

信用等级公告

联合〔2019〕2897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拟发行的 2019 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，嘉兴市高等级公路投资有限公司 2019 年度第二期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



嘉兴市高等级公路投资有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：3 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务本息

评级时间：2019 年 9 月 27 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
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险
			1
		自身竞争力	行业风险
			2
财务风险	F2	现金流	基础素质
			2
			经营分析
		资本结构	3
			2
			企业管理
调整因素和理由	--	调整子级	盈利能力和资产质量
			3
			2

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”）是嘉兴市高等级公路建设与经营的主体，近年来持续得到嘉兴市政府在资金及资产注入、财政资金补贴、存量债务置换等方面的支持，业务经营具有较强的区域竞争优势；近年来，公司通行费收入稳定增加，整体债务负担尚可。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司其他应收款对资金占用明显、存在短期偿付压力、利润总额对政府补助和投资收益依赖大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据设置了交叉保护条款和事先约束条款，一定程度上提升了本期中期票据资金兑付的安全性。

未来，随着区域经济的不断发展、公司在建高速公路陆续通车及周边路网的持续完善，公司收入规模有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

- 近年来嘉兴市经济稳步发展，财政实力不断增强，公司经营的外部环境良好。
- 公司作为区域内高等级公路建设与经营的主体，具有较强的区域竞争优势并持续获得嘉兴市政府及股东在资金及资产注入、财政资金补贴、存量债务置换、政策等方面的大力支持。
- 公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据设置了交叉保护条款和事先约束条款，一定程度上提升了本期中期票据到期兑付的安全性。

分析师：张建飞 韩晓昱

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

关注

1. 公司其他应收款规模较大，对资金占用明显；路产收费权质押程度高，资产流动性偏弱。
2. 公司财务费用对利润影响大，利润总额对政府补助及投资收益依赖性大。
3. 公司短期偿付压力较大；若附设投资者回售选择权的相关债券提前回售，则公司2019年存在较大的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.42	13.91	13.19	9.56
资产总额(亿元)	351.94	398.92	404.28	404.83
所有者权益(亿元)	168.26	199.67	215.16	216.18
短期债务(亿元)	19.18	25.65	38.11	47.82
长期债务(亿元)	150.13	157.92	138.33	127.90
全部债务(亿元)	169.31	183.57	176.44	175.72
营业收入(亿元)	16.05	18.15	20.79	4.87
利润总额(亿元)	2.38	4.01	5.01	1.58
EBITDA(亿元)	10.80	12.12	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	19.54	7.78	12.67	2.56
营业利润率(%)	24.09	27.00	25.43	32.19
净资产收益率(%)	1.36	1.94	2.27	--
资产负债率(%)	52.19	49.95	46.78	46.60
全部债务资本化比率(%)	50.16	47.90	45.06	44.84
流动比率(%)	663.32	524.90	429.07	351.77
经营现金流动负债比(%)	61.78	19.95	25.97	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.54	0.35	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.86	2.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.68	15.14	13.23	--
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	237.76	248.07	247.48	247.52
所有者权益(亿元)	114.88	121.12	123.85	123.74
全部债务(亿元)	119.00	123.50	118.70	118.70
营业收入(亿元)	0.34	0.34	0.34	0.06
利润总额(亿元)	-0.10	-1.31	-1.14	-0.11
资产负债率(%)	51.68	51.17	49.96	50.01
全部债务资本化比率(%)	50.88	50.49	48.94	48.96
流动比率(%)	973.45	715.04	443.95	355.41
经营现金流动负债比(%)	70.20	16.22	33.41	--

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；2019年一季度财务数据未经审计；2016年数据采用2017年审计报告期初数据

主体评级历史：

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
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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017.05.19	文中 张建飞	收费公路企业信用分析要点	阅读全文
AA	稳定	2009.07.29	孙炜 李想	企业主体信用评级方法 (2009)	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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”），系经嘉兴市人民政府“嘉政发〔1998〕57 号文”批准，于 1998 年 5 月注册成立的国有企业，初始注册资本为 1.05 亿元。历经多次增资，截至 2019 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”）为公司控股股东，持股比例为 86.72%；其余股东分别为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%）。2018 年 12 月，根据《中共嘉兴市委办公室、嘉兴市人民政府办公室关于国有资本授权经营体制改革的实施意见》（嘉委办发〔2018〕68 号），嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）将其持有的嘉通集团及其他嘉兴市主要国资公司股权划入嘉兴市文化名城投资集团有限公司，改组组建浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“国投公司”），嘉兴市国资委为国投公司唯一股东；改组后公司实际控制人仍为嘉兴市国资委（见附件 1-1）。

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

后方可开展经营活动）

截至 2019 年 3 月底，公司内设办公室、财务管理部、审计管理部、经营安全部、工程管理部、拆迁管理部、纪检监察室、党群人事部等 8 个职能部门（见附件 1-2）；合并范围拥有 18 家全资及控股子公司（附件 1-3）。

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

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 404.83 亿元，所有者权益 216.18 亿元（其中少数股东权益 65.12 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.87 亿元，利润总额 1.58 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册总额为 13 亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行 2019 年度第二期中期票据（以下称“本期中期票据”），发行规模 3 亿元，期限 5 年。本期中期票据每年付息一次，到期兑付本金，募集资金用于偿还公司有息债务本息。

本期中期票据设置交叉保护条款和事先约束条款；交叉保护条款触发情形如下：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有）的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款（包括银行贷款、信托贷款、财务公司贷款等）、承兑汇票、金融租赁、资产管理计划融资、银行理财直接融资

工具及其他（如明股实债）等，且单独或累计的总金额达到或超过人民币5000万元，或公司最近一年合并财务报表净资产的3%，以较低者为准。

事先约束条款分为财务指标承诺和事先约束事项。财务指标承诺包括公司在本期中期票据存续期内应保证与股东及其他关联方由于往来款项形成的合并报表其他应收款余额

（1）不得超过115亿元，或（2）于公司净资产（不包括划拨地、公益性资产）占比不得超过100%，以较低者为准。事先约束事项为：公司（及其合并范围内子公司）拟对合并口径以外的公司或自然人或其他机构提供超过公司最近一年或季度（以较低者为准）合并财务报表的净资产（不包括划拨地、公益性资产）65%以上的担保的，应当事先召开持有人会议并经持有人会议表决同意。主承销商有义务提示并协助公司召开持有人会议，出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额应达到本期中期票据总表决权的2/3以上，会议方可生效；同意公司拟做出的上述行为的持有人会议决议应当由出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过后生效；如果出席持有人会议的未达到上述比例要求，应召开第二次会议，对于第二次会议仍未达出席比例要求，视为同意公司拟做出的上述行为。

如发生交叉保护条款“触发情形”所述事项，或未满足事先约束条款，公司应在2个工作日内予以公告，且应立即启动如下保护机制：

1、书面通知：（1）公司知悉“触发情形”所述事项发生或其合理认为可能构成该触发情形的，应当及时书面通知主承销商；任一本期中期票据持有人有权利通知主承销商。（2）主承销商在收到上述通知后，应当及时书面通知本期中期票据的全体持有人。（3）主承销商通过公司告知以外的途径获悉发生触发情形的，应及时书面通知公司，以便公司做出书面确认和解释或者采取补救措施。

2、救济及豁免机制：（1）主承销商应在知悉（或被合理推断应知悉）公司“触发情形”所述事项发生之日起的15个工作日内召开债务融资工具持有人会议。

（2）公司可做出适当解释或提供救济方案，以获得持有人会议决议豁免本期中期票据违反约定。本期中期票据持有人有权对如下处理方案进行表决：无条件豁免违反约定；有条件豁免违反约定，即如果公司采取了以下几项或某项救济方案，并在20日内完成相关法律手续的，则豁免违反约定：①公司对本期中期票据增加担保；②公司提高100BP的票面利率；③自公告之日起直至本期中期票据到期之日不得新增发行债务融资工具。出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额达到本期中期票据总表决权的2/3以上，并经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的，上述豁免的决议生效。公司应无条件接受持有人会议作出的上述决议，并于20个工作日内完成相关法律手续。如果出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额未达到本期中期票据总表决权的2/3以上，或未经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的，视同未获得豁免；则本期中期票据本息应在持有人会议召开日的次一日立即到期应付。

