

信用评级公告

联合〔2022〕6798号

联合资信评估股份有限公司通过对嘉兴市高等级公路投资有限公司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的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 7 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	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1		
			行业风险	2		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	2		
财务风险	F2	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	3		
			现金流量	1		
		资本结构		1		
		偿债能力		2		
调整因素和理由					调整子级	
--					--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张婧茜 杨小玥

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

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。随着嘉兴市实业资产投资集团有限公司的划入，公司经营业务更趋多元化；公司得到嘉兴市政府在资金注入、资产划转和财政补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，往来款对资金占用明显、收费里程减少、存在一定短期偿债压力等给其信用水平可能带来的不利影响。

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

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**嘉兴市区区位优势良好，面临良好的发展机遇。近年来，嘉兴市经济稳步发展，私家车保有量持续增长。2021年，嘉兴市地区生产总值6355.28亿元，比上年增长8.5%；，交通运输投资及私家车保有量同比分别增长2.5%和7.2%。
- 外部支持力度大。**公司作为区域内高等级公路的投资建设与运营主体，业务具有较强的区域竞争优势；公司持续在资金注入、资产划转和财政补贴等方面获得有力支持。
- 路产运营情况较好。**杭州湾跨海大桥北接线二期于2020年通车，公司路网进一步完善；2021年疫情逐步得到控制，公司控股收费路产单公里通行费收入较上年有所上升，且处于较高水平，路产效益较好。

关注

- 资金占用明显。**公司其他应收款中往来款规模大，对资金占用明显。
- 收费里程减少。**2020年9月，公司部分路产停止收费，收费里程有所下降，对公司通行费收入造成一定影响。
- 短期债务占比较高，存在一定短期偿付压力。**截至2021年底，公司短期债务96.36亿元，占全部债务的41.20%，

现金短期债务比为0.58倍；同时公司债券融资余额为133.70亿元，占全部债务的57.17%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.38	53.34	55.49	54.51
资产总额(亿元)	418.90	500.94	494.80	500.21
所有者权益(亿元)	230.28	245.70	235.22	234.56
短期债务(亿元)	32.20	80.89	96.36	102.97
长期债务(亿元)	143.94	146.79	137.51	142.39
全部债务(亿元)	176.14	227.68	233.87	245.37
营业收入(亿元)	21.26	93.79	70.21	14.28
利润总额(亿元)	6.03	9.98	9.73	0.13
EBITDA(亿元)	13.96	21.33	23.91	--
经营性净现金流(亿元)	26.23	19.54	17.79	-5.15
营业利润率(%)	21.57	10.87	16.66	12.86
净资产收益率(%)	2.57	3.83	4.00	--
资产负债率(%)	45.03	50.95	52.46	53.11
全部债务资本化比率(%)	43.34	48.10	49.86	51.13
流动比率(%)	489.29	230.02	211.31	211.64
经营现金流动负债比(%)	61.53	18.55	15.17	--
现金短期债务比(倍)	0.94	0.66	0.58	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	2.84	3.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.61	10.67	9.78	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	253.45	249.29	255.48	260.55
所有者权益(亿元)	123.50	118.88	118.10	117.50
全部债务(亿元)	126.40	127.20	134.01	135.71
营业收入(亿元)	0.16	0.11	0.04	0.00
利润总额(亿元)	-0.59	-0.13	-0.64	-0.60
资产负债率(%)	51.27	52.31	53.77	54.90
全部债务资本化比率(%)	50.58	51.69	53.16	53.60
流动比率(%)	504.73	333.42	242.42	228.79
经营现金流动负债比(%)	36.41	22.94	23.71	--

注：其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算，长期应付款中有息债务已调整至长期债务核算；公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年一季报整理

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	2021.07.30	张婧茜 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 张建业	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

声 明

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

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

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

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

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

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

七、该公司信用等级自 2022 年 7 月 27 日至 2023 年 7 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）成立于1998年5月8日，系经嘉兴市人民政府嘉政发(1998)57号文批准成立，由嘉兴市乍嘉苏高速公路建设指挥部与嘉兴市财政投资公司共同出资组建，公司初始注册资本和实收资本均为1.05亿元。后经多次增资及股权变更，截至2022年3月底，公司注册资本及实收资本均为11.13亿元，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）持有公司86.72%的股权，为公司第一大股东。嘉通集团唯一股东为浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司（以下简称“国投公司”）。公司实际控制人为嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）。

公司主要从事嘉兴市内高等级公路的投资建设和运营管理及公路沿线配套设施的开发等业务。截至2022年3月底，公司拥有纳入合并范围一级子公司8家；公司本部内设战略投资部、财务融资部和经营发展部等职能部门。

截至2021年底，公司合并资产总额494.80亿元，所有者权益235.22亿元（含少数股东权益84.45亿元）。2021年，公司实现营业收入70.21亿元，利润总额9.73亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额500.21亿元，所有者权益234.56亿元（含少数股东权益84.64亿元）。2022年1—3月，公司实现营业收入14.28亿元，利润总额0.13亿元。

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

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表1 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速(%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资(%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年底高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，

其中1月、2月就业情况总体稳定,调查失业率分别为5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环比小幅上升,符合季节性变化规律;而3月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至5.80%,较上年同期上升0.50个百分点,稳就业压力有所增大。2022年一季度,全国居民人均可支配收入1.03万元,实际同比增长5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置,保持经济运行在合理区间,实现就业和物价基本稳定。

2022年4月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力通过稳市场主体来保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响,经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现5.50%增长目标的困难有所加大。

三、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施,对于

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

根据交通运输部发布的《2021年交通运输行业发展统计公报》,2021年底,中国高速公路通车里程达16.91万公里,较2020年底增加0.81万公里,国家高速公路里程11.70万公里,较2020年底增加0.40万公里。2021年底,中国高速公路通车里程占公路总里程的3.20%,较2020年底提高0.10个百分点。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加,中国收费公路结构不断优化。分区域看,广东、四川、云南高速公路里程数位列全国前3名;西部地区路网规模不断提升,2021年底高速公路里程占全国比重达41.3%,较2020年底提高1.7个百分点,路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性,公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位,2021年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的75.0%和61.3%,分别较2020年上升1.20个百分点和下降10.0个百分点,公路货运重要性进一步提升,铁路运输

方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等因素高度相关。2021年，国内疫情形势较为稳定，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路

货运指标呈现修复性增长；受局部性疫情扰动因素影响，人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

表 2 2016 - 2021 年中国公路运输主要指标情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量 (亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量 (亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量 (亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

