

信用等级公告

联合〔2020〕876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 2021 年度第一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 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月二十日



嘉兴市高等级公路投资有限公司

2021 年度第一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：5~10 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 8 月 20 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		
--				--

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；近年来，公司路产规模有所扩大，通行费收入稳定增长，资产及权益规模持续增长；公司持续得到嘉兴市政府及股东在财政补贴、债务置换、资金及资产注入等方面的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产抵质押比率高、往来款对资金占用明显以及经营受新冠肺炎疫情冲击较大等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流及 EBITDA 对其拟发行的 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）的保障能力较强。本期中期票据设置交叉保护条款、事先承诺及事先约束条款，对提升本期中期票据兑付安全性有一定积极影响。

杭州湾跨海大桥北接线二期通车后，公司路网进一步完善；未来，随着区域经济的持续发展、路网效应的发挥，公司收入规模有望增长。

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

- 经营环境良好。**近年来，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%。
- 外部支持力度大。**公司是嘉兴市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；近年来，公司持续获得嘉兴市政府及股东在财政补贴、债务置换、资金及资产注入等方面的大力支持。
- 路产规模扩大。**2020 年 1 月，杭州湾跨海大桥北接线二期工程正式通车运营，公司控股路产规模扩大，路网进一步完善，有望带动公司未来通行费收入增长。

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. **资产流动性较弱。**公司其他应收款中往来款规模大，对资金占用明显，资产抵质押比率高，资产流动性较弱。
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补助以及被投资企业运营情况等非经营性损益影响大。
3. **新冠肺炎疫情对公司经营短期冲击较大。**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

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	2020.07.21	张建飞 韩晓罡	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017.05.19	文中 张建飞	收费公路企业信用分析要点（2013）	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，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

2021 年度第一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”）是经嘉兴市人民政府“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 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，组建成立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；公司实际控制人为嘉兴市国资委（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 2020 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（见附件 1-3）。

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。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册了总额为 20.00 亿元的中期票据（中市协注〔2020〕MTN654 号），本期计划在注册额度内发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 5.00 亿元，发行规模上限 10.00 亿元，期限为 3+2 年，在第 3 年末附加公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。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。

本期中期票据设置了交叉保护条款、事先承诺条款和事先约束条款。

交叉保护条款的触发情形包括：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付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；或公司未能清偿本期中期票据利

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银行贷款（包括但不限于贷款、票据贴现、委托贷款、承兑汇票、信用证、保理等《贷款通则》规定的银行发放的其他类贷款）、信托贷款、财务公司贷款、租赁公司应付租赁款、资产管理计划、理财直接融资工具、债权融资计划、债权投资计划、资产支持证券及其他（如名股实债、未履行担保合同代偿义务）等，单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币5000万元，或（2）发行人最近一年经审计的合并财务报表净资产的3%，以较低者为准。

事先承诺条款包括：在本期中期票据存续期间，公司应确保在合并财务报表项下，每季度末的财务指标符合以下要求：其他应收款余额不得超过115亿元，或与公司净资产（不包括划拨地、公益性资产）占比不得超过100%，以较低者为准。公司及主承销商应按季度监测。如果未满足上述约定的财务指标要求，则触发约定的保护机制。如果公司未在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》规定的应当披露财务报表截止日后的两个自然月内披露财务报表，视为违反上述财务指标承诺，则触发约定的保护机制。

