# 信 用 等 级 通 知 书

联合评字[2015]635 号

**浙江省交通投资集团有限公司：**

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行的 2015 年公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司 2015 年度企业主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；贵公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA。

特此通知

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

# 信 用 等 级 公 告

联合[2015]635 号

浙江省交通投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江省交通投资集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**浙江省交通投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**浙江省交通投资集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

# 浙江省交通投资集团有限公司
# 2015 年公司债券信用评级分析报告

**本次公司债券信用等级：** AAA
**公司主体信用等级：** AAA
**评级展望：** 稳定
**本次发行规模：** 不超过 45 亿元
**债券期限：** 不超过 10 年（含）
**还本付息方式：** 每年计息，到期一次还本
**评级时间：** 2015 年 10 月 30 日

**主要财务数据：**

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 6 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额(亿元) | 1,417.64 | 1,504.01 | 1,700.34 | 2,074.98 |
| 所有者权益(亿元) | 399.03 | 439.51 | 453.95 | 463.48 |
| 长期债务(亿元) | 666.88 | 712.42 | 646.86 | 721.99 |
| 全部债务(亿元) | 794.32 | 833.50 | 919.20 | 1,063.76 |
| 营业收入(亿元) | 239.31 | 281.11 | 329.52 | 167.36 |
| 净利润(亿元) | 3.01 | 15.32 | 23.65 | 15.93 |
| EBITDA(亿元) | 96.92 | 116.50 | 127.40 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 51.34 | 51.50 | 181.09 | 238.37 |
| 营业利润率(%) | 28.54 | 25.04 | 24.81 | 27.49 |
| 净资产收益率(%) | 0.75 | 3.65 | 5.29 | 3.47 |
| 资产负债率(%) | 71.85 | 70.78 | 73.30 | 77.66 |
| 全部债务资本化比率(%) | 66.56 | 65.47 | 66.94 | 69.65 |
| 流动比率 | 0.86 | 1.00 | 0.90 | 0.98 |
| EBITDA 全部债务比 | 0.12 | 0.14 | 0.14 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.19 | 2.53 | 2.75 | -- |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 2.17 | 2.59 | 2.83 | -- |

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年上半年财务数据未经审计，相关指标未经年化。④本报告已将卖出回购金融资产款、拆入资金、其他流动负债中应付短期融资券和信用证贴现借款计入短期债务中；将长期应付款中应付融资租赁款和股权转让款计入长期债务中。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为浙江省最大的国有独资高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中占据主导地位，区域垄断经营优势明显；公司经营路段地理位置优越，路产质量优良，经营获现能力强；公司资产实力雄厚，现金类资产充裕。同时联合评级也关注到公司货物运输及衍生业务亏损、财务费用对利润的侵蚀较大以及债务负担较重等对公司信用水平带来的负面影响。

公司高速公路业务经营成熟稳健，所运营的高速公路为国家高速公路网主干线和地方骨架高速公路网组成部分。未来随着高速公路业务规模扩大，以及其他业务的发展，公司收入规模及盈利能力有望提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. 公司位于我国经济大省浙江省，地处东部沿海发达地区，凭借发达的腹地经济、明显的区域优势和良好的路网效应，高速公路行业发展前景良好，公司具有明显的区位优势。

2. 公司作为浙江省最大的国有独资高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中占据主导地位，政府支持力度较大，公司主业具有明显的区域垄断经营优势。

3. 公司经营路段地理位置优越，是浙江省高速公路骨架网中重要的主干线，路产质量优良，具有很强的收费能力及盈利能力，经营

获现能力强。

4. 近年来，公司资产及权益规模快速增长，现金类资产充裕，整体资产质量较高。

5. 子公司浙商证券股份有限公司在证券市场位于中上游行列，竞争力较强，业务规模扩张较快。

**关注**

1. 受宏观经济和行业影响，近年来公司货物运输及衍生业务一直呈亏损状态，且该业务毛利率波动较大，公司盈利稳定性受到一定影响。

2. 公司财务费用较高，对利润侵蚀明显，费用控制能力有待提升。

3. 公司负债率水平较高，且未来投资规模较大，存在一定的偿债压力。

**分析师**

周 馗

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

**传真**：010-85171273

**地址**：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江省交通投资集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江省交通投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江省交通投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江省交通投资集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代浙江省交通投资集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

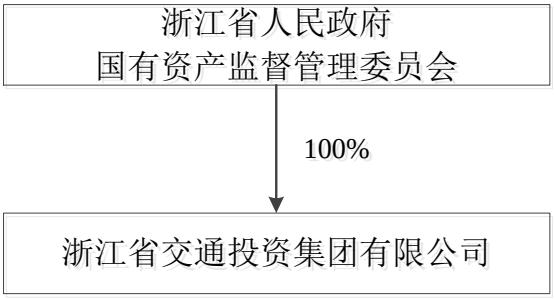
分析师：

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）是根据中共浙江省委浙委[2000]26号文及浙江省人民政府浙政发[2001]42号文，在原浙江省高等级公路投资有限公司（以下简称“省高投公司”）的基础上，吸收浙江省交通厅下属其他企业设立的国有独资有限公司。公司于2001年12月29日在浙江省工商行政管理局注册。截至2015年6月份，公司注册资本为50亿元，浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）代表省政府行使出资人的职能，持有公司100%股权，为公司实际控制人。

图1　截至2015年6月底公司股权结构图




资料来源：公司提供

公司经营范围：交通基础设施投资、经营、维护及收费，交通工程物资经营，交通运输及物流服务，实业投资，培训服务，交通工程的施工，高速公路的养护、管理，仓储服务（不含危险品），旅游项目的投资开发，车辆清洗，车辆救援服务，建筑材料、花木、文化用品的销售，经济信息咨询服务；以下限分支机构凭许可证经营：汽车修理，住宿，卷烟、雪茄烟、音像制品、书刊的零售，定型包装食品的销售，中式餐供应。

截至2015年6月末，公司主要业务板块包括高速公路投资建设、工程施工、货物运输及衍生、房地产开发等；公司设董事会秘书处、办公室、党委工作部、组织部、人力资源部、财务管理部、战略发展与法律事务部、高速公路投资建设部、高速公路运营管理部、产业投资管理部、安全监督管理部、纪检监察审计部和技术信息中心共计13个职能部门（见附件1）；公司纳入合并范围的二级子公司共23家。

截至2014年末，公司合并资产总额1,700.34亿元，负债合计1,246.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计453.95亿元。2014年公司合并口径实现营业收入329.52亿元，净利润23.65亿元；经营活动现金流量净额181.09亿元，现金及现金等价物净增加额58.20亿元。

截至2015年6月末，公司合并资产总额2,074.98亿元，负债合计1,611.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计463.48亿元。2015年1~6月，公司合并口径实现营业收入167.36亿元，净利润15.93亿元；经营活动现金流量净额238.37亿元，现金及现金等价物净增加额287.44亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市文晖路303号；公司法定代表人：高兴夫。

## 二、本次公司债券概况

1．本次债券概况

本次债券名称为“浙江省交通投资集团有限公司 2015 年公司债券”。本次债券发行总规模不超过人民币 45 亿元，拟分期发行，首期不超过 40 亿元。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券的期限为不超过 10 年（含 10 年）。本次债券为固定利率债券，债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券为公开发行公司债券。

2．本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金拟用于偿还公司债务，剩余部分拟用于补充公司流动资金。

## 三、行业及区域环境分析

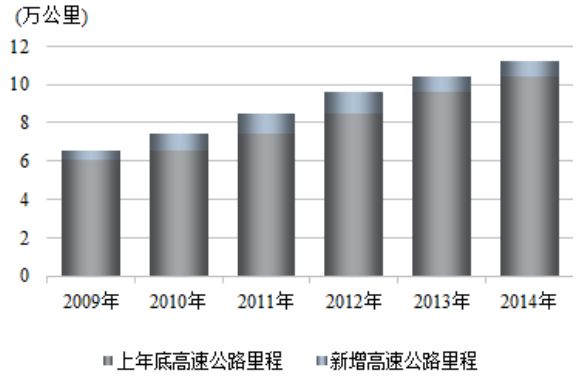
公司主营业务为高速公路投资与经营管理，因此，公司的未来发展与公路运输行业的发展有着密切的联系。

1．行业概况

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网众的骨架.

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自 1988 年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992 年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在 50~250 公里之间；1993~1997 年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在 450~1,400 公里之间；1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由 1998 年底的 6,258 公里发展为 2014 年底的 11.19 万公里，年均复合增幅超过 20%。目前中国高速公路总里程居世界第一位。根据《2015 年全国高速公路开工项目》的统计数据，2015 年中国高速公路还需建设高速公路 2.33 万公里(含地方高速)，其中东部地区在建待建里程 3,876 公里、中部 5,551 公里、西部 10,357 公里、东北地区 3,515 公里。

图 2　2009~2014 年中国高速公路通车里程




资料来源：交通运输部

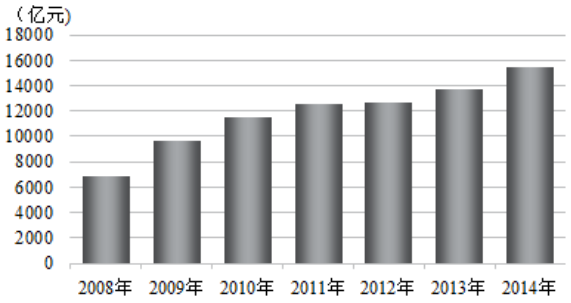
我国的高速公路与发达国家相比还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通 50 万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有 5 万人以上的城镇，日本已连通所有 10 万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

整体看，我国高速公路发展较快，建设规模较大，但与发达国家相比，我国高速公路在密度上和跨省贯通上仍有很多的提升空间。

2．高速公路建设情况

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15,460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7,818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。农村公路建设完成投资3,030.99亿元，增长20.4%，新改建农村公路23.21万公里。截至2014年底，全国公路总里程达446.39万公里，比上年末增加10.77万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图 3　2008~2014 年全国公路建设投资额及增长率




资料来源：Wind 资讯

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

整体看，近年来随着经济的快速发展，对运输效率的要求也逐渐提高，未来高速公路建设投资规模将保持持续增长态势。

3．高速公路运输情况

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18,467.55亿人公里和59,534.86亿吨公里，分别同比增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日面收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11,250.94亿人公里和55,738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014 年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为 190.82 亿人和 333.28 亿吨，同比增速分别为 3.0%和 8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为 12,084.10 亿人公里和 61,016.62 亿吨公里，分别同比增长 7.4%和 9.5%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

2015 年 1~9 月，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为 143.32 亿人和 257.29 亿吨，同比增速分别为-0.70%和 6.0%；旅客运周转量和货运周转量分别为 9,363.87 亿人公里和 46,605.54 亿吨公里，分别同比增长 2.2%和 5.9%。

整体看，近三年全国公路客运量和货运量受宏观经济的影响增速有所放缓，但依然保持增长态势。

4．高速公路运营特性

**政府导向**

高速公路作为基础设施具有投资规模大、回报周期长的特点，其准公共品的特性决定了投资由政府主导。目前我国现有的高速公路大多是由各级政府共同投资。由省级主体负责其范围内高速公路的投资建设，由相关的项目公司负责该项目的具体实施和运营。我国公路建设采用的是“适度超前的”方针。

**运营中的政企交叉**

这种交叉性体现在日常公司运营中对公路的管理上。公路建成后，高速公路将实施车辆收费、综合服务及沿线的综合开发等方面的管理；国家政府部门将在公路路政、交通安全、公路运营等方面对公路实施管理。

**经营期限制约企业发展**

根据《公路法》规定，高速公路的经营期限最长不得超过 30 年，收费期满后高速公路无偿交还国家，这样对高速公路经营企业而言，收费期满后该产权及受益权也随之消失。此外，由于国家目前规定公路收费权不得二次转让，使得高速公路经营企业在经营期间对于该产权仅拥有占有权、使用权和收益权，而无实际的处置权。这种矛盾体现了高速公路经营企业的特殊性，高速公路经营企业在经营过程中，可以通过建设新路或受让其他高速公路收费权来维持，但高速公路总有经营期限的，一个地区的高速公路也是有限的，这就意味着高速公路经营企业总有一天会没有高速公路可经营。

整体看，高速公路作为准公共产品，承担了一定的社会功能，在经营管理和经营期限方面受政府制约较大，未来高速公路的收益存在一定的不确定性。

5．行业竞争

目前，陆上的运输方式基本分为以下两种，铁路运输和公路运输。铁路运输凭借着其明显的价格优势成为长途货运的第一选择，但基础建设的长期滞后和管理不畅影响了铁路在交通运输中的重要性。高速公路以其行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，一直以来保持在交通运输中的重要地位。

改革开放以来,我国经济发展迅速,由于东西部经济发展的不均衡带来很强的交运需求。东部沿海区域经济发达，港口航运条件便利，而矿产、煤炭等基础原料主要分布在西北内陆地区。2014 年全国铁路完成旅客发送量 23.57 亿人，货运总发送量 38.13 亿吨，目前国内约 80%的货物运输量和 90%的旅客运输量是通过公路运输；此外，2014 年末全国民用汽车保有量达到 15,447 万辆（包括三轮汽车和低速货车 972 万辆），比上年末增长 12.4%，较 2001 年的 1,802 增长近 8 倍，对公路运输需求强劲。

**国家干线公路交通流量逐年增加，高速公路凸显优势**

2014 年全国国道网机动车年平均日交通量为 15,157 辆（当量标准小客车，下同），按可比口径（下同）比上年增长 3.8%。全国国道网机动车日平均行驶量为 186,538 万车公里（当量标准小客车，下同），增长 2.4%。全国国道网年平均交通拥挤度为 0.48，增长 3.0%。其中，国家高速公路日平均交通量为 23,551 辆，日平均行驶量为 97,423 万车公里，年平均交通拥挤度为 0.39，分别增长 5.5%、4.2%和 5.7%；普通国道日平均交通量为 10,899 辆，日平均行驶量为 89,048 万车公里，

年平均交通拥挤度为 0.63，分别增长 1.9%、0.5%和持平。

全国高速公路日平均交通量为 22,021 辆，日平均行驶量为 119,894 万车公里，年平均交通拥挤度为 0.36，比上年分别增长 7.1%、6.1%和 7.4%。

整体看，我国公路运输需求强劲，而高速公路以其行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，一直以来保持在交通运输中的重要地位，竞争能力较强。

6．行业关注

**燃油税费改革方案有助于缓解高速公路建设资金面紧张的局面**

中国高速公路网尚需大规模建设，由于高速公路高投入的特点，对外部融资的依赖性较强，而根据交通部的数据，目前全国收费公路的整体债务比例已高达 64%。高速公路建设中资金瓶颈是行业面临的主要问题。

燃油税费改革方案中提到两个方面的改革措施，一方面提高成品油单位税额；另一方面逐步取消公路养路费等六项收费，并逐步取消已审批的政府还贷二级公路收费。建立起了未来公路建设资金的形成机制，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政支出的回归，有利于缓解目前公路资金建设的压力。

**清理违规行为，降低收费标准带来的政策性风险**

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策，中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的。但随着中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在的超期收费、通行费标准过高以及不合理收费等问题日益突出，且急需解决。

目前我国高速公路依据修建的性质分为收费还贷型高速公路和经营性高速公路。整治收费公路的重点在普通公路和收费还贷型高速公路两类,这两类公路中的部份路段确实有各类不合理的情况，如设置的收费站和收费不合理、还清贷款后仍继续收费、所收费用去向不透明等。

7．行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行

费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。时隔两年后，2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿，向社会公开征求意见，修订稿提出政府收费的高速公路将实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。