注：联合资信根据公开资料整理

2022年一季度，中国国内多点疫情爆发，本轮疫情传播能力较强、影响范围广、控制难度大，使得较长时间和较大范围的物流受限，同时居民出行意愿下降、人员流动管控政策明显收紧，交通运输需求均受到不同程度的不利影响。2022年一季度，中国公路营业性客运量9.7亿人，环比和同比分别下降16.86%和26.04%，绝对值仅为疫情前的28.81%；公路货运量环比下降21.03%，同比增长0.4%，绝对值为疫情前的99.49%，公路客运量和货运量环比降幅较大，尤其客运量仍在低位运行，与疫情前水平差距较大。

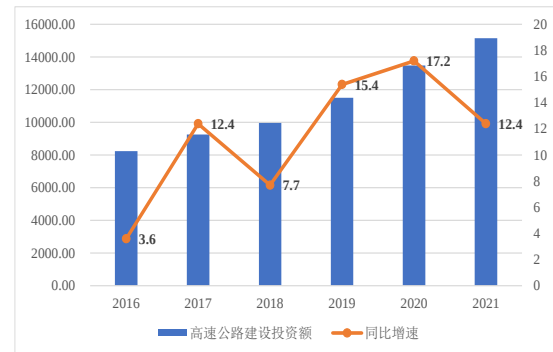
(2) 行业特点

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

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2021年，中国高速公路建设完成投资15151.0亿元，增长12.4%，增速较2020年（17.2%）回落4.8个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1 2016 - 2021 年中国高速公路建设投资情况

(单位：亿元、%)



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2020年，中国高速公路通行费总收入同比下降17.74%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长14.85%，通行费收

支缺口扩大至 7177.47 亿元，较上年增加 2503.53 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020 年占 83.11%，由于存

续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表 3 2016 - 2020 年中国高速公路通行费收入及支出情况

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

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021 年以来，高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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

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

的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

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

2021 年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021 年 2 月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善

铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络,构建以铁路为主干,以公路为基础,水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日,交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案(2021—2025年)》,指出到2025年,打造一批交通新基建重点工程,形成一批可复制推广的应用场景,制修订一批技术标准规范,促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展,精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强,智能管理深度应用,一体服务广泛覆盖,交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月,交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后,出台的第一个公路交通领域的五年发展规划,明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施,涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

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

支持交通运输企业通过资产证券化(ABS)、基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等方式有效盘活公路存量资产。

(4) 未来发展

高速公路作为重要的交通基础设施,在中国国民经济和社会发展中占据重要地位,近年来中国高速公路通车里程稳定增长,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,行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低,展望为稳定。

长期来看,中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求,中西部地区起步晚且地域面积广,高速公路需求尚未得到充分满足,未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重。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。2020年11月,中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称“十四五规划”)提出:统筹推进基础设施建设,加快建设交通强国,完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络,加快城市群和都市圈轨道交通网络化,提高农村和边境地区交通通达深度。

2. 区域经济环境

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

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长三角城市群的重要城市。嘉兴市地理位置优越，与上海、杭州、宁波等城市距离近，且作为沪杭、苏杭交通干线中枢，交通便利。嘉兴市陆地面积 3915 平方公里，下辖两个市辖区（南湖区、秀洲区），3 个县级市（平湖市、海宁市、桐乡市）和两个县（嘉善县、海盐县）。2021 年底，全市户籍人口 371.85 万人，比上年底增加 4.47 万人，人口城镇化率达到 71.9%。

2017 年浙江省政府同意嘉兴设立浙江省全面接轨上海示范区，嘉兴市抓住创建浙江省全面接轨上海示范区契机，把接轨上海与“一带一路”、长江经济带建设等国家重大战略结合起来，全力推进浙江省全面接轨上海示范区建设，将嘉兴打造成为全球卓越城市周边的具有国际化品质的现代化网络型田园城市。另外，2018 年，长三角一体化上升为国家战略，给嘉兴市发展带来巨大的机遇。

根据《嘉兴市国民经济和社会发展统计公报》，2019-2021 年，嘉兴市经济总量保持增长，地区生产总值（GDP）分别为 5370.32 亿元、5563.58 亿元和 6355.28 亿元。2021 年嘉兴市 GDP 按可比价格计算，比上年增长 8.5%，其中，第一产业增加值 131.97 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 3453.75 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 2769.56 亿元，增长 6.3%。按常住人口计算，2021 年全市人均 GDP 为 116323 元（按年平均汇率折算为 18030 美元），比上年增长 6.7%。

2021 年，全市工业增加值 3126.43 亿元，比上年增长 11.8%。2021 年全市规模以上装备制造业、数字经济核心制造业、高技术制造业、战略性新兴产业和高技术产业增加值分别增长 22.6%、21.5%、21.1%、17.8%和 14.9%，增速均高于全市规上工业平均水平，且分别高于全省同产业平均 5.0 个、1.5 个、4.0 个、0.8 个和 0.9 个百分点。

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。2021 年，全市固定资产

投资比上年增长 6.2%，两年平均增长 4.6%。非国有投资增长 1.8%，占全部固定资产投资额比重 71.4%。从重点领域看，全市高新技术产业投资、交通运输投资分别比上年增长 12.7%、2.5%，民间投资、生态环保城市更新和水利设施投资分别下降 0.1%、0.6%。

2021 年底，全市公路通车里程 8215 公里，其中高速公路 428 公里。各种运输方式（不包括铁路，下同）货物周转量 410.08 亿吨公里，比上年增长 6.6%，其中公路 174.86 亿吨公里，增长 7.3%；全年旅客周转量（营业性车辆）8.09 亿人公里，下降 1.2%。嘉兴港全年货物吞吐总量 12690.80 万吨，比上年增长 8.3%，其中外贸货物吞吐量 1437.87 万吨，下降 3.0%，集装箱吞吐量 222.19 万标箱，增长 13.6%。全市年底机动车总量达 193.9 万辆，其中汽车 169.4 万辆，比上年增长 6.6%，私人汽车 147.3 万辆，增长 7.2%。

根据政府公开披露信息，2019-2021 年，嘉兴市一般公共预算收入分别为 565.69 亿元、598.80 亿元和 674.80 亿元，其中税收收入分别为 509.6 亿元、555.20 亿元和 610.26 亿元，在一般公共预算收入中占比分别为 90.08%、92.72%和 90.44%。2019-2021 年，嘉兴市一般公共预算支出分别为 766.89 亿元、712.18 亿元和 793.72 亿元，财政自给率分别为 73.76%、84.08%和 85.02%，财政自给能力较强。

2019-2021 年，嘉兴市政府性基金收入分别为 747.65 亿元、804.67 亿元和 1010.74 亿元，持续增长。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022年3月底，公司注册资本和实收资本均为11.13亿元，嘉通集团为公司控股股东，嘉兴市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是嘉兴市高等级公路的投资建设和运营主体，区域优势明显。