事先约束条款约定的事先约束事项为：公司（及其合并范围内子公司）拟对合并财务报表范围以外的公司、自然人或其他机构提供单笔超过公司最近一年或一期合并财务报表的净资产65%及以上的担保的，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有表决权的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，应在持有人会议表决截止日后15个工作日内召开第二次会议，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，或未满足事先承诺、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，应在2个工作日内予以披露，并书面通知主承销商；（2）主承销商通过公司告知以外的途径获悉发生触发情形的，应当在2个工作日内书面通知公司，公司应在收到主承销商书面通知后2个工作日内进行书面确认并予以披露；公司在2个工作日内未予书面确认并披露的，由主承销商于次一工作日披露上述触发情形及发行人的确认过程，视为公司已于当日发生触发情形，则直接适用约定的救济与豁免机制。公司确认并披露其未发生触发情形，本期中票任一持有人可以对上述确认结果持有异议，并在公司披露确认结果后5个工作日内向主承销商和公司提出书面异议材料，公司应在收到书面异议材料后5个工作日内聘请律师事务所并就相关异议及是否发生触发情形发表明确法律意见。公司应在收到书面异议材料后5个工作日内披露确认结果及法律意见书。主承销商应督导公司按约定履行上述相关义务，公司未在约定时间内披露确认结果及法律意见书的，由主承销商于次一工作日披露上述持有人异议情况及公司的确认过程，视为公司已于当日发生触发情形，则直接适用约定的救济与豁免机制。

2. 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，或在该期限内恢复至约定的承诺情形，或在该期限内恢复至原约定状态，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。

3. 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筹备召开持有人会议，如公司在宽限期届满后未对“触发情形”所述事项中的债务进行足额偿还的，召集人应在宽限期届满后2个工作日内发布召开持有人会议的公告，并在发布公告后15个工作日内按照《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》召开本期中期票据持有人会议。

（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，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自持有人会议决议生效之日起直至本期中期票据本息偿付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，并对公司、其他未出席该持有人会议以及对该决议投票反对或弃权的本期中期票据持有人产生同等的法律约束力。持有人会议有效决议给予一项或多项救济措施的，公司应无条件全部接受，并于持有人会议决议生效之日起20个工作日内完成相关法律手续（如有）。公司应当在持有人会议表决截止日的次一日披露其按照持有人会议决议给予投资人的相关救济措施及后续履行安排。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表决截止日的次一日立即到期应付。持有人会议的见证律师应当根据《银

行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》对持有人会议的召集、召开、表决程序、出席会议人员资格和有效表决权等事项出具法律意见书。持有人会议的召集人应当根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》在持有人会议表决截止日次一工作日披露持有人会议决议。

（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或未按照持有人会议决议执行对应有效救济措施的，则本期中期票据本息在办理法律手续期限届满后次一日或未执行有效救济措施次一日立即到期应付。

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

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表1 2017-2020年上半年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，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

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧

盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%

和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62

万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有

效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问

题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂

性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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

近年来，嘉兴市经济稳步发展，交通基础设施投资规模及私家车保有量快速增长，公司的经营发展环境良好。

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。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这一中心任务，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，这必将给嘉兴的发展迎来巨大的机遇。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 年底嘉兴市全市常住人口 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》，2017—2019 年，嘉兴市经济总量保持增长，地区生产总值（GDP）分别为 4355.24 亿元、4871.98 亿元和 5370.32 亿元。2019 年嘉兴市 GDP 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%。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%;房屋施工面积5364.57万平方米,增长14.0%;房屋竣工面积626.80万平方米,增长51.4%;商品房销售面积1069.19万平方米,下降7.7%。

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《嘉兴市财政预算执行情况报告》和《嘉兴市2019年1—12月财政收支情况》,2017—2019年,嘉兴市全市财政总收入保持较快增长,分别为769.31亿元、895.29亿元和945.4亿元。同期嘉兴市一般预算收入分别为443.79亿元、518.55亿元和565.69亿元;其中税收收入分别为411.97亿元、473.45亿元和509.6亿元,在一般预算收入中占比分别为92.83%、91.30%和90.08%,一般预算收入质量高。2017—2019年,嘉兴市一般公共预算支出分别为494.70亿元、588.87亿元和766.89亿元。