整体看，高速公路的发展与国家政策高度相关，随着《收费公路管理条例》等一系列政策的落地实施，未来我国高速公路收费将更合理化。

8．未来发展

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918网[1]）。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。按照国务院公布的高速公路网发展规划，中国将加快国高网主骨架建设，预计到“十二五”末7918路网将基本建成，届时，中国高速公路通车总里程将有望达到10万公里，超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路通车里程超过5,000公里的省份将达到16个，3,000~5,000公里的将达9个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设欲望尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。目前，交通运输“十三五”发展规划编制已全面启动，是新一轮大部门制改革后交通运输部组织编制的第一个综合交通运输发展规划。“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放，激发行业发展新动力；以综合交通运输体系建设为着力点，

[1]“7918”：7 条以北京为起点的高速公路放射线，9 条南北纵向高速公路，18 条东西横向高速公路。

实现交通运输协调发展；以多式联运为突破口，提升现代物流发展水平；以发展公共交通为导向，推进区域交通一体化；以信息化智能化为引领，推进交通运输现代化进程；以节能减排为抓手，推动交通运输可持续发展等方面进行研究。

总体看，“十三五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

9．浙江省交通运输状况

**建设与运营现状**

浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区。1995年以来，浙江省交通基础设施的不足，已经严重制约了浙江经济的发展。“十五”期间，浙江省改造扩建国省道公路5,500公里，硬化县（省）道砂石路面6,161公里，新增一级公路1,957公里，二级公路2,357公里。“十一五”期间，浙江全省公路建设累计完成投资2,430亿元，位居全国前列，为“十一五”原定计划的125%，是“十五”的1.5倍。截至2014年底，全省高速公路3,885公里。

浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区，凭借发达的腹地经济、明显的区域优势和路网效应。2014年全省生产总值为40,154亿元，比上年增长7.6%。全年财政总收入7,522亿元，比上年增长8.9%；地方公共财政预算收入4,121亿元，同比增长8.5%。2014年，浙江省全年公路旅客周转量和货物周转量分别为558亿人公里和1,419亿吨公里，分别同比减少4.3%和增加7.4%。在各种不同运输方式中，公路和铁路在客运运输处竞争态势，水运在货运运输中占绝对优势（见表1）。

表1　2014年浙江省交通运输方式比较

| 方式 | 旅客周转量(亿人公里) | 同比（%） | 货物周转量（亿吨公里） | 同比（%） |
|---|---|---|---|---|
| 公路 | 558 | -4.3 | 1,419 | 7.4 |
| 铁路 | 513 | 17.4 | 223 | -17.5 |
| 水运 | 6 | 9,2 | 7,906 | 7.5 |
| **总计** | **1,077** | **5.0** | **9,548** | **6.7** |

资料来源：《2014 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》

整体看，浙江省经济发达，经过多年的发展，已形成完善的路网系统；水运仍是省内主要的货运方式，公路和铁路在客运运输处竞争态势。

**发展前景**

根据浙江省“十二五”规划纲要，“十二五”时期浙江省国内生产总值将年均增长8%左右，到2015年达到4万亿元左右，人均生产总值达到7.2万元左右。经济总量的大幅度增长必将产生巨大的运输需求，需要交通基础设施的建设来支撑。同时，随着经济结构的调整、对外开放的深化和人民生活水平的提高，人们对交通运输的广度、速度和安全度等都会提出更高、更多样化的要求。根据浙江省2013年公路工作电视电话会议精神，2014年要正确把握资金供给和需求、规划约束性和计划弹性、加强管理和优化服务三方面关系，重点做好“公路重点工程项目、行业管理中的新问题和新动向、行业信息化提升工作、农村公路建管养长效机制建设、高速公路管理与服务、科技创新和科研成果转化”六方面工作。

公司代表浙江省政府在全省交通基础设施领域行使投资建设经营高速公路职责，按照国家和浙江省政府发展计划和投资战略的要求，进行有计划、有步骤的投资经营，得到了浙江省政府及

相关部门的大力支持。2015 年浙江省交通建设计划投资 680 亿元，同比增长 21%，加快推进现代交通五大建设，路网方面重点推进甬台温高速复线、萧山机场路等项目。从浙江省经济和社会发展前景和省政府战略规划来看，公司进行的公路投资经营业务面临良好的发展机遇和较大的发展空间。

总体来看，交通投资是拉动内需、促进区域发展的有效措施之一，未来高速公路基础设施建设行业仍有较大规模投资。随着新建公路的通车、路网效应的形成，有利于高速公路投资运营公司业绩保持稳定增长。

## 四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为浙江省最大的国有独资高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中占据绝对主导地位，具有明显的区域垄断经营优势，浙江省经济发达，区域优势和路网效应明显，且资产规模庞大，公路质量优良，车流量较高。

自 2001 年底组建以来，公司资产规模和实力快速增强。从 2007 年 6 月起，公司资产规模已逾千亿，在国内交通基础设施类投资企业中名列前茅。2014 年度，公司在中国企业 500 强中位列第 413 位，在浙江省百强企业中位列第 37 位。

截至 2015 年 6 月底，公司旗下高速公路营运里程 2,546 公里，约占全省 66%；投资在建的高速公路项目总里程 322.07 公里；沿海、远洋运输船舶总载重量达 381.71 余万吨。

公司主要经营的高速公路中沪杭甬高速公路、上三高速公路、甬金高速公路和杭金衢高速公路等运营情况较好。沪杭甬高速主线全长 248.20 公里，于 1998 年底通车，素有“浙江第一路”之称，它不仅是浙江接轨上海的“黄金通道”，还是“宁波-舟山港”、绍兴中国轻纺城货物集疏运输的“主渠道”，沿线分布着萧山、海宁、慈溪等诸多全国社会经济综合百强县（区）。上三高速主线全长 142 公里，通车时间为 2000 年底，纵贯浙江省中东部，是连接绍兴、台州二市的大动脉。沪杭甬和上三高速公路是浙江省高速公路骨架网中两条重要的主干线。甬金高速公路是国家高速公路规划重要干线“沈海高速”的联络线，2005 年底全线通车，甬金高速公路金华段全长 69.75 公里，与上三高速互通，横贯浙江省中东部，是连接宁波、绍兴、金华三市的大动脉，也是宁波—舟山港集疏运体系的主通道。杭金衢高速公路是国家规划中的国道主干线“五纵七横”之一横——上海至瑞丽高速公路的组成部分，也是浙江省跨世纪发展战略的重要组成部分，全长 289.5 公里。

下属子公司浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“沪杭甬公司”）先后于 1997 年 5 月和 2000 年 5 月在香港联交所和伦敦股票交易所上市，并在纽约证券交易所发行 ADR（一级美国预托证券计划）。2012 年 2 月，财经类杂志《财资》（The Asset）在香港发布了 2011 年亚洲 3A 奖项评选结果，公司荣获“基建类最具潜力的中国企业”。

公司证券业务由子公司浙商证券股份有限公司（以下简称“浙商证券”）负责。浙商证券全资控股浙商期货有限公司和浙商资本管理有限公司，主发起设立浙商基金管理有限公司和浙商资产管理公司，形成了“证券+期货+基金+创投”的金融产业布局。浙商证券主要业务包括证券经纪、投资银行、资产管理、财务顾问、投资咨询、证券自营、期货 IB、直接投资、融资融券等。近年来，浙商证券综合实力显著提升，服务能力不断加强，先后获得优秀证券中介机构、中国最具发

展潜力证券公司、中国最佳资产管理券商、中国最具成长性投行、中国最具成长性经纪券商等荣誉。在 2014 年度证券公司经营业绩排名情况中，浙商证券资产规模位列第 31 位，承销与保荐业务净收入位列第 36 位，代理买卖证券业务位列第 23 为，整体竞争实力较强。

总体看，公司运营高速公路为国家高速公路网主干线和地方骨架高速公路网组成部分，对连接沪杭甬交通起着重要交通枢纽作用。公司具有较强的规模实力和明显的区域竞争优势，子公司浙商证券在证券市场位于中上游行列，竞争力较强。

2．人员素质

截至本报告出具日，公司高层管理人员主要包括 1 位董事长兼党委书记、1 位总经理、1 位副董事长、4 位副总经理、1 位党委副书记、1 位工会主席等。公司共有 6 位监事会成员，其中监事会主席 1 人、副主席 1 人、职工监事 1 人。

公司董事长兼党委书记高兴夫先生，1963年生，毕业于天津大学管理学院工程管理专业，博士学位，高级工程师职称。历任浙江省建总公司工程经营处、总承包公司部门经理；浙江省建总公司对外经营部副经理；浙江省建工集团公司海外部经理、党支部书记；浙江省建设投资集团公司总经理助理兼海外部经理、支部书记；浙江省建设投资集团公司董事、党委委员、副总经理；浙建集团投资公司董事、党委委员、总经理；浙建集团投资公司副董事长、党委委员、总经理；浙建集团投资公司董事长；2015年2月起任公司董事长兼党委书记。

公司总经理楼晶先生，1963年生，同济大学管理学院工商管理硕士研究生学历，高级经济师、副教授职称。历任浙江省团校共青理论教研室副主任，浙江省团校教务科长，浙江省团校教师，浙江省团校社会科学教研室副主任，浙江省能源集团有限公司综合办公室秘书、副主任，浙江省能源集团有限公司办公室副主任、兼任浙江国信控股集团有限责任公司副总经理、党委委员，浙江省能源集团有限公司战略研究与法律事务部主任、兼任浙江省能源集团有限公司办公室副主任（主持工作），浙江省能源集团有限公司办公室主任，浙江省能源集团有限公司组织（人力资源）部部长（主任），浙江省能源集团有限公司副总经理、党委委员，浙江长广（集团）有限责任公司副董事长、党委副书记；2015年2月起任公司董事兼总经理。

截至2015年6月底，公司共有在岗职工19,361人。按岗位构成划分，管理人员占16.86%；研究开发人员占21.44%，其他人员占61.70%；按学历划分，本科及以上学历占36.26%，专科学历占29.32%，中专及以下学历占34.42%；按年龄划分，35岁及以下人员占52.40%，36岁~50岁人员占37.72%，50岁以上人员占9.88%。

总体看，公司高层管理人员都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高，员工队伍年轻化，能满足日常经营管理活动需要。

3．政策支持

2009 年 6 月浙江省交通厅明确：“根据我省实际情况，下一步拟建的高速公路重点是沿海、山区及经济欠发达地区，由于复杂的地形、有限的土地等因素，面临建设技术难度大，结构物比例高等建设难题，工程成本将相应增加，造成建设资金筹措的难度有所加大。考虑到这些高速公路项目投资巨大，社会效益较好，且基本属于政府还贷高速公路，为减轻省交通投资集团公司的压力，继续发挥省交通投资集团公司在高速公路投资建设和管理的主力军作用，省交通运输厅将从将从体制、政策和有关资金上予以大力支持。”

2009 年国家对公路养路费和公路客、货附加费实施“费改税”，并在 2008 年 12 月 18 日《关于实施成品油价格和水费改革的通知》的文件中规定改革后形成的交通资金主要用途是替代公路养路费等六项收费的支出。2009 年 6 月浙江省财政厅明确表示（浙财函[2009]197 号）：“随着我省交通基础设施建设规模的不断扩大，后续的高速公路建设难度进一步加大，为继续发挥公司在高速公路投资建设的主导作用，进一步推进我省高速公路建设，我厅会同有关部门深入研究费改税后还贷性公路融资问题，并根据省政府有关规定，在政策和资本金上继续予以支持”。2012~2014 年，公司分别收到省财政厅拨入的国有资本经营预算资金 7,200 万元、4,000 万元和 4,000 万元（计入“资本公积”科目）。

此外，根据浙江省政府专题会议纪要（[2009]47 号文），为确保完成全省高速公路建设任务，浙江省政府原则上同意采取项目支持的方式对公司实行资金补助，凡省政府指定由公司投资建设的公益性政府还贷高速公路项目，都将采用项目支持的方式对公司实行资金补助，补助标准按公路里程以及对欠发达地区适当倾斜的原则确定，由省交通厅、财政厅提出具体意见报省政府审定；同时，将积极支持公司发展港航产业和高速公路衍生产业，培育新的经济增长点，省政府主要从岸线资源和建设项目两个方面对公司发展港航产业给予支持。

2010 年 6 月，浙江省财政厅和交通厅联合制定了《浙江省省本级政府还贷高速公路资本金补助管理若干规定》，明确了省本级政府还贷高速公路资本金补助（以下简称“资本金补助”）是特指对省政府研究确定的由公司建设的公益性政府还贷高速公路项目，采用省政府支持方式，给予适量资本金补助。补助资金在中央成品油价格和税费改革税收返还收入中安排，参照交通运输部对高速公路的补助方式和标准，统一按里程并视沿线地区经济发展水平进行资本金补助，具体为：欠发达地区 400 万元/公里，其他地区 300 万元/公里。根据规定，补助项目实行一项目一报批，即公司根据高速公路建设规划和政府还贷高速公路项目建议书批复文件向省政府提出申请，由省交通厅和财政厅提出审核意见，经省政府批准后，作为计划和预算安排的重要依据。补助资金的拨付需一个项目申报一次，存在一定的不确定性。2012 年公司收到资本金补助 1.40 亿元（计入“资本公积”科目）；2013 年和 2014 年无资本金补助。

2012~2014 年，公司分别收到省交通厅拨入的车购税补助 4.47 亿元、1.82 亿元和 6.16 亿元（计入“资本公积”科目）。

2013 年，根据浙江省省长 2013 年第 539 号批示，公司收到浙江省政府拨入资本金 30.00 亿元，计入“资本公积”科目。

总体看，近年来浙江省政府和有关部门相关支持力度的加大，为公司后续高速公路投资项目的投入提供了较强的体制、政策和资金保障。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司是经浙江省人民政府批准设立的国有独资有限公司。公司不设股东会，董事会是公司的最高权力机构和决策机构，省国资委可以授权公司董事会行使股东会的部分职权。根据公司章程，公司董事会由6~9名董事组成，其中董事长由省国资委从董事会成员中指定，董事会成员中有1位由公司职工民主选举产生的职工代表担任，代表公司职工行使权力。董事会每届任期三年，董事任期届满，经省国资委认定合格的可以连任。董事会下设战略发展委员会、薪酬与绩效考核委员

会、预算管理委员会、投资审查委员会、审计与风险管理委员会和董事会秘书处，协助董事会行使相关职权，审核评估经营管理的绩效及发展规划与目标策略的科学合理性。

公司设总经理1名，副总经理若干名，人选由省国资委提议，由董事会聘任或解聘。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。总经理对董事会负责，行使以下职权：主持并向董事会报告公司投资和生产经营工作，组织实施董事会决议；拟定公司重大投资、资本运营及融资方案，提交董事会审议等。

省国资委向公司派出监事会，其中专职监事3人；职工监事由公司推选担任。监事会成员除职工监事外，均由省国资委委派，职工监事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生。监事会主要职责包括：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议等。

总体看，公司除职工监事占比不足之外，其法人治理结构比较完善，公司董事、监事和高管人员职责明确，治理情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身定位、业务需要设置了董事会秘书处、办公室、党委工作部、组织部、人力资源部、财务管理部、战略发展与法律事务部、高速公路投资建设部、高速公路运营管理部、产业投资管理部、安全监督管理部、纪检监察审计部和技术信息中心共计 13 个职能部门，各职能部门各司其职，职责明确，能够满足公司日常经营管理需要。

公司重视管理制度的建设与实施，已经基建立健全了一整套完整的管理制度，内容涉及综合人事、财务、绩效考核、安全生产目标管理、分支机构管理等方面。

作为国有资产的授权经营者，公司依据国有资产保值增值和资产收益最大化的原则，通过向全资、控股子公司委派高管、董事等方式在职权范围内指导子公司生产经营活动，实施“一控三监督一保证”的监督管理措施（即控制造价；监督质量、安全、进度；保证廉政建设），使其经营活动符合整体战略发展要求和保值增值目标。下属公司根据控股比例和承担风险的程度享有其相应的决策权力，承担相应风险。

