12 截至 2022 年底公司其他应收款前五名情况

往来单位	金额 (亿元)	占比 (%)	款项性质
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	82.39	73.27	往来款
嘉兴市嘉实金融控股有限公司	6.51	5.79	往来款
浙江杭浦高速公路有限公司	6.50	5.78	往来款
嘉化搬迁项目	4.15	3.69	往来款
嘉兴交通建设开发有限责任公司	3.53	3.14	往来款
合计	103.07	91.67	-

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022年底，公司存货较上年底下降14.09%，主要系部分储备土地随着工程建设转入在建工程所致。存货主要由储备土地（52.28亿元）、库存商品（1.89亿元）和开发产品（1.11亿元）构成。储备土地主要为农用地及非耕地。存货中库存商品累计计提跌价准备0.14亿元。

非流动资产

2022年底，公司其他权益工具投资较上年底变化不大，主要为对沪杭铁路客运专线股份有限公司（以下简称“沪杭铁路”，账面价值20.01亿元）、浙江省海港投资运营集团有限公司（账面价值8.26亿元）、浙江杭浦高速公路有限公司（账面价值5.31亿元）、财通证券股份有限公司（账面价值1.85亿元）、嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（账面价值1.29亿元）、中国银河证券股份有限公司（以下简称“银河证券”，账面价值1.07亿元）等公司的投资。

2022 年底，公司长期股权投资较上年底增长 3.85%，主要系增加对浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司、加西贝拉压缩机有限公司、中基嘉实国际贸易有限公司等联营企业投资所致。2022 年，公司权益法核算下确认的长期股权投资损益 1.93 亿元。

2022 年底，公司固定资产较上年底下降

3.09%，主要系道路资产计提折旧所致。固定资产主要由道路资产、房屋及建筑物、通用设备等构成，累计计提折旧 60.66 亿元；固定资产成新率 67.22%，成新率尚可。

2022 年底，公司在建工程较上年底增长 243.32%，主要系部分南湖国际广场项目的土地由存货转入在建工程所致。

截至 2023 年 3 月底，公司资产规模及资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产 4.72 亿元，受限资产占总资产比重为 0.94%；其中受限货币资金 3.56 亿元，主要为票据保证金；受限房屋及建筑物 1.16 亿元，用于抵押借款；公司将部分路产收费权进行了质押，截至 2023 年 3 月底，公司用于质押的收费权所属路产的账面价值为 102.44 亿元，占资产总额比重为 20.39%。

3. 资本结构

所有者权益

2022 年，公司所有者权益变动不大，少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

2022 年底，公司所有者权益 242.73 亿元，较上年底增长 3.19%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 4.58%、46.64%、11.00%和 36.77%。

2023 年 3 月底，公司所有者权益 242.87 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

负债

跟踪期内，公司债务规模小幅增长，整体债务负担一般。但债券融资占比较高，面临一定短期偿付压力。

2022 年底，公司负债总额较上年底变化不大，以非流动负债为主。

表 13 公司负债主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	117.21	45.15	81.62	30.60	79.04	30.47
短期借款	22.27	8.58	21.25	7.97	21.29	8.21
其他应付款 (合计)	13.24	5.10	17.82	6.68	7.07	2.73
一年内到期的非流动负债	53.62	20.66	13.63	5.11	20.36	7.85

非流动负债	142.37	54.85	185.12	69.40	180.38	69.53
长期借款	46.72	18.00	45.42	17.03	48.46	18.68
应付债券	70.70	27.24	109.80	41.16	102.80	39.63
长期应付款（合计）	21.34	8.22	26.86	10.07	25.88	9.98
负债总额	259.58	100.00	266.73	100.00	259.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

2022 年底，公司短期借款较上年底下降 4.57%，主要由保证借款 11.14 亿元、信用借款 6.19 亿元、抵押借款 1.93 亿元和质押借款 2.00 亿元构成。

2022 年底，公司其他应付款较上年底增长 34.53%，主要系往来款增加所致。

2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 74.58%，主要系一年内到期的应付债券偿付所致。其中，主要包括一年内到期的长期借款 2.36 亿元、一年内到期的应付债券 11.00 亿元和一年内到期的租赁负债 0.26 亿元。

2022 年底，公司长期借款较上年底下降 2.79%，主要由质押借款 13.64 亿元、保证借款 4.20 亿元和质押保证借款 29.62 亿元构成，利率区间为 4.20%~4.90%。