2017—2019年,嘉兴市政府性基金收入分别为693.76亿元、835.81亿元和747.65亿元。

2019年,嘉兴市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。

根据嘉兴市政府网站公开披露信息,2020年1—6月,嘉兴市生产总值2497.81亿元,按可比价格计算,增长0.6%,增速分别高于全国、全省2.2个和0.1个百分点。其中,第一产业增加值51.44亿元,增长2.2%;第二产业增加值1273.87亿元,下降2.3%;第三产业增加值1172.50亿元,增长3.8%。全市规模以上工业增加值900.73亿元,同比下降0.6%,降幅比一季度收窄9.5个百分点。全市社会消费品零售额971.64亿元,下降6.9%,降幅较一季度收窄7.3个百分点,其中二季度由负转正。全市固定资产投资同比增长3.2%,分领域看,工业投资增长1.6%,基础设施投资增长15.8%。

2020年上半年,嘉兴市实现一般预算收入379.09亿元,下降0.4%;其中税收收入344.22亿元,增长0.2%。一般预算支出332.50亿元,下降4.6%,财政自给率为114.01%。政府性基金收入244.48亿元,下降2.1%;其中国有土地使用权出让收入208.98亿元,下降6.1%。

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,沪杭亭枫高速公路。(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。

五、基础素质分析

公司是嘉兴市高等级公路的投资建设和运营主体，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、债务置换及政策扶持等方面的支持。

1. 股权状况

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、运营管理与公路沿线配套设施开发的重要主体；截至 2020 年 3 月底，公司控股路产通车里程增至 141.20 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（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、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 2020 年 3 月底，公司拥有在职员工 558 人。按照学历划分，本科及以上学历人员占 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

（1）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”，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。

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（以下简称“杭州湾公司”）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。

（2）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；2017—2019年公司分别收到政府补助3.79亿元、3.89亿元和4.56亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

（3）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%）12亿元债务进行了政府债务置换，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12.00亿元，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。

（4）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（统一社会信用代码：91330401704403078F），截至2020年7月21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

公司法人治理结构及内部组织架构能够满足经营需要，管理制度较为健全。

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，制订了公司章程，并根据公司章程建立了包括股东会、董事会、监事会和经营层在内的公司治理体系。

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 1 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。

公司设总经理 1 名，副总经理 1~2 名，由董事会决定聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等职权。

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 2020 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管理制度。

“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，对下属子公司管控力较强。

七、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、运营管理及公路沿线配套设施的开

发，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。近年来公司营业收入持续增长，毛利率水平有所波动。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。

2017—2019年，公司营业收入持续增长；2019年，公司实现营业收入21.26亿元，同比增长2.26%。分业务看，受益于区域经济增长、路网贯通等有利因素，2017—2019年公司通行费收入整体保持增长趋势，分别为6.73亿元、7.25亿元和7.04亿元，2019年同比减少2.89%。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8.72亿元、10.90亿元和11.34亿元。公司运输业务受高铁分流等因素影响，近三年收入呈下降趋势，分别实现收入1.41亿元、1.34亿元和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，2017—2019年，公司综合毛利率持续下降，2019年为21.98%，同比下降3.81个百分点。分业务看，受运输业务的公益性属性影响，2017—2019年公司运输业务持续亏损，2019年毛利率为-73.63%。公司通行费业务毛利率有所波动，2019年为57.44%，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造成成本支出加大所致。商品销售业务毛利率持续下降，2019年为11.30%，同比略有下降。

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2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			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	收入	占比	毛利率
通行费	6.73	37.08	65.15	7.25	34.87	66.44	7.04	33.11	57.44	0.58	18.18	5.96
运输	1.41	7.77	-51.02	1.34	6.43	-72.64	1.34	6.32	-73.63	0.17	5.33	-170.90
商品销售	8.72	48.04	14.25	10.90	52.40	12.11	11.34	53.33	11.30	2.25	70.53	13.71
其他	1.29	7.11	12.66	1.31	6.30	14.93	1.54	7.23	21.99	0.19	5.96	-7.08
合计	18.15	100.00	27.58	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

近年来，公司控股及联营路产运营情况良好，车流量及通行费持续增长，参股路产运营情况欠佳。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。