在财务会计管理方面，公司按照企业会计准则、《企业会计制度》及其补充规定组织会计核算，并根据公司业务的实际情况和经营管理要求建立了《浙江省交通投资集团有限公司内部财务管理办法》、《浙江省交通投资集团高速公路公司财务集中核算管理暂行办法》、《浙江省交通投资集团有限公司资金管理办法（试行）》、《浙江省交通投资集团有限公司会计政策和会计估计》、《浙江省交通投资集团有限公司内部审计管理制度（试行）》等财务管理制度和独立的财务核算体系。

在财务预算管理方面，制订了《浙江省交通投资集团有限公司全面预算管理办法（修订版）》，财务预算工作由各子公司的财务部门具体负责。预算的编制按照上下结合、分级编制、逐级汇总、审查平衡、审议批准、下达执行的程序进行。预算一经审议批准，即对所有预算单位具有约束效力，各单位所有筹资、投资及其他财务经营行为皆需按照预算严格执行，从而保证公司本部及各级子公司资金筹集和使用的计划性，为对外融资的及时归还提供制度保障。

在投融资管理方面，为加强对所属企业投融资管理力度，规范投融资行为，控制投资融风险，确保国有资产的保值增值，公司制定了《浙江省交通投资集团有限公司战略管理暂行办法》、《浙江省交通投资集团有限公司投资管理办法》、《浙江省交通投资集团有限公司投资管理办法补充

实施意见（暂行）》、《浙江省交通投资集团有限公司母子公司治理原则（试行）》、《浙江省交通投资集团有限公司资产评估项目内部工作制度》、《浙江省交通投资集团有限公司融资管理办法（试行）》、《浙江省交通投资集团有限公司资金集中管理办法（暂行）》等，对公司所有直接或间接控股公司或由控股公司委派经营层或主要经营者的下属企业的投融资行为进行了投融资决策程序、项目跟踪管理等规定，并对违规行为和投融资损失的责任进行追究。

在安全管理方面，公司结合自身实际指定了一系列的安全管理制度，包括《高速公路雨雪冰冻灾害应急预案》、《浙江省交通投资集团有限公司高速公路隧道安全管理应急预案（试行）》、《安全生产工作危机管理办法》、《浙江省交通集团有限公司安全生产管理目标考核办法（征求意见稿）》等一些安全生产管理制度，对包括高速公路建设、营运在内的一些生产经营活动进行指导、监督和规范，确保公司安全运行。

对子公司管理方面，公司集团总部作为战略研究中心、投资决策中心、全面管控中心、资本运作中心、人力资源中心（“五大中心”），对各产业的价值集成、战略协同与资源整合。具体包括以下方面：在子公司重大决策会前实行沟通预审制，加强对下属企业重大决策及风险的管理；实施全面预算管理制度，将考核结果纳入对子公司的综合绩效考核体系；构建高速公路财务集中核算体系，将除上市公司以外的集团旗下所有高速公路公司全部纳入统一核算管理，为高速公路标准化、定额化、精细化管理奠定基础；实行资金集中管理，根据集团战略需要全面集中管理和配置集团资金，实行统一筹融资、统一存放、统一结算；实行母子公司领导干部双向交流，推进人力资源管理信息系统建设；加强纪检、监察、审计等条线的集中管控，整合母子公司两级纪检资源和审计资源，建立完善巡查机制，对下属重点单位、重点项目开展巡视。

整体看，公司已基本建立健全了一整套管理制度和良好的管理机制，并不断完善内部管理系统，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险低。

## 六、经营分析

### 1．经营概况

公司经营的核心业务是高速公路投资、建设、经营和管理，并依托此核心业务，大力发展工程施工、货物运输及衍生和房地产业务，主要由旗下子公司负责运营。2012~2014 年公司主营业务收入分别为 188.41 亿元、204.63 亿元和 216.02 亿元，公司其他业务收入主要包括加油站业务、货物销售、服务区业务等业务的收入，2012~2014 年分别为 38.85 亿元、57.94 亿元和 86.52 亿元，其他业务收入占比相对较小，公司主营业务较为突出。

表2　公司主营业务收入构成及毛利率（单位：亿元，%）

| 类别 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 年 1~6 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 |
| 车辆通行费 | 106.20 | 56.37 | 52.13 | 113.09 | 55.27 | 51.23 | 120.30 | 55.69 | 51.19 | 60.98 | 62.67 | 52.30 |
| 工程施工 | 60.29 | 32.00 | 9.86 | 59.25 | 28.95 | 12.64 | 53.38 | 24.71 | 16.21 | 22.34 | 22.96 | 14.96 |
| 货物运输及衍生收入 | 21.43 | 11.37 | -14.14 | 27.81 | 13.59 | -3.75 | 31.58 | 14.62 | -0.05 | 12.00 | 12.33 | -16.87 |
| 房地产销售 | 0.49 | 0.26 | 383.35 | 4.47 | 2.19 | 61.78 | 10.77 | 4.98 | 41.61 | 1.98 | 2.03 | 29.09 |
| **小计** | **188.41** | **100.00** | **31.94** | **204.63** | **100.00** | **32.82** | **216.02** | **100.00** | **34.58** | **97.30** | 100.00 | **34.73** |

资料来源：审计报告及公司提供

从收入构成情况看，随着旗下高速公路平均日全程流量的增加，近三年公司车辆通行费收入稳定增长，是公司收入的主要来源，车辆通行费收入在主营业务收入中的占比在 55%以上，2014 年该板块收入为 120.30 亿元。工程施工收入是公司的第二大收入来源，在主营业务收入中的占比约在 20%~30%，2012~2014 年收入规模分别为 60.29 亿元、59.25 亿元和 53.38 亿元，呈下降趋势，2013 年工程施工收入较上年小幅减少 1.73%，变化不大，2014 年工程施工收入较上年减少 9.91%，主要系 2014 年部分重大项目因土地征迁未完成等原因未能全面进行施工所致。货物运输及衍生业务主要是远洋与近海运输及相关的衍生业务，随着近年公司运力增长，该业务经营规模逐年增长，2014 年收入规模为 31.58 亿元。近三年公司房地产销售收入快速增长，2013 年房产销售收入大幅增长至 4.47 亿元，系海运集团的海运国际地产项目的销售所致，2014 年公司房地产销售收入进一步上升至 10.77 亿元，主要为明珠国际商务中心 1 号楼交付使用以及 2 号楼 4~7 层销售结转收入 9.00 亿元所致。

毛利率方面，公司高速公路通行费业务毛利率较高，近三年一直保持在 50%以上，2014 年为 51.19%，是公司的主要利润来源。工程施工业务方面，近三年该项业务毛利率稳步上升，2014 年为 16.21%，系材料成本和资金成本逐步下降使得项目整体成本下降所致。近三年公司货物运输及衍生业务毛利率水平逐年好转，2014 年为-0.05%，主要系近三年油价下跌以及公司承接了南海填海物资运输等运费相对较高的项目所致。房地产业务方面，毛利率波动较大，2012 年毛利率为 383.35%，主要系当期公司对子公司杭州金基置业有限公司的金基晓庐项目结转成本 1.29 亿元（其中包含施工单位要求索赔而最终支付的 8,000 万元以及部分项目因核算价调整为送审价等原因而使得成本减少的 3,000 万元），以致当期房地产业务成本为负，2013 年和 2014 年该业务毛利率分别为 61.78%和 41.61%，受收入确认时点滞后的影响，该业务毛利率有所下滑。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 97.30 亿元，其中，车辆通行费收入仍是公司收入及利润的主要来源，其次为工程施工收入。公司综合毛利率有所增长，主要原因系毛利率较高的车辆通行费收入占比较大所致。2015 年上半年，货物运输及衍生业务毛利率大幅下降，为-16.87%，主要系航运市场行情持续低迷，运价下跌所致。2015 年 1~6 月份房地产毛利率为 29.09%，主要系房地产毛利率可达预售项目较少，受结转时点滞后的影响，毛利率持续下滑。

总体看，近年来公司经营规模持续扩张，车辆通行费收入稳步增长，盈利水平较高。

2．高速公路业务运营

**（1）高速公路运营概况**

目前，公司已通车的参控股高速公路基本都在 2011 年前建成。2011 年，台金高速东延段于 10 月 9 日建成通车；2013 年，云景高速公路于 4 月 11 日正式通车，从根本上解决长期制约景宁发展的交通瓶颈问题；龙庆高速公路于 2013 年 6 月 25 日正式通车，使得丽水地区实现了县县通高速。截至 2015 年 6 月底，公司旗下高速公路营运里程 2,546 公里，约占全省 66%。

表 3　截至 2015 年 6 月底公司控股已通车高速公路 （单位： 公里、%）

| 序号 | 路线名称 | 路线长度 | 类型 | 通车时间 | 经营期限 | 股权比例 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 杭甬高速公路 | 145.26 | 经营性公路 | 1995 年 | 30 年 | 66.99 |
| 2 | 沪杭高速公路 | 102.64 | 经营性公路 | 1998 年 | 30 年 | 66.99 |
| 3 | 上三高速公路 | 142.00 | 经营性公路 | 2000 年 | 30 年 | 73.63 |
| 4 | 杭金衢高速公路一期 | 236.60 | 经营性公路 | 2002 年 | 25 年 | 100.00 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 5 | 杭金衢高速公路二期 | 52.90 | 经营性公路 | 2003 年 | 25 年 | 100.00 |
| 6 | 甬金高速公路金华段 | 69.70 | 经营性公路 | 2005 年 | 25 年 | 100.00 |
| 7 | 黄衢南高速公路浙江段 | 161.00 | 经营性公路 | 2008 年 | 25 年 | 80.00 |
| 8 | 申苏浙皖高速公路浙江段 | 88.20 | 经营性公路 | 2006 年 | 25 年 | 100.00 |
| 9 | 申嘉湖杭高速公路湖州段 | 42.90 | 经营性公路 | 2007 年 | 25 年 | 100.00 |
| 10 | 申嘉湖杭高速公路练杭段 | 50.91 | 经营性公路 | 2010 年 | 25 年 | 100.00 |
| 11 | 甬台温高速公路台州段 | 42.80 | 经营性公路 | 2000 年 | 25 年 | 71.77 |
| 12 | 台金高速公路东段 | 60.60 | 经营性公路 | 2006 年 | 25 年 | 71.77 |
| 13 | 台金高速公路西段 | 67.21 | 经营性公路 | 2008 年 | 25 年 | 71.77 |
| 14 | 台金高速公路东延段 | 24.70 | 经营性公路 | 2011 年 | 25 年 | 71.77 |
| 15 | 甬台温高速公路宁波段 | 71.50 | 经营性公路 | 2001 年 | 25 年 | 75.00 |
| 16 | 舟山跨海大桥 | 46.30 | 经营性公路 | 2009 年 | 25 年 | 51.00 |
| 17 | 杭徽高速昌化至昱岭关段 | 36.68 | 经营性公路 | 2004 年 | 25 年 | 80.61 |
| 18 | 杭徽高速汪家埠至昌化段 | 67.40 | 经营性公路 | 2006 年 | 25 年 | 80.61 |
| 19 | 杭徽高速留下至汪家埠段 | 18.30 | 经营性公路 | 2006 年 | 25 年 | 80.61 |
| 20 | 金丽温高速公路一、二期 | 112.46 | 经营性公路 | 2001 年 | 25 年 | 85.97 |
| 21 | 金丽温高速公路三期 | 97.74 | 经营性公路 | 2002 年 | 25 年 | 85.97 |
| 22 | 金丽温温州西过境 | 23.34 | 经营性公路 | 2005 年 | 25 年 | 85.97 |
| 23 | 丽龙高速公路 | 102.50 | 经营性公路 | 2006 年 | 25 年 | 80.00 |
| 24 | 龙丽高速公路 | 119.76 | 经营性公路 | 2007 年 | 25 年 | 80.00 |
| 25 | 云景高速 | 11.52 | 经营性公路 | 2013 年 | 25 年 | 100.00 |
| 26 | 龙庆高速 | 54.76 | 政府还贷公路 | 2013 年 | 15 年 | 90.00 |

资料来源：公司提供
注：1.公司下属的杭甬高速、沪杭高速、上三高速均为《收费公路管理条例》（国务院令 2004 年第 417 号）颁布前通车，根据交通部交财发[1997]46 号与交财发[1997]694 号文件，批复同意公司下属杭甬高速、沪杭高速、上三高速的收费权限为 30 年，因此经营期限超过 25 年。2.公司下属龙庆高速，根据国家发改委发改基础[2009]1751 号文件，为政府还贷公路；项目建设和经营管理严格执行《公路法》、《收费公路管理条例》相关规定，收费收入纳入财政账户，实行收支两条线。

公司旗下所有运营路段均为高速公路，无二级公路。公司现拥有的高速公路中，车流量较大、盈利能力强、现金流充裕的高速公路主要有沪杭甬、杭金衢等；车流量小，经营出现亏损，以承担浙江省政府社会职能为主的准经营性道路主要有龙丽丽龙高速[2]、台金高速、黄衢南高速等，上述公路基本于 2008 年通车（其中黄衢南高速衢南段于 2008 年 12 月通车），一方面由于周边的经济相对欠发达，另外一方面由于路网连接较差，导致其现有经营效益较差。对于高速公路经营性亏损，一方面由公司本部通过其他盈利性道路予以弥补，另一方面主要来源省政府的相关资金支持（详见前文“政策支持”）。

2012~2014 年，公司主要路段平均日全程流量年均复合增长 5.30%，全年实现车辆通行费收入年均复合增长 6.50%。2014 年，公司各主要高速公路，包括沪杭甬、杭金衢等总体运营稳定，各主要路段日均全程车流量为 19,788 辆；实现通行费收入 120.34 亿元，同比增长 6.32%，增速明显；其中沪杭甬公司累计车辆通行费收入 44.08 亿元，同比增长 6.00%。

2015 年 1~6 月，公司主要路段平均日全程流量 20,873.94 辆，主要路段日平均进出口流量 1,080,889 辆，同比增长 11.50%；实现车辆通行费收入 60.31 亿元，同比增长 4.43%；其中沪杭甬公司车辆通行费收入 22.31 亿元，杭金衢高速实现通行费收入 14.01 亿元。公司主要运行高速公路