公司是嘉兴市从事高等级公路建设、运营的重要主体。

截至2022年3月底，公司控股路产收费里程为95.60公里。公司控股路产杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍通道北接线以及杭州湾跨海大桥北接线二期是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”以及国家重点公路浙江段中重要的组成部分。公司下属子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司（以下简称“国鸿汽运”）是交通部二级道路旅客运输企业，也是嘉兴市道路客运规模最大的国有骨干企业，区域内行业垄断优势明显。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的工作经验，员工素质基本能够满足公司业务经营需求。

截至本报告出具日，公司高级管理人员 2 人，其中总经理 1 人、副总经理 1 人。

张富标先生，1964 年生，研究生学历；历任嘉兴市环境保护局管理科副科长、科长，嘉兴市环境保护局管理处处长，嘉兴市环境保护局副局长，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；现任嘉通集团董事长，兼任公司董事长。

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

截至 2022 年 3 月底，公司拥有各类职工 2611 人。学历构成方面，本科及以上学历人员 483 人，大专及以下学历人员 2128 人；专业构成方面，人员集中在技术、生产方面，其中技术人员 336 人，生产人员 1546 人，管理人员 123 人，财务人员 53 人，行政服务人员 281 人，其他人员 272 人。

4. 企业信用记录

公司本部信用记录良好。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91330401704403078F），截至 2022 年 7 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的关注或不良类信贷信息。

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

截至 2022 年 7 月 21 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理制度较为健全，基本能够满足日常经营管理需要。

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，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 3 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。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度的要求,制定了一套较为完善的企业内部制度,以制度来规范企业的各项经营管理活动。公司严格执行国家及行业的相关规范的同时,在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。

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,公司以文件形式向嘉兴市国资委进行请示,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,公司对下属子公司管控力较强。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来,受嘉兴市国有企业整合影响,公司收入结构有所变化,营业收入和综合毛利率波动较大。

2019—2021年,公司营业收入波动较大。受嘉兴市实业资产投资集团有限公司(以下简称“嘉实集团”)划入影响,2020年公司新增煤炭贸易和纸制品销售业务,营业收入较2019年大幅增长。2021年,油品销售量上升带动商品销售收入有所增长;疫情逐步得到控制,公司通行费收入恢复性增长明显;部分煤炭贸易业务采用净额法确认收入,受收入确认方式变更影响,煤炭贸易业务收入明显下降。

从毛利率水平看,受新增的煤炭贸易业务毛利率水平低影响,2020年公司综合毛利率下降10.78个百分点至11.20%。2021年,公司综合毛利率较2020年上升5.96个百分点。分板块来看,公路运营业务毛利率较上年小幅下降;道路运输业务受其他交通方式分流、新冠肺炎疫情及公交公益属性影响持续亏损;煤炭贸易业务毛利率水平有所提升;商品销售业务、纸制品销售和其他业务毛利率均有所下滑。

2022年1—3月,公司实现营业收入14.28亿元,相当于2021年全年的20.35%;毛利率为13.28%,较2021年下降3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
通行费	7.04	33.11	57.44	9.04	9.64	65.76	13.92	19.83	60.56	2.68	18.78	37.33
运输	1.34	6.32	-73.63	0.91	0.97	-132.32	0.93	1.32	-156.67	0.15	1.93	-239.84
商品销售	11.34	53.33	11.30	13.13	14.00	12.97	16.09	22.91	11.36	3.25	22.73	10.68
煤炭贸易	--	--	--	54.39	57.99	0.74	18.99	27.05	1.72	2.66	18.60	5.11
纸制品销售	--	--	--	13.16	14.04	21.92	15.03	21.41	17.91	3.87	27.08	13.69
其他	1.54	7.23	21.99	3.16	3.37	24.45	5.25	7.48	4.33	1.68	11.78	14.11
合计	21.26	100.00	21.98	93.79	100.00	11.20	70.21	100.00	17.16	14.28	100.00	13.28

注：其他收入包括临江码头货运吊装等；尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年一季报整理

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，控股路产车流量波动增长，通行费收入持续增长，路产效益较好；参股路产运营情况欠佳。

公司高等级公路建设与运营业务主要由公司本部、嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司运营。路产方面，2020 年 9 月，07 省道停止收费，截至 2022 年 3 月底，公司控股路产收费里程为 95.60 公里。

表5 截至2022年3月底公司已通车控股、参股路产情况（单位：公里）

控股路段名称	里程	通车时间	公路性质	收费权期限	收费批文号
杭州湾跨海大桥北接线一期	24.79	2008.01	经营性	25 年	浙政办函〔2007〕63 号
嘉绍高速北接线	43.26	2013.07	政府还贷	15 年	浙政办函〔2013〕56 号
杭州湾跨海大桥北接线二期	27.55	2020.01	政府还贷	15 年	浙政办函〔2019〕94 号
合计	95.60	--	--	--	--
参股路段名称	里程	通车时间	公路性质	收费权期限	参股比例（%）
杭浦高速	112.53	2008.01	经营性	25 年	16.35
钱江通道北接线一期	1.10	2014.04	经营性	--	15.00

注：上表中仅包含收费路产，07省道于2020年9月停止收费，变更为城市道路，未来不再收费，故未列示
 资料来源：公司提供

控股路产

公司控股高速公路中，杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵、国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。杭州湾跨海大桥北接线二期通车后，成为连通苏通长江大桥与杭州湾跨海大桥高速公路的重要通道，对路网完善具有积极作用，对公司通行费收入的提升产生了积极影响。07省道为一级公路，2020年9月，根据《浙江省交通运输厅、浙江省发展和改革委员会关于做好07省道嘉兴段取消收费有关事项的函》

（浙交函〔2020〕109号），07省道停止收费，对公司通行费收入产生一定影响。

2019—2021年，公司控股路产车流量波动增长，2020年杭州湾跨海大桥北接线二期通车带动公司车流量大幅增长，2021年受07省道停止收费影响公司车流量小幅下降。

整体来看，由于疫情逐步得到控制以及杭州湾跨海大桥北接线二期通车后路网效应的显现，公司2021年通行费收入大幅增长。经营效率方面，2021年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）为987.09万元/公里，较上年有所上升，单公里收

费水平较高，路产效益较好；公司总资产周转率（总资产周转率=通行费收入/平均资产总额×100%）为2.79%。

参股及联营路产

钱江通道北接线一期项目原为公司控股路产，后该项目改由浙江省交通投资集团有限公司（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，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》，钱江通道北接线一期项目由公司控股路

产变为参股路产（公司持有项目公司15%股权）。

公司参股杭浦高速项目，持股比例16.35%。杭浦高速公路全长112.53公里，为国家高速公路路网南通至嘉兴的重要组成部分。2008年通车以来杭浦高速尚处于亏损状态，公司未取得相关投资收益。

嘉绍跨江大桥是公司浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司联营的路产，公司持股比例为45%，2021年公司取得的投资收益为1.95亿元。

