

信用等级公告

联合[2009] 359 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市高等级公路投资有限公司 2009 年度 10 亿元公司债券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
2009 年度 10 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年七月二十九日

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与嘉兴市高等级公路投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与嘉兴市高等级公路投资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。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。


三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因嘉兴市高等级公路投资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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由嘉兴市高等级公路投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、嘉兴市高等级公路投资有限公司 2009 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该公司债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零零九年七月二十九日



嘉兴市高等级公路投资有限公司

2009 年度 10 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA⁺

本期公司债券发行额度: 10 亿元

本期公司债券发行期限: 10 年

评级时间: 2009 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(亿元)	130.04	132.04	171.72
所有者权益(不含少数股 东权益)(亿元)	67.96	69.09	89.86
长期债务(亿元)	49.74	51.39	62.98
全部债务(亿元)	53.64	56.22	73.98
主营业务收入(亿元)	--	--	2.06
利润总额(亿元)	0.37	1.10	0.89
EBITDA(亿元)	2.21	3.06	5.14
经营性净现金流(亿元)	-12.22	4.66	7.41
主营业务利润率(%)	--	--	-8.58
净资产收益率(%)	0.54	1.60	0.70
资产负债率(%)	47.72	47.65	47.38
全部债务资本化比率(%)	44.11	44.85	45.01
流动比率(%)	298.32	268.07	646.25
全部债务/EBITDA(倍)	24.26	18.37	14.39
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	2.81	1.89
EBITDA/本期发债额(倍)	0.22	0.31	0.51

注: 公司财务数据均按照旧会计准则编制。

分析师

孙 炜 李 想

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对嘉兴市高等级公路投资有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为嘉兴市国有高速公路投资运营平台,政府支持力度大,资产质量优良,区域位置优越,在建高速公路项目发展前景良好等优势,联合资信同时关注到公司主要路产尚处于培育期,近几年资本性支出较大,路线分流等因素给公司整体偿债能力带来一定不利影响。

目前公司有息债务负担较重,考虑到未来几年公司投资建设的高速公路将陆续通车,以及区域经济发展对车流量的拉动等积极因素,公司整体盈利规模及现金流有望稳步增长,同时嘉兴市政府财政实力较强,企业自身经营实力的增强以及嘉兴市政府有效的资金支持,有助于缓解公司的债务压力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

2009 年度 10 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)由嘉兴市文化名城投资集团有限公司(简称“嘉城集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保;嘉兴市政府为本期债券本金建立了累计 4 亿元的“专项偿债基金”,通过财政补贴形式偿还本期债券利息,并将在本期债券存续期的第 10 年以不少于 10 亿元资金回购嘉兴至绍兴跨江通道项目,嘉兴市财政实力强劲,对本期债券本息保障很强。总体看,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 高速公路属国民经济基础设施,是国家近年投资的重点,行业发展前景良好。

2. 嘉兴地处“长三角”中心,区域优势显著,加之嘉兴经济发展水平较高,财政实力强,公司发展环境良好。

3. 公司代表嘉兴市政府在全市高速公路投资领域行使投资建设运营职责，得到嘉兴市财政资金的有效支持。

4. 公司投资建设的主要高速公路正式运营，在建项目发展前景较好。

5. 公司主营业务构成涉及收费公路、公共交通等板块，盈利稳定性有望增强。

6. 对于本期债券的偿还，公司制定了多项有效保障措施，嘉城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保及嘉兴市政府的偿债安排进一步降低了本期债券的偿债风险。

关注

1. 公司在建项目未来几年的资本性支出较大，对外融资需求增加。

2. 政府还贷取消收费的二级公路中存在与公司路网平行路段及长三角地区铁路网建设，可能造成公司部分公路的通行车量分流。

3. 公司当前整体盈利能力较弱，对政府依赖程度较高。

4. 公司存货及其他应收款占比大，其中存货目前变现还存在困难。

一、主体概况

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”或“公司”）是根据嘉兴市人民政府嘉政发[1998]57号文，于1998年5月8日成立的国有企业，公司注册资本为1.05亿元，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。经过多次增资，截至2008年底，公司注册资本达10.33亿元，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“嘉通集团”）为嘉兴高投第一大股东，股权85.69%，其余股东分别为海盐县国有资产经营有限公司、平湖市国有资产经营有限公司、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司、嘉兴市秀城区交通建设投资有限公司、嘉善县国有资产投资有限公司和桐乡市国有资产投资经营有限公司。

公司作为嘉兴市国资委下属的地方国有企业，主要从事高等级公路建设、投资、管理，公路沿线配套设施和房地产开发以及公共交通客运等业务。其运作模式主要是运用财政经费补贴、金融贷款等对所辖路段高速公路以控股或参股形式进行投资建设，行使对所建高速公路的管理及经营职能。

截至2008年底，公司资产总额171.72亿元，负债总额81.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.37亿元，2008年公司实现主营业务收入2.06亿元，利润总额0.89亿元，经营活动净现金流7.41亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市县南街46-48号；法定代表人：倪忠伟。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券是由嘉兴市高等级公路投资有限公司向投资者发行总额为10亿元人民币的固定利率公司债券，债券期限为10年，采用“5+5”方案。本期债券采用单利按年计息。

本期债券由嘉城集团为本期债券提供全

额无条件不可撤销的连带责任保证担保；嘉兴市政府为本期债券本金建立了累计4亿元的“专项偿债基金”，通过财政补贴形式偿还本期债券利息，并将在本期债券存续期的第10年且于本期债券兑付日前10个工作日拨入本期债券的专项偿债基金账户，以不少于10亿元资金回购嘉兴至绍兴跨江通道项目。

2. 本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金10亿元人民币，将全部用于嘉兴至绍兴高速公路（跨江通道）（以下简称“嘉绍高速”）北岸接线建设项目。

嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市，全长42.95公里，按8车道高速公路标准建设，设计时速120公里，经发改交运【2007】3522号文件批复，项目建设期为2008~2012年，计划总投资53.21亿元，其中2009年计划投入15亿元，为公司项目计划投资额的28.19%，本期债券募集资金10亿元拟全部用于嘉绍跨江大桥及北接线项目，建设资金其余部分则依靠财政补贴和银行贷款等方式解决。

嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，其建成对于完善国家高速公路网络具有重要的意义，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003-2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足了杭州湾南北两岸往来交通需求，推动了长江三角洲地区经济交通一体化进程。

三、行业分析

1. 高速公路发展概况

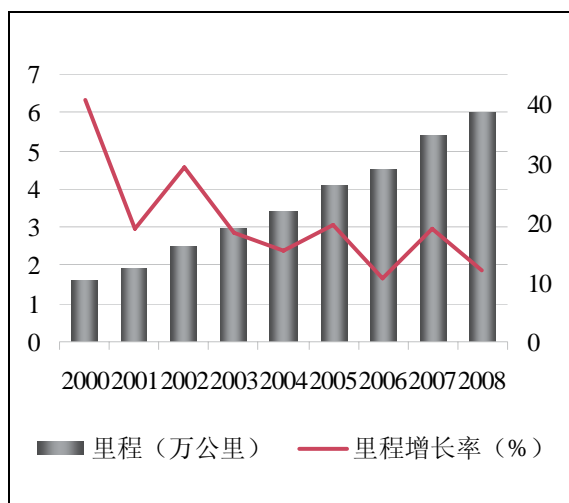
高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等

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。

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高速公路以来，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450-1400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，这一阶段年通车里程基本保持在3000-5000公里之间。

截至2005年底，中国“五纵七横”国道主干线（包括12条国道，总长3.5万公里，连接所有人口在100万以上的城市和绝大多数人口在50万以上的城市）建成已超过90%，2006年中国“五纵七横”国道主干线京沪公路天津段、沪瑞公路三穗至凯里段、连霍公路清水至嘉峪关段，西部省际通道阿北公路黄陵至延安段、兰磨公路思茅至小勐养段，国家高速公路网京承高速公路北京段二期、杭瑞高速公路景德镇至婺源段等重点项目相继建成通车。截至2007年底，总长约3.5万公里的中国“五纵七横”国道主干线基本贯通，提前13年完成规划目标。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

2000年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，据交通运输部统计，截至2008年底，中国高速公路通车里程达6.03万公里，仅次于美国位居世界第二位，2008年中国新建高速公路6400公里。