[2] 龙丽丽龙高速公路分为龙丽段和丽龙段。

运营情况如表 4、表 5 所示。

表 4　公司主要运行高速公路交通量情况

| 名称 | | 日平均进出口流量(辆) | | | | | 平均日全程流量(辆) | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 年均复合增长率(%) | 2015 年 1~6 月 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 年均复合增长率(%) | 2015 年 1~6 月 |
| 上市板块 | 沪杭甬公司 | 314,933 | 374,410 | 421,608 | 15.70 | 436,899 | 33,038 | 31,423 | 33,880 | 1.27 | 35,523 |
| | 其中 沪杭甬 | 286,646 | 313,196 | 347,225 | 10.06 | 356,252 | 41,811 | 44,013 | 45,198 | 3.97 | 46,449 |
| | 上三线 | 28,287 | 30,825 | 35,295 | 11.70 | 36,736 | 16,703 | 18,317 | 22,898 | 17.09 | 25,081 |
| | 甬金金华段 | 20,685 | 30,388 | 39,088 | 37.46 | 43,911 | 12,081 | 13,533 | 15,911 | 14.76 | 17,852 |
| 直管板块 | 杭金衢高速 | 123,772 | 141,842 | 162,745 | 14.67 | 170,108 | 30,178 | 32,287 | 34,773 | 7.34 | 34,667 |
| | 黄衢南高速 | 12,036 | 14,634 | 16,721 | 17.87 | 20,219 | 2,935 | 3,233 | 3,682 | 12.01 | 4,337 |
| 浙西板块 | 杭徽高速 | 38,422 | 53,301 | 62,032 | 27.06 | 68,143 | 8,299 | 11,565 | 13,663 | 28.31 | 22,072 |
| 浙北板块 | 申苏浙皖高速 | 46,912 | 49,409 | 54,038 | 7.33 | 436,899 | 14,389 | 13,950 | 14,694 | 1.05 | 16,396 |
| | 申嘉湖高速 | 23,706 | 37,088 | 43,124 | 34.87 | 356,252 | 13,316 | 15,206 | 17,445 | 14.46 | 18,708 |
| 浙东板块 | 舟山跨海大桥 | 21,829 | 27,670 | 30,918 | 19.01 | 32,027 | 12,191 | 12,459 | 13,739 | 6.16 | 13,638 |
| | 宁波甬台温 | 24,831 | 24,395 | 27,135 | 4.54 | 29,574 | 26,752 | 22,767 | 21,913 | -9.49 | 22,072 |
| 台州板块 | 台州甬台温 | 11,288 | 13,867 | 15,413 | 16.85 | 16,278 | 26,755 | 26,208 | 27,569 | 1.51 | 28,328 |
| | 台金高速 | 28,933 | 35,540 | 41,514 | 19.78 | 47,425 | 7,702 | 8,024 | 8,856 | 7.23 | 9,929 |
| 浙南板块 | 金丽温高速 | 58,726 | 75,910 | 81,160 | 17.56 | 99,012 | 11,968 | 12,775 | 13,956 | 7.99 | 15,745 |
| | 龙丽丽龙高速 | 26,319 | 36,052 | 37,921 | 20.03 | 42,571 | 5,942 | 6,532 | 7,298 | 10.82 | 8,489 |
| | 云景高速 | -- | -- | 3,044 | -- | 3,985 | -- | -- | 3,640 | -- | 3,981 |
| | 龙庆高速 | -- | 5,537 | 6,318 | -- | 6,461 | -- | 1,852 | 2,339 | -- | 2,668 |
| 合计 | | 752,392 | 889,655 | 1,003,691 | 15.50 | 1,080,889 | 17,846 | 18,318 | 19,788 | 5.30 | 20,874 |

资料来源：公司提供
注：1.该统计数据为营运统计数据；2.甬金金华段于 2013 年 6 月被沪杭甬公司收购，2013 年起该路段收入纳入上市板块统计（2013 年前属于直管板块）；3.云景高速和龙庆高速是龙丽丽龙高速的延伸线，2013 年云景高速公路部分包含在龙丽丽龙高速公路统计数据中。

表 5　公司主要运行高速公路通行费收入情况

| 名称 | | 日均通行费收入（万元） | | | | 累计通行费收入（万元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1~6 月 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 年均复合增长率(%) | 2015 年 1~6 月 |
| 上市板块 | 沪杭甬公司 | 1,005.72 | 1,139.24 | 1,207.62 | 1,232.49 | 367,089 | 415,822 | 440,780 | 9.58 | 223,081 |
| | 其中 沪杭甬 | 813.26 | 855.32 | 852.37 | 857.47 | 296,840 | 312,190 | 311,115 | 2.38 | 155,203 |
| | 上三线 | 192.46 | 210.88 | 270.53 | 283.64 | 70,249 | 76,972 | 98,743 | 18.56 | 51,340 |
| | 甬金金华段 | 64.26 | 73.04 | 84.72 | 91.37 | 23,456 | 26,659 | 30,922 | 14.82 | 16,539 |
| 直管板块 | 杭金衢高速 | 718.59 | 773.30 | 820.58 | 773.84 | 262,286 | 282,254 | 299,510 | 6.86 | 140,065 |
| | 黄衢南高速 | 36.42 | 43.79 | 50.14 | 58.29 | 13,292 | 15,984 | 18,300 | 17.34 | 10,551 |
| 浙西板块 | 杭徽高速 | 88.16 | 100.54 | 114.53 | 125.43 | 32,178 | 36,699 | 41,805 | 13.98 | 22,703 |
| 浙北板块 | 申苏浙皖高速 | 92.88 | 87.61 | 88.57 | 93.93 | 33,903 | 31,976 | 32,328 | -2.35 | 17,001 |
| | 申嘉湖高速 | 91.70 | 107.47 | 81.72 | 125.49 | 33,471 | 39,227 | 44,587 | 15.42 | 22,713 |
| 浙东板块 | 舟山跨海大桥 | 131.36 | 144.30 | 160.69 | 160.76 | 47,947 | 52,669 | 58,651 | 10.60 | 19,896 |
| | 宁波甬台温 | 135.44 | 120.30 | 112.85 | 109.92 | 49,435 | 43,910 | 41,192 | -8.72 | 29,098 |
| 台州板块 | 台州甬台温 | 103.10 | 101.74 | 108.33 | 108.08 | 37,632 | 37,136 | 39,539 | 2.50 | 19,562 |
| | 台金高速 | 100.73 | 109.44 | 117.22 | 124.57 | 36,768 | 39,947 | 42,785 | 7.87 | 22,548 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 浙南板块 | 金丽温高速 | 224.61 | 243.68 | 249.34 | 261.36 | 81,982 | 88,945 | 91,009 | 5.36 | 47,306 |
| | 龙丽丽龙高速 | 113.58 | 126.36 | 131.71 | 142.89 | 41,458 | 46,120 | 48,075 | 7.69 | 25,862 |
| | 云景高速 | -- | -- | 6.05 | 6.46 | -- | -- | 2,210 | -- | 1,169 |
| | 龙庆高速 | -- | 3.24 | 7.22 | 8.50 | -- | 1,181 | 2,635 | -- | 1,539 |
| 合计 | | 2,906.55 | 3,101.01 | 3,256.57 | 3,332.01 | 1,060,897 | 1,131,869 | 1,203,406 | 6.50 | 603,094 |

资料来源：公司提供
注：1.通行费收入为高速公路运营单位按路产统计，与财务统计口径有细微差异；2.甬金金华段于 2013 年 6 月被沪杭甬公司收购，2013 年起该路段收入纳入上市板块统计（2013 年前属于直管板块）；3.云景高速和龙庆高速是龙丽丽龙高速的延伸线，2013 年云景高速公路部分包含在龙丽丽龙高速公路统计数据中。

分路段来看，沪杭甬高速公路建成于 1998 年末，是浙江省境内通车时间最早、车流量最大的一条高速公路；其将上海、宁波两大港口及浙江省数十个全国百强县连接起来，是长三角地区非常重要的一条公路交通干线。为适应不断增加的车流量要求，根据浙江省委、省政府的重大决策，公司从 2000 年起对沪杭甬高速公路按双向 8 车道标准进行拓宽改造，并于 2007 年末完成 8 车道全线改建。

2012~2014 年，沪杭甬高速公路运行较平稳，平均日全程流量和全年通行费收入年均复合增长率分别为 3.97%和 2.38%，2014 年分别为 45,198 辆和 31.11 亿元。2014 年沪杭甬高速公路累计通行费收入较上年略有下降，较上年减少 0.11 亿元，系 2013 年开通的杭甬高铁、杭甬运河、嘉绍大桥对该高速公路具有一定的分流作用，使沪杭甬高速车流量客货车结构有所改变所致。2015 年 1~6 月，沪杭甬高速平均日全程流量为 35,523 辆，累计车辆通行费收入为 22.31 亿元，同比增长 5.64 %。

上三高速公路起自绍兴沽渚，与沪杭甬高速公路相连，止于台州三门，互通甬台温高速公路；于 2000 年末建成通车，是连接宁绍平原与温州、台州等地的交通要道。2013 年下半年嘉绍大桥开通后，公司持续开展引车上路工作，引导江苏、上海和台州、温州之间车辆选择上三线通行，使得 2014 年上三线累计通行费收入较大幅度增长，较上年增加 2.17 亿元。考虑到对沪杭甬高速的负面影响，总体上嘉绍大桥的开通对沪杭甬公司 2014 年累计通行费收入有正面影响 2.06 亿元。甬金高速公路（金华段）于 2005 年 12 月建成通车，于 2013 年 6 月被沪杭甬公司收购。义乌等地电子商务和外贸的蓬勃发展，使甬金高速公路车流量保持了较高的自然增长，持续开展的引车上路也对通行费收入产生了正面影响。义乌市从 2014 年 1 月 1 日起禁止各类三轮车等“四小车辆”在城区范围行驶，使甬金高速短途流量快速增长；2014 年 4 月 28 日至 2014 年 10 月 15 日甬金高速周边东阳广福路施工，使集装箱等大型车辆行驶甬金高速的里程明显增加，故近年甬金金华段车流量和通行费较快增长。

杭金衢高速公路是国家规划中的国道主干线“五纵七横”之一横——上海至瑞丽高速公路的组成部分，与沪杭甬高速公路、杭宁高速公路、杭州机场路等相连，在金华境内又与金丽温高速公路、甬金高速公路相连，是浙江穿越县市最多的高速公路。该高速公路分二期工程建设，一期工程于 2002 年 12 月 28 日运营通车，二期工程于 2003 年 9 月 22 日投入运营。2012~2014 年，杭金衢高速公路运行平稳，平均日全程流量和全年通行费收入年均复合增长率分别为 7.34%和 6.86%，2014 年分别为 34,773 辆和 29.95 亿元。2015 年 1~6 月，杭金衢高速平均日全程流量为 34,667 辆，累计车辆通行费收入为 14.01 亿元。

黄衢南高速公路北接安徽省的黄山市，南连福建省的南平市，是连接安徽、浙江、福建三省的省际干线公路，是浙江省交通规划“二纵二横十八连三绕三通道”中的关键“一连”。黄衢南高速的衢南段于 2008 年 12 月建成通车，黄衢段于 2011 年初正式通车。近年，由于该高速所在地

区经济基础薄弱，故公司加大开展安徽、福建两头引车上路工作力度，使得该高速全线收费能力较快增长。2012~2014 年黄衢南高速平均日全程流量和全年通行费收入年均复合增长率分别为12.01%和 17.34%，2014 年分别为 3,682 辆和 1.83 亿元。2015 年 1~6 月，黄衢南高速平均日全程流量为 4,337 辆，累计车辆通行费收入为 1.06 亿元。

甬台温高速公路台州段和宁波段分别于 2000 年和 2001 年通车运行，2012~2013 年上述两路段运营处于下滑趋势，主要系猫狸岭隧道封道施工、嘉绍大桥通车以及平行路段分流所致。延续嘉绍大桥的分流影响，2014 年甬台温高速公路宁波段平均日全程流量和全年通行费收入分别为21,913 辆和 4.12 亿元，仍较上年有所下降；2015 年 1~6 月，该路段平均日全程流量为 21,903 辆，累计车辆通行费收入为 1.99 亿元。尽管受嘉绍大桥的分流影响，由于宏观经济回稳向好发展，2013年三季度开始台州甬台温高速通行费收入回归并保持正增长，2014 年台州甬台温高速平均日全程流量和全年通行费收入分别为 27,569 辆和 3.95 亿元，较上年有所增长；2015 年 1~6 月，该路段平均日全程流量为 28,328 辆，累计车辆通行费收入为 1.96 亿元。

公司在高速公路的经营管理上率先引入联网收费、计重收费和电子支付系统，并率先推出“不停车收费”方式，从而提高管理水平，提升公路运行效率；在路公司层面，由路公司直管收费站，从而减少中间环节，降低管理成本；在高速公路的管理和养护方面，采取“管养分离”的经营模式，将高速公路的养护工作实行外包，管理部门不负责路的养护工作，通过这种方法有效地控制了高速公路的养护成本，提高了经营效益。

总体来看，近三年公司整体车辆通行费收入稳步增长；在高速公路管理上，公司注重引进先进技术和不断进行管理模式创新，有利于公司经营效率的进一步提升。

**（2）公司未来投资计划**

公司高速公路项目投资资金主要来源于资本金和银行贷款，2009 年以来，浙江省交通运输厅和浙江省财政厅提出将对公司有关政府还贷高速公路在体制、政策和有关资金上予以支持（具体见“政策支持”）。

公司目前主要在建项目为杭新景衢州段、杭金衢高速公路拓宽工程（杭州至金华段）、龙浦高速公路、乐清湾大桥及接线工程和台金东延二期工程，这五条高速公路建设规模合计 322.07 公里。上述在建项目批准总投资额合计 357.43 亿元，截至 2015 年 6 月底，公司已累计完成投资 154.19 亿元，上述在建高速公路预计在 2018 年或以后全部建成通车。

2015 年公司 4 个追加投资项目，分别是龙庆高速公路、舟山跨海大桥、两龙项目和龙庆项目，总投资 22.64 亿元，计划 2015 年完成投资 5.04 亿元，2015 年后投资正在计划中。

公司计划投资临金高速建德至金华段、龙丽温（泰）文瑞段、龙丽温（泰）温州段（国高网）、宁波-舟山港六横公路大桥、杭金衢金华至衢州段拓宽项目，总投资 639.94 亿元，上述项目资金来源均为项目资本金、配套贷款及公司自筹。截至 2015 年 6 月底，上述项目还未实现资金投入，公司将于 2015~2021 年陆续完成投入。

表6　截至2015年6月底公司未来项目（不含在建项目）投资计划情况（单位：亿元）

| 投资性质 | 项目名称 | 总投资 | 计划投资金额 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
| 新增投资 | 临金高速建德至金华段 | 99.10 | 0.00 | 19.82 | 29.73 | 29.73 | 19.82 | 0.00 | 0.00 |
| | 龙丽温（泰）文瑞段 | 79.84 | 12.17 | 23.95 | 31.94 | 11.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 龙丽温（泰）温州段（国高网） | 186.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 37.20 | 55.80 | 55.80 | 37.20 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 宁波-舟山港六横公路大桥 | 175.00 | 0.00 | 0.00 | 35.00 | 52.50 | 52.50 | 35.00 | 0.00 |
| | 杭金衢金华至衢州段拓宽 | 100.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 30.00 | 40.00 | 30.00 | 0.00 |
| 追加投资 | 龙庆高速公路出资 | 13.17 | 0.18 | / | / | / | / | / | / |
| | 舟山跨海大桥超概资本金出资及资金补助 | 3.11 | 0.60 | / | / | / | / | / | / |
| | 两龙项目运补助资金 | 4.20 | 2.70 | / | / | / | / | / | / |
| | 龙庆项目营运资金补助 | 2.16 | 1.56 | / | / | / | / | / | / |
| **合计** | | **662.58** | **17.20** | **43.77** | **96.67** | **161.21** | **168.12** | **120.80** | **37.20** |

资料来源：公司提供
注：上表中 2015 年所指 2015 年下半年的计划投资金额。

总体看，公司未来投资规模大，上述项目的投资效益具有一定的滞后性。

**（3）收费结算模式**

公司是浙江省内高速公路最大的投资和运营商。浙江省高速公路收费通过建立统一的高速公路收费系统，在省路网内各路业主不同的状况下，本着“联网收费、统一管理、一票到底、按实结算”的原则，在全省高速公路网内不设主线收费站，实行联网收费，使车辆在路网内通畅行使。全省高速公路网收费结算系统分为省收费结算中心、收费管理分中心、收费站（包括站房内和收费车道）等三级组成。收费结算中心系统设在省交通厅高速公路收费中心，主要完成对全省高速公路网收费的实时管理和通行费拆分，并通过银行完成通行费收入的清算划拨；收费管理分中心系统设在路网内各个不同的高速公路经营管理单位，在中心系统的统一调度下，完成对所辖路段的各个收费站的运行监督管理和调配管理，同时完成与中心系统的数据的校核工作；收费站系统的主要功能是实时管理站内出入口收费车道的收费操作，完成收费数据的传送。