2022 年底，公司应付债券较上年底增长 55.30%，主要系新增发行债券所致。

2022 年底，公司长期应付款（合计）较上年底增长 25.91%，主要系增加国投公司借款所致。截至 2022 年底，公司长期应付款（合计）由长期应付款（26.81 亿元）和专项应付款（0.04 亿元）构成。其中，长期应付对象包括国开发展基金有限公司（0.80 亿元）、财政局资金处（0.04 亿元）及国投公司（25.97 亿元）。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.74%，负债结构较上年底变化不大。

表 14 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	96.36	57.66	60.74
长期债务	137.51	180.25	176.32
全部债务	233.87	237.91	237.07
资产负债率	52.46	52.36	51.65
全部债务资本化比率	49.86	49.50	49.40
长期债务资本化比率	36.89	42.61	42.06

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

2022 年底，公司全部债务较上年底小幅增长，其中，短期债务占比 24.24%。截至 2022 年底，公司债券融资余额为 120.80 亿元，占全部债务的 50.78%。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务较上年底下降 0.36%。

从债务指标来看，跟踪期内，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均变动不大。公司债务负担一般。

截至 2023 年 3 月底，公司 2023 年 4—12 月、2024 年、2025 年及 2026 年分别需要偿还本息债务 55.03 亿元、72.72 亿元、60.56 亿元和 25.77 亿元，面临一定的短期偿付压力。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业收入小幅增长，利润总额对政府补贴及投资收益依赖性较强。

2022 年，公司营业收入 71.52 亿元，同比增长 1.87%；营业成本同比增长 8.54%；同期，营业利润率同比下降 5.50 个百分点。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业收入	70.21	71.52	18.01
营业成本	58.16	63.13	15.62
费用总额	10.07	9.97	3.13
其他收益	1.43	1.56	0.30
投资收益	3.96	3.84	0.18
营业外收入	2.81	3.51	0.00
利润总额	9.73	6.79	0.18
营业利润率(%)	16.66	11.16	12.71
总资本收益率(%)	3.54	2.76	--
净资产收益率(%)	4.00	2.62	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

从期间费用看，2022 年，公司费用总额同比变化不大；期间费用率为 13.93%，对整体利润有一定的侵蚀。

非经常性损益方面，2022 年，公司投资收

益同比下降 3.20%，主要来自于长期股权投资收益。公司将收到政府各项补贴分别计入“其他收益”和“营业外收入”中。整体看，公司利润总额对政府补贴和投资收益依赖性较强。

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.78 个百分点和 1.38 个百分点。

2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 18.01 亿元，占 2022 年全年收入的 25.18%；实现利润总额 0.18 亿元。

5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金仍呈净流入态势，经营获现能力强；投资活动现金持续呈净流出；公司短期债务到期规模较大，对外部融资依赖较强。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入同比下降 7.01%，主要系主营业务收现和往来款流入减少所致；经营活动现金流出同比下降 9.54%，主要系往来款支出减少所致。2022 年，公司经营活动现金净流入同比增长 11.61%。2022 年公司现金收入比虽有所下降，但收入实现质量仍好。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入量	148.57	138.15	16.85
经营活动现金流出量	130.78	118.30	27.56
经营活动现金净流量	17.79	19.85	-10.71
投资活动现金流入量	3.43	6.22	0.00
投资活动现金流出量	14.69	22.68	1.18
投资活动现金净流量	-11.26	-16.47	-1.18
筹资活动现金流入量	86.44	102.27	19.95
筹资活动现金流出量	91.31	109.39	21.70
筹资活动现金净流量	-4.87	-7.12	-1.74
现金收入比(%)	177.10	161.23	81.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入同比增长 81.31%，主要来自于沪杭铁路及银河证券等投资的分红；投资活动现金流出同比增长 54.40%，主要为公司对联营企业的投资以及对南湖国际广场等项目的投入。2022 年，

公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入同比增长 18.32%，主要系取得借款增加所致；筹资活动现金流出同比增长 19.80%，主要系偿还债务本息支出增加所致。2022 年，公司筹资活动现金持续净流出。

2023 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-10.71 亿元、-1.18 亿元和-1.74 亿元。

6. 偿债指标

公司面临一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标表现较强；融资渠道畅通。

跟踪期内，公司流动比率与速动比率均有所提高；截至 2023 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.61 倍，存在一定的短期偿债压力。

表 17 公司偿债指标

项目	2021 年 (底)	2022 年 (底)	2023 年 3 月 (底)
短期偿债能力指标			
流动比率 (%)	211.31	307.39	309.05
速动比率 (%)	154.29	237.03	235.89
现金短期债务比 (倍)	0.58	0.87	0.61
长期偿债能力指标			
EBITDA (亿元)	24.63	21.61	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.50	11.01	--
EBITDA/利息支出 (倍)	3.42	3.06	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