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。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，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，但仍存在大量的“断头路”，中国高速公路的网络化任务依然艰巨。

2. 高速公路收费政策

中国高速公路收费始于20世纪80年代初期，1981年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了我国“贷款修路，收费还贷”的先河。1984年，国务院通过了加快公路建设的三大政策：一是适当提高公路养路费征收标准，二是开始征收车辆购置附加费，三是允许集资、贷款修建公路，并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此，我国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越式发展。

据交通运输部统计,中国自实施收费公路政策以来,共筹集了 8000 多亿的建设资金,目前已建成的所有高速公路、70%的一级公路、50%的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的,如果不实施收费公路政策,中国公路建设将比现在滞后 20 年。

2004 年 12 月,交通运输部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的意见的通知》,要求各省对 10 吨以上货车收费下调 20%~30%,这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005 年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出,未来二十年中国将新建高速公路 4 万公里,静态投资需求约为 2 万亿元(其中政府投资的比例预计为 10%左右,其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现)。

从投资主体来看,一方面,地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款;另一方面,公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此,从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看,国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大,未来一段时间内,高速公路收费模式仍将存在。

2008 年 12 月 18 日,国务院印发了关于实施成品油价格和税费改革的通知,决定从 2009 年 1 月 1 日起实施成品油税费改革,取消公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等六项收费,逐步有序取消政府还贷二级公路收费;同时,将汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元,柴油消费税单位税额由每升 0.1 元提高到 0.8 元。

2008 年 10 月 1 日实施的《收费公路权益转让办法》,标志冻结两年之久的收费公路权益转让将重新开启,收费公路权益转让对部分资金紧张的公路公司而言,可以起到缓解建设资金不足,降低财务及经营风险的目的。对资

金充裕的公路公司,可以通过受让公路收费权,实现扩大经营规模的目的。

3. 铁路运输分流

铁路建设加快未来将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在运输成本上,尤其是长途运输上要远远低于公路,未来铁路将是公路直接的竞争对手。目前,铁路行业由于效率较低,且处于严重供不应求状态,很多货物被迫分流到高速公路上。

随着《中长期铁路网规划(2008 年调整)》的颁布实施,铁道部将加快铁路投融资体制改革步伐。根据调整方案,2010 年全国铁路网营业里程将达 90000 公里以上,其中客运专线建设规模 7000 公里。方案对铁路路网结构进行了进一步强化,扩大了西部路网规模,将规划中的西部开发性新线由计划的 16000 公里调整为 41000 公里,区际联系通道加强,路网覆盖全国 20 万人口以上城镇,运输效率也将得到加强。而且,新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输周转时间,某种程度上增强了铁路运输的竞争力,对公路及航空运输形成一定冲击。

4. 高速公路发展前景

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)。

2006 年 9 月,交通运输部《公路水路交通“十一五”发展规划》(交规划发[2006]484 号文)提出:到 2010 年,国家高速公路网骨

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。

架基本形成，高速公路通车里程实现 6.5 万公里。公路以国家高速公路网为载体，加快以国家公路运输枢纽为龙头的运输站场建设，基本形成快速客货运输网络。

2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议部署了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，明确到 2010 年年底，投资 4 万亿元加快建设进度，2008 年第四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，其中 100 亿元投资将主要用于国家高速公路网的在建项目和农村公路建设，并优先向西部地区倾斜，向欠发达方向倾斜。同时根据交通运输部规划，2009-2010 年交通固定资产投资规模计划年均达到 1 万亿元水平。

国内汽车保有量的增长也对交通运输业的发展产生巨大的拉动作用。尽管 2008 年受宏观经济增速减缓的影响，中国汽车产销量增速大幅回落，但在 2009 年国家汽车行业实施的利好政策影响下，国内汽车产销快速反弹，2009 年 3 至 5 月份连续三个月在超过百万辆水平上运行，对公路运输需求的拉动进一步发挥积极作用。

从行业政策和需求拉动各方面可以看出，中国高速公路未来有较大的发展空间。

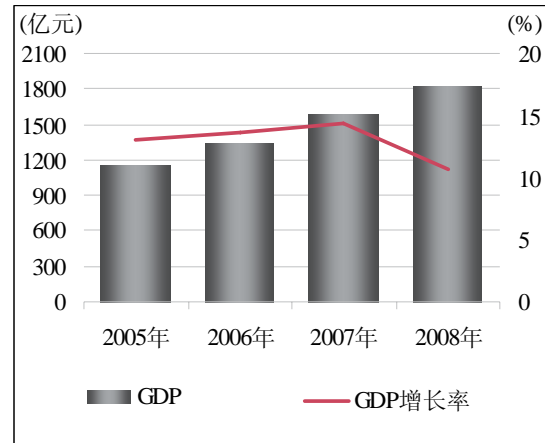
四、区域经济与地方财政实力

经济概况

嘉兴地处长江三角洲的杭嘉湖平原，是“长三角”的交通枢纽，东北邻上海，西南连杭州，西北接湖州、苏州，东南濒杭州湾、钱塘江口，北倚太湖，拥有 121 公里海岸线，可建港口的海岸线达数十公里，是上海经济区的黄金地带之一。良好的地理位置促进了地方经济持续快速发展，2006~2008 年嘉兴市地区生产总值（GDP）年复合增长率达 16.26%，据浙江省统计局初步核算，2008 年嘉兴市实现生产总值 1815.3 亿元，在浙江省位列第 5 位。从图 2 可以看出嘉兴市 GDP 增长速度一直快于全

国 GDP 增长速度，2008 年嘉兴 GDP 比上年同期增长 10.7%，高于当年全国 9% 的 GDP 增长速度。在地方经济快速增长的同时，嘉兴市的固定资产投资也保持较好的发展势头。2008 年全市完成固定资产投资 1006.7 亿元，同比增长 11.9%。

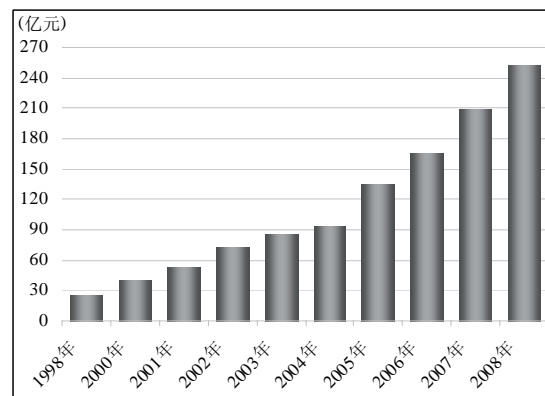
图2 2005~2008年嘉兴市GDP及增长率



资料来源：嘉兴统计信息网、Wind资讯

发达的经济实力保证了嘉兴市地方财政的不断增长。2008 年嘉兴市完成一般公共预算总收入 252.13 亿元（其中地方财政收入 126.87 亿元），同比增长 20.4%，在浙江省及长三角地区城市中排名分别为第 5 位和第 10 位，增长速度分别排名为第 2 位和第 6 位，增速明显。1998 年以来嘉兴市财政收入平均增幅为 24.32%。财政收入持续快速的增长为地方交通基础设施投资建设奠定了良好的经济基础。

图3 1998~2008年嘉兴市一般公共预算总收入



资料来源：嘉兴统计信息网

总体看，在嘉兴市经济保持较快增长势头的时候，固定资产投资和地方一般预算收入亦不断提高。快速发展的经济为地区交通设施建设提供了坚实的经济基础。

发展规划

根据国务院加快“长三角”交通建设的方针，交通运输部编制的《长江三角洲地区现代化公路水路交通规划纲要》以及浙江省的规划，嘉兴市编制了《嘉兴市域公路网规划》，按照《嘉兴市域公路网规划》，嘉兴市预期建成杭浦高速公路、杭州湾跨海大桥及北岸连接线、申嘉湖高速公路、杭州湾嘉兴至绍兴通道等项目（其中，前三个项目已建成运营，最后一个项目刚开工），届时嘉兴市将形成“三纵（三桥）、三横、三连”的高速公路网。