（3）持有人会议决议有条件豁免，但公司未在20个工作日内完成相关法律手续的，则本期中期票据本息在办理法律手续期限届满后次一日立即到期应付。

3、宽限期：（1）同意给予公司在发生“触发情形”所述事项之后的10个工作日（不得超过10个工作日）的宽限期，若公司在该期限内对“触发情形”所述事项中的债务进行了足额偿还，则不构成公司在本期中期票据项下的违反约定，无需适用“救济及豁免机制”（触发交叉保护条款项下的债券本息如已设置宽限期，则本宽限期天数为0天）。（2）宽限期内不设罚息，按照票面利率继续支付利息。

本期中期票据设置交叉保护条款及事先约束条款，对提升本期中期票据兑付安全性有一定积极影响。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4

CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发

投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路投资建设

2018年,中国高速公路通车里程及投资规模保持增长,增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》,2018年底,全国公路总里程达484.65万公里,比上年末增加7.31万公里,公路密度50.48公里/百平方公里,同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里,比上年末增加0.61万公里;其中,国家高速公路10.55万公里,同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%,同比提升0.08个百分点;在全国收费公路里程中占比超过80%。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。

高速公路是重资产行业,其建设所需资金规模大,回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元,比上年增长0.4%。其中,高速公路建设完成投资9972亿元,增长7.7%,增速较2017年(12.4%)有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小,但投资规模大,2018年投资规模占公路建设投资的46.74%,同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源,近年资本金比率维持在30%左右,银行贷款比重介于64%~66%,其余资金来源为其他债务(占比5%左右),如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源(如社会资本投资、企事业单位自筹),资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大,高速公路行业债务规模不断提升。截至2018年底,全国高速公路累计债务余额53666.19亿元,同比增长7.62%;其

中银行贷款余额占比84.55%。

从目前情况看,中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求,随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展,“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通,临近省(区)之间及同区域间联系的加密,各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出:到2020年,全国高速公路建成里程要达到15万公里,加快推进国家高速公路网建设,尽快打通国家高速公路主线待贯通路段,推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设;有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接,“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元(包括高速公路和其他各级公路)。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求,高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年,受高铁、航空等其他交通方式分流影响,公路旅客运输指标延续上年下滑趋势,且降幅有所扩大;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,公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里,同比分别下降6.2%、5.0%;完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里,同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高,高速公路车辆通行费收入呈上升趋势,但收支缺口仍较大。2018年,中国高速公路实现通行费总收入5168.38亿元,同比增长8.75%,在收费公路通行费总收入中占比为93.08%。2018年,中国高速公路支出总额9025.69亿元,同比增长5.89%;通行费收支缺口3857.31亿元,收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求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。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建

立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。

⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域经济环境

公司是嘉兴市从事高等级公路建设、投资、管理与公路沿线配套设施开发的重要主体，路产运营以及经营发展受嘉兴市区域经济和交通规划情况影响较大。

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

根据2016—2018年《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，嘉兴市经济总量保持持续增长，全市生产总值（GDP）分别为3760.12亿元、4355.24亿元和4871.98亿元，年均复合增长13.83%。2018年，嘉兴市三次产业结构为2.3:53.9:43.8，其中，第一产业增加值115.03亿元，增长0.1%；第二产业增加值2624.49亿元，增长8.4%；第三产业增加值2132.46亿元，增长7.1%。

2018年，嘉兴市工业增加值2387.18亿元，比上年增长8.7%，占全市生产总值的49.0%。规模以上（主营业务收入2000万元以上）工业企业数5543家，实现增加值1968.14亿元，增长

8.9%；其中重工业增加值1082.14亿元，增长10.0%；轻工业增加值886.00亿元，增长7.7%。

2018年，嘉兴市固定资产投资比上年增长7.7%。非国有控股固定资产投资增长15.8%，占全部固定资产投资额比重80.7%。2018年，嘉兴市重点领域投资加快，高新技术产业投资、交通运输投资、民间投资、生态环境和公共设施投资等四大领域投资分别比上年增长29.4%、33.9%、19.9%、29.1%。

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

财政收入及债务方面，2016—2018年，嘉兴市全市财政总收入保持了较快增长，分别为673.37亿元、769.31亿元和895.29亿元。嘉兴市财政收入以一般预算收入为主，近三年分别为387.93亿元、443.79亿元和518.55亿元，其中税收收入分别为347.98亿元、411.97亿元、473.44亿元。政府性基金收入快速增长，近三年分别为306.54亿元、693.76亿元和835.81亿元。2016—2018年嘉兴市一般公共预算支出分别为442.19亿元、494.70亿元和588.87亿元，以民生类支出为主。2018年底，嘉兴全市地方政府债务余额894.70亿元（预估），其中，市级债务105.13亿元。

根据《嘉兴市综合交通体系规划（2014-2020）》，嘉兴市未来在公路规划方面：

（1）构建“三纵三横三连”的高速公路主骨架。三纵：南通-苏州-宁波高速（嘉兴段），嘉绍通道，钱江通道；三横：杭浦高速，沪杭高速，申嘉湖（杭）高速；三连：杭州绕城高速公路海宁段，嘉兴乍浦高速，沪杭枫亭高速公路。（2）规划形成“一环三横六纵四射两连”的干线公路网。“一环”指：嘉兴主城区三环。

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

总体看，近年来嘉兴市经济发展整体形势较好，固定资产投资稳步增长，财政实力持续增强；未来嘉兴市公路建设规划能为公司业务提供潜在项目储备，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为11.13亿元，其中嘉通集团持股86.72%，为公司控股股东；公司实际控制人为嘉兴市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是嘉兴市从事高等级公路投资、建设、管理与公路沿线配套设施开发的重要主体，控股路产里程113.65公里，具有较强的区域竞争地位。公司下属子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司是交通部二级道路旅客运输企业，也是嘉兴市道路客运规模最大的国有骨干企业，区域内行业垄断优势明显。

3. 人员素质

截至本报告出具日，公司高级管理人员3人，其中董事长1人，总经理1人，副总经理

1 人。

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

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

截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工 558 人。按照学历划分，本科及以上学历占 22.76%，专科学历人员占 22.22%，其余为专科以下学历；按照专业结构划分，管理人员占 22.03%，财务人员占 9.50%，工程技术人员占 17.03%，行政服务人员占 2.69%，其他人员占 48.75%。

综合看，公司高级管理人员管理经验丰富，员工素质能够满足公司经营需求。

4. 外部支持

公司在嘉兴市高等级公路建设和经营领域具有区域垄断优势，持续得到嘉兴市政府及股东在资金及资产注入、财政资金补贴、存量债务置换、政策等方面的支持。

资金及资产注入

1998 年 12 月，嘉兴市国资委增加公司注册

资本 2 亿元。

根据嘉兴市人民政府办公室 2001 年 4 月 28 日（2001）38 号《专题会议纪要》及出资股东所在地同级国资部门、土管部门等的审核文件，公司股东以土地使用权增加公司注册资本 1.28 亿元。

根据嘉交投〔2004〕66 号《关于要求将公司注册登记的土地资产投入高等级公路投资有限公司的请示》及嘉国资〔2004〕130 号《关于同意对市高等级公路投资有限公司增加投资的批复》，嘉通集团以原国营运河农场 5770 亩价值 56.27 亿元的土地对公司增资，增加注册资本及资本公积。

根据“嘉国资资产〔2011〕25 号文件”规定，公司股东嘉通集团以土地使用权 5000 万元及货币 3000 万元，增加公司注册资本 8000 万元。

2015 年，根据嘉兴市国资委嘉国资资产〔2015〕185 号文，同意将嘉通集团持有的嘉兴市沪杭高铁客专线投资开发有限公司 25% 股权计 50029.50 万元无偿划转给公司持有，增加公司资本公积。