公司高等级公路建设与运营业务主要由公司本部、杭州湾公司、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3 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”中的一纵、国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。一期全长24.79公里，于2008年1月建成通车。2017—2019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；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，于2007年5月完工通车，于2012年划转至公司。通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，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。2017—2019年，07省道车流量和通行费整体呈下降趋势；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58.36%，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，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003-2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足杭州湾南北两岸往来交通需求。嘉绍高速分为嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥和嘉绍高速南接线。其中，公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市。其全长43.26公里，双向八车道，总投资概算60.04亿元，于2013年7月建成通车，2013年以评估价值由在建工程转入固定资产。2017—2019年，嘉绍高速北接线日均车流量及通行费收入均保持增长；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，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，对路网完善具有积极作用，将对公司通行费收入的提升产生积极影响。

经营效率方面，2017—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）分别为592.17万元/公里、637.92万元/公里和619.58万元/公里，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%）分别为1.79%、1.81%和1.71%，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嘉兴高投控股路产，由原嘉兴高投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。后该项目改由浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）与嘉兴市政府合作拟采用PPP模式统一建设。项目资本金35%，其中浙江交投作为社会资本方持股70%，嘉兴市政府持股30%（其中嘉兴高投占比50%，海宁市交通投资集团有限公司和桐乡市交通建设投资集团有限公司分别占36.15%和13.85%）。依据《嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司股权转让及增资扩股协议》，嘉

兴高投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嘉兴高投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。2008年通车以来杭浦高速尚处于亏损状态，公司未取得相关投资收益。

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司参与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（以下简称“嘉绍跨江大桥公司”）联营的路产，公司持股比例45%，2017—2019年取得的投资收益分别为1.89元、2.24亿元和2.35亿元。

表4 公司控股、参股公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

项目	路产名称	通行费				断面车流量			
		2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	13492.39	14246.78	14358.42	909.42	36455	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	50515.26	54853.30	54635.99	3209.62	64837	71026	76249	32075
	07省道	3342.24	3412.03	1420.71	166.19	18140	18520	10732	9305
小计		67349.89	72512.11	70415.12	5833.40	119432	128530	128022	107490
参股	杭浦高速	52458.03	60677.92	68257.44	3554.52	29002	34498	38566	17959

项目	路产名称	通行费				断面车流量			
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
	钱江通道北接线一期	226.96	--	--	--	11163	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	63808.64	68944.18	71565.14	4049.97	37324	40470	42554	32300
	小计	116493.63	129622.10	139822.58	7604.49	77489	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

截至 2019 年底，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（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。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 6 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 7 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。

公路养护

2017—2019 年，公司年公路养护成本分别为 1882.19 万元、2535.09 万元和 4834.05 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，2019 年浙江省进行高速公路命名调整，部分支出计入养护成本。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

公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通。近年来，公司运输收入有所下滑，且由于公益属性较强，公司运输业务呈政策性亏损。嘉兴市政府对经营亏损进行弥补。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。

2016—2018年，国鸿汽运各项客运指标呈下滑趋势，主要受高铁和私家车分流影响。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，行驶里程同比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 8 公司客运业务情况

(单位：条、万人次、万公里、亿元)

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
客运班线	181	137	140	137
客运量	2540.40	2322.89	2472.89	250.67
行驶里程	5388.26	5055.97	4807.40	641.01
客运收入	1.41	1.34	1.34	0.17
财政补贴	1.08	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。2017—2019 年，国鸿汽运分别获得嘉兴市财政补贴 1.08 亿元、1.16 亿元和 0.90 亿元，2020 年 1—3 月，获得财政补贴 0.15 亿元。

(3) 商品销售业务

公司商品销售业务主要为成品油销售，近年来收入规模持续增长，毛利率水平持续下降。

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。2017—2019 年，公司实现商品销售收入分别为 8.72 亿元、10.90 亿元和 11.34 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；当期毛利率持续下降，2019 年为 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。公司与交通石油公司另一股东中石化签订一致行动协议，公司具有实际控制权，纳入合并报表范围。交通石油公司主要经营公司下属杭州湾北接线、嘉通集团下属杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共 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。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；2017—2019年，公司其他业务分别实现收入1.29亿元、1.31亿元和1.69亿元；2020年1—3月，实现收入0.19亿元。公司其他业务收入规模较小。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，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。合并范围变化方面，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。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。2019年及2020年一季度，公司合并范围无变化。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