表6 公司控股、参股公路通行费收入及日均车流量情况（单位：万元、辆/日）

项目	路产名称	通行费			
		2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	14358.42	18058.19	26961.38	5177.10
	杭州湾跨海大桥北接线二期	--	30036.88	44202.25	3341.27
	嘉绍通道北接线	54635.99	41633.32	68032.12	12851.39
	07省道	1420.71	640.64	--	--
小计		70415.12	90369.03	139195.75	26823.73
参股	杭浦高速	68257.44	55031.23	84858.03	15232.42
	钱江通道北接线一期	--	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	71565.14	58842.03	85009.87	16235.00
小计		139822.58	113873.26	169867.90	31467.42
项目	路产名称	断面车流量			
		2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
控股	杭州湾跨海大桥北接线一期	41041.00	89293.00	80254.00	80685.00
	杭州湾跨海大桥北接线二期	--	112568.00	104145.00	114632.00
	嘉绍通道北接线	76249.00	105450.00	99522.00	93882.00
	07省道	10732.00	7076.28	--	--
小计		128022.00	314387.28	283921.00	289199.00
参股	杭浦高速	38566.00	58005.00	56533.00	53734.00
	钱江通道北接线一期	--	--	--	--
联营	嘉绍跨江大桥	42554.00	48667.00	51722.00	41632.00
小计		81120.00	106672.00	108255.00	95366.00

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

收费标准

2020年1月1日，按照交通运输部总体部署，联网收费新系统正式运行，全国高速公路从既有收费模式统一切换为分段式计（收）费模式，同时新费率生效。收费制式由以人工收费为主、ETC收费为辅的封闭式收费，变为以ETC收费为主、人工收费为辅的开放式收费。浙江省调整

高速公路车型分类、普通收费公路货车和专项作业车车型分类，同步调整高速公路货车通行费定价机制和计费方式统一按车（轴）型收费，并按交通运输部等国家部委关于“确保在相同交通流量条件下不增加货车通行费总体负担确保每一类收费车型在标准装载状态下的应交通行费额均不大于原计重收费的应交通行费额”

的规定同步调整收费标准。其中，客车车辆通行费=车次费+车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费，货车、专项作业车车

辆通行费=车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。新的收费标准如下。

表7 浙江省高速公路客车车型分类及收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率（元/车公里）	车次费（元/车次）
1类客车	≤9座（车长小于6米）	0.40	5
2类客车	10—19座（车长小于6米）	0.40	5
	乘用车列车		
3类客车	≤39座（车长不小于6米）	0.80	10
4类客车	≥40座（车长不小于6米）	1.20	15

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

表8 浙江省高速公路货车和专项作业车车型分类及收费标准

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

注：总轴数包含悬浮轴
资料来源：公司提供

公路养护

2021年，公司公路养护成本6802.16万元，其中日常维护成本3458.91万元，专项维护成本3343.25万元，主要为路基路面专项维修成本。2022年1—3月，公司养护成本为974.73万元。

截至2022年3月底，公司无在建或拟建高速公路项目。

（2）运输业务

新冠肺炎疫情对公司运输业务造成较大冲击，2019—2021年，公司运输业务收入波动下降，亏损程度进一步加重，业务亏损仍依赖财政补贴弥补。

公司运输业务主要由国鸿汽运负责。公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通。其中，长途客运业务收入占比在90%以上。公司长途客运包括自营和承包两种模式，自营模式由国鸿汽运直接经营长途客运的线路，承包模

式是指公司将长途客运的线路承包给第三方并收取固定的管理费用；自营模式主要以线路效益好、线路相对较短、易于管理的线路为主，承包模式主要以线路效益较差、线路长、不易于管理的线路为主。自营模式收入占长途客运收入的80%以上。

国鸿汽运为嘉兴市最大的客运公司，2022年3月底，公司长途客运共有108条班线，其中跨省级班线13条、跨地市班线7条、跨县班线14条，城乡公交班线74条；公司拥有营运车辆958辆，其中客运班线车26辆，公交车351辆，商务旅游车150辆，出租车169辆，驾驶培训教练车262辆。

2019—2021年，新冠肺炎疫情对公司运输业务造成较大冲击，公司运输业务收入波动下降，亏损程度进一步加重，业务亏损依赖财政补贴弥补。国鸿汽运于2010年按照嘉兴市政府要求收购私营城乡公交，由于城乡公交收费与市内公交标准一致，收费低，成本高，公司运输业务出现政策性亏损。鉴于客运业务的公益特性，嘉兴市政府对于国鸿汽运收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补。

表9 公司客运业务情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年3月
客运量（万人次）	2472.89	1380.59	1503.82	282.38
行驶里程（万公里）	4807.40	3296.29	3514.79	741.71
客运收入（亿元）	1.34	0.91	0.93	0.15

财政补贴(亿元)	0.90	0.99	1.37	0.21
----------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

(3) 商品销售业务

公司商品销售业务收入主要来自于公司拥有加油(气)站产生的相关收入。2019-2021年,公司商品销售收入规模逐年增长,毛利率水平小幅波动。

公司商品销售业务收入主要为子公司浙江卓越交通科技发展有限公司(以下简称“卓越公司”)、嘉兴市交通石油有限公司(以下简称“交通石油公司”)以及嘉兴交投石油有限公司(以下简称“交投石油公司”)下属加油站产生的相关收入。卓越公司拥有下属4家加油(气)分公司,截至2022年3月底,卓越公司拥有高速公路加油站12座、市区加油站5座,LNG加气站3座,充电站42座,主要从事汽油、柴油、润滑油等产品的零售业务。交通石油公司主要经营杭州湾北接线、杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共8座加油站。交投石油公司主要经营嘉绍高速公路2座加油站及杭州湾北接线二期2座加油站。采购方面,公司主要向中国石油天然气集团有限公司(以下简称“中石油”)、中国石油化工集团有限公司(以下简称“中石化”)及其分公司等进行采购。销售方面,销售对象主要为高速公路过往车辆、站场内客运车辆、道路过往社会车辆等,结算方式基本为现金结算。

2019-2021年,受成品油市场价格上升及销量增加影响,公司商品销售收入逐年增长,毛利率小幅波动。2022年1-3月,公司实现商品销售收入3.25亿元。

(4) 煤炭贸易业务

公司煤炭贸易业务收入规模较大,但利润空间较小,采购及销售前五大客户集中度高。

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

业务模式方面,民丰集团的煤炭贸易业务主要采用以销定产模式,民丰集团先寻找下游

客户,根据客户的需求向上游供应商询价,按照供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议,实际贸易过程中资金占用时间不超过3个月。民丰集团煤炭供应商主要包括江苏玉龙钢管股份有限公司、山东玉龙黄金股份有限公司及济高国际投资发展有限公司等,2021年,公司煤炭供应商前五大客户采购额54.83亿元,占2021年采购总额的79.64%。煤炭主要销往嘉兴及周边地区,客户主要为热电、化纤及印染企业等,2021年前五大客户销售额62.46亿元,占2021年销售总额的86.41%,集中度高。