到2020年，嘉兴市规划总里程5700公里，公路密度145.6公里/百平方公里，其中高速公路总里程为472公里，干线公路总里程为880公里，在运行时间上，嘉兴公路网将实现“153060”目标。15分钟上网：从嘉兴市中心城、次中心城、交通枢纽、各乡镇出发，15分钟进入高速公路网。30分钟直达：从嘉兴城外环线出发30分钟达到各次中心城市；从嘉兴市次中心城市出发30分钟内达到所属的乡镇。60分钟互通：嘉兴市境内任何两重要节点之间60分钟可以互通；从嘉兴中心城市外环线出发，60分钟到达周边地级以上城市--上海、杭州、苏州、湖州、绍兴和宁波等。

表1 嘉兴市域公路网规划

“三纵”	苏州—嘉兴—绍兴高速公路、南通—嘉兴—宁波高速公路和申苏浙皖—桐乡—杭州萧山高速公路
“三横”	申嘉湖高速公路、沪杭高速公路和杭浦高速公路
“三连”	嘉兴—乍浦高速公路、嘉兴—湖州高速公路、杭州绕城高速海宁段
“三桥”	杭州湾跨海大桥、杭州湾嘉兴至绍兴通道和杭州湾嘉兴至萧山通道

资料来源：公司提供

在“三纵（三桥）、三横、三连”的高速公

路网形成后，公路总里程将达450至500公里。从而实现嘉兴至上海、杭州、宁波、苏州、绍兴和湖州等周边城市的“一小时交通圈”和嘉兴至各大产业区（园区）的“半小时交通圈”。

五、基础素质分析

1. 企业竞争力

公司是嘉兴市国资委下属的地方国有企业，是嘉兴市政府高速公路投资运营的主要平台，其下辖的公路资产区域竞争力强。

嘉兴市地处长江三角洲和沿海经济带中心，位于上海、杭州、苏州三大城市的中心，是“长三角”交通网络的一个重要节点，公司独特的地理位置优势，为其下辖收费公路车流量的增长提供有利条件。

2003~2008年间，嘉兴市交通网络得到快速发展，共完成交通建设投资300多亿元，新增公路1981公里。在高速公路方面，2007年以前嘉兴境内高速公路主要为沪杭甬高速公路和乍嘉苏高速公路两条高速公路，总公里数仅为149.5公里，两条高速公路运营时间较久，时有发生堵车现象，嘉兴市内存在较大的高速公路发展空间。2008年随着“杭浦”、“申嘉湖”和“杭州湾大桥北接线”三条高速公路顺利开通，嘉兴市高速公路总里程达到337公里，高速公路密度8.6公里/百平方公里，居浙江省第一位。

“杭浦”、“申嘉湖”和“杭州湾大桥北接线”三条高速公路在2008年建成通车后，与原已通车运营的沪杭高速公路、乍嘉苏高速公路形成3条东西走向、2条南北走向的高速公路网。高速公路网的顺利运营，使得嘉兴与上海、杭州、苏州、湖州等周边城市实现了1小时互通，浙江、上海、江苏的连接发生重大改变，嘉兴市“长三角”地区交通节点地位凸现，嘉兴市的高速公路经济效益相应也逐渐显现，这为公司下辖的杭浦高速公路、杭州湾跨海大桥北岸接线、杭州湾跨海大桥等公路资产

提供了较好的发展前景。

1. 人员素质

公司共有高管人员 11 人。公司董事长倪忠伟先生，现年 57 岁，曾任嘉兴经济开发区管委会副主任、嘉兴市乍浦开发管委会副主任、嘉兴港区开发建设管委会主任、嘉兴市港务局局长、嘉兴市政协党组成员。公司总经理张文华先生，现年 46 岁，曾任桐乡市委副书记、纪委书记，桐乡市副市长，2006 年开始担任嘉兴高投总经理。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。

截至 2008 年底，公司本部拥有员工 199 人。从学历划分看，大专以上学历人员占 77.39%，高中、中专学历的人员占 18.09%，初中及以下学历的人员占 4.52%；从年龄划分看，年龄在 30 岁以下的占总人数的 21.61%，30 至 50 岁的占 67.34%，50 岁以上的占 11.05%；从职称划分来看，拥有初级职称人数为 46 人，拥有中级职称人数 61 人，高级职称人数 22 人。员工整体素质较好，能满足日常经营管理活动需要。

2. 财政支持

公司作为嘉兴市高速公路建设与经营主体，得到了嘉兴市政府在财政资金方面的大力支持。2008 年的补贴款中主要包括公司及下属子公司收到的财政补贴资金 3.89 亿元，其中 2.88 亿元为嘉兴市财政局给予公司及其子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限公司的杭州湾大桥和高等级公路建设的补贴，1 亿元是嘉兴市财政局给予其子公司公交公司的公交补贴。从 2006~2008 年补贴收入的稳定性看，公司目前补贴为公路、大桥建设和公交的补偿款。根据嘉政发【2005】40 号文，公司还贷期内收费还贷不足部分，政府将高速公路和地方干线公路建设及经营期内新增的嘉兴市范围内相关税收地方留存部分返还，专项用于公路

建设资本金和融资的综合还贷。公交补贴部分按公司每年亏损额补足，因此公司补贴收入具有一定的延续性和稳定性。

表2 2006~2008年公司财政补贴情况

年份	金额(亿元)	批文
2006	2	嘉财预告[2006]52号
2007	3	嘉财预告[2007]221号
2008	1.5	嘉财预[2008]723号
2008	1.38	嘉财预[2008]724号
2008	1	嘉财预[2008]725号
合计	8.88	

资料来源：公司提供

此外，公司 2006 年还获得嘉兴市财政 07 省道桥梁补助金和嘉善大道补助金（公司在“专项应付款”中反映），为 4000.00 万元。

3. 资产注入

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]201号文件规定将嘉兴市国鸿（集团）有限责任公司（以下简称“国鸿公司”）100%股权无偿划转给公司，其控股子公司一并划入。

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]198号文件规定，将嘉兴市公共交通公司（以下简称“公交公司”）的100%股权无偿划转给公司。

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]199号文件规定，将嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限公司（以下简称“嘉绍高速开发公司”）的51%股权无偿划转给公司。

六、管理体制

公司是嘉兴市国资委下属的地方国有企业，在项目选择、资金运作等方面接受嘉兴市发改委和国资委的管理和监督，具有较强的政府政策支持；在人事任免上，公司高级管理人员人事管理权归属嘉兴市国资委，公司董事

会、监事会和总经理均由市国资委提名，市政府任命，副总经理等由公司提名，市政府任命。

公司按照“管办分离、统一管理、资源共享、节支增效”的原则，改革公司的内设机构、在内部各部门之间实行牵制管理，对项目的进度、质量、费用三大方面进行控制，各部门即分工协作又互相钳制，有效保证了廉政工作的进行，对提高公司的工作效率和效益起到了很大的作用。

在项目管理上，公司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，即对同时进行的四个项目采取集中征迁、财务统一管理的办法，又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。

在工程安全管理上，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。

总体情况看，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，整体管理风险较低。

七、生产经营

1. 经营现状

公司主要从事嘉兴市高等级公路建设、投资和管理，并受嘉通集团委托收储开发嘉通集团已取得土地。为了对集团内部各板块进一步优化整合，2008年嘉通集团先后将经营长途客运的嘉兴市国鸿(集团)有限责任公司(以下简称“国鸿公司”)和主要经营市内公交的嘉兴市公共交通公司(以下简称“公交公司”)无偿划转给嘉兴高投，截至2008年底，公司主营业务由高等级公路收费运营和公共交通

运输构成。

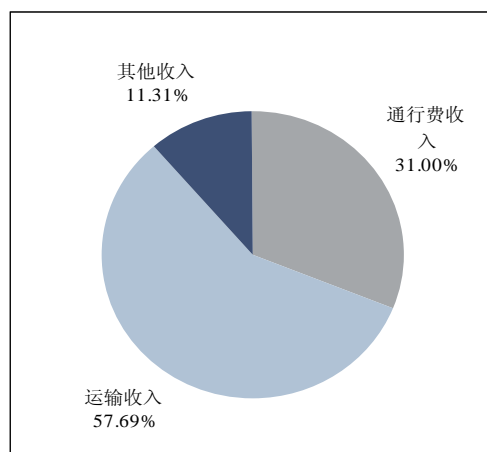
2008年公司实现主营业务收入2.06亿元，其中公共交通运输收入1.19亿元(2008年合并范围新增国鸿公司和公交公司形成的收入)，占主营业务收入的57.69%，通行费收入0.64亿元，占主营业务收入的31.01%。由于公司2006年~2007年期间公路资产尚处于建设期，该年度未形成主营业务收入。