近年来，公司资产规模持续增长，流动资产中存货和其他应收款规模大，存货主要为储备用地，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，用于质押

的路产收费权比率高；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 2.61%。2019 年底，公司资产总

额 418.90 亿元，较 2018 年底小幅增长；从结构看，流动资产和非流动资产占比相当。公司主要资产及构成情况见表 10。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	204.68	51.45	209.26	51.76	208.55	49.78	217.39	50.39
货币资金	13.91	3.50	13.19	3.26	30.38	7.25	35.49	8.23
其他应收款	114.30	28.73	112.07	27.72	101.52	24.23	106.01	24.57
存货	75.47	18.97	75.37	18.64	75.36	17.99	75.38	17.47
非流动资产	193.16	48.55	195.02	48.24	210.35	50.22	214.03	49.61
可供出售金融资产	34.76	8.74	35.78	8.85	36.25	8.65	36.25	8.40
长期股权投资	13.73	3.45	15.97	3.95	23.24	5.55	23.24	5.39
固定资产	85.33	21.45	84.10	20.80	82.83	19.77	133.61	30.97
在建工程	39.32	9.88	39.24	9.71	48.20	11.51	0.92	0.21
资产总额	397.84	100.00	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

2017—2019 年，公司流动资产有所波动；2019 年底，公司流动资产 208.55 亿元，较 2018 年底变化不大。从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占 14.57%）、其他应收款（占 48.68%）和存货（占 36.14%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 47.81%。2019 年底，公司货币资金为 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。

2017—2019 年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 5.76%。2019 年底，公司其他应

收款余额 101.52 亿元，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，对公司资金形成较大占用；公司主要其他应收款对象欠款金额合计占 95.79%（详见表 11），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。总体看，公司其他应收款回收风险较小，但规模较大，对公司资金占用明显。

表 10 2019 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	80.18	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	78.93
浙江杭浦高速公路有限公司	受同一母公司控制	17.13	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	16.86
合计		97.31	--	95.79

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货规模较为稳定，年均复合下降 0.07%。2019 年底，公司存货

75.36 亿元，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。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动较大，分别为 0.23 亿元、8.24 亿元和 0.83 亿元。2018 年底，公司其他流动资产规模较大，主要为购买的理财产品。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 4.36%；2019 年底，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。

2017—2019 年，公司可供出售的金融资产小幅增长，年均复合增长 2.13%。2019 年底，公司可供出售金融资产 36.25 亿元，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。

2017—2019 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 30.08%。2019 年底，公司长期股权投资 23.24 亿元，较 2018 年底大幅增长 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。2019 年底长期股权投资余额主要包括对嘉绍跨江大桥公司的投资 13.89 亿元及对嘉兴市快速路建设发展有限公司的投资 4.91 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 1.47%。2019 年底，公司固定资产 82.83 亿元，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。其中，高速公路收费权除 07 省道外均已用于对外借款质押。

2017—2019 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 10.71%。2019 年底，公司在建工程 48.20 亿元，较 2018 年底大幅增长 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；其中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。

2017—2019 年，公司其他非流动资产保持稳定，均为 13.36 亿元，主要为南湖大道土地及海盐塘滨河土地。

截至 2019 年底，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 月底，公司资产总额 431.42 亿元，较上年底增长 2.99%，主要来自货币资金和其他应收款增长。截至 2020 年 3 月底，公司固定资产较上年底大幅增长 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

公司所有者权益保持增长，权益中包括部分“明股实债”资金；公司债务有所波动，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益保持增长，年均复合增长 7.65%。2019 年底，公司所有者权益为 230.28 亿元，较 2018 年底增长 7.03%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。其中资本公积占 56.39%，少数股东权益占 31.49%。