(5) 纸制品销售业务

公司生产的卷烟纸市场占有率较高,纸制品业务产能利用率较高,收入较为稳定,2021年毛利率有所下降。

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

造纸行业的主要原料为木浆,民丰特纸主要从国外采购木浆,主要供应商有AP Enterprise小叶浆厂、上海汇鸿浆纸有限公司及Elof Hansson AB Pulp 等公司,2021年前五大供应商采购额5.49亿元,占采购总额的59.25%,集中度较高。民丰特纸主要采取“以销定产”的生产方式,并根据市场及订单情况适当备货。民丰特纸销售结算方式主要是赊销以及少量的现结,根据纸品等不同账期在30~100天不等,平均账期为80天左右。2021年,前五大客户销售额3.29亿元,占销售总额的21.92%。

产能方面,目前除两年一次生产线大检修需要停产之外,基本均处于运转状态。民丰特纸主要纸制品产能基本保持稳定,2021年,产量和销量均有所增长,产能利用率和产销率均较上

年有所提升，带动纸制品销售收入小幅增长。幅下降。
2021年，受疫情影响成本增长，纸制品毛利率小

表 10 公司主要纸制品产销情况（单位：吨、%、万元/吨）

日期	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	平均售价
2020 年	卷烟纸	28000.00	26858.00	95.92	26650.00	99.23	1.60
	工业配套用纸	109400.00	108967.00	99.60	104676.00	96.06	0.70
	描图纸	2800.00	2898.00	103.50	3510.00	121.12	1.80
2021 年	卷烟纸	28100.00	28165.00	100.23	28612.00	101.59	1.50
	工业配套用纸	104400.00	118216.00	113.23	117618.00	99.49	0.80
	描图纸	3000.00	3145.00	104.83	3893.00	123.78	1.82
2022 年 1-3 月	卷烟纸	28000.00	6449.00	92.13	8545	132.50	1.55
	工业配套用纸	98000.00	30467.00	124.36	29943	98.28	0.82
	描图纸	8000.00	1311.00	65.55	892	68.04	1.72

资料来源：公司提供

（6）其他业务

公司其他业务包括高速公路广告牌租赁、驾校培训、旅游服务、绿化工程及服务区运营等。

公司目前主要在建项目为南湖国际广场项目，项目总投资额为 31.00 亿元，资本金为 10.14 亿元。截至 2022 年 3 月底，已投资 3.66 亿元，未来三年计划投资 32.98 亿元；目前规划在项目建成后以市场化方式运营，由公司负责各场馆招商、招租。此外，公司拟开发温泉小镇项目，近期与中国金茂（集团）有限公司就合作开发达成初步意向。项目初步计划投资额 150 亿元左右，温泉小镇规划面积为 7.18 平方公里，其中核心区 4.06 平方公里（为原运河农场），其中规划建设用地 3500 亩，可开发项目用地为 2500 多亩，3.12 平方公里为新塍镇大通村和万民村区域，目前尚未正式启动，仍在前期规划阶段。

3. 未来发展

未来，公司将继续以高速公路等交通基础设施投资经营为主业，做实交通运输业，发展交通地产业，拓展高速衍生产业。同时，公司将继续进一步优化整合石油板块业务及发展新能源，推进子公司卓越公司上市；在稳定原有业务的基础上，做好做精新拓展服务区业务。此外，公司将继续推进温泉小镇项目，计划打造集健康养生、温泉旅游、休闲度假、田园宜居为一体的

长三角温泉健康养生小镇。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年一季度财务报表未经审计。

2020 年，公司合并范围内新增嘉实集团，同时设立卓越公司；2021 年公司合并范围一级子公司无变化；截至 2022 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 8 家，较上年底无变化。整体来看，嘉实集团的划入对公司合并财务报表部分数据可比性有较大影响。

2. 资产质量

公司资产结构相对均衡；资产构成以往来款、收费公路及股权投资为主，往来款对公司资金形成明显占用，部分路产收费权进行了质押，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2019—2021 年底，公司资产规模波动增长，年均复合增长 8.68%。2021 年底，公司资产较上年底小幅下降，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期和嘉绍通道北接线两条政府还贷公路开始计提折旧所致。公司资产结构相对均衡。

表 11 公司资产主要构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	208.55	49.78	242.24	48.36	247.67	50.06	251.35	50.25
货币资金	30.38	7.25	51.87	10.35	54.78	11.07	53.66	10.73
其他应收款 (合计)	101.52	24.23	105.74	21.11	107.38	21.70	113.20	22.63
存货	75.36	17.99	67.77	13.53	66.84	13.51	66.24	13.24
非流动资产	210.35	50.22	258.70	51.64	247.12	49.94	248.86	49.75
可供出售金融资产	36.25	8.65	48.35	9.65	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	38.39	7.76	37.82	7.56
长期股权投资	23.24	5.55	34.02	6.79	33.90	6.85	34.13	6.82
固定资产	82.83	19.77	144.27	28.80	119.09	24.07	118.77	23.74
在建工程	48.20	11.51	1.38	0.28	5.65	1.14	7.24	1.45
资产总额	418.90	100.00	500.94	100.00	494.80	100.00	500.21	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年一季度整理

流动资产

2019—2021年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长34.28%。2021年底，公司货币资金主要为银行存款（占91.17%）。货币资金中有3.31亿元受限资金，受限比例为6.04%，为承兑汇票或保函保证金。

2019—2021年底，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长2.85%。2021年底，公司其他应收款（合计）较上年底变化不大，主要为公司与关联方的往来款。公司其他应收款主要按信用风险特征组合计提坏账准备，公司计提坏账准备0.11亿元。公司其他应收款前五名欠款金额合计占92.55%，集中度高，应收对象主要为控股股东及其他政府下属企业，回收风险较小，但应收金额较大，对公司资金形成较大占用。

表 12 截至 2021 年底公司其他应收款前五名情况

往来单位	金额 (亿元)	占比 (%)	款项性质
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	81.07	74.70	往来款
浙江杭浦高速公路有限公司	10.36	9.54	往来款
嘉化搬迁项目	4.05	3.73	往来款
嘉兴交通建设开发有限责任公司	3.53	3.25	往来款
嘉丝联收购项目	1.45	1.33	往来款
合计	100.46	92.55	-

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021年底，公司存货持续下降，年均复合下降5.83%。主要系土地被收回所致。根据嘉兴市国资委于2020年12月下发的《关于同意嘉通集团收回土地投资的批复》，将嘉通集团向公司投资的三宗土地收回并交由嘉兴市自然资源和规划局处置。被处置的三宗土地面积共计19.24万平方米，账面价值13.83亿元。2021年底，公司存货主要由储备土地（61.29亿元）、库存商品（2.04亿元）和开发产品（1.34亿元）构成。储备土地中，账面价值52.28亿元为农用地及非耕地，9.01亿元为商业用地，均由股东及政府投入获得。存货中库存商品累计计提跌价准备0.19亿元。