2017 年，根据嘉兴市国资委《关于股权划转的函》（嘉国资资产〔2016〕124 号）文件，嘉兴市国资委将持有的浙江省海港投资运营集团有限公司 1.50% 的国有股权无偿划转公司，增加公司资本公积 8.26 亿元。

2018 年，公司子公司收到杭州湾北接线二期项目建设资金 6.00 亿元，因涉及少数股东，公司合并层面计入资本公积和少数股东权益。

财政补贴

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，自公司成立以来持续拨付公司政府补贴，2016 年，公司收到政府补助 4.56 亿元，计入“营业外收入”；2017—2018 年公司分别收到政府补助 3.79 亿元、3.89 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

债务置换

2016 年 10 月，根据嘉财债置〔2016〕1 号

和10号文件、嘉兴市国资委和嘉兴市财政局联合发布的嘉国资〔2016〕89号《关于地方政府存量债务账户处理的函》，公司子公司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”，公司持股51%）12亿元债务进行政府债务置换，债务置换后，债务人由嘉绍公司变更为政府财政部门，按现行企业会计准则相关规定，从负债方调整至所有者权益方，本期债务置换12亿元，按照公司持股51%计算，增加资本公积6.12亿元，增加少数股东权益5.88亿元。

2018年，公司及控股子公司收到政府债务置换资金8.80亿元，因涉及少数股东，公司合并层面计入资本公积和少数股东权益。

政策支持

2016年5月，根据嘉兴市人民政府文件《关于给予嘉兴市高等级公路投资有限公司相关政策性支持的函》，为保证公司资金稳定，①每年根据公司经营情况，安排适当的政府补助资金予以支持；②在整合市级国有资产时，市政府将优先考虑给予公司优质资产注入。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033040200052270W），截至2019年9月23日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》及其他相关法律、法规的要求，完善公司治理结构，形成了以公司章程为基础，以股东会、董事会、监事会为辅的治理体系，不断规范公司运作。

股东会是公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、审批董事会、监事会报告等职权。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由9名董事组成，包含一名董事长。董事由股东

会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案、内部管理机构的设置、制定基本管理制度等职权。

公司设监事会，监事会由5名监事组成，监事会设主席1人，职工监事2人。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会行使对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、检查公司财务和向股东会提出提案等职权。

总体来看，目前公司已形成较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

截至2019年3月底，公司内设办公室、财务管理部、审计管理部、经营安全部、工程管理部、征迁管理部、纪检监事室、党群人事部等8个职能部门，合并范围拥有18家全资及控股子公司。公司在严格执行国家及行业的相关规范的同时，在“三重一大”决策、工程建设及安全管理、投融资管理、对外担保以及子公司管理等方面制定了较为完备的相关制度。

“三重一大”决策方面，公司制定了《“三重一大”决策制度实施办法》，对“三重一大”事项范围、决策原则、决策基本程序、决策执行、监督检查以及责任追究等方面均作出了较细致规定。

项目管理方面，公司制定了《嘉兴市高等级公路投资有限公司项目投资管理办法》，对工程项目实施项目部管理制，采取统筹与分别管理相结合的办法，即对同时进行的项目采取集中征迁、财务统一管理的办法，对项目的施工等采取分别管理的办法，从而更好地利用现有资源，避免了人力、物力、财力的浪费，集约效应明显。

工程安全管理方面，公司先后制定了《安全生产管理办法》《重特重大事故应急处理预案》《工程建设安全事故及险情报告办法》等制

度，各工程项目部也集合在建工程实际对各安全管理制度进行了修改完善，为在建工程的安全生产工作提供了有力的保障。

投融资及财务管理方面，公司根据《公司法》《公司财务通则》及国家其他有关法律、法规的规定，制定了《嘉兴市高等级公路投资有限公司财务管理制度》《嘉兴市高等级公路投资有限公司对外投资管理制度》《嘉兴市高等级公路投资有限公司融资管理制度》，对投资类公司财务实行统一管理，对经营类公司财务实行分级管理，内审机构与财务分设。对外投资业务及重大融资需求由公司股东会决议，需经全体股东三分之二以上签署同意后方可实施，有效规范了公司的投融资活动。

对外担保方面，公司对外担保仅限于市级经营公司之间进行，或与母公司及子公司（全资、绝对控股）之间进行。除市政府批准同意以外，不得对其他法人主体提供任何担保。公司对外担保需经股东会批准决定。当其他国资公司向公司提出担保请求时，公司以文件形式向市国资委进行请示，待批复同意后再办理对外担保手续，签订对外担保合同。

子公司管理方面，公司对控股子公司通过推荐董事、监事、高级管理人员，实现对控股子公司的治理监控。通过建立重大经营及财务数据报告等制度，及时准确掌握下属全资和控股子公司经营动态，并由公司定期考核，对下属子公司约束力较强。

总体看，公司制定了健全的内部管理机制，为公司发展奠定了较好的制度基础。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入主要包括通行费收入、

运输收入和商品销售收入。受益于区域经济增长、路网贯通等有利因素，2016—2018年公司通行费收入持续增长，分别为5.82亿元、6.73亿元和7.25亿元。受成品油市场价格上升及销量增加影响，近三年公司商品销售收入持续增长，分别为7.36亿元、8.72亿元和10.90亿元。公司运输业务受高铁分流等因素影响，近三年收入持续下降，分别实现收入1.50亿元、1.41亿元和1.34亿元。公司主营业务中其他收入主要为高速公路广告牌租赁收入、培训收入、旅游收入、工程收入和服务区收入，整体占比较小。

毛利率方面，2016—2018年公司运输业务毛利率持续下降，2018年为-72.64%，持续呈亏损状态，主要因运输业务的公益性所致。公司通行费业务毛利率持续上涨，2018年为66.44%。商品销售业务毛利率为有所波动，2017年为14.25%，同比上升7.87个百分点，主要因为当年成品油市场销售价格上升所致；2018年为12.11%，同比下降2.14个百分点。2016—2018年，公司主营业务毛利率有所波动，2018年为25.66%，同比下降2.33个百分点，主要受商品销售毛利率下降影响；综合毛利率为25.79%，同比下降1.79个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入4.87亿元，相当于2018年全年的23.42%；其中通行费收入和商品销售收入分别为1.76亿元和2.40亿元，仍为公司收入主要来源。2019年1—3月，公司主营业务毛利率为32.13%，较2018年全年上升6.47个百分点；其中通行费业务毛利率为73.95%，较2018年上升7.51个百分点；商品销售业务毛利率为15.03%，较2018年上升2.92个百分点；运输业务毛利率为-53.45%，仍为亏损状态。

表2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	15.66	97.57	25.20	17.80	98.07	27.99

通行费收入	5.82	36.25	63.62	6.73	37.08	65.15
运输收入	1.50	9.33	-40.55	1.41	7.77	-51.02
商品销售收入	7.36	45.84	10.78	8.72	48.04	14.25
其他	0.99	6.14	5.93	0.94	5.18	7.64
其他业务	0.39	2.43	6.77	0.35	1.93	6.87
租赁收入等	0.39	2.43	6.77	0.35	1.93	6.87
营业收入合计	16.05	100.00	24.75	18.15	100.00	27.58
业务分类	2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	20.49	98.55	25.66	4.75	97.50	32.13
通行费收入	7.25	34.87	66.44	1.76	36.17	73.95
运输收入	1.34	6.43	-72.64	0.34	6.96	-53.45
商品销售收入	10.90	52.40	12.11	2.40	49.27	15.03
其他	1.01	4.85	9.00	0.25	5.09	17.47
其他业务	0.30	1.45	34.73	0.12	2.50	54.87
租赁收入等	0.30	1.45	34.73	0.12	2.50	54.87
营业收入合计	20.79	100.00	25.79	4.87	100.00	32.69