表3 2008年公司主要板块收入、毛利情况(万元)

板块	2008年	
	收入(万元)	毛利率
收费公路	6401.31	-54.40%
公共交通	11909.68	17.61%
其他	2334.80	14.61%
合计	20645.79	-5.05%

资料来源：公司提供

图4 2008年嘉兴高投主营业务收入结构图



资料来源：公司提供

2. 公路建设运营

公司接受嘉兴市国资委委托从2004年底开始修建三条高速公路，即为杭州湾跨海大桥北岸连接线工程、杭浦高速公路工程、申嘉湖高速公路嘉兴段工程，以及改建一条省道工程，即07省道改建工程(乍浦至嘉兴段新建、嘉兴至王江泾段改建)，全部工程总长241.1公里，总投资184.36亿元，工程设计嘉兴五县(市)二曲、37个乡镇(镇、街道)、170个行政村。同时，公司还参与投资建设杭州湾跨

海大桥工程。截至目前，所有工程均竣工并投入运营。

公司修建、改建或者投资的公路资产中，杭州湾跨海大桥北岸连接线工程、杭浦高速公路工程（为参股公司，比例为 18.2%，不纳入合并报表）、07 省道为公司的经营性资产，杭州湾跨海大桥为公司的参股投资资产；而申嘉湖高速公路嘉兴段，该资产目前为嘉通集团经营性资产。以上公路建设投资所需资金前期主要通过政府每年 2 亿元左右的财政补贴，以及银行贷款。其中银行贷款的偿还主要为公司收费公路未来产生的收益以及财政补贴等款项。

由公司投资建设的杭州湾跨海大桥北岸连接线和参股的杭浦高速公路均于 2008 年 1 月 28 日建成通车，其中由公司负责改建的 07 省道在 2007 年 4 月正式运营后收费权批文于 2008 年 9 月 28 日正式下达，2008 年底公司将资产纳入合并报表。总体，公司收费公路板块从 2008 年开始成为公司的基础收入来源之一，全年实现收入 0.64 亿元，占主营业务收入的 31.01%。联合资信注意到由于公路尚处于培养期及受年初雪灾影响，并且公司采用折旧率较高的年限折旧法，因此 2008 年公司收费公路板块营业利润为-0.35 亿元。

辆/日，实现通行费收入 6352.24 万元。从收费车型分布上看，由于浙江省域内以轿车为主因此一类车比重较高，2008 年达 78.5%，另外杭州湾大桥在 2008 年 10 月前禁止载货车辆通行，此项禁令对大桥北岸连接线的车型结构也产生了一定影响，而随着该政策的取消，货车车流量将有所增加，从而提高公司通行费收入。2009 年 1 月 1 日~21 日，北岸连接线实现通行费收入 445 万元，预计全年可达 8760 万元，较 2008 年增加 34.85%。07 省道全长 45.6 公里，由乍浦至嘉兴和嘉兴至王江泾两段组成，其中乍浦至嘉兴段长 36 公里，嘉兴至王江泾段长 9.6 公里。07 省道属一级公路，2008 年 10 月~12 月期间为公司贡献收入 49 万元。

值得关注的是，2009 年正式实施的《成品油价税费改革方案》中提出“将逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费”，山东、江苏、安徽、江西和福建五省作为首批一次性取消政府还贷二级公路收费的试点省份，已在 3 月 1 日前取消收费。嘉兴高投运营的公路中无二级公路，浙江省取消二级公路收费后对公司影响最大的将可能为平黎公路，该二级公路北起黎里镇、南至乍浦镇，与杭州湾大桥北接线平行，取消收费后将分流部分北接线车辆。同时，长三角地区高速铁路的密集建设，也可能引起部分高速公路的分流。

杭浦高速是国家重点公路建设规划路线中编号为“纵一”黑龙江嘉荫至福建南平支线（南通—嘉兴）的重要组成部分。杭浦高速全长 112.5 公里，始于杭州市绕城高速公路北县的大井互通，自西向东经余杭、海宁、海盐、平湖，终于浙江省与上海市交界处的界河，与上海莘奉高速相接，2008 年 1 月 28 日正式通车运营，全年日均通车量 34169 辆，实现通行费收入 2.84 亿元，日均收益约 84 万元。2009 年杭浦高速通行费收入继续呈增长趋势，截至 1 月 21 日共实现收益 2058 万元，约 98 万元/日。收入大幅增加除了培育期车流量自然增长的因素外，还与因沪杭高速大修而形成的车辆

表 4 2008 年底公司控、参股路产经营情况

路产名称	运营单位	公司占运营单位权益	长度(公里)	2008 年日均车流量(辆/日)	2008 年拆分收入(亿元)
杭州湾跨海大桥北岸连接线	嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司	98%	24.79	3558	0.64
杭浦高速公路	浙江杭浦高速公路有限公司	18.2%	112.5	34169	2.84

资料来源：公司提供

杭州湾大桥北接线起点位于沪杭高速公路大云和十八里互通之间，途经嘉兴秀城区、平湖市、海盐县，终点与杭州湾跨海大桥相连，全长 24.79 公里，2008 年 1 月 28 日起正式通车运营，截至 2008 年底，日均通车量为 3558

分流有关。2008年11月起，沪杭高速开始为期一年的大修工程，与之平行的杭浦高速将分流部分沪杭高速车流，据保守估计2009年全年杭浦高速通行费收入有望达到3.32亿元，较2008年增加16.9%。目前杭浦高速由公司参股18.2%的浙江杭浦高速公路有限公司经营，其控股股东亦为嘉通集团，占其总股本的50.81%。

从未来运营状况来看，由于公司目前拥有的三条经营性公路资产和杭州湾跨海大桥均为运营初期，未来两至三年内车流量将会随路网效应、区域经济带动效应等外部条件逐步增多，公司的运营收入也有望随之增加。公司对于上述经营性资产未来经营预测情况详见表5。

表5 公司公路资产建设及未来运营预测情况

项目名称	营运时间	2008-2010年预计车流量情况(标准小客车车辆/日)		收费标准(包括为正式运营)
		2009年	2010年	
07省道 ²	2007年4月	23811	26192	10元/标准小客车
杭浦高速公路	2008年1月	38336	42322	0.4元/车公里
杭州湾跨海大桥北岸连接线	2008年1月	44549	50974	80元/车次
杭州湾跨海大桥	2008年5月	参股10%		

资料来源：公司提供

总体看来，公司拥有的收费公路是嘉兴市与周边城市和高速公路的重要连接线，随着浙江省和嘉兴市经济的发展和高速公路网络的不断完善，未来车流量将保持稳定增长。

3. 公共交通

公共交通业务是公司2008年重要收入来源，2008年该项业务实现收入1.19亿元，占主营业务收入的57.69%，实现营业利润0.21

亿元，毛利率17.61%。公司公共交通业务主要由长途客运和城市公交构成，分别由其全资子公司国鸿公司和公交公司经营。

长途客运

国鸿公司为1998年4月由嘉兴市汽车运输总公司改制成立的国有全资有限责任公司，2008年1月，根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会，嘉国资资产[2008]201号文件，将国鸿公司100%股权由嘉通集团无偿划转给嘉兴高投，国鸿公司从2008年1月8日起成为嘉兴高投全资子公司并纳入合并报表范围。

国鸿公司以长途客运业务为主，在嘉兴市长途客运行业中处于龙头地位。截至2008年12月底，国鸿公司拥有线路资源118条，其中省际班线66条，省内跨地市班线32条，市内跨县班线6条，公交班线9条，拥有各类运营车辆497辆，其中客运车辆222辆，出租147辆，教练车121辆，货车7辆。

2008年，公司共完成客运量604.19万人次，完成客运周转量2.96亿人公里，较上年同期增加11.60%。2008年上半年燃油价格上涨，由于实行政府指导价，车票价格上浮区间有限，国鸿公司2008年盈利能力略有下降，2008毛利率为17.89%，较2007年下降了3.75个百分点。随着2009年3次上调汽油价格，可能对国鸿公司的盈利造成一定影响。

城市公交

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会，嘉国资资产[2008]198号文件，将公交公司100%股权从嘉通集团无偿划转给嘉兴高投，公交公司于2008年12月26日成为嘉兴高投全资子公司并纳入合并报表范围。截至2008年12月底，公交总公司共拥有运营线路64条，专线车线路73条，夜间线路11条，拥有公交车609辆。2008年，共运送乘客6800万人次，行驶总里程达到2828万公里，全年实现客运收入8000万元。