非流动资产

2020年底，公司可供出售金融资产较上年底增长33.37%，主要系嘉实集团纳入合并范围所致。2021年底，由于执行新会计准则，可供出售金融资产调至其他权益工具投资，公司其他权益工具投资主要为对沪杭铁路客运专线股份有限公司（以下简称“沪杭铁路”，账面价值20.01亿元）、浙江省海港投资运营集团有限公司（账面价值8.26亿元）、浙江杭浦高速公路有限公司（账面价值5.31亿元）、嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（账面价值1.29亿元）、中国银行证券股份有限公司（以下简称“银河证券”，账面价值1.29亿元）及财通证券股份有限公司（账面价值2.22亿元）等公司的投资。

2019—2021 年底，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 20.78%。2020 年底，公司长期股权投资较上年底增长 46.38%，主要系嘉实集团划入所致。2021 年底，公司长期股权投资较上年底变化不大，主要由对嘉兴市快速路建设发展有限公司（11.55 亿元）、浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（15.45 亿元）等投资构成。2021 年，公司权益法核算下确认的长期股权投资确认投资损益 2.72 亿元。

2019—2021 年底，公司固定资产波动增长，年均复合增长 19.91%。2020 年底，公司固定资产较上年底增长 74.17%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期由在建工程转入固定资产所致。2021 年底，公司固定资产较上年底下降 17.45%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期和嘉绍通道北接线两条政府还贷公路开始计提折旧所致。固定资产主要由道路资产、房屋及建筑物、运输设备等构成，累计计提折旧 53.75 亿元；固定资产成新率 72.86%，成新率尚可。

2019—2021 年底，公司在建工程波动下降，年均复合下降 65.77%。2021 年底，公司在建工程较上年底增长 309.51%，主要系项目持续投入所致。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产 10.73 亿元，受限资产占总资产比重为 2.15%；其中受限货币资金 9.49 亿元，主要为承兑保证金；受限房屋及建筑物 1.24 亿元，用于抵押借款；受

限长期股权投资 5.11 亿元，为质押的股权。公司将部分路产收费权进行了质押，截至 2022 年 3 月底，公司用于质押的收费权所属路产的账面价值为 63.72 亿元，占资产总额比重为 12.74%。

3. 资本结构

所有者权益

近年来，公司所有者权益有所波动，少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

2019—2021 年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 1.07%。2021 年底，公司所有者权益 235.22 亿元，较上年底下降 4.27%，主要系资本公积减少所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 4.73%、48.13%、9.86%和 35.90%。

2019—2021 年底，公司实收资本均为 11.13 亿元；2020 年底，公司资本公积 113.18 亿元，较上年底下降 12.84%，主要系公司三宗土地被股东嘉通集团收回所致；2021 年底，资本公积 113.22 亿元，较上年底变化不大。

2022 年 3 月底，公司所有者权益 234.56 亿元，规模及构成较上年底变化不大。

负债

公司债务规模持续增长，整体债务负担一般。但债券融资占比较高，且存在一定短期偿付压力。

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 17.31%。2021 年底，公司负债结构相对均衡。

表 13 公司负债主要构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	42.62	22.60	105.31	41.26	117.21	45.15	118.76	44.71
短期借款	0.00	0.00	26.82	10.51	22.27	8.58	27.55	10.37
其他应付款（合计）	7.95	4.22	14.27	5.59	13.24	5.10	9.27	3.49
一年内到期的非流动负债	32.20	17.07	36.17	14.17	53.62	20.66	53.52	20.15
非流动负债	146.00	77.40	149.92	58.74	142.37	54.85	146.89	55.29
长期借款	48.51	25.72	48.57	19.03	46.72	18.00	46.59	17.54
应付债券	94.20	49.94	82.00	32.13	70.70	27.24	70.70	26.61
长期应付款（合	1.29	0.69	16.36	6.41	21.34	8.22	26.01	9.79

计)								
负债总额	188.63	100.00	255.23	100.00	259.58	100.00	265.65	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2022年一季度整理

2021 年底，公司短期借款较上年底下降 16.96%，主要由保证借款 13.79 亿元、信用借款 6.12 亿元、抵押借款 0.66 亿元和质押借款 1.70 亿元构成。

2019—2021 年底，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 29.04%。2020 年底，公司其他应付款（合计）较 2019 年底增长 79.39%，主要系重组合并嘉实集团所致；2021 年，公司其他应付款（合计）较上年底减少 7.17%，主要系往来款减少所致。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 29.05%。2021 年底，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 0.55 亿元、一年内到期的应付债券 53.00 亿元和一年内到期的租赁负债 0.07 亿元。

2019—2021 年底，公司长期借款波动下降，年均复合下降 1.86%。2021 年底，公司长期借款主要由质押借款 13.54 亿元、信用借款 0.23 亿元和质押保证借款 33.00 亿元构成，利率区间为 4.20%~4.90%。

2019—2021 年底，公司应付债券持续下降，年均复合下降 13.37%。2021 年底，公司应付债券较上年底下降 13.78%，主要系部分债券到期兑付本金及部分债券重分类所致。

2019—2021 年底，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长 305.99%，主要系新增国投公司借款所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额及负债结构较上年底变化不大。

表 14 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	32.20	80.89	96.36	102.97
长期债务	143.94	146.79	137.51	142.39
全部债务	176.14	227.68	233.87	245.37
资产负债率	45.03	50.95	52.46	53.11
全部债务资本化比率	43.34	48.10	49.86	51.13

长期债务资本化比率	38.46	37.40	36.89	37.77
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2022年一季度整理

有息债务方面，2019—2021 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 15.23%。2021 年底，公司全部债务较上年底小幅增长，短期债务快速增长，长期债务占比较高。截至 2021 年底，公司债券融资余额为 133.70 亿元，占全部债务的 57.17%。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 4.92%。

从债务指标来看，2019—2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续上升，长期债务资本化比率有所波动。公司债务负担一般。

公司 2022 年 4—12 月、2023 年、2024 年及 2025 年分别需要偿还有息债务 79.95 亿元、25.10 亿元、55.49 亿元和 36.79 亿元，面临一定的短期偿付压力。

4. 盈利能力

受合并范围变化影响，2019—2021 年，公司营业收入波动较大，利润总额对政府补贴及投资收益依赖性较强。

2019—2021 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 81.71%，主要系受到合并范围变化的影响；同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 87.23%。2019—2021 年，公司营业利润率波动下降。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	21.26	93.79	70.21	14.28
营业成本	16.59	83.28	58.16	12.39
费用总额	6.21	10.91	10.07	3.18
其他收益	0.90	1.15	1.43	0.22
投资收益	3.11	6.55	3.96	0.51
营业外收入	3.69	3.85	2.81	0.73
利润总额	6.03	9.98	9.73	0.13
营业利润率(%)	21.57	10.87	16.66	12.86