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

注：2016 年营业收入及成本分类采用公司更正后提供数据，与审计报告数据不完全一致；因四舍五入，个别数据分项之和与合计并不完全一致

2. 业务经营分析

(1) 公路建设与运营

公司高等级公路建设与运营业务主要由公司本部、嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司（以下简称“杭州湾公司”）、嘉绍公司

运营。截至 2019 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、07 省道、嘉绍高速北接线，均已通车运营；参股高速公路为杭浦高速项目和钱江通道北接线一期，联营高速为嘉绍跨江大桥。

表 3 截至 2019 年 3 月底公司已通车控股路产情况（单位：公里）

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

资料来源：公司提供

控股路产

控股高速公路中杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，一期全长 24.79 公里，于 2008 年 1 月建成通车，苏通大桥和杭州湾跨海大桥于同年 4 月和 5 月相继建成通车，杭州湾跨海大桥建成后缩短宁波至上海间的陆路距离 120 公里，是国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。2016—2018 年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量及通行费收入均持续增长，2018 年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量为

3.90 万辆，同比增长 6.85%，实现通行费收入 1.42 亿元，同比增长 5.19%；主要得益于路网培育以及私家车数量增加，此外周边乍嘉苏高速公路年久失修导致拥堵情况也间接增加了杭州湾跨海大桥北接线车流量。2019 年 1—3 月，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量 3.55 万辆，实现通行费收入 0.31 亿元。

07 省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于 2007 年 5 月完工通车，于 2012 年划转至公司。公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，交通局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；2016—2018年分别实现通行费收入0.34亿元、0.33亿元和0.34亿元，2019年1—3月实现通行费收入0.06亿元。

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。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。2016—2018年，嘉绍高速北接线日均车流量及通行费收入均持续增长，2018年，嘉绍高速北接线实现日均车流量7.10万辆，同比增长9.57%，亦得益于路网培育、私家车数量增加以及周边乍嘉苏高速公路年久拥堵；2018年实现通行费收入5.49亿元，同比增长8.71%。2019年1—3月，日均车流量为6.78万辆，实现通行费收入1.38亿元。2015年，嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，而且嘉绍高速北接线实现大额通行费收入，因此财政不再予以补贴。

经营效率方面，2016—2018年，公司单公里通行费收入¹分别为512.10万元/公里、592.17元/公里和637.92万元/公里，单公里收费水平较高；公司总资产周转率²分别为1.66%、1.79%和1.81%，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高投公司控股路产，由原高投公司子公司嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（以下简称“嘉萧高

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

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

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥

¹ 单公里通行费收入=通行费收入/收费里程

² 总资产周转率=通行费收入/平均资产总额*100%

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%，2016—2018年取得

的投资收益分别为1.38亿元、1.89元和2.24亿元。

表4 2016—2018年及2019年1—3月公司控股、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	公路名称	通行费收入				车流量			
		2016年	2017年	2018年	2019年1—3月	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
控股	杭州湾跨海大桥北连接线一期	11280.81	13492.39	14246.78	3139.64	28783	36455	38984	35482
	07省道	3394.94	3342.24	3412.03	640.21	17423	18140	18520	13895
	嘉绍高速北接线	43526.21	50515.26	54853.30	13874.00	53790	64837	71062	67814
参股	钱江通道北接线一期	202.41	226.96	--	--	10056	11163	--	--
	杭浦高速	45035.93	52458.03	60677.92	60677.92	24208	29002	34498	32441
联营	嘉绍跨江大桥	52704.67	63808.64	68944.18	68944.18	31662	37324	40470	40204

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

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

收费标准

目前，公司的高速公路通行费收费标准依照浙江省交通运输厅、浙江省物价局《关于全省高速公路实施按实际行驶路径收费等事宜的通知》（浙交〔2012〕111号）、《关于调整完善全省高速公路客车车辆通行费车型分类事宜的通知》（浙交〔2012〕185号）和《关于全省高速公路货车计重收费费率试行方案的通知》（浙交〔2010〕88号）等文件执行，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）叠加的通行费，货车实施计重收费。07省道改建工程的收费依据为《浙江省人民政府办公厅关于07省道嘉兴段收取车辆通行费的复函》（浙政办函〔2008〕49

号）。

货车收费标准方面，根据《浙江省人民政府办公厅关于全省高速公路货车计重收费费率试行方案的复函》（浙政办函〔2009〕29号）、《关于全省高速公路货车计重收费费率试行方案的通知》（浙交〔2010〕88号），自2010年4月16日零时起，浙江省对载货类机动车辆（集装箱车辆除外）实施计重收费政策。在合法装载条件下，计重收费总体收费水平与现行水平基本保持平衡，但对超载车辆将会提高收费标准。从长期来看，计重收费可以减少货车超载现象，从而降低道路养护成本，对公司经营具有积极作用。

表5 浙江省高速公路收费标准

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元/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

公路养护

由于公司运营路段通车时间较短，且营运至今未发现路面重大损毁现象，公司公路养护费用支出压力较小，近三年公路养护成本分别为1050.57万元、1882.19万元和2535.09万元，随着主要高速公路通行年限增长，养护成本自然增加。此外，由于杭州湾北岸连接线一期通车时间较长，公司计划自2022年起，连续五年内进行对杭州湾北岸连接线一期的路面大修工作。公司自2017年至2026年逐年计提大修费用，预计未来大修费用1.43亿元，按照4.90%财务折现率计算，2017年计提大修费用0.11亿元，计入“预计负债”。由于2018年采取的道路预防性养护取得明显成效，使路面状况一直保持在较高水平，大幅度降低了大修的成本投入。故不再逐年计提2018至2026年的道路养护大修费用，并将2017已计提部分予以冲回。

在建路产

在建道路方面，截至2019年3月底公司主要在建高速公路项目主要为杭州湾跨海大桥北接线二期，为经营性高速，总投资55.94亿元，截至2019年3月底累计完成投资45.68亿元，公司主要通过自筹及对外借款解决建设资金需求，未来投资规模较大，存在一定投资压力。

表6 截至2019年3月底公司在建高速公路投资情况
(单位：亿元、公里)

项目名称	投资概算	建设期	里程	资本金 (自筹)	已投资
杭州湾跨海大桥北接线二期	55.94	2016—2019	27.60	11.44	45.68

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
注：已投资数据为形象进度

总体看，近年来，公司控股、参股路产收费标准无变化，控股路产运营情况良好，车流量及通行费收入持续增长，板块盈利能力增强；

钱江通道北接线一期划出短期内对公司路产质量以及通行费收入影响较小，但未来对公司其他路产可能产生的影响尚不确定。同时公司在建路产未来投资规模仍较大，公司存在一定筹资压力。

(2) 运输业务

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

公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通，其中长途客运业务收入占比在90%以上。公司长途客运包括自营和承包两种模式，自营模式由国鸿公司子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司（以下简称“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3月底，公司客运班线共有139条，包括跨省级班线45条、跨地市班线19条、跨县班线13条，城乡公交班线62条。公司拥有营运车辆1085辆，其中客运班线车102辆，公交车377辆，商务旅游车108辆，出租车179辆，驾驶培训教练车319辆。

2016—2018年，国鸿公司各项客运指标持续下滑，主要受高铁和私家车分流影响。

表7 公司客运业务情况

(单位：条、万人次、万公里、亿元)

指标	2016年	2017年	2018年	2019年
----	-------	-------	-------	-------

				3月
客运班线	177	181	137	139
客运量	2801.91	2540.40	2322.89	588.40
行驶里程	5425.79	5388.26	5055.97	1194.36
客运收入	1.50	1.41	1.38	0.34
财政补贴	0.74	1.08	1.16	0.16

资料来源：公司提供

国鸿公司于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公司收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补。2016—2018年，国鸿公司分别获得嘉兴市财政补贴0.74亿元、1.08亿元和1.16亿元，2019年1—3月，获得财政补贴0.16亿元。