2017—2019 年，公司实收资本保持稳定，均为 11.13 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积持续增长；2019 年底，公司资本公积 129.85 亿元，较 2018 年底增长 3.44%，系子公司收到车辆购置税补助所致。此外，公司资本公积中有国开基金投资款 4.76 亿元，属于“明股实债”性质。

2017—2019 年，公司少数股东权益快速增长；2019 年底，公司少数股东权益 72.51 亿元，较 2018 年底增长 12.31%，系公司子公司到车辆购置税补助所致。此外，公司少数股东权益

中有国开基金投资款 3.07 亿元，属于“明股实债”性质。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 228.90 亿元，规模及构成较 2019 年底变化均不大。

负债

2017—2019 年，公司负债规模持续下降，年均复合下降 2.68%；2019 年底，公司负债总额 188.63 亿元；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。

2017—2019 年，公司流动负债有所波动，分别为 38.99 亿元、48.77 亿元和 42.62 亿元。2019 年底，公司流动负债较 2018 年底下降 12.61%，主要系偿付债权融资计划 6.00 亿元所致。从构成看，2019 年底公司流动负债主要由其他应付款（占 18.66%）和一年内到期的非流动负债（占 75.55%）构成。

2017—2018 年，公司短期借款分别为 3.06 亿元和 2.07 亿元。2019 年底，公司无短期借款。

2017—2019 年，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 14.45%。2019 年底，公司其他应付款 7.96 亿元，包括其他应付款 5.54 亿元，应付利息 2.55 亿元。其中，其他应付款较 2018 年底下降 1.65%，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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 139.86%；2019 年底，公司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。

2017—2018 年，公司其他流动负债分别为 17.00 亿元和 6.04 亿元；2018 年其他流动负债较 2017 年底下降 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。2019 年底，公司无其

他流动负债。

2017—2019 年，公司非流动负债有所波动，分别为 160.15 亿元、140.36 亿元和 146.00 亿元。2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底增长 4.02%，主要系应付债券增长所致，主要由长期借款（占 31.52%）和应付债券（占 66.42%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 5.75%。2019 年底，公司长期借款 48.51 亿元，较 2018 年底下降 2.06%，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。

2017—2019 年，公司应付债券有所波动，分别为 97.00 亿元、83.20 亿元和 94.20 亿元。2019 年底较 2018 年底增长 13.22%，主要系公司 2019 年发行多笔债券所致。

2017—2019 年，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 55.02%。2019 年底，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，2017—2019 年，公司全部债务持续下降。2019 年底，公司全部债务 176.14 亿元；其中，短期债务占 18.28%，长期债务占 81.72%，以长期债务为主。

表 11 公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	25.65	38.11	32.20	34.20
长期债务	157.92	138.33	143.94	154.88
全部债务	183.57	176.44	176.14	189.08
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

注：因四舍五入原因导致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

债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产

负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.03%、43.34%和 38.46%，较 2018 年底分别下降 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 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。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 202.52 亿元，较 2018 年底增长 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 月底，公司全部债务 189.08 亿元，较 2019 年底增长 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 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.94%、45.24%和 40.36%，较 2019 年底分别提高 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

近年来，公司收入及利润规模持续增长，期间费用对利润的侵蚀较大，公司整体盈利能力尚可；财政补贴及投资收益对公司利润的贡献大。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。

2017—2019 年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长 8.23%。2019 年为 21.26 亿元，同比增长 2.26%；同期公司营业成本年均复合增长 12.82%，高于营业收入增速，2019 年为 16.59 亿元，同比增长 7.51%。受营业收入增速低于营业成本影响，2017—2019 年，公司营业利润率持续下降，2019 年为 21.57%。

从期间费用看，2017—2019 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；2019 年公司期间费用 6.21 亿元，同比增长 8.79%。受营业收入增长双重影响，2019 年公司期间费用占营业收入比重同比下降 3.53 个百分点至 29.21%，但仍处于较高水平，期间费用对利润的侵蚀仍然较大。

2017—2019 年，公司投资收益快速增长，年复合增长 26.69%；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。