总资产收益率(%)	2.74	3.57	3.54	--
净资产收益率(%)	2.57	3.83	4.00	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2022年一季度整理

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额波动增长；期间费用率分别为 29.21%、11.63% 和 14.34%。公司费用规模较大，对整体利润有一定的侵蚀。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 12.89%，主要来自于长期股权投资收益。公司将收到政府各项补贴分别计入“其他收益”和“营业外收入”中。整体看，公司利润总额对政府补贴和投资收益依赖性较强。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率波动增长，净资产收益率持续增长。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.28 亿元，占 2021 年全年收入的 20.34%；实现利润总额 0.13 亿元。

5. 现金流

2019—2021 年，由于合并范围变化，公司经营活动现金流入及流出量均大幅增长，经营获现能力强；投资活动现金持续呈净流出；公司短期债务到期规模较大，对外部融资依赖较强。

从经营活动来看，由于嘉实集团 2020 年纳入合并范围，公司新增贸易业务、纸制品业务等，2019—2021 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 77.23%；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 149.11%；公司经营活动现金净额持续下降，年均复合下降 17.65%。同期，公司现金收入比波动增长，2021 年公司现金收入比大幅增长，主要系受到煤炭贸易业务采用净额法确认收入的影响，相关收入确认规模下降所致，整体来看，公司收入实现质量好。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	47.30	125.10	148.57	26.87
经营活动现金流出量	21.07	105.56	130.78	32.02
经营活动现金净流量	26.23	19.54	17.79	-5.15

投资活动现金流入量	7.31	5.94	3.43	0.02
投资活动现金流出量	15.57	15.54	14.69	3.81
投资活动现金净流量	-8.26	-9.60	-11.26	-3.79
筹资活动现金流入量	76.60	104.13	86.44	24.04
筹资活动现金流出量	77.42	98.97	91.31	16.03
筹资活动现金净流量	-0.82	5.16	-4.87	8.01
现金收入比(%)	109.26	108.64	177.10	176.06

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2022年一季度整理

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入持续下降，年均复合下降 31.51%，投资活动流入主要来自于沪杭铁路及银河证券等投资的分红；投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 2.85%，主要为公司对联营企业的投资以及对杭州湾跨海大桥北接线二期和南湖国际广场等项目的投入。2019—2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 6.23%；筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 8.60%，主要系偿还债务本息支出。公司短期到期债务规模较大，对外部融资依赖较强。

2022 年 1—3 月，公司经营净现金流、投资活动净现金流及筹资活动净现金流分别为-5.15 亿元、-3.79 亿元和 8.01 亿元。

6. 偿债指标

公司面临一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标表现较强；融资渠道畅通。

2019—2021 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比持续下降；截至 2022 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.53 倍，存在一定的短期偿债压力。

表 17 公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月底
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	489.29	230.02	211.31	211.64
速动比率(%)	312.47	165.67	154.29	155.87
现金短期债务比(倍)	0.94	0.66	0.58	0.53
长期偿债能力指标				
EBITDA(亿元)	13.96	21.33	23.91	--

全部债务/EBITDA(倍)	12.61	10.67	9.78	--
EBITDA/利息支出(倍)	2.22	2.84	3.32	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年一季报整理

2019—2021年，公司EBITDA持续增长，EBITDA/利息支出持续增长，全部债务/EBITDA持续下降，长期偿债能力指标表现较强。

截至2022年3月底，公司合并范围共获得银行授信额度180.32亿元，未使用余额70.02亿元，融资渠道畅通。

截至2022年3月底，公司对外担保余额16.93亿元，担保比率为7.22%，对外担保对象主要为嘉兴市南湖投资开发建设集团有限公司，为国有企业，或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

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

2021 年底，母公司资产总额 255.48 亿元，较上年底增长 2.48%，较上年底变化不大。其中，流动资产占比 63.28%，非流动资产占比 36.72%。

2021 年底，母公司负债总额 137.38 亿元，较上年底增长 5.34%。其中，流动负债占比 48.54%，非流动负债占比 51.46%。同期末，母公司全部债务 134.01 亿元。其中，短期债务占 47.24%、长期债务占 52.76%；母公司全部债务资本化比率 53.16%，母公司债务负担适中。2021 年底，母公司现金短期债务比为 0.52 倍。

2021 年底，母公司所有者权益为 118.10 亿元，较上年底下降 0.66%，在所有者权益中，实收资本为占 9.42%、资本公积占 88.48%、盈余公积占 1.23%。

2021 年，母公司营业收入为 0.04 亿元，利润总额为-0.64 亿元。同期，母公司投资收益为 0.20 亿元。

2022 年 3 月底，母公司资产总额 260.55 亿元，所有者权益为 117.50 亿元，负债总额 143.05 亿元；母公司资产负债率 54.90%；全部债务 135.71 亿元，全部债务资本化比率 53.60%，现

金短期债务比为 0.38 倍。2022 年 1—3 月，母公司无营业收入。

八、外部支持

公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

资金注入方面，根据《浙江省财政厅、浙江省交通运输厅关于下达2019年车辆购置税收入补助地方资金（第一批）的通知》（浙财建〔2019〕75号），子公司杭州湾大桥投资开发公司2019年和2020年分别收到车购税9.60亿元和3.06亿元，公司按持股比例合计增加资本公积6.11亿元。

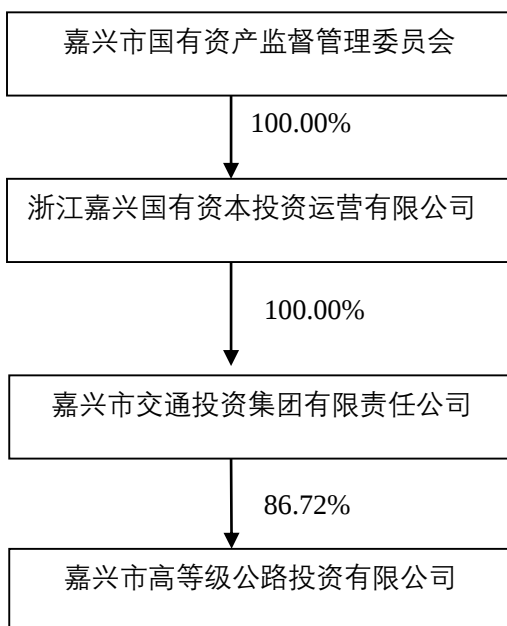
资产划转方面，2020 年，根据《关于嘉实集团股权划转的通知》（嘉国资〔2020〕146 号），嘉兴市国资委将嘉实集团 100%股权以 2020 年 11 月 30 日为基准日划转至公司（截至 2020 年 11 月 30 日，嘉实集团资产总额 84.75 亿元，负债总额 64.37 亿元，所有者权益 20.38 亿元，其中少数股东权益 10.89 亿元）；同年，根据嘉企改办〔2020〕10 号文，嘉兴市深化国有企业改革工作联席会议办公室将嘉兴市恒泰特种设备检测有限公司 100%股权划入公司，增加资本公积 0.07 亿元；同年，根据嘉企改办〔2020〕15 号文，嘉兴市深化国有企业改革工作联席会议办公室将嘉兴市方圆检测技术有限公司 100%股权划入公司，增加资本公积 0.03 亿元。