（3）商品销售业务

公司商品销售业务板块主要为子公司国鸿集团下属四家加油站、嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“交通石油公司”）以及嘉兴交投石油有限公司（以下简称“交投石油公司”）的成品油销售业务。2018年，国鸿集团注销后，下属四家加油站由子公司嘉兴市国鸿石油天然气经营有限公司（以下简称“国鸿油气公司”）运营。2016—2018年，公司实现商品销售收入分别为7.36亿元、8.72亿元和10.90亿元，受成品油市场价格上升及销量增加影响，收入持续增长；2019年1—3月实现商品销售收入2.40亿元。

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

2019年1—3月，实现油品销售收入0.63亿元。

交通石油公司成立于2011年8月，主要从事成品油零售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理等。公司交通石油另一股东中石化签订一致行动协议，公司具有实际控制权，纳入合并报表范围。交通石油公司主要经营公司下属杭州湾北接线、嘉通集团下属杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共4对8座加油站的加油业务。交通石油公司为公司与中石化浙江分公司合营成立的公司，其油料采购渠道为中石化嘉兴分公司直接供应油料，采购价格按照中石化给予联营单位的统一售价确定，并可基于国家成品油政策的变动予以协商调整，总体采购价格略低于市场采购价格。2016年12月31日公司与中石化签订了补充协议，明确中石化嘉兴公司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。2018年，交通石油公司油品销售收入6.80亿元，2019年1—3月，油品销售收入1.38亿元。

交投石油公司成立于2017年，公司出资51%，中石油出资49%，经营范围为嘉绍高速公路1对2座加油站及在建的杭州湾北接线二期1对2座加油站，2017年11月开始正式经营，当年实现销售收入0.29亿元。2018年实现销售收入1.62亿元；2019年1—3月实现销售收入0.39亿元。

（4）其他业务

公司主营业务中的其他业务包括驾校培训、旅游服务、绿化工程和服务区收入等。2016—2018年，该板块实现收入分别为0.99亿元、0.94亿元和1.01亿元。2019年1—3月，实现收入0.25亿元。

驾校培训业务主要是由子公司国鸿公司下

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

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

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

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

其他业务主要包括公司本部以及子公司国鸿公司、杭州湾公司、嘉绍高速公司经营的物业租赁等。2016—2018 年，公司其他业务实现收入分别为 0.39 亿元、0.35 亿元和 0.30 亿元，逐年有所下降。2019 年 1—3 月，公司实现物业租赁收入 0.12 亿元。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司总体发展思路是实施三大战略：大交通战略、资本营运战略、转型发展战略。从具体的发展目标来看，公司将继续以高速公路等交通基础设施投资经营为主业，做实交通运输业，发展交通地产业，拓展高速衍生产业。公司将继续推进杭州湾北接线二期高速公路项目建设项目；推动国鸿公司进一步优化整合道路运输资源，培育壮大如商务旅游、个性化包车等特色运输服务，谋划国鸿石油混合所有制改革工作，做大石油板块业务；推动路源公司要在稳定原有业务的基础上，做好做精新拓展服务区业务。此外，公司控股股东嘉通集团与蓝城集团合作开发温泉小镇项

目，计划打造集健康养生、温泉旅游、休闲度假、田园宜居为一体的长三角温泉健康养生小镇。温泉小镇位于嘉兴市运河农场，地处嘉兴西部，东与秀洲新区毗邻，西于桐乡乌镇接壤，南以京杭大运河，嘉兴一级公路穿境而过。温泉小镇所属地块为嘉兴市秀洲区新塍镇原市农垦场，计入公司“存货—开发成本”（截至 2018 年底账面价值 52.28 亿元）中，未来由公司子公司嘉兴市温泉投资发展有限公司进行开发，预计可产生较可观的土地开发相关收益。

总体看，近年公司收入规模持续增长，以通行费收入及成品油销售收入为主，所属路产经营良好；未来公司将继续以高速公路等交通基础设施建设及运营为主业，同时拓展高速衍生产业，业务有望进一步多元化。但随着在建路产开发的持续投入以及温泉小镇项目的未来开发，公司存在一定集中融资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 18 家。财务报表合并范围方面，2016 年新纳入子公司 1 家；2017 年，公司合并范围新增子公司 3 家；2018 年，公司合并范围减少子公司 5 家，新增设立子公司 3 家。因涉及同一控制下企业合并，公司 2017 年财务报表对期初财务数据进行了追溯调整。此外，公司子公司嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司对 2017 年财务报表期初数据进行了会计差错更正。2018 年，根据财政部财会〔2018〕15 号文，公司财务报表对期初部分科目财务数据进行了追溯调整，追溯调整涉及金额小。总体看，公司近年来合并范围变动不大，财务数据可比性强。

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

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 404.83 亿元，所有者权益 216.18 亿元（其中少数股东权益 65.12 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.87 亿元，利润总额 1.58 亿元。

2. 资产质量

近年公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.18%，主要系在建工程及可供出售金融资产增长所致。2018 年底，公司资产总额 404.28 亿元，同比增长 1.34%，从资产结构看，流动资产占比为 51.76%，非流动资产占比 48.24%。公司主要资产及构成情况见表 8。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	209.75	59.60	204.68	51.31	209.26	51.76	206.57	51.03
其他应收款	109.10	31.00	114.30	28.65	112.07	27.72	112.46	27.78
存货	88.53	25.15	75.47	18.92	75.37	18.64	75.35	18.61
非流动资产	142.19	40.40	194.24	48.69	195.02	48.24	198.26	48.97
可供出售金融资产	6.49	1.84	34.76	8.71	35.78	8.85	35.78	8.84
固定资产	86.67	24.63	86.38	31.65	84.10	20.80	83.66	20.66
在建工程	25.25	7.17	39.32	9.86	39.24	9.71	43.05	10.63
资产总额	351.94	100.00	398.92	100.00	404.28	100.00	404.83	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

2016—2018 年，公司流动资产有所波动；2017 年底，公司流动资产 204.68 亿元，同比下降 2.42%，主要受存货减少影响；2018 年底，公司流动资产 209.26 亿元，同比增长 2.24%，系其他流动资产增长所致。从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占 6.30%）、其他应收款（占 53.55%）和存货（占 36.02%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长 12.50%；2018 年底，公司货币资金为 13.19 亿元，同比下降 5.16%，主要为

银行存款（占比 99.65%）；其中使用受限规模为 162.79 万元，为托管账户资金和履约保证金。

2016—2018 年，公司其他应收款有所波动。2018 年底，公司其他应收款余额 112.13 亿元，计提坏账比例 0.06%，账面价值 112.07 亿元，同比下降 1.95%，主要为往来款。从集中度看，公司其他应收款金额重大单位余额合计 111.30 亿元，占总额的 99.25%；账龄多在 3 年以内，账龄较长；款项性质主要为公司与股东方及其他关联方往来款，对公司资金占用明显。

表 9 2018 年底公司主要其他应收账款情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货规模持续下降，

年均复合下降 7.73%。2018 年底，公司存货 75.37 亿元，同比下降 0.13%，未计提跌价准备；

从构成看，主要为储备土地 75.12 亿元（占比 99.67%），包含出让地 22.84 亿元，划拨地 52.28 亿元。其中使用权已抵押部分价值 15.09 亿元，全部为出让地，占出让地价值总额的 66.07%；公司存货流动性较弱。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 250.56%。2018 年底，公司其他流动资产 8.24 亿元，同比增加 8.01 亿元，主要为购买的理财产品。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 17.11%；2017 年底，公司非流动资产 194.24 亿元，同比增长 36.61%，主要来自可供出售金融资产及在建工程的增长；2018 年底，公司非流动资产 195.02 亿元，同比增长 0.40%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 18.35%）、固定资产（占 43.13%）及在建工程（占 20.12%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售的金融资产快速增长，年均复合增长 134.83%；2018 年底，公司可供出售金融资产 35.78 亿元，同比增长 2.94%，主要包括对沪杭铁路客运专线股份有限公司的权益工具投资 20.01 亿元以及对浙江省海港投资运营集团有限公司股权投资 8.26 亿元；当期取得投资收益 0.27 亿元。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 2.66%；2018 年底，公司长期股权投资 15.97 亿元，同比增长 16.26%，主要系对嘉绍跨江大桥公司追加投资。2018 年底长期股权投资余额主要为对嘉绍跨江大桥公司的投资 13.89 亿元；2018 年公司取得投资收益 2.24 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 1.49%；2018 年底，公司固定资产 84.10 亿元，同比下降 2.64%，主要由道路资产（占比 93.32%）构成；其中高速公路收费权除 07 省道外均已用于对外借款质押。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 24.65%，主要系杭州湾跨海大桥