由于公司所属的公路均为高等级公路，无二级公路，因此，燃油税费改革对公司的车辆通行费收入不会产生直接影响。

**（4）收费标准**

客车收费标准方面，截至目前，浙江省高速公路客车通行费标准见表 7。

表 7　浙江省内高速公路对客车计费标准

| 车辆类别 | 分类标准 | 车次费（元/辆次） | | 里程费（元/车辆公里） | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 除沪杭甬外 | 沪杭甬 | 除沪杭甬外 | 沪杭甬 |
| 1 | 7 座（含）以下客车 | 5 | 5 | 0.4 | 0.45 |
| 2 | 20 座以下客车 | 5 | 5 | 0.4 | 0.45 |
| 3 | 20 座（含）以上 40 座以下客车 | 10 | 10 | 0.8 | 0.8 |
| 4 | 40 座（含）以上客车 | 15 | 15 | 1.2 | 1.2 |

资料来源：公司提供

此外，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。对于合法装载车辆，小于 5 吨（含）的车辆按 0.09 元/吨•公里计费；5 吨至 15 吨（含）的车辆按 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 吨的车辆按 0.09 元/吨•公里线性递减到 0.06 元/吨•公里计费；大于 30 吨的车辆按 30 吨计费。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。

2010 年 4 月 16 日起，浙江省还实行了不停车收费（ETC），该方式可提高车道通行能力，有效解决收费站拥堵问题。对接受不停车收费方式的车辆用户，浙江省暂定三年内给予高速公路通行费减免 3%的优惠。

2012 年 7 月 24 日，国务院发布了《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37 号），将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日，对 7 座及以下免收小型客车收费公路通行费。公司下属各高速公路均在此次免费通行的收费公路范围内，该政策的执行对公司通行费收入产生一定的影响。

总的来看，公路收费年限和收费标准的确定和调整由政府决定，公司自主权很小，对公司运营具有一定影响。

**（5）路网收费精确拆分方案的影响**

目前，浙江省高速公路的收费模式为在全省高速公路网内不设主线收费站，实行联网收费。随着高速公路网的日益密集，从相同的一个起点到终点，可选择的路径可能有多条，即为“路径二义性”现象。在联网收费的环境下，二义性路径带来了如何计费以及沿线不同高速公路投资主体资金如何拆分的难题。

2005 年起，浙江省内通行费拆分以最短路径为拆分原则，同时考虑路程差距按照拆分规则拆分给相关的业主，若可能通行的不同路径里程差额在规定范围内，则将通行费按照两条路径各 50%的方式分配给沿线的各联网单位。该办法产生了高速公路网车辆通行费拆分不公等问题。因此，2009 年 10 月 15 日，浙江省实行全省路网二义性路径识别系统（简称“精确拆分系统”），规定高速公路车辆通行费将按实际行驶路线分配给沿线各高速公路业主。精确拆分系统仍以就低收费为原则，对两地间车辆通行费无影响，但沿线高速公路经营业主的利益分配却有着很大的变化。

2012 年，浙江省交通运输厅、浙江省物价局联合下发了《关于全省高速公路实施按实际行驶路径收费等有关事宜的通知》（浙交[2012]111 号），决定自 2012 年 5 月 15 日起，在全省高速公路实施按实际行驶路径收费、完善车辆通行费计费方法两项调整。一是对行驶全省高速公路的车辆，按其实际行驶的路径，计算并收取车辆通行费。全省高速公路使用的复合通行卡能记录车辆在路网内实际行驶的路径节点信息，可据此结合相关通行费费率参数，计算出应缴纳的车辆通行费。二是明确客车车辆通行费计费组成，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，车次费、车公里费率、隧道（桥梁）叠加费标准不变；货车实施计重收费，收费费率按《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）执行。

总体来看，按实际收费后，车辆的高速通行费用面临一定的增长，对公司的通行费收入产生一定的积极作用。

**（6）平行公路铁路分流影响**

公司大部分在运营的高速公路，诸如杭金衢、甬台温均有与其同向平行的国道，且为免费公路或通行费收费费率相对低廉，这将直接分流公司运营高速公路车辆。此外，新建同向公路也将产生一定程度的分流效应，例如 2013 年嘉绍跨江大桥通车，造成甬台温三门路段车流量下降。

但另一方面，高速公路的通行能力和路面舒适程度仍明显优于平行国道，自通车以来，浙西、浙东、浙南、台州、温州等板块所辖高速公路，平行国道对其产生的分流影响很小。而且，随着

浙江省地区高速公路网络的不断完善，其路网聚集效应将愈加明显，带动区域内公路交通总流量有所增长，从而减小平行公路铁路对上述路段车流量分流的影响。预计公司通行费收入规模仍将呈现上升趋势，但车辆通行费收入增速趋缓。

3. 工程施工业务

公司工程施工收入主要是由全资子公司浙江省交通工程建设集团有限公司（以下简称“交工集团”）负责。交工集团是公司全资拥有的具有公路工程总承包特级资质的企业，是浙江省目前规模最大、实力最强的交通工程施工企业，主要承担道路、桥梁、高速公路及隧道等的建设工程业务。交工集团拥有各种先进的施工机械设备及试验检测仪器 5,431 余台（套）。2014 年，交工集团完成工程施工收入 72.78 亿元，承接工程项目（施工承包）共 66 个，合同总价 101.86 亿元。其中，国外、省外项目 10 个，合同价累计 23.31 亿元，占承接业务总量的 22.88%。2015 年 1-6 月，交工集团完成工程施工收入 30.77 亿元，承接工程项目(施工承包)共 30 个，合同总价 30.81 亿元。其中，国外、省外项目 8 个，合同价累计 14.5 亿元，占承接业务总量的 47.08%。

表 8　2012 年~2015 年 6 月末工程施工板块施工合同情况 （单位：万元）

| 指标 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 1-6 月 |
|---|---|---|---|---|
| 完工数（个） | 36 | 31 | 23 | 3 |
| 完成额 | 242,430.00 | 212,613.56 | 496,227.97 | 86,340.42 |
| 新签合同（个） | 107 | 77 | 66 | 30 |
| 新签合同额 | 795,200.00 | 1,074,100.00 | 1,018,600 | 308,141 |
| 执行中合同（个） | 85 | 92 | 101 | 98 |
| 执行中合同额 | 1,500,938.00 | 2,470,677.77 | 2,566,708.08 | 2,622,249.84 |

资料来源：公司提供

表 9　截至 2015 年 6 月 30 日公司主要工程承包合同项目情况 （单位：万元）

| 序号 | 项目名称 | 建设单位 | 合同签署日期 | 合同开工日期 | 合同造价 | 合同约定完成时间 | 完成进度（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 杭金衢拓宽工程 EPC9 标 | 杭金衢高速公路拓宽工程建设指挥部 | 2013.8.9 | 2013.12.1 | 162,808.99 | 2016.8.31 | 24.97 |
| 2 | 杭金衢拓宽工程 1 标 | 浙江省交通投资集团有限公司杭金衢分公司 | 2012.12.20 | 2013.1.1 | 71,748.51 | 2015.10.31 | 79.5 |
| 3 | 龙泉至浦城高速 LP4 标 | 龙浦高速公路有限公司 | 2013.5.15 | 2013.5.28 | 56,340.00 | 2015.11.27 | 67.94 |
| 4 | 杭金衢拓宽工程 5 标 | 杭金衢高速公路拓宽工程建设指挥部 | 2013.10.15 | 2013.12.1 | 49,823.41 | 2016.8.31 | 18.59 |
| 5 | 杭新景高速建德至开化 5 标 | 杭新景高速公路有限公司 | 2012.12.15 | 2012.12.20 | 47,937.00 | 2015.12.19 | 86.74 |
| 6 | 兰州新区纬 54 路道路工程 2 标 | 兰州新区城市发展投资有限公司 | 2013.6.10 | 2013.6.13 | 43,231.00 | 2014.12.31 | 72.73 |
| 7 | 漳永联络线漳新段及华安段 A5 标 | 漳州漳永高速公路有限公司 | 2013.1.20 | 2013.2.1 | 42,128.08 | 2015.1.1 | 100.26 |
| 8 | 贵州毕节至都格高速 11 标 | 贵州高速公路开发总公司 | 2012.12.12 | 2012.12.27 | 38,368.19 | 2014.12.26 | 103.25 |
| 9 | 杭新景建德至开化段 12 标 | 杭新景高速公路有限公司 | 2012.12.15 | 2012.12.20 | 37,777.00 | 2015.8.19 | 94.1 |

| 序号 | 项目名称 | 建设单位 | 合同签署日期 | 合同开工日期 | 合同造价 | 合同约定完成时间 | 完成进度（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10 | 杭新景衢州段 10 标 | 杭新景高速公路有限公司 | 2012.10.10 | 2012.10.20 | 37,215.00 | 2015.6.19 | 86.61 |
| 11 | 义乌至兰溪公路兰溪段 BT 项目 | 兰溪市交通运输局 | 2013.10.10 | 2013.11.8 | 31,219.14 | 2016.5.7 | 71.53 |
| 12 | 杭新景开化段 14 标 | 杭新景高速公路有限公司 | 2012.10.15 | 2012.10.20 | 28,180.00 | 2015.6.19 | 101.02 |
| 13 | 京哈高速四平至长春段 CP03 标 | 吉林高速公路股份有限公司 | 2013.6.2 | 2013.6.15 | 26,175.00 | 2015.10.31 | 79.01 |
| 14 | 山西灵河高速原神段 LJ8 标 | 灵河高速公路管理处 | 2013.3.20 | 2013.4.1 | 22,919.93 | 2014.6.22 | 107.03 |
| 15 | 湖南省龙永高速公路土建 22 标 | 湖南省龙永高速公路有限公司 | 2012.10.15 | 2012.11.1 | 22,133.73 | 2015.5.31 | 79.09 |
| | **合计** | | | - | **718,004.98** | - | - |

资料来源：公司提供

目前交工集团参与的高速公路工程包括：漳永高速漳新段及华安段、贵州毕节至都格高速、京哈高速四平至长春段、山西灵河高速原神段、湖南省龙永高速公路、杭金衢拓宽工程、龙浦高速和杭新景高速等。公司在保证高速公路投资经营的同时，重视高速公路辅助产业的产业化经营，积极探索对高速公路服务区经营、广告、车辆抢修、加油站等产业资源重新组合的途径，以发挥优势资源的规模效应，构建主辅业务的合理“产业链”。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司累计承接的代建（BT）建设项目只有 6 个，均为道路桥梁类建设项目，公司均与相应的委托方政府机构签署了代建（BT）协议，明确了支付对价。上述 6 个项目涉及回购金额合计 74.80 亿元，已收到回购款 7.46 亿元，剩余 67.34 亿元预计将于 2019 年底前收回。此外，公司没有其他由财政性资金逐年回购的代建（BT）建设项目。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司累计承接的土地平整业务共 1 单，涉及 1 宗地块。公司在开展土地整理工作前当地政府签订土地整理协议，约定公司在完成土地平整后将获得该土地出让成交价款的一定比例作为土地平整的补偿收益。

总体看，未来五年公司工程仍有大规模投资，需持续关注公司工程施工业务回款情况。

4. 货物运输及衍生收入

公司货物运输及衍生业务主要为航运业务及代理服务，主要由浙江省海运集团有限公司（以下简称“海运集团”）和浙江远洋运输股份有限公司（以下简称“远洋公司”）经营管理。

海运集团成立于 1950 年 10 月，作为公司下属专业从事近海干散货运输的平台，为浙江省电煤运输业务的主要承运方，业务状况稳定，但经营业绩受行业运价指数波动影响较大。截至 2015 年 6 月末，海运集团船舶运力总吨位为 153.96 万吨。远洋公司是浙江省最大的国际航运企业。该公司成立于 1980 年，以国际航运为主，同时发展货运代理、船舶代理、船舶供应、房地产开发和高速公路客运等岸上产业。目前，世界贸易量 90%是通过远洋运输来实现的。截至 2015 年 6 月底，远洋公司船舶运力总吨位为 227.75 万吨。2012~2014 年公司货物运输及衍生收入逐年增长，分别为 21.43 亿元、27.81 亿元和 31.58 亿元。因近三年航运市场运力过剩，导致航运业运价下滑，公司该板块的业务出现亏损，但随着公司运力增长以及油价下跌，该业务经营逐年好转，毛利率近三年分别为-14.14%、-3.75%和-0.05%。2015 年 1~6 月公司实现运输及衍生收入 12.00 亿元，仅为上年全年的 38%，毛利率大幅下降至-16.87%，主要系上半年航运市场行情持续低迷，运价下跌所致。

总体看，因近三年航运市场运力过剩，导致航运业运价下滑，公司该板块的业务出现亏损，但随着公司运力增长以及油价下跌，该业务经营有所好转，未来航运市场行情短期内或仍将持续低迷，该板块业务盈利能力仍将有待提高。

5. 房地产销售

公司房地产业务主要由全资子公司浙江金基置业有限公司（以下简称“金基置业”）负责，同时海运集团和台金高速公司也有少量的房地产项目，公司未来不以房地产业务为主业。

金基置业主要从事住宅、办公楼、商场、地铁上盖、工业园区等项目的开发（销售）业务，近年来以住宅类项目为主。金基置业房地产项目分布在杭州、临安、千岛湖等地，已建项目主要包括明珠国际商务中心 1、2、3 号楼、千岛湖远洋观岛项目、金基晓庐住宅项目、燕东园公寓和商铺项目、金基•青云山居、金基观岛和金基府尚商业住宅项目等；目前公司在建住宅项目 1 个（悦湖湾）、商业项目 1 个（明珠国际 4、5、6 号写字楼）、土地一级开发项目 1 个，在建规模不大。

2012 年房产销售收入是以前项目剩余的未结算部分，故在当年该板块收入较少。2012 年房地产业务毛利率为 383.35%，毛利率超过 100%，主要系当期公司对子公司杭州金基置业有限公司的金基晓庐项目结转成本 1.29 亿元（其中包含施工单位要求索赔而最终支付的 8,000 万元以及部分项目因核算价调整为送审价等原因使得成本减少的 3,000 万元），以致当期房地产业务成本为负。2013 年房产销售收入大幅增长至 4.47 亿元，系海运集团的海运国际地产项目的销售所致，相应毛利率为 61.78%。2014 年公司房地产销售收入进一步上升至 10.77 亿元，毛利率为 41.61%，主要为明珠国际商务中心 1 号楼交付使用以及 2 号楼 4~7 层销售结转收入。2015 年 1~6 月，公司房地产销售收入 1.98 亿元，主要为千岛湖远洋观岛项目二标段的交付并结转收入。

总体看，公司房地产项目销售集中于尾盘销售，新开发楼盘规模不大，盈利能力有所下滑。

6. 证券综合业务

公司子公司浙商证券（持股比例 34.93%）经中国证监会批准的业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品。

浙商证券于 2002 年被中国证监会核准为综合类证券公司，2004 年被核准为保荐机构。2012 年 4 月，浙商证券获得融资融券业务试点资格。浙商证券拥有中国证券业协会会员资格、上海证券交易所会员资格和深圳证券交易所会员资格。