财政补贴方面，2019—2021年，公司收到政府各项补贴分别为4.56亿元、4.98亿元和4.17亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

九、结论

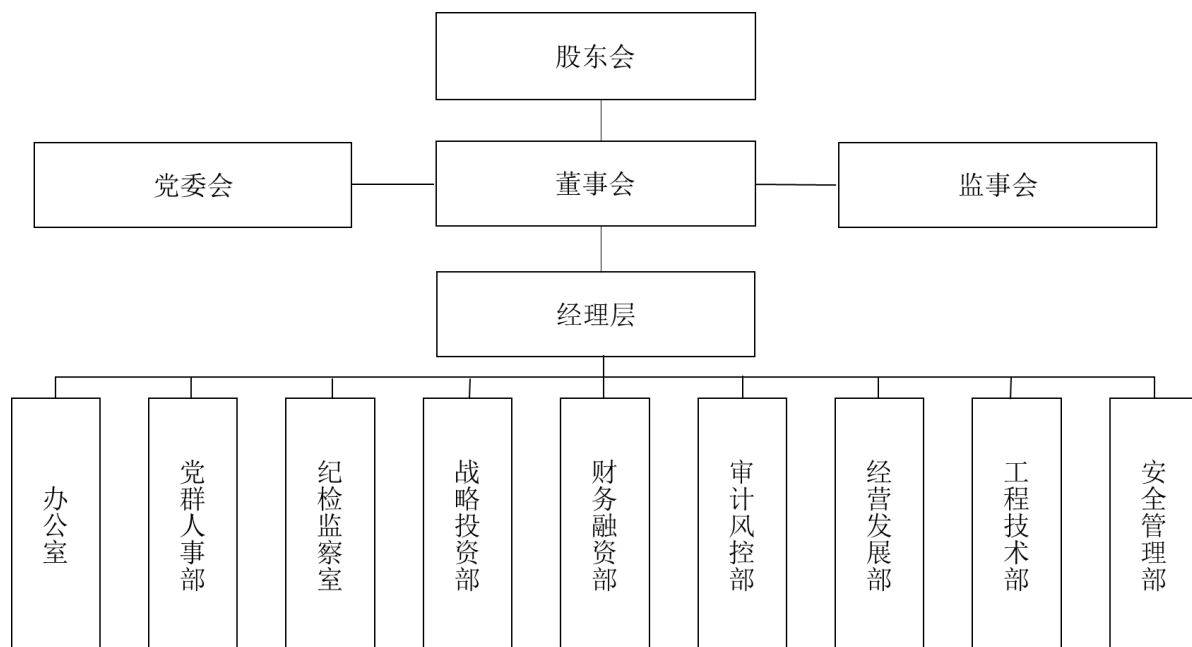
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司	公路运输	48.21	设立
2	嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司	公路运输	51.00	设立
3	嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司	基础设施建设	73.05	同一控制下合并
4	嘉兴市温泉投资发展有限公司	基础设施建设	100.00	同一控制下合并
5	嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司	客运管理	25.00	划拨
6	嘉兴市国鸿汽车运输有限公司	汽车运输	100.00	划拨
7	浙江卓越交通科技发展有限公司	科学研究和技术服务	100.00	同一控制下合并
8	嘉兴市实业资产投资集团有限公司	租赁和商务服务	100.00	划拨

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.38	53.34	55.49	54.51
资产总额（亿元）	418.90	500.94	494.80	500.21
所有者权益（亿元）	230.28	245.70	235.22	234.56
短期债务（亿元）	32.20	80.89	96.36	102.97
长期债务（亿元）	143.94	146.79	137.51	142.39
全部债务（亿元）	176.14	227.68	233.87	245.37
营业收入（亿元）	21.26	93.79	70.21	14.28
利润总额（亿元）	6.03	9.98	9.73	0.13
EBITDA（亿元）	13.96	21.33	23.91	--
经营性净现金流（亿元）	26.23	19.54	17.79	-5.15
财务指标				
现金收入比（%）	109.26	108.64	177.10	176.06
营业利润率（%）	21.57	10.87	16.66	12.86
总资本收益率（%）	2.74	3.57	3.54	--
净资产收益率（%）	2.57	3.83	4.00	--
长期债务资本化比率（%）	38.46	37.40	36.89	37.77
全部债务资本化比率（%）	43.34	48.10	49.86	51.13
资产负债率（%）	45.03	50.95	52.46	53.11
流动比率（%）	489.29	230.02	211.31	211.64
速动比率（%）	312.47	165.67	154.29	155.87
经营现金流动负债比（%）	61.53	18.55	15.17	--
现金短期债务比（倍）	0.94	0.66	0.58	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.22	2.84	3.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.61	10.67	9.78	--

注：公司2022年一季度财务报表未经审计；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算，长期应付款中有息债务已调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2022年一季度整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.70	22.04	33.00	24.82
资产总额（亿元）	253.45	249.29	255.48	260.55
所有者权益（亿元）	123.50	118.88	118.10	117.50
短期债务（亿元）	32.20	45.20	63.31	65.01
长期债务（亿元）	94.20	82.00	70.70	70.70
全部债务（亿元）	126.40	127.20	134.01	135.71
营业收入（亿元）	0.16	0.11	0.04	0.00
利润总额（亿元）	-0.59	-0.13	-0.64	-0.60
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	13.02	11.10	15.81	-7.37
财务指标				
现金收入比（%）	117.69	114.09	55.86	*
营业利润率（%）	-388.74	-483.65	18.76	*
总资本收益率（%）	-0.24	-0.05	-0.25	--
净资产收益率（%）	-0.48	-0.11	-0.54	--
长期债务资本化比率（%）	43.27	40.82	37.45	37.57
全部债务资本化比率（%）	50.58	51.69	53.16	53.60
资产负债率（%）	51.27	52.31	53.77	54.90
流动比率（%）	504.73	333.42	242.42	228.79
速动比率（%）	294.60	206.83	150.51	144.08
经营现金流动负债比（%）	36.41	22.94	23.71	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.49	0.52	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2022 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；因缺少数据，母公司 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示；部分数据分母为 0，无意义，用“*”标示；其他流动负债中有息债务已调整至短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年一季度整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 嘉兴市高等级公路投资有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。