北接线二期工程和其他建设项目投资增加所致。2018 年底，公司在建工程 39.24 亿元，当年新增投入 12.51 亿元，转固 0.07 亿元，其他减少 12.52 亿元（主要系嘉萧高速公司不再纳入合并报表范围后，其控股路产钱江通道北接线一期工程不再计入在建工程核算），余额同比保持稳定，主要为对杭州湾跨海大桥北接线二期工程的投入。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长；2017 年底，公司其他非流动资产 13.36 亿元，同比增加 13.21 亿元，系新增南湖大道土地；2018 年底公司其他非流动资产同比保持稳定，主要为南湖大道土地及海盐塘滨河土地。

2019 年 3 月底，公司资产总额 404.83 亿元，其中流动资产占 51.03%，非流动资产占 48.97%；资产规模及结构较 2018 年底基本保持稳定。2019 年 3 月底，公司流动资产 206.57 亿元，较 2018 年底下降 1.28%；其中货币资金 9.56 亿元，较 2018 年底下降 27.48%，系支付工程款所致；其他应收款余额 112.46 亿元，存货 75.35 亿元，均较 2018 年底保持稳定。2019 年 3 月底，公司非流动资产 198.26 亿元，较 2018 年底增长 1.66%；其中在建工程 43.05 亿元，较 2018 年底增长 9.72%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期工程和其他建设项目投资增加所致。

总体看，近年公司资产规模持续增长，流动资产以存货和其他应收款为主，关联方占用公司资金明显；非流动资产中固定资产和在建工程占比较大。公司受限货币资金占比小，路产收费权质押程度高，存货主要为储备用地，资产流动性偏弱，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益保持增长，年均复合增长 13.08%。2018 年底，公司所有者权益 215.16 亿元，同比增长 7.76%，主要系资本公积及少数股东权益增加所致。其中资本公积占 58.35%，少数股东权益占 30.01%。

2016—2018 年，公司实收资本保持稳定，均为 11.13 亿元。

2016—2018 年，公司资本公积年均复合增长 7.41%；2018 年底，公司资本公积 125.53 亿元，同比增长 7.86%，系公司控股子公司存量债务由政府进行置换以及获得政府项目拨款，公司按照持股比例调增资本公积 9.59 亿元。

2016—2018 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 32.71%；2018 年底，公司少数股东权益 64.56 亿元，同比增长 9.05%，系公司控股子公司存量债务由政府进行置换以及获得政府项目拨款，按照少数股东持股比例调增 5.21 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 216.18 亿元，其中实收资本 11.13 亿元，资本公积 125.53 亿元，少数股东权益 65.12 亿元，所有者权益规模及构成均较 2018 年底基本保持稳定。

总体看，近年来公司所有者权益保持增长；实收资本及资本公积在所有者权益中的占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2016—2018 年，公司负债规模有所波动；2018 年底，公司负债总额 189.13 亿元，同比下降 5.08%，主要来自非流动负债下降；其中流动负债占 25.79%，非流动负债占 74.21%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 24.19%。2018 年底，公司流动负债 48.77 亿元，同比增长 25.07%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，2018 年底公司流动负债主要由其他应付款（占 11.36%）、一年内到期的非流动负债（占 61.60%）和其他流动负债（占 12.38%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 9.10%。2018 年底，公司短期借款 2.07 亿元，同比下降 32.40%，全部为保证借款。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 17.54%；2018 年底，公司其他应

付款 8.09 亿元，包括其他应付款 5.54 亿元，应付利息 2.55 亿元；其中其他应付款同比下降 35.54%，余额主要为往来款及工程款，账龄集中在 2 年以内（占比 70.38%），应付对象多为关联公司及工程施工单位。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 34.22%；2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 30.04 亿元，同比增加 24.44 亿元，主要系一年内到期的“09 嘉高投债”（10 亿元）、“14 嘉公路 PPN002”（10 亿元）和“中国人寿-嘉兴高投债权投资计划”分期偿还部分（4.50 亿元）及部分长期借款调入所致。

2017—2018 年，公司其他流动负债分别为 17.00 亿元和 6.04 亿元；2018 年其他流动负债同比下降 64.49%，主要系 2017 年发行的“17 嘉公路 CP001”“17 嘉公路 SCP001”“17 嘉公路 SCP002”等短期及超短期融资产品到期偿还所致；余额主要为公司于 2018 年 5 月发行的 1 年期债权融资计划。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 3.93%；2018 年底，公司非流动负债 140.36 亿元，同比下降 12.42%，主要系长期借款下降所致。构成上，主要由长期借款（占 35.29%）和应付债券（占 59.28%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 9.08%；2018 年底，公司长期借款 49.53 亿元，同比下降 9.30%，系部分一年内到期借款调整至“一年内到期非流动负债”所致；余额主要是公司以公路收费权质押取得的银行借款。

2016—2018 年，公司应付债券持续下降，年均复合下降 9.46%；2018 年底公司应付债券 83.20 亿元，同比下降 14.23%，主要受公司新发债券以及部分存续债券部分兑付或调整至“一年内到期非流动负债”等影响。从存续债券（含有一年内到期部分）的到期分布时间看，2019 年到期 24.50 亿元，2020 年到期 32.20 亿元，2021 年到期 48.00 亿元，2023 年到期 3.00

亿元，2019~2021 年到期规模均较大；此外部分债券含投资者回售选择权，极端情况下，若投资者均选择将该部分含回售选择权的债券于行权当年全部回售给公司，则公司 2019 年偿付金额将达到 62.50 亿元³，集中偿付压力较大。

2016—2018 年，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 10.70%；2018 年底，公司长期应付款 5.67 亿元，同比下降 11.35%，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，2016—2018 年，公司全部债务波动增长。2018 年底，公司全部债务 176.44 亿元，同比下降 3.89%。从债务结构看，短期债务占 21.60%，长期债务占 78.40%。

表 10 公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	19.18	25.65	38.11	47.82
长期债务	150.13	157.92	138.33	127.90
全部债务	169.31	183.57	176.44	175.72
长期债务资本化比率	47.15	44.16	39.13	37.17
全部债务资本化比率	50.16	47.90	45.06	44.84
资产负债率	52.19	49.95	46.78	46.60

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

注：因四舍五入，部分数据分项之和与合计数并不完全一致

债务指标方面，2016—2018 年，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呈现持续下降趋势；2018 年底分别为 46.78%、45.06%和 39.13%。此外，考虑到公司所有者权益中国开基金投资款 7.83 亿元属于“明股实债”性质，公司实际债务负担高于上述指标值。

2019 年 3 月底，公司负债总额 188.65 亿元，较 2018 年底基本保持稳定；其中流动负债占 31.13%，非流动负债占 68.87%，流动负债占比有所提升。2019 年 3 月底，公司短期借款 1.77

亿元，较 2018 年底下降 14.52%；一年内到期的非流动负债 40.05 亿元，较 2018 年底上升 33.33%；其他流动负债 6.04 亿元，较 2018 年底保持稳定；长期借款 49.38 亿元，较 2018 年底基本保持稳定；应付债券 73.20 亿元，较 2018 年底下降 12.02%。2019 年 3 月底公司全部债务 175.72 亿元，较 2018 年底基本保持稳定；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 46.60%、44.84%及 37.17%，较 2018 年底均有所下降。