公司营业外收入及其他收益主要为政府补助，2017—2019 年，公司政府补助呈波动趋势；2019 年，公司实现其他收益 0.90 亿元，同比下降 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，同比增长 33.61%，主要为运营补助（3.66 亿元）。

利润总额方面，2017—2019 年，公司利润总额呈增长趋势，年均复合增长 20.99%；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 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	18.15	20.79	21.26
投资收益	1.94	2.59	3.11
其他收益	1.08	1.15	0.90
营业外收入	2.71	2.76	3.69
利润总额	4.01	5.01	6.03
营业利润率	27.00	25.43	21.57
净资产收益率	1.94	2.27	2.57
总资本收益率	2.48	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，2017—2019 年公司净资产收益率和总资本收益率均呈增长趋势，2019 年上述指标分别为 2.57%和 2.74%，较上年分别上升 0.30 个和 0.08 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

近年来，公司收入实现质量较好，经营活动现金流净额呈上升趋势；投资活动现金流净流出规模较大，项目建设投入依赖筹资活动现金流入；考虑未来公司存续债务逐步到期偿付，公司存在较大对外融资需求。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量持续增长，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，同比基本保持稳定；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。经营活动现金流出方面，2017—2019年，公司经营活动现金流出量有所波动；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。2017—2019年，公司经营活动产生的现金净额持续上升，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，2017—2019年，公司投资活动现金流入大幅波动，分别为3.47亿元、16.01亿元和7.31亿元；2019年公司投资活动现金流入同比下降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。投资活动现金流出方面，2017—2019年，公司投资活动现金流出大幅波动，分别为17.30亿元、34.46亿元和15.57亿元；2019年，公司投资活动现金流出

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。2017—2019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，2019年，公司投资活动现金流净额为-8.26亿元。

筹资活动方面，2017—2019年公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长22.20%；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。2017—2019年，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长36.13%；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。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额快速下降，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	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入	29.60	40.96	47.30
经营活动现金流出	21.82	28.29	21.07
经营活动现金流量净额	7.78	12.67	26.23
投资活动现金流量净额	-13.83	-18.45	-8.26
筹资活动现金流量净额	9.52	5.09	-0.82
现金收入比	110.21	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

公司短期偿债能力指标较强，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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年公司流动比率、速动比率均呈波动趋势，2019 年底分别为 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。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，2019 年为 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及油品销售，母公司收入及利润规模小；负债水平一般。

截至 2019 年底，母公司资产总额 253.45 亿元，较上年底变化不大。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 年底，母公司负债总额 129.95 亿元，较上年底增长 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 年底，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%，较上年底提高 1.31 个百分点，全部债务资本化比率 50.58%，较上年底提高 1.64 个百分点，整体债务负担一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 123.50 亿元，较上年底保持稳定。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 月底，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。

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

公司本期中期票据基础发行规模 5.00 亿元，发行规模上限为 10.00 亿元。按发行规模上限计算（下同），分别相当于 2020 年 3 月底

公司长期债务和全部债务的 6.46%和 5.29%。

2020 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 46.94%、45.24%及 40.36%；以 2020 年 3 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 48.15%、46.52%和 41.87%；若同时考虑公司于 2020 年 8 月发行的“20 嘉公路 PPN001”（8.00 亿元），则上述指标将分别上升至 49.07%、47.50%和 43.03%，公司的债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据的募集资金将用于偿还公司有息债务，公司的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

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 29.60 亿元、40.96 亿元和 47.30 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 2.96 倍、4.10 倍和 4.73 倍；公司经营活动现金流净额分别为 7.78 亿元、12.67 亿元和 26.23 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 0.78 倍、1.27 倍和 2.62 倍；公司 EBITDA 分别为 12.12 亿元、13.34 亿元和 13.87 亿元，为本期中期票据拟发行规模的 1.21 倍、1.33 倍和 1.39 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较强。

十、结论

公司是浙江省嘉兴市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；其所在区域经济发达，公司经营发展环境良好，并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、股权划转、债务置换、政策等方面的大力支持。