²注：2008年9月28日，07省道收费权批文正式下达，2008年10月起纳入公司合并报表。

表 6 公共交通业务经营状况

	2006	2007	2008
车辆数(辆)	420	509	609
公交线路(条)	45	57	64
客运量(万人次)	5700	5830	6800
行驶里程(万公里)	2218	2529	2828
客运收入(亿元)	0.569	0.659	0.800

资料来源：公司提供

2008年9月，嘉兴市调低了公交票价，IC卡乘车价格由之前的2元/人次调整为1元/人次，调整后的公交票价与原票价的差额部分由财政补贴补足，公司客运收入未受影响。

表 7 嘉兴市公交车收费标准(单位:元/人次)

		2007	2008
普通票价	普通车	1	1
	高档车	2	2
IC卡票价	普通车	1	1
	高档车	2	1
价格调整执行日期			2008.9

资料来源：公司提供

2006年12月，国家建设部、国家发改委、财政部、劳动和社会保障部四部委联合出台政策，力促城市公共交通优先发展，以期缓解我国城市正面临的能源和交通拥堵压力。在此大环境下，嘉兴市公共交通面临较大的发展机遇。此外，公交公司运营成本中占比最大的为燃料成本，2008年6月之前燃油价格的持续上涨导致运营成本上扬，而票价在政府管制下有所下降，造成公司出现亏损，政府为弥补由此产生的政策性亏损，也加大了财政补贴力度。2006~2008年，公交公司全范围财政补贴合计1.6亿元，其中2008年补贴力度最大，其中包括中央及地方政府的油价补贴，对新增车辆购置成本的25%予以补贴以及公交票价调整后与原票价差额部分的补贴。除安排财政资金补贴的方式外，市政府对公交公司的支持还体现在税收减免方面，对公司18座以上的客运车辆免除2年的车辆使用税。

整体来看，公司公共交通业务具有明显的

市场优势，但由于燃料成本和公交票价的“成本+微利”的定价政策，公共交通业务自身盈利能力相对较弱。预计未来在“公交优先”政策的扶持和财政加大公交补贴的情况下，公司公共交通业务将继续保持稳定发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年度财务报表已经中磊会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计结论，近三年公司财务报表按照企业会计准则和《企业会计制度》的规定编制。

从合并范围来看，截至2008年底，纳入公司合并会计报表范围的包括4家子公司和控股公司，其中根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）嘉国资资产[2008]201号文件规定，将国鸿公司100%股权无偿划转给公司，国鸿公司于2008年1月8日纳入公司合并范围。同时，国鸿公司的控股子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司、嘉兴客运出租公司、嘉兴市国鸿汽车驾驶员培训有限公司、嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司、嘉兴市国鸿汽车工业贸易有限公司和嘉兴市交通学校也一并纳入合并范围。根据嘉兴市国资委嘉国资资产[2008]198号文件规定，将公交公司的100%股权无偿划转给公司，公交公司于2008年12月26日纳入公司合并范围。根据嘉兴市国资委嘉国资资产[2008]199号文件规定，将嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司（以下简称“嘉绍公司”）的51%股权无偿划转给公司，嘉绍公司于2008年12月27日纳入公司合并范围。以下分析以2008年为主。

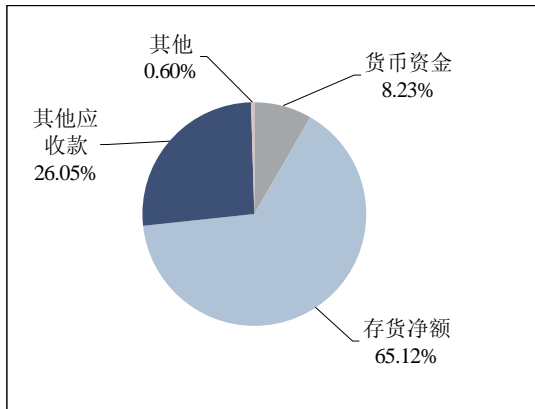
截至2008年底，公司资产总额171.72亿元，负债总额81.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）90.37亿元，2008年公司实现主营业务收入2.06亿元，利润总额0.89亿元，经营活动净现金流7.41亿元。

2. 资产质量

2006~2008 年公司资产规模保持了快速增长, 年均复合增速为14.92%, 2008年底总资产规模达171.72亿元, 其中流动资产占59.78%, 固定资产占25.19%, 无形资产及其他占8.30%, 长期投资占6.72%, 公司资产以流动资产及固定资产为主。

2006~2008 年, 公司流动资产增长迅速下降, 年均复合增速为14.92%。截至2008年底为102.66亿元, 主要来自存货的增长。公司流动资产以存货(65.12%)、其他应收款(26.05%)和货币资金(8.23%)为主。

图5 2008年底公司流动资产构成



资料来源: 公司提供

截至 2008 年底, 公司存货为 66.85 亿元, 其中储备土地 66.83 亿元, 为: ①根据嘉兴市人民政府嘉办 230 号政府抄告单, 公司原在无形资产核算的未开发土地(原国营运河农场 5770 亩, 摊余价值 53.80 亿元), 从 2008 年 1 月转入存货; ②根据嘉国资资产【2008】213 号文, 将位于横一路、万国路口的 271169.23 平方米土地投入公司, 根据浙永地估(2008)字第 180 号《评估说明书》, 评估价值为 13.03 亿元。嘉兴市人民政府嘉办[2008]179 号政府抄告单同意公司收储开发土地的出让收益及发生的相关税费由市财政返还给公司, 用于高速公路工程建设。联合资信认为, 公司土地价值较大的土地性质为农用地, 资产质量一般。

截至 2008 年底, 公司其他应收款余额

26.74 亿元, 账龄在 1 年以内的占 71.54%, 1~2 年占 3.37%, 2~3 年主要占 17.87%, 3 年以上占 7.22%, 其他应收款前五名单位总额占其他应收款总额的 81.09%, 集中程度很高。

表8 2008年公司其他应收款欠款前五名

单位名称	所欠金额 (万元)	欠款 原因
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	119230.10	往来款
嘉兴交通建设开发有限责任公司	37835.30	往来款
嘉兴市国资委	27668.23	往来款
浙江杭浦高速公路有限公司	27030.12	往来款
嘉兴市乍嘉苏高速公路有限责任公司	25000.00	往来款

资料来源: 公司提供

2006~2008 年, 公司固定资产合计增长迅速, 年均增长12.51%, 2008年公司合并范围增加嘉绍高速公路等项目, 2008年底固定资产合计为43.26亿元, 其中在建工程43.38亿元, 主要为杭州湾跨海大桥北岸连接线项目, 以及 07 省道项目。公司固定资产质量良好。

综合来看, 公司资产以流动资产和固定资产为主。流动资产中其他应收款占比大, 存在一定风险; 固定资产主要为收费公路资产, 质量良好, 但流动资产存货中主要为农用地使用权, 资产质量偏弱。总体看, 公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年公司所有者权益稳定增长, 年均复合增速为14.99%, 截至2008年底, 公司所有者权益89.86亿元, 其最主要的构成为资本公积(占比78.75%), 其次分别为实收资本(占比11.49%)、未分配利润(占比8.11%)、盈余公积(占比1.70%)以及未确认的投资损失(占比-0.05%), 所有者权益的增长主要是由于国资委的资产无偿划拨所带来的资本公积增加所引致, 公司所有者权益质量一般。

近三年公司债务规模呈上升趋势，截至2008年底，公司负债总额81.35亿元，其中流动负债和非流动负债分别占19.53%和80.47%，公司债务以长期负债为主，考虑公司主营业务特点，债务结构较为合理。

截至2008年底，公司流动负债为15.89亿元，其中短期借款占66.10%、其他应付款占17.41%，应付账款占8.01%。截至2008年底，公司长期负债为63.55亿元，主要由长期借款（58.21%）和应付债券（40.90%）构成。

2006年~2008年，公司资产负债率保持稳定，三年分别为47.72%、47.65%和47.38%，公司债务水平适中。公司全部债务资本化比率分别为44.11%、44.85%和45.01%；长期债务资本化比率分别为42.25%、42.64%和41.07%。公司有息债务负担较重。