整体看，公司负债以非流动负债为主，有息债务中长期债务占比大，债务结构合理。受益于所有者权益增长及债务偿还，公司整体债务负担有所减轻，但 2019 年可能面临的集中偿付压力大。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 13.81%；2018 年为 20.79 亿元，同比增长 14.54%；同期公司营业成本年均复合增长 13.02%，低于营业收入增速，2018 年为 15.43 亿元，同比增长 17.38%。得益于营业收入增速快于营业成本，2016—2018 年，公司营业利润率有所上升，2018 年为 25.43%。从单公里通行费收入来看，2016—2018 年持续上升，分别为 512.10 万元/公里、592.17 万元/公里和 637.92 万元/公里。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用规模、期间费用占营业收入的比例均呈下降趋势；2018 年公司期间费用 6.81 亿元，同比增长 2.13%。受营业收入增长双重影响，2018 年公司期间费用占营业收入比重同比下降 3.99 个百分点至 32.74%，但仍处于较高水平，期间费用对利润的侵蚀仍然较大。

2016—2018 年，公司投资收益快速增长，年复合增长 32.67%；2018 年公司投资收益 2.59 亿元，同比增长 33.95%，主要为按权益法核算的对嘉绍跨江大桥公司的长期股权投资收益。

公司营业外收入及其他收益主要为政府补

³ 2019 年 5 月 16 日，“16 高投 01”已提前回售 13.80 亿元，2019 年极限待偿金额为 48.70 亿元

助，2016—2018 年，公司政府补助呈下降趋势；2018 年，公司其他收益 1.15 亿元，营业外收入 2.76 亿元，主要为与公司日常活动相关的车辆运营、亏损弥补、油价补贴等政府补助，两者合计 3.91 亿元，同比增长 3.17%。

利润总额方面，2016—2018 年，公司利润总额呈增长趋势，年均复合增长 45.03%；2018 年公司利润总额 5.01 亿元，同比增长 24.87%；其中其他收益、营业外收入合计占比 78.04%，利润总额对非经营性损益依赖大。

表 11 2016—2018 年公司盈利情况

(单位：亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	16.05	18.15	20.79
投资收益	1.47	1.94	2.59
其他收益	0.00	1.08	1.15
营业外收入	4.68	2.71	2.76
利润总额	2.38	4.01	5.01
营业利润率	24.09	27.00	25.43
净资产收益率	1.36	1.94	2.27
总资产收益率	2.61	2.48	2.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2016—2018 年公司净资产收益率和总资产收益率均呈增长趋势，2018 年上述指标分别为 2.27%、2.66%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.87 亿元，相当于 2018 年全年的 23.43%；营业成本 3.28 亿元，相当于 2018 年全年的 21.25%；2019 年 1—3 月，公司营业利润率为 32.19%，较 2018 年全年上升 6.76 个百分点。

总体看，近年来公司收入及利润规模持续增长，整体盈利能力尚可；但期间费用控制能力弱，利润对财政补贴及投资收益的依赖大。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 7.44%；2018 年公司经营活动现金流入 40.96 亿元，同比增长 38.40%。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金 23.48 亿元，同比增长 17.36%，主

要受收入规模增长影响；收到其他与经营活动有关的现金 17.48 亿元，同比增长 82.30%，主要为往来款。经营活动现金流出方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流出波动较大；2018 年，公司经营活动现金流出 28.29 亿元，同比增长 29.68%。其中，购买商品、接受劳务支出的现金 13.47 亿元，同比增长 24.04%；支付其他与经营活动有关的现金 12.38 亿元，同比增长 40.11%，主要为往来款。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净额波动下降，2018 年公司经营活动现金流净额为 12.67 亿元，较 2017 年增长 62.87%。

获现能力方面，2016—2018 年，公司现金收入比持续上升，2018 年为 112.93%，较 2017 年上升 2.72 个百分点，公司现金收入实现质量较好。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 80.03%；2018 年公司投资活动现金流入 16.01 亿元，同比增长 361.86%；主要为收回投资收到的现金 15.52 亿元，为收回理财产品的本金及投资收益。投资活动现金流出方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流出快速增长，年均复合增长 63.29%；2018 年，公司投资活动现金流出 34.46 亿元，同比增长 99.25%；其中购建固定资产、无形资产支付的现金 11.62 亿元，同比下降 21.42%，主要为杭州湾大桥北接线（二期）工程等在建项目投资；投资支付的现金 22.70 亿元，同比增加 20.20 亿元，为购买理财产品支出。2016—2018 年，受公司在建道路不断投入建设以及购买理财产品影响，公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出状态，且缺口规模持续扩大，2018 年，公司投资活动现金净流量为-18.45 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 28.20%；2018 年，公司筹资活动现金流入 52.14 亿元，同比增长 1.64%，主要为取得借款收到的现金 37.32 亿元、吸收投资收到的现金 14.80

亿元（主要为收到的政府债务置换资金和杭州湾北接线二期项目财政拨款）。2016—2018年，公司筹资活动现金流出波动下降，年均复合下降37.47%；2018年，公司筹资活动现金流出47.05亿元，同比增长12.61%，主要为偿还债务支付的现金37.40亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金9.33亿元。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额呈增长趋势，2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额5.09亿元，同比下降46.53%。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入	47.81	29.60	40.96
经营活动现金流出	28.27	21.82	28.29
经营活动现金流量净额	19.54	7.78	12.67
投资活动现金流量净额	-7.99	-13.83	-18.45
筹资活动现金流量净额	-19.19	9.52	5.09
现金收入比	110.00	110.21	112.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司经营活动现金流净额为2.56亿元；投资活动现金流净额为-3.21亿元；筹资活动现金流净额为-2.95亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流净额呈下降趋势，现金收入实现质量较好；投资活动现金净流出规模大，项目建设投入依赖筹资活动现金流入；考虑未来公司项目建设持续投入以及存续债券到期偿付，公司存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016—2018年公司流动比率、速动比率均呈下降趋势，2018年底分别为429.07%、274.52%，均较2017年底有所下降；2019年3月底，公司流动比率、速动比率分别为351.77%、223.45%，均较2018年底下降。2016—2018年，公司经营现金流动负债比波动下降，2018年底为25.97%，较2017年上升6.02个百分点。2019年3月底，公司现金类资产对当期短期债务的保障倍数为0.20倍。

整体看，公司存在较大短期偿付压力。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA持续增长，2018年为13.34亿元，同比增长10.04%；公司全部债务/EBITDA持续下降，2018年为13.23倍。公司EBITDA利息倍数持续上升，2018年为2.11倍，EBITDA对利息支出的保障能力较强。

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

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

表 13 截至2018年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

考虑到公司区域地位以及获得嘉兴市政府支持的持续性，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

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

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

截至2018年底，母公司负债合计123.63亿元，较上年下降2.61%，主要由非流动负债构成。其中，流动负债主要由一年内到期的非流动负

债构成；非流动负债全部为应付债券。母公司2018年资产负债率为49.96%，同比有所下降，整体债务压力减小。

2018年，母公司营业收入为0.34亿元，占合并口径营业收入的1.64%；利润总额为-1.14亿元。

总体看，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。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模3亿元，相当于2019年3月底长期债务和全部债务的比重分别为2.35%和1.71%，对公司现有债务影响较小。

2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为46.60%、44.84%及37.17%；以2019年3月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至46.99%、45.26%和37.71%；若同时考虑已发行的“19嘉高01”（20亿元）、“19嘉公路PPN001”（3亿元）、“19嘉公路PPN002”（5亿元）、“19嘉高02”（10亿元）、“19嘉公路MTN001”（10亿元）、“19嘉高03”（10亿元），则上述指标将分别上升至53.29%、50.71%和45.51%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用途为偿还公司有息债务本息，公司实际债务负担或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为47.81亿元、29.60亿元和40.96亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的15.94倍、9.87倍和13.65倍；公司经营活动现金流净额分别为19.54亿元、7.78亿元和12.67亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的6.51