2022 年，公司 EBITDA 同比下降 12.25%。2022 年，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标表现较强。

截至 2023 年 3 月底，公司合并范围共获得银行授信额度 547.65 亿元（其中银行购买债券额度为 207.96 亿元），未使用余额 81.18 亿元，融资渠道畅通。

截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额 14.70 亿元，担保比率为 1.02%，对外担保对象为嘉兴西南物流开发建设集团有限公司和嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司，均为国有企业，或有负债风险可控。

7. 公司本部财务分析

公司业务主要由下属子公司负责，公司本部行使管理职能，收入规模很小，债务负担适中。

2022 年底，公司本部资产总额 257.00 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 59.25%，非流动资产占 40.75%。

2022 年底，公司本部负债总额 138.24 亿元，较上年底基本稳定。其中，流动负债占 18.98%，非流动负债占 81.02%。同期末，公司本部全部债务 135.43 亿元。其中，短期债务占 17.30%、长期债务占 82.70%；公司本部全部债务资本化比率 53.28%，公司本部债务负担适中。2022 年底，公司本部现金短期债务比为 1.05 倍。

2022 年底，公司本部所有者权益为 118.77 亿元，其中，实收资本占 9.37%、资本公积占 87.97%。

2022 年，公司本部营业收入为 0.05 亿元，利润总额为 0.90 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.28 亿元。

2023 年 3 月底，公司本部资产总额 256.66 亿元，所有者权益为 117.75 亿元，负债总额 138.91 亿元；公司本部资产负债率 54.12%；全部债务 135.98 亿元，全部债务资本化比率 53.59%，现金短期债务比为 0.39 倍。2023 年 1—3 月，公司本部营业收入 0.22 亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

嘉兴市是浙江省全面接轨上海示范区，2022 年，嘉兴市经济持续发展，财政自给能力较强，税收占一般公共预算收入比重高。截至 2022 年底，嘉兴市政府债务余额为 1626.09 亿元，政府债务率约为 99.01%。综合考虑，嘉兴市政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

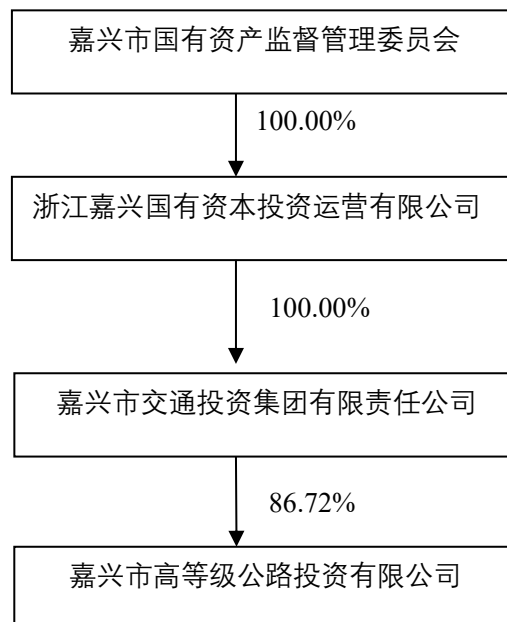
公司是嘉兴市高等级公路建设及运营的重要主体，公司在嘉兴市内高等级公路的投资建设和运营管理方面具有区域专营地位。嘉兴市国资

委为公司的实际控制人。2022 年，公司收到各项财政补助共计 5.03 亿元。公司的国资背景、区域地位以及区域专营性有利于其获得政府支持，且公司在财政补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