公司本期债券发行额度为10亿元，占2008年底全部债务的13.52%，对公司现有债务有一定的影响。

截至2008年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为47.38%和45.01%，以公司2008年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至50.27%和48.17%，公司有息债务负担加重。

4. 盈利能力

2006~2007年，因公司公路项目均处于建设期，故无主营业务收入。公司2008年主营业务收入总额为2.06亿元，收入的产生主要源于两部分：一部分是由于合并范围在2008年增加了国鸿公司及公交公司所带来的公共交通业务板块收入1.19亿元；另一部分是由于杭州湾大桥北岸连线高速公路于2008年1月28日正式通车运行和由公司改建的07省道收费权于2008年9月28日正式确认所带来的通行费收入0.64亿元。

2008年公司利润的主要来源为公共交通业务。因2008年年初雪灾、2008年上半年燃油

价格上升和杭州湾大桥北岸连线高速公路2008年初刚刚通车，公路尚处于培养期等因素，公司2008年的通行费收入受到一定的影响。同时由于公司采用折旧率较高的年限折旧法进行折旧造成收费公路板块成本较高。随着杭州湾大桥2008年10月载货车辆的放行，货车车流量将逐步增加，从而将能够提高公司未来的通行费收入。但由于高速公路一般需要3~5年的培养期才能逐步实现盈利，预计未来3年内高速公路业务难以成为公司主要利润来源。

在期间费用方面，公司的管理费用由2007年的0.82亿元下降到2008年的0.52亿元，管理费用下降的主要原因是根据嘉兴市政府的嘉办[2008]230号文件，2008年1月将公司的一块面积为5770亩、摊余价值53.80亿元的土地收储，公司为此改变了该块土地的核算方式（由无形资产科目转入存货科目），并不再摊销。2008年度，公司财务费用由2007年的1.08亿元增至2008年的2.76亿元，主要是公司扩大债务规模用于项目建设和补充子公司的资金需求。

2008年公司实现利润总额0.89亿元，其中营业利润-3.33亿元，政府补贴收入3.89亿元。2008年补贴收入规模和比重均有所上升。

2008年，公司总资产收益率为2.03%；净资产收益率为0.70%，较上年有所下降。

整体来看，公司高速公路业务2008年起才开始实现收入，公司在高速公路大规模投资中产生的债务造成了财务费用支出较高，由于采用折旧率较高的年限折旧法进行折旧导致了成本较高，而高速公路行业本身又具有投资回收期长、平均投资收益率偏低的特点，目前公司高速公路业务整体处于亏损状况。但未来嘉兴及周边地区经济的持续发展将带动区域内客流量和货流量保持稳定增长，高速公路的经营情况将逐渐得到改善。公司的公共交通板块在未来的3~5年将继续成为公司的利润支撑点，并且随着地区经济和公共交通业务的进一步发展，该板块未来的盈利能力有望逐步增强。

5. 现金流

2006~2007年,经营活动方面,由于公司资产尚未正式运营,经营活动现金流量以与嘉兴市政府所属部门或母公司之间的经营往来款为主;投资活动方面,工程建设投资支出规模较大,由于公司逐步退出国际贸易领域,相关资产悉数转让,转入收入“收到的其他与投资活动相关的现金流入”中反映,使得公司每年的投资活动现金流入规模相应较大,其中2006年收到的返还数额达到8.27亿元;筹资活动方面,由于公司没有经营来源支持,公司工程支出主要依靠外部融资来解决,2007年公司筹资活动以偿还债务为主。

2008年,经营活动方面,由于公司高速公路资产已正式运营,同时公司业务范围又增加了公共交通业务板块,公司经营活动现金流量以与嘉兴市政府所属部门及母公司之间的经营往来款以及销售商品提供劳务所收到的现金为主。2008年,公司经营活动产生的现金流入为9.68亿元,其中,销售商品、提供劳务收到的现金占比23.69%,收到的其他与经营活动有关的现金占比76.31%,主要核算补贴收入及与嘉兴市政府所属部门及母公司之间的经营往来款。2008年公司经营活动净现金流为7.41亿元,较2007年增长58.99%。2008年公司现金收入比率为111.00%,总体看,公司现金收入质量较好。

从投资活动来看,2008年公司投资活动产生的现金流入3.68亿元,主要是由计入“收到的其他与投资活动有关的现金”科目的公司退出国际贸易领域而产生的相关资产转让收入构成。公司投资活动现金流出3.68亿元,主要是2008年公司合并范围增加,新增在建工程嘉绍高速公路项目所带来的现金流出,2008年公司投资活动产生现金流量净额为-9.83万元。

从筹资活动来看,2008年公司筹资活动现金流入为4.82亿元,较2007年减少15.31%,主要为借款所收到的现金;公司筹资活动现金

支出6.20亿元,主要是偿还债务、分配股利和利息支出以及偿还债务所支付的现金,筹资活动产生的现金流量净额为-1.39亿元。

总体来看,随着2008年公路资产开始运营,公司经营活动现金获得能力增强,但考虑到嘉绍高速在建项目的并入,公司未来3年投资活动将会有持续的大规模现金流出,除了财政补助和引入战略投资者外,公司将可能通过举债来满足项目资金需求,公司外部融资压力趋增。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2006~2008年公司流动比率波动上升明显,三年分别为298.32%、268.07%和646.25%,2008年流动比率较2007年有较大幅度增长,主要是由于公司获批收储开发母公司已取得的土地而将该部分土地由无形资产及其他而转入存货科目核算所致。2006~2008年,公司速动比率有所下降,分别为298.32%、268.07%和225.44%,前两年公司无存货。

从长期偿债能力指标看,2006~2008年,由于2008年公司合并范围增加以及经营规模扩大所致,公司有息债务增加较多,公司EBITDA利息倍数下降幅度较大,三年分别为2.23倍、2.81倍和1.89倍;2008年全部债务/EBITDA倍数为14.39倍,指标值偏低,但考虑到公司高速公路收费及公共交通收入的稳步增长,财政持续补贴,公司整体债务保障能力较强。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2008年底,嘉兴高投共获得银行授信225.16亿元,其中未使用额度152.17亿元;这将在较大程度上提高公司的财务弹性,预计公司未来在信贷方面仍将得到银行有力的支持,基本可满足公司资金需求。

或有负债方面,截至2008年底,公司对外担保余额179400万元,其中17亿元被担保方为嘉兴城市建设投资有限公司,0.94亿元被

担保方为嘉兴市水利投资有限公司，该两家公司目前经营正常，公司面临的或有负债风险较低。

总体来看，公司资产质量和在建高速公路项目发展前景良好。在公司继续保持与银行良好合作关系和嘉兴市政府持续的财政支持的前提下，联合资信认为公司未来一定期限内偿债风险较小。

九、债权保护条款分析

本期债券嘉城集团提供无条件不可撤销的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保此外，嘉兴市政府为本期债券本金建立了累计4亿元的“专项偿债基金”，通过财政补贴形式偿还本期债券利息，并将在本期债券存续期的第10年以不少于10亿元资金回购嘉兴至绍兴跨江通道项目，为本期债券的还本付息提供保障。

1. 第三方担保

根据嘉兴高投与嘉城集团签定的担保函，嘉城集团为嘉兴高投本期发行的10亿元公司债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保。担保的范围包括债券的本金和利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

嘉城集团是嘉兴市政府直属的投资型国有独资企业集团，注册资本20.36亿元，该公司以“城市建设、旅游开发、地产置业”三大产业为主体，集“投资、建设、管理”三大功能为一体，主要业务涉及路桥基础设施建设、园林绿化建设、房地产开发、历史街区保护开发、旅游景区开发经营管理、天然气管网建设、房屋拆迁及宾馆餐饮等多个领域。

截至2008年底，嘉城集团合并资产总额133.31亿元，所有者权益54.22亿元，少数股东权益0.76亿元。2008年收到补贴收入1.82亿元，实现利润总额1.39亿元。

嘉城集团拥有的土地资源拥有很大的区域优势：①其拥有的土地主要是商办住经营性用地，经营性用地在其拥有总土地占比高达75%，土地价值高；②根据嘉兴市城区规划，公司拥有的四大区域土地都是未来嘉兴市发展的商务、居住区域，土地开发条件好，配套设施较为完善，尤其是经济繁荣的市中心区域及嘉兴市未来城市扩展重心的东南侧区域；③嘉兴市区南侧作为高速铁路及磁悬浮列车中间停靠站，随着项目的完工投入使用，必然会带动周边整体经济的发展，南边区域土地的升值潜力大。截至2009年4月底，嘉城集团拥有已开发完成的土地6480亩，其中5269亩具备土地指标，1211亩尚未具备土地转让指标。