表 10　浙商证券营业收入情况（单位：万元，%）

| 分类 | 2012 年度 | | 2013 年度 | | 2014 年度 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 证券经纪业务 | 54,803.19 | 44.19 | 73,332.60 | 38.30 | 94,810.17 | 29.38 |
| 自营投资业务 | 8,929.47 | 7.20 | 7,891.94 | 4.12 | 18,937.94 | 5.87 |
| 资产管理业务 | 4,745.65 | 3.83 | 13,149.03 | 6.87 | 30,032.08 | 9.31 |
| 投资银行业务 | 8,058.23 | 6.50 | 14,859.12 | 7.76 | 22,914.43 | 7.10 |
| 期货业务 | 29,991.21 | 24.18 | 51,266.92 | 26.78 | 105,131.90 | 32.58 |
| 融资融券 | 3,567.46 | 2.88 | 29,791.16 | 15.56 | 66,887.11 | 20.73 |
| 直投业务 | 1,150.08 | 0.93 | 1,323.38 | 0.69 | 1,821.65 | 0.56 |
| 其他业务 | 12,765.77 | 10.29 | 897.93 | 0.47 | -17,850.85 | -5.53 |
| **合计** | **124,011.06** | **100.00** | **191,470.99** | **100.00** | **322,684.44** | **100.00** |

资料来源：公司提供

近年来，受益于证券交易活跃的带动以及证券业务的积极开拓，浙商证券营业收入快速增长，2014 年实现营业收入 32.27 亿元，其中期货业务、证券经纪业务和融资融券业务规模较大，占比分别为 32.58%、29.38%和 20.73%。公司证券业务产生的收入主要体现在“其他业务收入”、“利息收入”和“手续费及佣金收入”等科目。

综上所述，高速公路经营管理业务为公司的主要业务，该业务在公司收入及利润中占据主导地位，目前经营状况稳定。公司涉足的其他业务经营规模和经营状况在同行业中也具有一定优势。在未来发展中，公司将始终坚持高速公路的投资、建设和运营业务，坚持其他业务与主业的战略协同作用。

7．重大事项

根据公司在中国货币网公开披露的《浙江省交通投资集团有限公司关于受让浙江省物产集团有限公司部分股权的公告》，公司于2015年1月26日收到浙江省国资委下发的《浙江省国资委关于省交通集团公司受让省物产集团公司38%国有股权有关事项的通知》（浙国资产权[2015]5号），浙江省国资委同意公司按398,598.45万元的价格受让物产集团38%的国有股权。在上述股权转让完成后，公司持有物产集团38%的股权，成为其第二大股东；截至目前，受让股权价款已支付完毕，受让股权相关变更登记手续已完成。此次股权变更有助于公司现有的资源有效利用和高速物流相关业务的发展。

8．经营关注

**宏观经济和政策波动风险**

高速公路行业受经济周期影响相对较弱，但在宏观经济放缓的背景下，一些与高速公路行业密切相关的行业如汽车业、运输物流业等强周期性行业将会首先受宏观经济影响出现增长放缓甚至衰退的情况，进而对高速公路的运输需求产生一定负面影响，从而影响高速公路的交通流量及通行费收入。目前中国经济进入增速阶段性回落时期，公司的车流量及通行费收入极有可能受其影响出现增速下降趋势。

目前高速公路的定价机制并没有完全市场化，需要运营企业与政府共同确定。按相关规定，对于经营性公路车辆通行费的收费标准，应当依照价格法律、行政法规的规定进行听证，并由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级价格主管部门审核后，报本级人民政府审查批准。定价政策的变化可能对公司经营业绩带来不利影响。公司营业收入的主要来源为高速公路的车辆通行费收入，因此收费标准和收费期限的调整将直接影响公司的经营业绩。同时，燃油税税费体制改革以及取消二级公路收费政策对于高速公路通行车流量及结构会产生一定影响，进而影响公司的经营。因此收费政策调整可能使公司面临一定的风险。

**管理风险**

截至 2015 年 6 月末，公司下设 3 家分公司，拥有 96 家纳入合并范围的子公司。业务涵盖高速公路、工程施工、航运、造船、酒店、房地产和证券等，这使得公司能在统一协调下发挥整体优势。公司控股、参股企业较多，经营范围进一步扩大，尤其是在战略管理、投资决策管理和风险控制等方面亟待加强。由于公司近年来加强了业务整合力度，对公司在资源整合、资本运作、内部经营管理等方面都提出了更高的要求，如果公司管理层的素质和水平不能相适应，将带来一定的管理风险。

**高速公路业务经营风险**

高速公路本身的经营特点对公司业务运营造成影响，公司主要从事浙江省境内高速公路项目

的建设、运营管理和特许经营等活动。由于高速公路行业的特点，在高速公路建设前期的征地费用、建设期间的筑路成本、工程质量的优劣均会直接影响公司的经营状况。高速公路建成通车后，定期对路面的日常养护会影响公路的正常通行，影响交通流量；某些不可预见因素也会不同程度地造成高速公路暂时无法正常通行或对高速公路设施造成破坏。上述因素均有可能导致公司的经营业绩受到一定的影响。

**货物运输及衍生业务经营风险**

公司货物运输及衍生业务主要由下属浙江省海运集团有限公司和浙江远洋运输股份有限公司从事，近年来受全球航运价格波动影响，该业务经营业绩受到一定影响。2012~2014 年，公司货物运输及衍生业务受行业整体环境影响，毛利率波动较大，且呈亏损状态，如行业不景气的情况持续，可能对公司的盈利稳定性产生不利影响。

9．经营效率

公司应收账款规模不大，由于增长速度较快，2012~2014 年公司应收账款周转率波动下降，分别为 53.20 次、57.34 次和 45.46 次，但仍处于较高水平，公司应收账款流动性较好。但是，公司大部分应收款系与政府等相关机构往来款，计入其他应收款科目，公司应收账款周转率代表性不强。由于存货主要为房地产开发成本，公司房地产规模占比较小且稳定发展，随着收入规模的增加，近年来公司存货周转率较高且有所增长，2012~2014 年分别为 3.35 次、3.80 次和 4.35 次。2012~2014 年，公司总资产周转率较低，分别为 0.34 次、0.19 次和 0.21 次，主要由于高速公路建设项目在合同中约定项目竣工验收合格后 3 年左右才能完全支付价款，项目完全结转时间较长。从同行业上市公司来看，公司下属子公司沪杭甬高速的应收账款周转率在同类上市公司中处于中等偏上水平，存货周转率处于较高水平，总资产周转率处于中等水平；公司整体经营效率在同类上市公司中处于中等水平。

表 11　2014 年同行业上市公司经营效率指标情况单位：次

| 证券代码 | 证券简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|---|---|---|---|---|
| 601107.SH | 四川成渝 | 17.28 | 6.86 | 0.36 |
| 600548.SH | 深高速 | 5.95 | 3.88 | 0.15 |
| 600269.SH | 赣粤高速 | 9.05 | 4.60 | 0.13 |
| 600350.SH | 山东高速 | 949.13 | 0.22 | 0.15 |
| 600377.SH | 宁沪高速 | 106.78 | 1.35 | 0.28 |
| 00576.HK | 沪杭甬 | 76.37 | 45.66 | 0.22 |
| 公司 | | 45.46 | 4.35 | 0.21 |

资料来源：wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标除公司外统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率较好。

10.未来发展

未来 5 年，公司将围绕“调整结构促转型，完善机制谋发展”的发展战略。“调整结构促转型”：一是调整产业结构，即坚持高速公路传统主业不动摇，大力发展港口物流业和高速公路衍生业，支持壮大水上运输业，加快工程建设业务转型，合理发展房地产业，培育证券业，构建“4+1”

业务结构；二是调整产权结构，即加快股份制改造、积极培育公司上市，大力实施资本运作，提高省属国有净资产证券化比率，完善现代企业制度，降低企业经营风险；三是调整组织结构，即压缩管理层级、缩短管理链条，调整集团总部部门设置、适应新的管控模式。“完善机制谋发展”：一是完善投资机制，即理顺政府还贷高速公路投资机制，通过规范运作最大限度挖掘体制优势增强投资能力；二是完善管控机制，即明确母子公司分工，修订管理制度，增强集团总部管控能力；三是完善考核机制，增强员工的事业心和幸福感；四是完善监督机制，即通过加强党建工作和企业文化建设，推行“阳光工程”，实现资产、生产、干部“三个安全”。

总体看，公司对于未来发展定位明确、发展思路清晰，公司调结构和完善机制的发展规划较为科学合理。

## 七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2012~2013 年度财务报告、2014 年度财务报告已分别经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）及天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年上年度财务数据未经审计。

2013 年，公司财务报表合并范围有所调整，其中有 6 家子公司不再纳入合并范围，9 家公司新纳入合并范围。6 家不再纳入合并范围的子公司中，有 2 家子公司由于经营困难被公司注销，有 1 家子公司由于项目开发停滞被公司注销，有 2 家子公司由于股权变动不再纳入合并，有 1 家子公司由于项目销售完毕被公司注销；新纳入合并范围的 9 家子公司中，有 8 家为公司或公司子公司新设立，另有 1 家子公司经股权变动后纳入合并范围。2014 年，公司财务报表合并范围有所调整，其中 4 家原子公司不再纳入合并范围，11 家新设立公司纳入合并范围。4 家不再纳入合并范围的子公司中，有 2 家子公司清算完毕，有 2 家子公司由于股权转让不再纳入合并范围。2012~2014 年公司新增与不再纳入合并范围的子公司规模均较小，故合并范围变动对公司财务数据连续性和可比性的影响不大，公司报表可比性较强。

截至2014年末，公司合并资产总额1,700.34亿元，负债合计1,246.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计453.95亿元。2014年公司合并口径实现营业收入329.52亿元，净利润23.65亿元；经营活动现金流量净额181.09亿元，现金及现金等价物净增加额58.20亿元。

截至2015年6月末，公司合并资产总额2,074.98亿元，负债合计1,611.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计463.48亿元。2015年1~6月，公司合并口径实现营业收入167.36亿元，净利润15.93亿元；经营活动现金流量净额238.37亿元，现金及现金等价物净增加额287.44亿元。

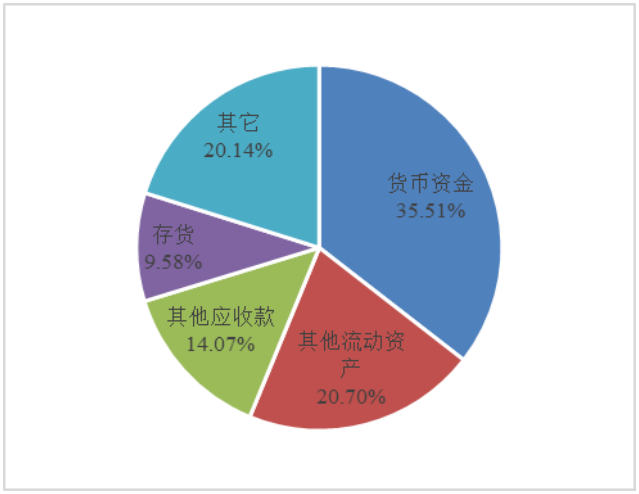
2．资产质量

近年来，公司资产总额持续增长，三年年均复合增长 9.52%，截至 2014 年末，公司资产总额为 1,700.34 亿元，从资产结构上看，公司流动资产占比持续上升，2014 年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 31.71%和 68.29%，公司资产结构以非流动资产为主，符合高速公路行业的经营特点。

**流动资产**

2012~2014年末，公司流动资产年均复合增长33.74%，主要系其他流动资产等增长。截至2014年末，公司流动资产为539.22亿元。主要由货币资金、存货、其他应收款和其他流动资产构成，如下图所示：

图 4　截至 2014 年末公司流动资产构成




数据来源：公司审计报告

2012~2014年末，公司货币资金年均复合增长7.23%。截至2014年末，公司货币资金191.48亿元，较上年年末增长14.54%，占流动资产的35.51%。公司货币资金主要由银行存款构成，占比97.96%。剔除使用受限的货币资金115.47亿元（包括三级子公司浙商证券代理买卖证券客户存款资金103.31亿元）后，公司货币资金仍较为充沛。

2012~2014年末，公司结算备付金年均复合增长130.57%，主要系客户普通备付金大幅增长。截至2014年末，公司结算备付金48.02亿元，其中客户普通备付金40.88亿元，主要用于证券经纪和资管业务。

2012~2014年末，公司应收账款规模不大，三年年均复合增长57.40%。截至2014年末，公司应收账款账面价值7.99亿元，主要为通行费收入和货运款。从账龄组合来看，公司应收账款账龄集中在1年以内（占比94.73%），账龄短；从集中度看，公司欠款单位前五名应收账款占应收账款总额的14.54%，集中度低，如下表所示。应收款客户主要为104国道苍南灵溪至海城连接线公路建设工程指挥等，客户回收风险不大。公司共计提应收账款坏账准备0.11亿元，占全部应收账款余额的1.38%，计提较充分。

表12　截至2014年底公司应收账款金额前五位　（单位：亿元，%）

| 应收方 | 金额 | 占比 |
|---|---|---|
| 104国道苍南灵溪至海城连接线公路建设工程指挥部 | 0.33 | 4.07 |
| 杭州国益路桥经营管理有限公司 | 0.26 | 3.27 |
| 吕梁环城高速公路建设管理处 | 0.25 | 3.15 |
| 公路局结算中心 | 0.18 | 2.23 |
| 嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司 | 0.14 | 1.81 |
| **合计** | **1.16** | **14.54** |

资料来源：公司提供

2012~2014年末，公司预付款项规模不大，年均复合下降43.38%，系2014年该科目的前期会计差错更正导致，即公司对预付款项前期差错进行了更正：公司在2014年以前将预付长期资产购置款（在建高速公路项目预付款）5.08亿元计入“预付款项”中，公司采用追溯重述法将上述款项计入“其他非流动资产”。截至2014年末，公司预付款项2.16亿元，主要系预付材料款等。

2012~2014年末，公司其他应收款年均复合增长68.10%，主要表现为2014年的增长。截至2014

年末，公司其他应收款为75.86亿元，较上年增长151.82%，增长主要来源于浙江省综合资产经营有限公司向公司借款40亿元。截至2015年2月6日，浙江省综合资产经营公司已归还本金及利息40.23亿元。除上述借款外，公司其他应收款应收单位主要为政府单位，款项回收风险较低。在按组合分析法计提坏账准备的款项中，账龄在1年内的其他应收账款占比为79.77%，1~2年的占比为9.74%，2~3年的占比4.63%，3年以上的占比5.86%。公司对其他应收款按个别认定和账龄分析法计提坏账准备共计2.94亿元，占全部其他应收款账面余额的3.73%。

表13　截至2014年底公司其他应收款金额前五位　（单位：亿元，%）

| 应收方 | 金额 | 占比 |
|---|---|---|
| 浙江省综合资产经营有限公司 | 40.07 | 52.82 |
| 政府性借款 | 5.28 | 6.95 |
| 浙江运河协安置业有限公司 | 4.92 | 6.48 |
| 浙江省财务开发公司 | 1.80 | 2.37 |
| 萧山区人民政府 | 0.56 | 0.74 |
| **合计** | **52.63** | **69.37** |

资料来源：公司提供

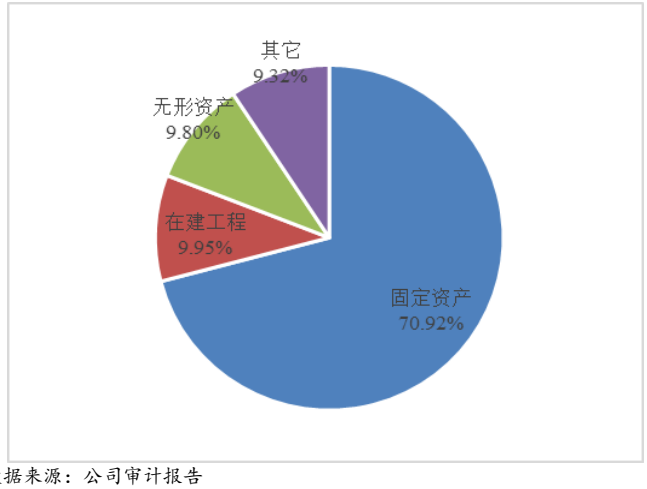
2012~2014年末，公司存货小幅波动增长，以工程施工和开发成本为主。截至2014年末，公司存货51.64亿元，其中工程施工占比46.50%，开发成本占比28.93%。存货规模较上年年末下降9.36%，主要系开发成本的减少。公司全部存货共计提跌价准备0.22亿元，占存货全部账面余额的0.43%，存货整体质量较好。