十一、 结论

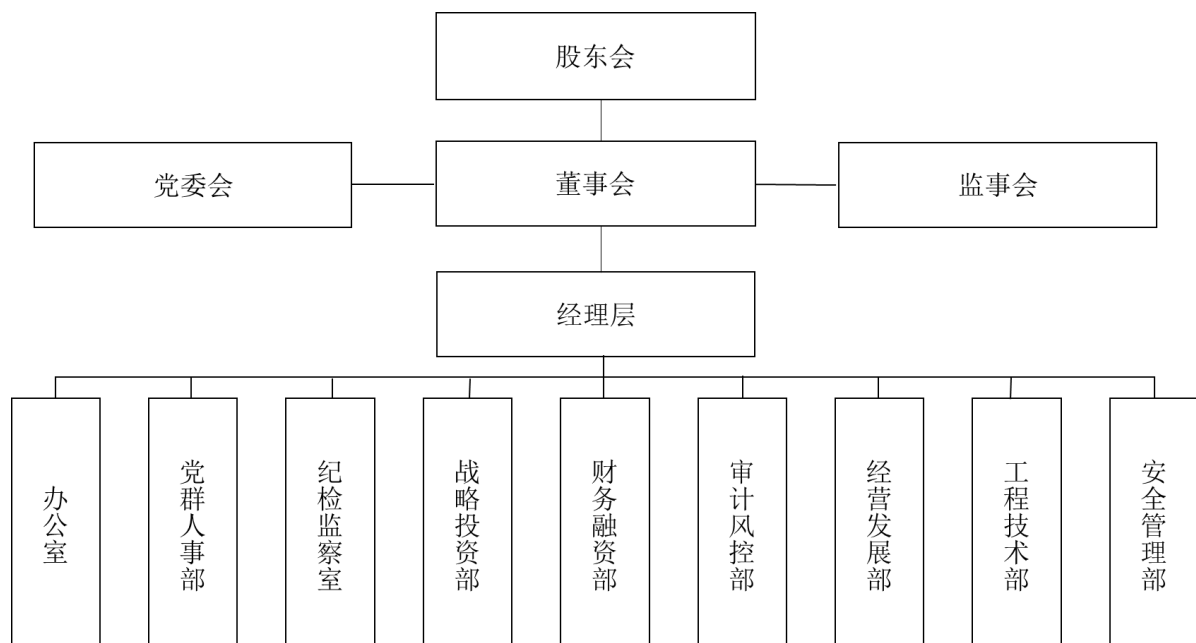
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 嘉公路 MTN001”“19 嘉公路 MTN002”“20 嘉公路 MTN001”和“21 嘉公路 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 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：2017 年公司与嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司其他各股东签订《一致行动人协议》，协议约定：若各方股东内部无法达成一致意见，各方股东应按照公司的意向进行表决；公司为实际控制人，因此将其纳入合并范围

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	53.34	55.49	50.36	36.95
资产总额（亿元）	500.94	494.80	509.46	502.29
所有者权益（亿元）	245.70	235.22	242.73	242.87
短期债务（亿元）	80.89	96.36	57.66	60.74
长期债务（亿元）	146.79	137.51	180.25	176.32
全部债务（亿元）	227.68	233.87	237.91	237.07
营业收入（亿元）	93.79	70.21	71.52	18.01
利润总额（亿元）	9.98	9.73	6.79	0.18
EBITDA（亿元）	21.33	24.63	21.61	--
经营性净现金流（亿元）	19.54	17.79	19.85	-10.71
财务指标				
现金收入比（%）	108.64	177.10	161.23	81.70
营业利润率（%）	10.87	16.66	11.16	12.71
总资本收益率（%）	3.57	3.54	2.76	--
净资产收益率（%）	3.83	4.00	2.62	--
长期债务资本化比率（%）	37.40	36.89	42.61	42.06
全部债务资本化比率（%）	48.10	49.86	49.50	49.40
资产负债率（%）	50.95	52.46	52.36	51.65
流动比率（%）	230.02	211.31	307.39	309.05
速动比率（%）	165.67	154.29	237.03	235.89
经营现金流动负债比（%）	18.55	15.17	24.32	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.58	0.87	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.84	3.42	3.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.67	9.50	11.01	--

注：公司 2023 年一季度财务报表未经审计；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；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

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.04	33.00	24.67	11.87
资产总额（亿元）	249.29	255.48	257.00	256.66
所有者权益（亿元）	118.88	118.10	118.77	117.75
短期债务（亿元）	45.20	63.31	23.43	30.58
长期债务（亿元）	82.00	70.70	112.00	105.40
全部债务（亿元）	127.20	134.01	135.43	135.98
营业收入（亿元）	0.11	0.04	0.05	0.22
利润总额（亿元）	-0.13	-0.64	0.90	-1.02
EBITDA（亿元）	/	3.57	4.70	--
经营性净现金流（亿元）	11.10	15.81	10.07	-11.08
财务指标				
现金收入比（%）	114.09	55.86	102.42	*
营业利润率（%）	-483.65	18.76	83.20	*
总资本收益率（%）	-0.05	1.29	1.75	--
净资产收益率（%）	-0.11	-0.54	0.76	--
长期债务资本化比率（%）	40.82	37.45	48.53	47.23
全部债务资本化比率（%）	51.69	53.16	53.28	53.59
资产负债率（%）	52.31	53.77	53.79	54.12
流动比率（%）	333.42	242.42	580.37	450.75
速动比率（%）	206.83	150.51	381.09	294.75
经营现金流动负债比（%）	22.94	23.71	38.37	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.52	1.05	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	0.92	1.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	37.56	28.81	--

注：公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；因缺少数据，公司本部 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

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

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