根据嘉兴市区2020年的城市规划，市区规划总面积将达到142平方公里，嘉城集团将承担近70平方公里的城市土地开发，可以预见未来随着嘉兴整体经济的提升，嘉城集团不断加强基础设施配套建设，积极盘活土地存量，创造土地级差，加快土地滚动开发，嘉城集团所经营的土地开发业务未来发展前景广阔。

综上，联合资信认为，嘉城集团自身实力较强，作为嘉兴市城市基础设施建设的投融资主体，嘉城集团一直得到了嘉兴市政府的财政资金和政策的大力支持，并且这些支持今后仍将延续。同时嘉城集团作为嘉兴市本级唯一的土地一级开发主体和天然气唯一特许经营企业，具有地域垄断优势。未来随着城市化进程加快，嘉城集团的盈利能力将有所加强，收入和现金流入水平也将稳步增长，对本期债券还本付息起到有力担保作用。综合考虑以上因素，联合资信对嘉城集团2009年主体长期信用等级评定为AA。

本期10亿元公司债券占嘉城集团2008年底资产总额的7.50%、所有者权益的18.44%，对其财务状况存在一定影响；本期10亿元公司债占嘉城集团全部债务的19.35%，对其现有债务有一定影响。

2. 偿债保障基金

为保证本期债券的偿付，嘉兴市人大根据嘉人大常发【2009】3号文同意由嘉兴市政府根据嘉政发【2009】27号文为本期10亿元债券建立专项偿债基金，在债券存续期的第3年末和第4年末分别拨入专项偿债基金帐户2亿元，资金冻结，在债券存续期的第5年末，如出现债券回售，嘉兴市市政府将统一另行安排资金兑付，以保证投资者的利益不受损失。同时在本期债券存续期内，嘉兴市政府将每年给予公司与债券利息等额的财政补贴，专门用于偿付本期债券的利息，并于每年付息日前的第5个工作日拨入本期债券的专项偿债基金帐户。此外在本期债券存续期的第10年，嘉兴市政府将回购浙江省嘉兴至绍兴跨江通道项目，回购资金不少于10亿元，且于本期债券兑付日前10个工作日拨入本期债券的专项偿债基金帐户，以保证本期债券按时、足额兑付，保障本期债券的投资者不受损失。

2008年，嘉兴市实现财政总收入252.13亿元，同比增长20.44%；地方财政收入126.87亿元，同比增长20.6%。联合资信认为，嘉兴市较强的财政实力为专项偿债基金的按时足额划拨提供了保证。

综上所述，嘉城集团提供的提供全额无条件不可撤销的连带责任担保对于提高本期债券本息偿付安全性具有一定的帮助；而嘉兴市政府对于公司投资项目的回购安排、偿债基金专户的设置和嘉兴市人大及政府对本期债券提供的兑付承诺对于本期债券的安全性具有较明显的增级作用。

十、综合评价

交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，发展前景看好。

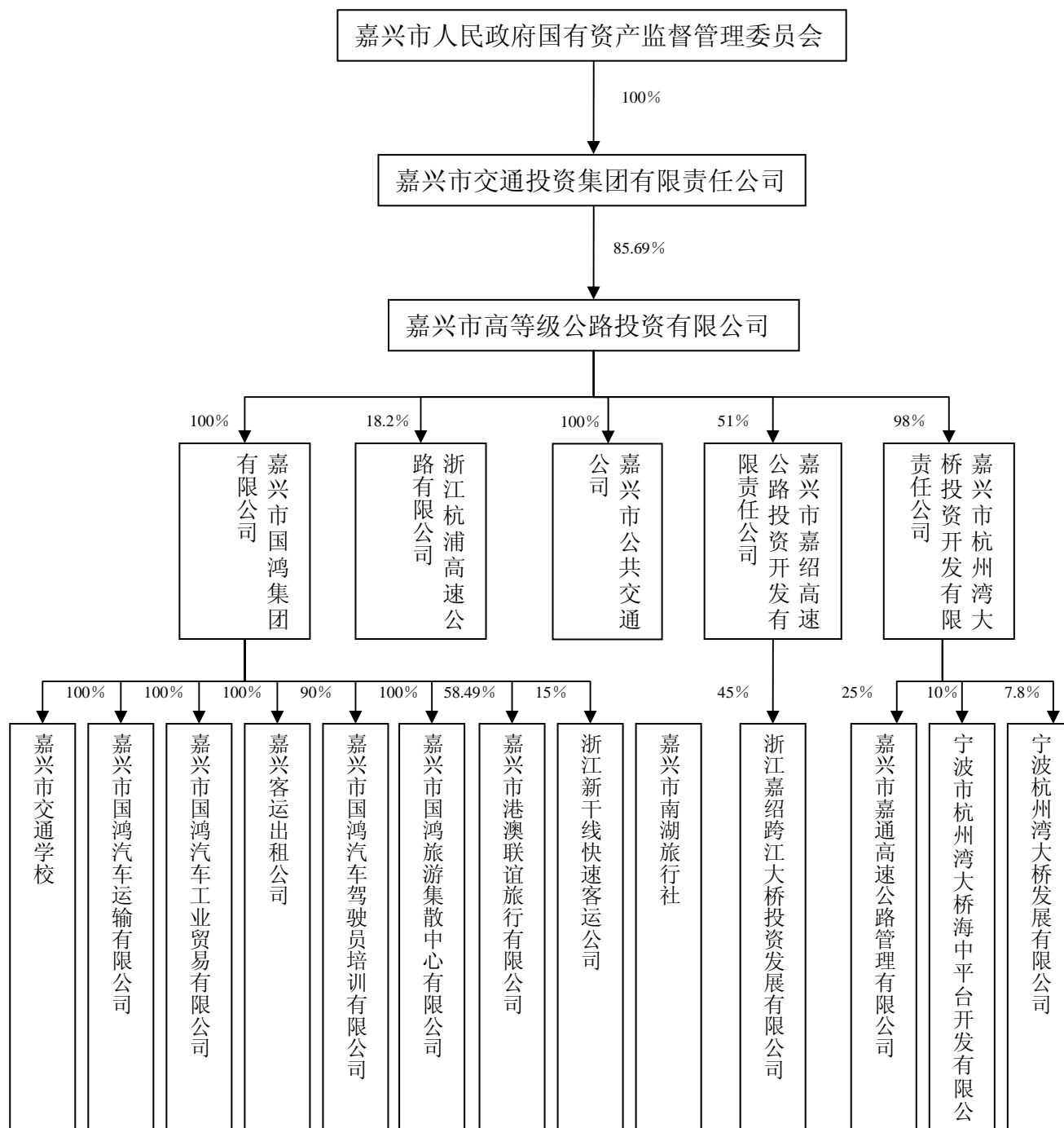
嘉兴地理位置优越，经济保持快速增长，为区域内收费公路通行量增长提供了有力保障。嘉兴高投运营的收费公路资产均为与高速

公路连接的高等级公路，自2008年正式通车运营后公司的盈利能力和竞争优势得到较大增强。除收费公路业务外，公司业务领域还涉及长途客运和市内公交，多元的业务板块有助于提升公司盈利能力和抗风险能力。此外，公司也得到嘉兴市政府的支持。同时联合资信也注意到，公司在建项目对资金需求较大，公司未来将面临一定融资压力。

本期债券由嘉城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；嘉兴市政府为本期债券本金建立了累计4亿元的“专项偿债基金”，通过财政补贴形式偿还本期债券利息，并将在本期债券存续期的第10年以不少于10亿元资金回购嘉兴至绍兴跨江通道项目，嘉兴市财政实力强劲，对本期债券本息保障很强。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