2012~2014年末，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长127.67%，系近年公司下属子公司浙商证券业务规模快速扩大所致。截至2014年末，公司其他流动资产111.62亿元，主要包括融资融券业务融出资金85.46亿元和存出保证金（包括交易保证金、信用保证金等）23.71亿元；2014年末该科目较上年增长133.99%，主要系上述两项的大幅增长。

**非流动资产**

2012~2014 年末，公司非流动资产小幅增长，年均复合增长 1.99%。截至 2014 年末，公司非流动资产合计 1161.11 亿元，其中主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，如下图所示：

图 5　截至 2014 年末公司非流动资产构成




数据来源：公司审计报告

2012~2014 年末，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 14.54%，主要系头门港公司不再

纳入公司合并范围导致其承接的 BT 项目竣工移交后的应收款项不再计入长期应收款所致。截至 2014 年末，公司长期应收款为 24.76 亿元，仍以 BT 项目竣工移交后的应收款项为主（占 89.56%）。

由于公司对浙江杭浦高速公路有限公司、杭州杭千高速公路发展有限公司、台州四强新型建材有限公司的经营决策和财务决策不能实施重大影响，公司根据财政部于 2014 年修订或新制定发布的会计准则，对 2013 年底可供出售金融资产和长期股权投资进行了重新分类，影响长期股权投资减少 17.81 亿元，可供出售金融资产增加 17.87 亿元。截至 2014 年末，公司可供出售金融资产由上年的 7.64 亿元增加至 28.71 亿元，主要包括股权投资 18.08 亿元（包括浙江杭浦高速公路有限公司 6.49 亿元、杭州杭千高速公路发展有限公司 6.09 亿元、浙江温州甬台温高速公路有限公司 5.02 亿元）、理财产品 5.61 亿元、股票 3.19 亿元。截至 2014 年末，公司长期股权投资由上年 27.07 亿元减少至 8.79 亿元，为公司对合营、联营企业等的投资。

2012~2014 年末，公司固定资产规模大，年均复合下降 1.18%。截至 2014 年末，公司固定资产账面净值 823.51 亿元，公司固定资产累计计提折旧 242.21 亿元，减值准备 1.79 亿元。2014 年底，公司固定资产账面价值构成中，公路及构筑物占 78.54%，房屋建筑物、通用设备、专用设备及运输工具等占 21.46%。公司固定资产以优质道路资产为主，质量高。

2012~2014 年末，公司商誉呈小幅下降趋势，年均复合下降 5.05%，主要系近三年子公司申苏浙皖公司和金丽温公司商誉已明显发生减值；临安浙远以及房地产开发项目预计未来年度可收回现金流量净现值低于其账面净资产及金基置业公司商誉账面余额之和，期末按此差额部分计提商誉减值准备。根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会《关于省交通集团高速商誉账务处理的意见》及减值测试结果，公司累计对上述子公司商誉计提了减值准备 2.94 亿元。截至 2014 年末，公司商誉账面净值为 19.37 亿元。

2012~2014 年末，公司其他非流动资产增长幅度较大，年均复合增长 72.75%，主要系 2014 年预付的长期资产购置款增加所致。截至 2014 年末，公司其他非流动资产规模为 12.01 亿元，其中预付长期资产购置款占比为 87.05%。

随着公司的大规模投资，近三年公司在建工程年均复合增长 36.74%，主要表现为 2014 年大幅增长。截至 2014 年末，公司在建工程 115.59 亿元，较上年年末增长 79.38%，主要系杭新景二期工程、乐清湾大桥及接线工程、杭金衢拓宽工程新增大额投资所致。

2012~2014 年底，公司无形资产有所波动，年均复合变动率 1.88%。截至 2014 年末，公司无形资产 113.81 亿元，以高速公路经营权为主。由于子公司沪杭甬公司在香港上市，根据当地的会计准则，公司将沪杭甬公司旗下的高速公路计为无形资产中的公路经营权。

截至 2014 年末，公司固定资产和无形资产中账面价值为 761.51 亿元的公路收费权、房屋建筑物及轮船用于抵质押融资。

截至 2015 年 6 月末，公司资产合计 2,074.98 亿元，较年初增长 22.03%，主要系货币资金、其他流动资产等大幅增长。从资产结构来看，流动资产占比 41.86%，占比较年初提高了 10.15 个百分点。流动资产中，货币资金 459.06 亿元，较年初大幅增长 139.74%，主要系浙商证券代理买卖证券客户存款大幅增加所致；其他流动资产 185.79 亿元，较年初大幅增长 66.45%，系浙商证券融资融券业务融出资金增加所致。2015 年 1～6 月，公司长期股权投资合计 50.18 亿元，较年初增加 41.40 亿元，主要系公司投资物产集团公司所致，投资后公司持有物产集团公司 38%股权，成为其第二大股东。

总体看，近年来公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高，剔除使用受限资金及证券公司客户存款后，公司货币资金仍较为充沛。非流动资产仍

以高速公路等固定资产为主，符合行业特征，公司整体资产质量较好。

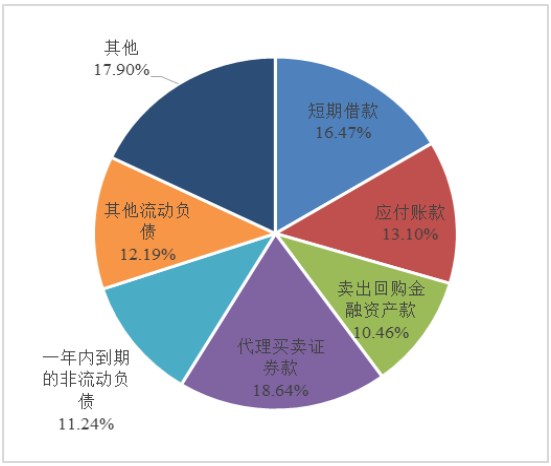
3．负债及所有者权益

**负债**

2012~2014 年末，公司负债合计年均复合增长 10.62%，增长主要来源于金融业务有关的负债。截至 2014 年末，公司负债合计 1,246.38 亿元，其中流动负债占 48.33%、非流动负债占 51.67%，流动负债所占比重较往年大幅提升，但公司仍以非流动负债为主。公司债务结构较为合理，债务期限配置与高速公路修建经营周期长的特点较为适应。

2012~2014 年末，公司流动负债年均复合增长 31.20%。截至 2014 年末，公司流动负债为 602.43 亿元，较上年年末增长 70.49%，主要系短期借款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增加所致。截至 2014 年末，流动负债主要由短期借款、应付账款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，如下图所示：

图 6　2014 年末公司流动负债构成




数据来源：公司审计报告

2012~2014 年末，公司短期借款分别为 97.55 亿元、60.79 亿元和 99.23 亿元，波动较大。截至 2013 年末，公司短期借款 60.79 亿元，较上年年末大幅减少 36.76 亿元，主要系公司兑付短期融资券和部分信用借款到期。截至 2014 年末，公司短期借款 99.23 亿元，较上年年末大幅增加 38.45 亿元，主要系保证借款及信用借款增加较多所致。截至 2014 年底，公司短期借款以保证借款（36.58 亿元）和信用借款（49.09 亿元）为主。

2012~2014 年末，公司应付账款略有波动，2014 年末为 78.89 亿元。从账龄来看，公司应付账款主要集中在 1 年以内（占 57.94%）和 3 年以上（占 27.00%），账龄较分散；从款项性质来看，公司近年来应付款的款项性质均以应付的项目工程款为主，还包括与舟山市指挥部资产移交尚未办妥产生的应付款。

截至 2014 年末，公司卖出回购金融资产款 62.99 亿元，全部为 2014 年新增，其中债券质押式回购 20.29 亿元，收益权转让卖出回购 38.99 亿元。

2012~2014 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 6.26%。截至 2014 年末，其他应付款 37.52 亿元，主要以公司在接受龙丽高速股权时暂挂的对浙江省公路局的资产收购款为主，该部分款项是否支付还待政府协调，目前无息。

2012~2014 年末，公司代理买卖证券款年均复合增长 51.48%。截至 2014 年末，公司代理买卖证券款 112.32 亿元，其中普通经纪业务 102.57 亿元，信用业务 9.75 亿元。

2012~2014 年末，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 62.61%，主要系长期借款结转所致。截至 2014 年末，公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款 67.73 亿元。

2012~2014 年末，公司其他流动负债年均复合增长 66.93%，主要系应付货币保证金、短期融资券增加所致。截至 2014 年末，公司其他流动负债 73.41 亿元，其中短期融资券和信用证贴现借款共计 19.40 亿元，已计入短期债务。

2012~2014 年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 1.86%，主要受长期借款变化影响。

2012~2014 年末，公司长期借款波动下降，年均复合下降 1.59%。截至 2014 年末，公司长期借款 587.16 亿元，其中质押借款 390.59 亿元、信用借款 125.91 亿元、保证借款 41.73 亿元、抵押借款 28.82 亿元。长期借款年限分布较为分散，不存在集中偿付问题。

截至 2014 年末，公司应付债券 22.40 亿元，为公司 2009 年发行的“09 浙交投债”10.40 亿元及浙商证券股份有限公司发行的 2014 年第一期次级债券 7 亿元、2014 年第二期次级债券 5 亿元。

2012~2014 年末，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 7.48%。截至 2014 年末，公司长期应付款 30.17 亿元，以公司应付融资租赁款和股权转让款为主，此两类款项均为有息，计入长期债务中。上述股权转让款因 2006 年公司向浙江海越股份有限公司收购原浙江杭金衢高速公路有限公司股权而产生的负债。

公司全部债务逐年增长，三年年均复合增长 7.57 %，截至 2014 年末，公司全部债务合计 919.20 亿元，其中短期债务占比 29.63%，长期债务占比 70.37%，债务结构以长期为主，符合公司发展经营策略。受到公司金融业务迅速开展和所有者权益持续增长的影响，近三年公司资产负债率波动上升，债务负担有所减轻。近三年，公司资产负债率分别为 71.85%、70.78%和 73.30%，全部债务资本化比率分别为 66.56 %、65.47 %和 66.94 %，长期债务资本化比率分别为 62.56 %、61.85 %和 58.76%。

截至 2015 年 6 月末，公司负债合计 1,611.50 亿元，较年初增长 29.29%。主要系代理买卖证券款、其他流动负债等大幅增加所致。从负债结构来看，流动负债占比 54.90%，较年初提高 6.57 个百分点。受益于 2015 年上半年股票市场量价齐升，证券业务规模增长较快，截至 2015 年 6 月末，代理买卖证券款合计 364.51 亿元，较年初大幅增加 224.53%；其他流动负债 155.16 亿元，较年初大幅增加 111.37%。

总体看，随着投资规模的扩大，公司负债规模持续增长，负债结构以非流动负债为主。随着浙商证券业务规模的快速扩张，公司代理买卖证券款以及卖出回购金融资产款等流动负债规模快速增长，带动流动负债占比提高；非流动负债仍以长期借款为主。整体看，公司债务结构较为合理，债务期限配置与高速公路修建经营周期长的特点较为适应。

**所有者权益**

来自外部的持续资本金注入和未分配利润带动公司所有者权益持续增长，2012~2014 年年均复合增长 6.66%。截至 2014 年末，公司所有者权益为 453.95 亿元（含少数股东权益 135.33 亿元）；归属母公司所有者权益中实收资本占 15.69%、资本公积占 44.02%、未分配利润占 34.68%。

截至 2013 年末，公司资本公积为 134.87 亿元，较 2012 年末增加 32.26 亿元，其中主要为公司收到浙江省政府拨入资本金 30 亿元以及公司收到的车购税补助 1.82 亿元。截至 2014 年末，公司资本公积 140.24 亿元，较 2013 年末增加 5.37 亿元，主要来源于收到浙江省财政厅省本级国有

资本预算 0.40 亿元、浙江省交通运输厅高速公路车购税补助 6.16 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益合计 463.48 亿元，较年初增长 2.10%，主要系利润结转所致，权益结构较年初变化不大。

总体看，随着政府资本金的注入以及利润的逐步结转，公司所有者权益持续增长。所有者权益中未分配利润占比偏高，公司权益稳定性尚可。

4．盈利能力

随着通行费、货物运输及衍生业务、房产销售和证券业务的收入增长，2012~2014 年，公司营业收入[3]逐年增长，年均复合增长 17.34%。2014 年公司营业收入为 329.52 亿元，其中利息收入 8.84 亿元，年均复合增长 67.40%；手续费及佣金收入 18.13 亿元，年均复合增长 42.81%。2012~2014 年，公司营业成本也呈逐年增长趋势，涨幅快于营业收入，年均复合增长 20.88%，2014 年公司营业成本合计 236.89 亿元，其中利息支出 1.71 亿元，三年复合增长 162.51%；手续费及佣金支出 0.67 亿元，三年复合增长 48.66%。受益于 2014 年证券行业整体发展趋势较好，公司证券业务收入及成本增长较快。受益于公司成本管理控制的显著提高，2012~2014 年，公司净利润逐年快速增长，三年复合增长 180.34%，2014 年为 23.65 亿元，其中归属于母公司的净利润 17.56 亿元。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用波动下降，三年复合下降 5.51%。2013 年公司期间费用由上年的 58.16 亿元大幅减少至 47.27 亿元，系部分由公司下属金融子公司产生的管理费用经商议后调整至营业成本构成中其他业务成本所致，因此管理费用由 2012 年 18.03 亿元大幅下降至 2013 年 8.79 亿元，同比下降 51.24%。2014 年期间费用较 2013 年小幅增长。从三费构成来看，近三年公司期间费用中财务费用占比突出，2014 年为 77.30%，此外 2014 年管理费用占比 17.06%，销售费用占比 5.63%。近三年公司财务费用波动增长，年均复合增长 2.59%，2014 年，公司财务费用合计 40.14 亿元，同比增长 11.87%，主要系公司有息债务规模增加所致。近三年，公司费用收入比分别为 24.30%、16.82%和 15.76%，费用控制能力趋于增强，但整体来看，公司期间费用水平仍有待改善。

从利润构成来看，公司营业利润主要来源于主营业务利润。近三年投资收益快速增长，2012~2014 年分别为 1.96 亿元、4.92 亿元和 7.93 亿元，其中 2013 年投资收益形成以处置长期股权投资产生的投资收益（远洋公司出售下属子公司商务服务有限公司）为主，2014 年投资收益形成以处置长期股权投资收益、处置可供出售金融资产取得收益为主，上述投资收益无持续性。近三年公司营业外收入逐年下降，三年复合下降 17.43%，2014 年为 2.22 亿元，公司营业外收入主要来自政府财政补贴、路产赔偿收入和非流动资产处置利得。

从盈利指标来看，公司近三年营业利润率持续下降，2014 年为 24.81%，主要系公路维护成本以及人工成本增加所致； 2014 年公司总资本收益率等为 5.03%，净资产收益率为 5.29%，较上年均有不同程度的提高，整体盈利水平有所提高。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 167.36 亿元，其中主营业务收入合计 97.30 亿元；2014 年 1～6 月，公司实现投资收益 5.85 亿元，实现净利润 15.93 亿元。

总体看，近年来公司经营较为稳定，随着新建高速公路的完工通车，公司收入规模持续扩大，高速公路盈利能力较好；此外，投资收益逐步增长，对公司利润形成一定贡献。目前，公司主要的高速公路资产经营状况稳定且良好，未来，随着在建高速公路工程的完工通车，与目前公司经营的高速公路形成协同路网效应，以通行费为主的公司营业收入和盈利规模有望得以继续扩大。