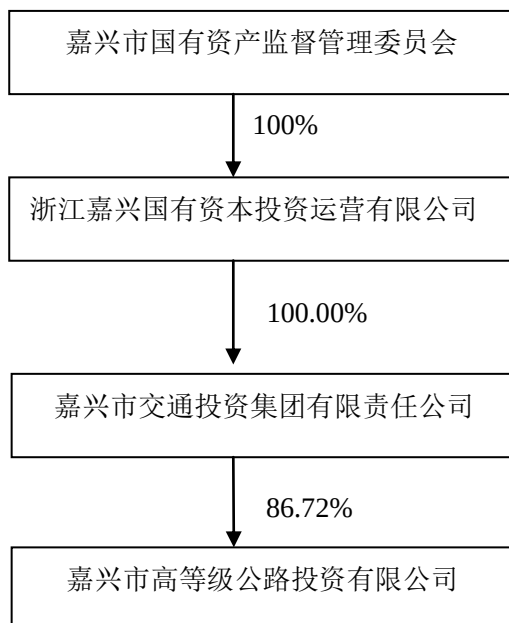
近年来，随着项目持续投入，公司资产规模持续增长，资产流动性较弱。得益于政府支持，公司所有者权益规模持续增长，整体债务负担一般。近年来，公司控股路产运营情况良好，营业收入持续增长，整体盈利能力尚可。公司收入实现质量较好，经营活动现金流净额

呈上升趋势；投资活动现金净流出规模大，随着未来存续债务逐步到期，公司存在较大对外融资需求。

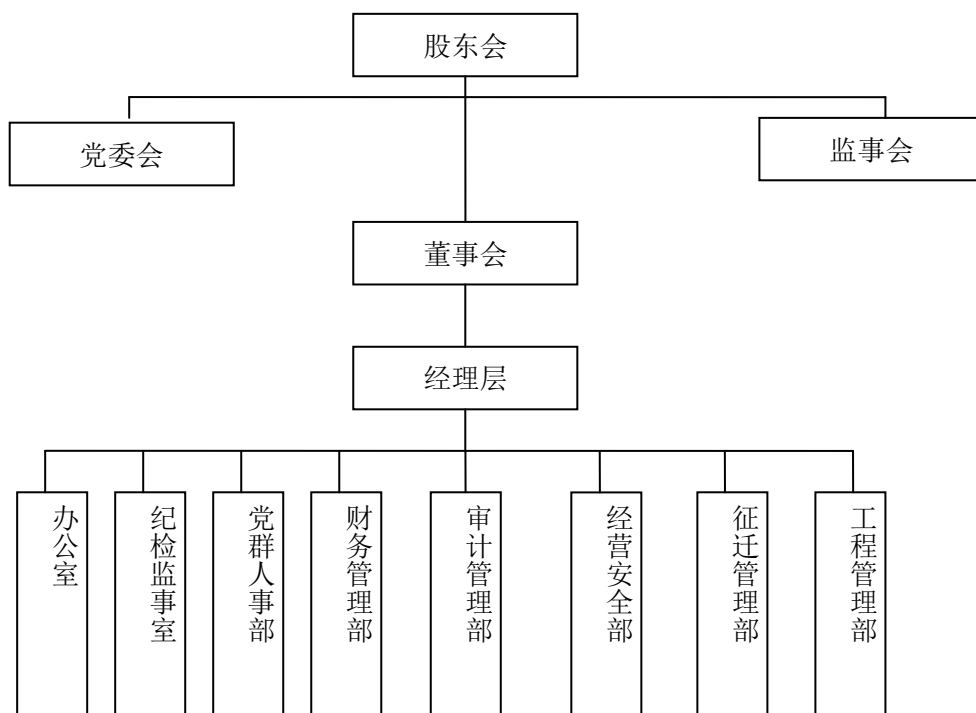
公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。本期中期票据设置交叉保护条款、事先承诺及事先约束条款，对提升本期中期票据兑付安全性有一定积极影响。

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 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-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体信用等级设置及其含义

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

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

2021 年度第一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、外部经营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。