倍、2.59倍和4.22倍；同期，公司EBITDA分别为10.80亿元、12.12亿元和13.34亿元，为本期中期票据拟发行规模的3.60倍、4.04倍和4.45倍。总体看，公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

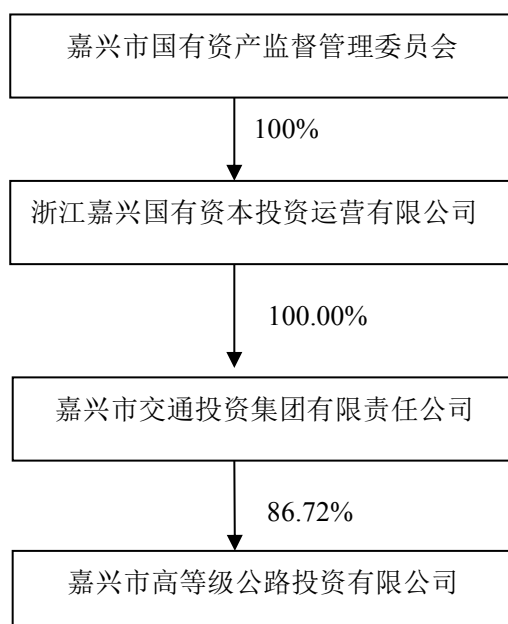
十、结论

公司作为嘉兴市高等级公路建设与经营的主体，具有一定的区域垄断性；其所在区域腹地经济发达，区位优势明显，为其通行费收入增长提供了较强保障；近年公司持续得到嘉兴市政府及股东在财政资金补贴、股权划转、债务置换、政策等方面的大力支持。近年来公司通行费收入稳定增加，资产规模持续增长，整体债务负担尚可，所有者权益稳定性较好，公司整体偿债能力很强。

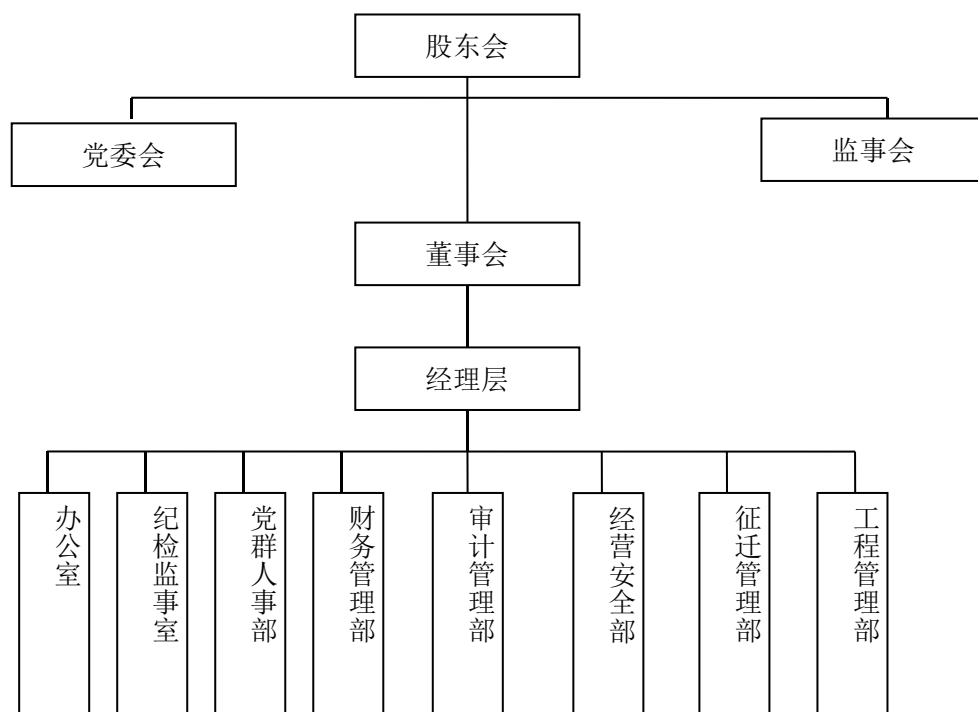
公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力强，本期中期票据设置了交叉保护条款和事先约束条款，一定程度上提升了本期中期票据资金兑付的安全性。

综合评估，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.42	13.91	13.19	9.56
资产总额(亿元)	351.94	398.92	404.28	404.83
所有者权益(亿元)	168.26	199.67	215.16	216.18
短期债务(亿元)	19.18	25.65	38.11	47.82
长期债务(亿元)	150.13	157.92	138.33	127.90
全部债务(亿元)	169.31	183.57	176.44	175.72
营业收入(亿元)	16.05	18.15	20.79	4.87
利润总额(亿元)	2.38	4.01	5.01	1.58
EBITDA(亿元)	10.80	12.12	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	19.54	7.78	12.67	2.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.75	58.74	70.10	--
存货周转次数(次)	0.14	0.16	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	110.00	110.21	112.93	110.40
营业利润率(%)	24.09	27.00	25.43	32.19
总资本收益率(%)	2.61	2.48	2.66	--
净资产收益率(%)	1.36	1.94	2.27	--
长期债务资本化比率(%)	47.15	44.16	39.13	37.17
全部债务资本化比率(%)	50.16	47.90	45.06	44.84
资产负债率(%)	52.19	49.95	46.78	46.60
流动比率(%)	663.32	524.90	429.07	351.77
速动比率(%)	383.35	331.36	274.52	223.45
经营现金流动负债比(%)	61.78	19.95	25.97	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.54	0.35	0.20
全部债务/EBITDA(倍)	15.68	15.14	13.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.86	2.11	--

注：1、2019 年一季度财务数据未经审计；2、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；3、2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数据

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.51	3.28	4.78	1.98
资产总额(亿元)	237.76	248.07	247.48	247.52
所有者权益(亿元)	114.88	121.12	123.85	123.74
短期债务(亿元)	15.50	21.50	35.50	45.50
长期债务(亿元)	103.50	102.00	83.20	73.20
全部债务(亿元)	119.00	123.50	118.70	118.70
营业收入(亿元)	0.34	0.34	0.34	0.06
利润总额(亿元)	-0.10	-1.31	-1.14	-0.11
EBITDA(亿元)	4.29	3.15	3.72	--
经营性净现金流(亿元)	13.60	4.05	13.51	-2.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.02	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	100.16	94.41	106.88	105.00
营业利润率(%)	-156.74	-161.42	-126.82	-158.51
总资产收益率(%)	1.63	0.92	1.10	--
净资产收益率(%)	-0.10	-1.09	-0.93	--
长期债务资本化比率(%)	47.39	45.71	40.18	37.17
全部债务资本化比率(%)	50.88	50.49	48.94	48.96
资产负债率(%)	51.68	51.17	49.96	50.01
流动比率(%)	973.45	715.04	443.95	355.41
速动比率(%)	518.46	413.88	258.14	206.87
经营现金流动负债比(%)	70.20	16.22	33.41	--
现金短期债务比(倍)	0.10	0.15	0.13	0.04
全部债务/EBITDA(倍)	27.71	39.15	31.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	0.88	0.98	--

注：1、2019 年一季度财务数据未经审计；2、其他流动负债中短期及超短期融资券计入短期债务；3、2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数据；4、总资产周转次数数据过小而无法列示

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

联合资信评估有限公司

关于嘉兴市高等级公路投资有限公司

2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

嘉兴市高等级公路投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

嘉兴市高等级公路投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对嘉兴市高等级公路投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，嘉兴市高等级公路投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注嘉兴市高等级公路投资有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现嘉兴市高等级公路投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对嘉兴市高等级公路投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如嘉兴市高等级公路投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对嘉兴市高等级公路投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与嘉兴市高等级公路投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。