基于对公司自身实力和担保主体担保实力的综合分析，联合资信认为本期债券安全性很强，违约风险很低。

附件 1 嘉兴市交通投资集团有限公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年
流动资产			
货币资金	62137.82	24304.90	84519.45
短期投资			2630.93
减：短期投资跌价准备			
短期投资净额			2630.93
应收票据			
应收股利			
应收利息			
应收账款			539.98
其他应收款	288629.54	271069.17	267382.45
减：坏款准备			
应收账款净额	288629.54	271069.17	267922.43
预付账款	4772.65	2793.85	2882.45
应收补贴款			
应收出口退税			
存货			668464.79
减：存货跌价准备			0.00
存货净额			668464.79
待摊费用	14.50		
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债权投资			
其他流动资产			159.37
流动资产合计	355554.50	298167.92	1026579.43
长期投资			
长期股权投资	52909.18	58234.18	115425.40
长期债权投资			
长期投资合计	52909.18	58234.18	115425.40
减：长期投资减值准备			
合并价差			
长期投资净额	52909.18	58234.18	115425.40
固定资产			
固定资产原值	1710.88	2079.80	418583.20
减：累计折旧	505.47	663.14	29339.29
固定资产净值	1205.41	1416.66	389243.91
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	1205.41	1416.66	389243.91
工程物资			
在建工程	340543.88	420006.36	43379.28
固定资产清理			17.77
待处理固定资产净损失			0.00
固定资产合计	341749.29	421423.02	432640.96
无形资产及其他资产			
无形资产	546042.47	538002.58	79909.69
长期待摊费用	4119.59	4530.98	4094.31
其他长期资产			58559.78
无形资产及其他资产合计	550162.06	542533.56	142563.78
递延税项			
递延税项借项			
资产总计	1300375.03	1320358.68	1717209.57

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年
流动负债			
短期借款		33000.00	105000.00
应付票据	9012.38	13278.34	
应付帐款	637.86	2512.64	12728.07
预收帐款			2723.55
代销商品款			
应付工资			1457.97
应付福利费	14.12	14.12	395.96
应付股利			
应交税金			2801.00
其他应交款			39.81
其他应付款	79008.30	59771.09	27660.54
预提费用	514.22	651.92	1044.53
预计负债			
一年内到期的长期负债	30000.00	2000.00	5000.00
其他流动负债			
流动负债合计	119186.88	111228.10	158851.42
长期负债			
长期借款	237500.00	253965.00	369904.00
应付债券	259908.33	259908.33	259908.33
长期应付款		4100.00	1561.97
专项应付款	4000.00		4100.00
住房周转金			
其他长期负债			
长期负债合计	501408.33	517973.33	635474.30
递延税项			
递延税项贷款			19202.75
递延收益			
负债合计	620595.22	629201.43	813528.47
少数股东权益	208.20	208.20	5050.30
所有者权益			
实收资本	103274.25	103274.25	103274.25
资本公积	505416.51	505772.79	707653.82
盈余公积	13534.94	14637.05	15262.85
其中：公益金			
未确认的投资损失			-457.27
未分配利润	57345.92	67264.95	72897.15
外币报表折算差额			
所有者权益合计	679571.62	690949.05	898630.80
负债及所有者权益合计	1300375.03	1320358.68	1717209.57

附件3 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
一、主营业务收入			20645.79
减：折扣与折让			0.00
主营业务收入净额			20645.79
减：主营业务成本			21688.72
主营业务税金及附加			729.35
二、主营业务利润			-1772.28
加：其他业务利润		-5.98	1510.32
减：存货跌价损失			
营业费用			354.96
管理费用	8136.83	8154.18	5151.68
财务费用	10324.11	10818.69	27579.95
其他			
三、营业利润	-18460.94	-18978.86	-33348.55
加：投资收益	2137.64	0.00	3098.45
补贴收入	20000.00	30000.00	38895.44
营业外收入			180.51
其他			0.00
减：营业外支出			35.02
其他支出			0.00
未确认的投资损失			-129.11
加：以前年度调整			0.00
四、利润总额	3676.70	11021.14	8919.94
减：所得税			2681.84
减：少数股东损益			-19.89
五、净利润	3676.70	11021.14	6258.00
加：年初未分配利润	54036.88	57345.92	67264.95
盈余公积转入数			
减：合资企业提取奖福基金			
其他调整因素			
六、可供分配的利润	57713.59	68367.06	73522.95
减：提取法定盈余公积	367.67	1102.11	625.80
提取法定公益金			
七、可供股东分配的利润	57345.92	67264.95	72897.15
减：应付优先股股利			
提取任意盈余公积			
应付普通股股利			
转作股本的普通股股利			
其他			
八、未分配利润	57345.92	67264.95	72897.15

附件 4-1 合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金		14.75	22917.32
收到的租金			
收到的税费返还			2.90
收到的其他与经营活动有关的现金	59271.65	122008.50	73835.75
现金流入小计	59271.65	122023.25	96755.97
购买商品、接受劳务支付的现金			6993.58
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金			4829.99
支付的各项税费	13.49	1.76	2092.73
支付的其他与经营活动有关的现金	181502.13	75423.72	8752.61
现金流出小计	181515.62	75425.47	22668.92
经营活动产生的现金流量净额	-122243.97	46597.77	74087.05
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			5050.00
取得投资收益所收到的现金			581.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.03		4.16
收到的其他与投资活动有关的现金	82651.27	22000.00	31162.03
现金流入小计	82651.30	22000.00	36797.24
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	93232.64	62916.38	36598.97
投资所支付的现金	114794.18	5325.00	208.10
支付的其他与投资活动有关的现金	57466.84	28418.15	0.00
现金流出小计	265493.66	96659.52	36807.07
投资活动产生的现金流量净额	-182842.36	-74659.52	-9.83
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金	78355.00		
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	2262.00	56800.00	47700.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	323000.00	100.00	487.24
现金流入小计	403617.00	56900.00	48187.24
偿还债务所支付的现金	115970.00	35335.00	27839.34
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	8452.53	30336.17	34210.57
融资租赁所支付的现金			
减少注册资本所支付的现金			
支付的其他与筹资活动有关的现金		1000.00	
现金流出小计	124422.53	66671.17	62049.91
筹资活动产生的现金流量净额	279194.47	-9771.17	-13862.66
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-25891.86	-37832.92	60214.55

附 4-2 合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	3676.70	11021.14	6258.00
加: 少数股东损益			
加: 计提的资产减值准备			601.01
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐			
固定资产折旧	68.39	90.94	13461.95
无形资产摊销	8039.89	8039.89	1107.59
长期待摊费用摊销	415.74	571.64	754.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)			-19.23
待摊费用减少(减:增加)			0.00
预提费用增加(减:减少)			21.73
固定资产报废损失			1.04
财务费用	9908.33	10875.54	27148.18
投资损失(减:收益)	-2137.64		-3098.45
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)			-42.49
经营性应收项目的减少(减:增加)	-86568.01	37825.40	72170.13
经营性应付项目的增加(减:减少)	-55647.37	-21826.78	-44127.96
其他			-149.01
经营性活动产生的现金流量净额	-122243.97	46597.77	74087.05
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	62137.82	24304.90	84519.45
减: 货币资金的期初余额	88029.67	62137.82	24304.90
现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-25891.86	-37832.92	60214.55

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	--	76.47
存货周转次数(次)	--	--	0.06
总资产周转次数(次)	--	--	0.01
盈利能力			
主营业务利润率(%)	--	--	-8.58
总资本收益率(%)	1.12	1.75	2.03
净资产收益率(%)	0.54	1.60	0.70
财务构成			
长期资本化比率(%)	42.25	42.64	41.07
全部资本化比率(%)	44.11	44.85	45.01
资产负债比率(%)	47.72	47.65	47.38
偿债能力			
流动比率(%)	298.32	268.07	646.25
速动比率(%)	298.32	268.07	225.44
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	2.81	1.89
全部债务/EBITDA(倍)	24.26	18.37	14.39
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.57	-0.05	0.10
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-30.79	-2.58	2.73
现金流			
现金收入比(%)	--	--	111.00

注：公司财务数据均按照旧会计准则编制。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期企业债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据
 全部债务=(长期债务+短期债务)
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益
 标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 企业债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 嘉兴市高等级公路投资有限公司 2009年度公司债券的跟踪评级安排（第三方担保）

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

嘉兴市高等级公路投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。嘉兴市高等级公路投资有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，嘉兴市高等级公路投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注嘉兴市高等级公路投资有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现嘉兴市高等级公路投资有限公司或担保方出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如嘉兴市高等级公路投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至嘉兴市高等级公路投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送嘉兴市高等级公路投资有限公司、主管部门、交易机构等。