[3] 此处将利息收入和手续费及佣金收入计入营业收入中；下文将利息支出和手续费及佣金支出计入营业成本中。

但联合评级也关注到，公司财务费用处于高位，对利润的侵蚀较大，尽管公司对管理费用等成本控制逐步严格，但公司整体费用控制能力仍有待提升。

5．现金流

经营活动方面， 2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 293.00 亿元、335.87 亿元和 504.23 亿元，增长较快，主要系近年公司业务规模扩大，收入规模增长所致。由于 2014 年金融业务相关现金流入量规模较大，即公司收取利息、手续费及佣金的现金 27.79 亿元，拆入资金净增加额 16.30 亿元，回购业务资金净增加额 44.49 亿元，代理买卖收到的现金净额 64.50 亿元，使得经营活动现金流入量较上年大幅增 50.12%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要反映了公司收到收回投标、履约等各类保证金和浙商证券、浙商期货的应付货币保证金。近三年，公司经营活动现金流出量分别为 241.66 亿元、284.37 亿元和 323.14 亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。其中，支付其他与经营活动有关的现金主要由公司归还投标保证金和履约保证金和买入返售的净增加额构成；2014 年浙商证券融出资金净增加额 56.10 亿元。2012~2014 年，经营活动产生的现金净流量分别为 51.34 亿元、51.50 亿元和 181.09 亿元。公司经营活动产生的现金净流量近年来快速增长，且保持较好水平，公司经营获现能力强。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为 98.26%、96.86%和 89.64%，呈逐年下降趋势，主要系前期预收款项较多，2014 年项目收入集中确认所致。

投资活动现金流方面，2012~2014 年公司投资活动现金流量净额均为净流出状态，且净流出规模持续扩大。2014 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 79.32 亿元，主要为公司进行项目建设的资本金投入；投资支付的现金 52.98 亿元，增长主要来源于浙江省综合资产经营有限公司的借款 40 亿元。2012~2014 年公司投资活动现金流入分别为 42.88 亿元、19.33 亿元和 28.69 亿元，现金流入受公司收回投资收到的现金影响较大，2014 年公司收回投资收到的现金 13.16 亿元，同比增长 34.01%，系公司子公司所开展的金融板块业务规模增长影响。2012~2014 年公司投资活动现金流量净额分别为-48.22 亿元、-53.87 亿元和 104.69 亿元。总体看，公司经营活动产生的现金净流量基本可以满足公司工程项目建设和股权投资及拆借的资金需求，公司对筹融资依赖程度较低。

公司主要依靠银行借款来满足自身的筹融资需求，2014 年加大了债券融资的力度。2012~2014 年，公司筹资活动流量净额为-6.52 亿元、-0.31 亿元和-18.18 亿元，呈净流出状态。近三年，公司筹资活动流入和流出现金均波动幅度较大，筹资活动现金流入以银行借款和发行债券收到的现金为主，筹资活动现金流出主要以偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。

2015 年 1~6 月，公司实现经营活动现金流量净额 238.37 亿元，主要系证券市场交投活跃导致收到的其他与经营活动有关的现金增加所致；投资活动现金净流出 34.08 亿元；筹资活动现金净流入 83.16 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量基本能够满足公司投资活动所需支付的现金，对外部筹融资需求较小；公司筹资活动现金流量持续为净流出状态。公司现金类资产规模大，且公司主营业务中占比最多的高速公路通行费收入实现质量好，能够持续承受筹资活动现金净流出。未来，随着公司在建及新建项目的持续投入，加之公司未来偿还借款规模增大，公司仍存在外部债务融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力来看，近三年公司流动比率和速动比率呈波动上升趋势，整体波动幅度不大，截至 2014 年末，二者分别为 0.90 倍和 0.81 倍；近三年，公司现金短期债务比[4]分别为 1.00 倍、1.04 倍和 0.40 倍，呈波动下降趋势，主要系 2014 年公司短期借款以及其他短期债务有所增加，此外浙商证券新增大量卖出回购金融资产款，带动短期债务大幅增长。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，公司现有债务结构以长期债务为主。近三年，公司 EBITDA 持续增长，三年复合增长 14.30%，2014 年达 127.40 亿元，主要系利润总额大幅增长带动。近三年，公司全部债务规模也呈逐年增长趋势，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.14 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍、2.53 倍和 2.75 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。考虑到公司现金流充沛，货币资金充足，可变现资产规模较大，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年 6 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保情况合计 14.68 亿元，占公司净资产的 3.17%，对公司影响不大。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2015年10月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 6 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 1,366.13 亿元，其中已使用授信额度 578.65 亿元。此外，公司在债券市场发行过多期债券，公司子公司沪杭甬公司为上市公司，具备直接融资渠道，公司在资本市场具有较强的融资能力。

总体看，公司高速公路通行费收入实现质量好，公司现金流充沛，货币资金充足，可变现资产规模较大，融资渠道畅通，公司整体偿债能力较强。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

1．本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司负债总额 1,611.50 亿元，本次拟发行公司债规模 45 亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较小。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 45 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 78.14%、67.09%和 61.46%，债务负担进一步增加，但仍处于可控范畴。考虑到本次债券的部分筹集资金用于偿还借款，因此上述指标将相应有所降低。

2．本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 127.40 亿元，为本次公司债券发行额度（45 亿元）的 2.83 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。公司 2014 年经营活动现金流入量为 504.23 亿元，为本次公司债券发行额度（45 亿元）的 11.21 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高。公司 2014 年经营活动现金净流入 181.09 亿元，为本次公司债券发行额度（45 亿元）的 4.02 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度较高。

[4] 此处计算现金短期债务比时，已将浙商证券的客户存款从现金类资产中剔除。

总体看，公司在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中占据绝对主导地位，经营优势明显。未来，随着浙江省经济的持续增长，路网车流量有望每年获得稳定的自然增长，公司经营效益也将随之稳定增长。综合以上分析，并考虑到公司经营规模、路产质量，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

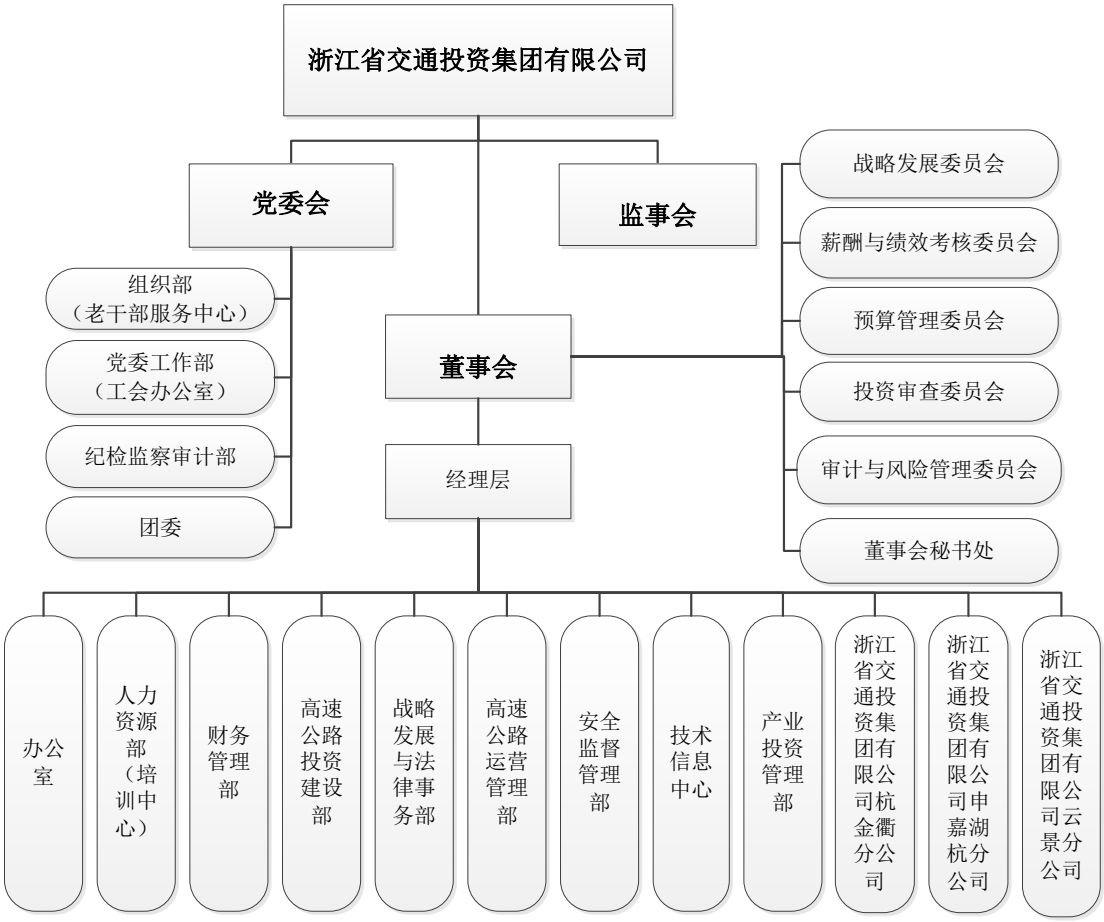
## 九、综合评价

公司作为浙江省最大的国有独资高速公路投资运营公司，在浙江省内高速公路投资建设、管理运营领域中占据主导地位，区域垄断经营优势明显；公司经营路段地理位置优越，路产质量优良，经营获现能力强；公司资产实力雄厚，现金类资产充裕。同时联合评级也关注到公司货物运输及衍生业务亏损、财务费用对利润的侵蚀较大以及债务负担较重等对公司信用基本面带来的负面影响。

公司高速公路业务经营成熟稳健，所运营的高速公路为国家高速公路网主干线和地方骨架高速公路网组成部分。未来随着高速公路业务规模扩大，以及其他业务的发展，公司收入规模及盈利能力有望提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

# 附件 1　浙江省交通投资集团有限公司
# 组织结构图



# 附件 2　浙江省交通投资集团有限公司

## 主要财务指标

| 项　目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 6 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额(亿元) | 1,417.64 | 1,504.01 | 1,700.34 | 2,074.98 |
| 所有者权益(亿元) | 399.03 | 439.51 | 453.95 | 463.48 |
| 短期债务（亿元） | 127.43 | 121.08 | 272.33 | 205.60 |
| 长期债务(亿元) | 666.88 | 712.42 | 646.86 | 721.99 |
| 全部债务(亿元) | 794.32 | 833.50 | 919.20 | 1,063.76 |
| 营业收入(亿元) | 239.31 | 281.11 | 329.52 | 167.36 |
| 净利润(亿元) | 3.01 | 15.32 | 23.65 | 15.93 |
| EBITDA(亿元) | 96.92 | 116.50 | 127.40 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 51.34 | 51.50 | 181.09 | 238.37 |
| 应收账款周转次数(次) | 53.20 | 57.34 | 45.46 | -- |
| 存货周转次数（次） | 3.35 | 3.80 | 4.35 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.34 | 0.19 | 0.21 | 0.09 |
| 现金收入比率（%） | 98.26 | 96.86 | 89.64 | 74.02 |
| 总资本收益率（%） | 3.77 | 4.66 | 5.03 | 1.16 |
| 总资产报酬率（%） | 4.43 | 4.91 | 5.03 | 1.36 |
| 净资产收益率（%） | 0.75 | 3.65 | 5.29 | 3.47 |
| 主营业务毛利率（%） | 31.94 | 32.74 | 34.58 | -- |
| 营业利润率（%） | 28.54 | 25.04 | 24.81 | 27.49 |
| 费用收入比（%） | 24.30 | 16.82 | 15.76 | 15.83 |
| 资产负债率（%） | 71.85 | 70.78 | 73.30 | 77.66 |
| 全部债务资本化比率（%） | 66.56 | 65.47 | 66.94 | 69.65 |
| 长期债务资本化比率（%） | 62.56 | 61.85 | 58.76 | 60.90 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.19 | 2.53 | 2.75 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.12 | 0.14 | 0.14 | -- |
| 流动比率（倍） | 0.86 | 1.00 | 0.90 | 0.98 |
| 速动比率（倍） | 0.72 | 0.84 | 0.81 | 0.93 |
| 现金短期债务比（倍） | 1.00 | 1.04 | 0.40 | 0.42 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 14.67 | 14.58 | 30.06 | 26.94 |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 2.17 | 2.59 | 2.83 | -- |

注：上表中 2015 年半年报未经审计，相关指标未经年化；上表已将卖出回购金融资产款、拆入资金、其他流动负债中应付短期融资券和信用证贴现借款计入短期债务中；将长期应付款中应付融资租赁款和股权转让款计入长期债务中；将浙商证券客户存款从现金类资产中剔除；上表中涉及 2011 年的数据采用 2012 年期初数，其余年份为相应的期末数据。

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称 | 计 算 公 式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| **经营效率指标** | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100% |
| 总资产报酬率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | （主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | （营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **财务构成指标** | |
| 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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| **本次公司债券偿债能力** | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额 |

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

应收账款余额=应收账款净额+应收账款坏账准备

存货余额=存货净值+存货跌价准备

# 附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

# 联合信用评级有限公司关于浙江省交通投资集团有限公司2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年浙江省交通投资集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江省交通投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江省交通投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江省交通投资集团有限公司的相关状况，如发现浙江省交通投资集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如浙江省交通投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至浙江省交通投资集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送浙江省交通投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年五月三十日

NK 0012611

# 企业法人营业执照

（副　本）

注册号　120104000003700

| | |
|---|---|
| 名　　称 | 联合信用评级有限公司 |
| 住　　所 | 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508 |
| 法定代表人姓名 | 吴金善 |
| 注册资本 | 叁仟万元人民币 |
| 实收资本 | 叁仟万元人民币 |
| 公司类型 | 有限责任公司(法人独资) |
| 经营范围 | 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务（不含中介）；从事证券市场资信评级业务。（国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理） |

| | |
|---|---|
| 成立日期 | 二00二年五月十日 |
| 营业期限 | 二00二年五月十日　至　二0三二年五月九日 |

## 须　知

1．《企业法人营业执照》是企业法人资格和合法经营的凭证。
2．《企业法人营业执照》分为正本和副本，正本和副本具有同等法律效力。
3．《企业法人营业执照》正本应当置于住所的醒目位置。
4．《企业法人营业执照》不得伪造、涂改、出租、出借、转让。
5．登记事项发生变化，应当向公司登记机关申请变更登记，换领《企业法人营业执照》。
6．每年三月一日至六月三十日，应当办理年度检验。
7．《企业法人营业执照》被吊销后，不得开展与清算无关的经营活动。
8．办理注销登记，应当交回《企业法人营业执照》正本和副本。
9．《企业法人营业执照》遗失或者毁坏的，应当在公司登记机关指定的报刊上声明作废，申请补领。

仅限评级业务使用

## 年度检验情况

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2010.5.24 | 2011.6.2 | 2012.6.6 | 2013.6.5 |

二00九年八月二十七日

# 中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

仅限评级业务使用
复印无效

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：吴金善

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会（公章）

2009 年 9 月 3 日

# 中国证券业执业证书

**执业注册记录**

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2014-12-17　　证书有效截止日期 2016-12-31

**姓　　名：** 周馗

**性　　别：** 男

**执业岗位：** 证券投资咨询业务(其他)

**执业机构：** 联合信用评级有限公司

**编　　号：** R0040214120001

中国证券业协会

2015 年 10 月 27 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

**执业注册记录**

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2015-06-07　　证书有效截止日期 2017-12-31

姓　　名：张雪

性　　别：女

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：联合信用评级有限公司

编　　号：R0040215060001

中国证券业协会

2015 年 10 月 26 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。