

# 跟踪评级公告

联合[2014] 1094 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“09嘉高投债”AA+的信用等级。

特此公告。



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 嘉兴市高等级公路投资有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 嘉高投债	10 亿元	2009/12/2-2019/12/2	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间：2014 年 6 月 27 日

### 财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	2.86	9.99	16.80
资产总额(亿元)	253.71	285.80	318.21
所有者权益合计(亿元)	136.72	140.45	139.24
短期债务(亿元)	7.50	17.59	18.22
全部债务(亿元)	98.53	123.66	160.76
营业收入(亿元)	9.36	5.40	12.93
利润总额(亿元)	1.09	0.67	0.64
EBITDA(亿元)	6.30	6.77	9.48
经营性净现金流(亿元)	3.64	-5.82	-13.10
营业利润率(%)	11.24	-7.20	-2.42
净资产收益率(%)	0.74	0.46	0.29
资产负债率(%)	46.11	50.86	56.24
全部债务资本化比率(%)	41.88	46.82	53.59
流动比率(%)	789.45	540.07	679.27
全部债务/EBITDA(倍)	15.63	18.26	16.96
EBITDA 利息倍数(倍)	1.03	0.99	1.24
经营现金流流动负债比(%)	19.76	-18.37	-45.70

### 分析师

陈 茜 王 玮  
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

跟踪期间，嘉兴市区域经济继续较快增长，财政实力稳步增强。嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）持续得到嘉兴市政府的大力支持，公司路产新增嘉绍高速北接线路段、业务结构新增油品销售业务板块，资产规模稳步增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司盈利能力仍较弱、经营净现金流持续为负、债务规模持续增加导致债务负担较重、对外担保比率大等因素对公司经营带来的消极影响。

从未来展望看，公司投资建设的高速公路将陆续通车，嘉兴市区域经济发展有利于拉动车流量的增长，公司主业收入规模及现金流有望稳步增长。“09 嘉高投债”（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 10 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，截至报告出具日已到位 5 亿元，执行情况良好；同时嘉兴市政府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，嘉兴市财政实力较强，上述专项偿债安排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低。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持存续债券担保方嘉城集团主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“09嘉高投债”债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

### 优势

1. 嘉兴市整体经济实力和财政实力持续增强，为公司提供了良好的发展环境。
2. 公司外部支持力度强，跟踪期内得到嘉兴市政府持续的财政补贴。

3. 2013 年公司新增嘉绍高速北接线路段，公司运营里程及通行费收入较快增长。
4. 公司合并范围新增子公司嘉兴市交通石油有限公司，带动公司收入规模快速增长。

#### 关注

1. 公司已建成高速公路仍呈亏损状态，公司利润对政府补助的依赖性大。
2. 公司存货和其他应收款占比大，对公司资产流动性影响较大。
3. 经营性活动现金流入净额持续为负。
4. 公司债务规模持续增长，债务负担较重，且未来资本性支出压力仍较大。
5. 对外担保比率较大，公司面临一定的或有负债风险。

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

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内的“09嘉高投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”或“公司”），系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1998】57号文”批准，于1998年5月注册成立的国有企业，初始注册资本为1.05亿元。继多次增资后，2012年公司新增注册资本8000万元，系根据2011年12月“嘉国资资产[2011]205号文件”，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）以土地使用权5000万元及货币3000万元对公司增资；上述增资事项已经浙江新联会计师事务所有限公司出具浙新验（2012）151号验资报告，公司于2012年2月17日完成了工商变更手续。截至2013年底，公司注册资本为11.13亿元。

交投集团为公司控股股东，对公司持股比例为86.72%，其余的股东分别为嘉兴市南湖区交通建设投资有限公司（持股5.66%）、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司（持股4.33%）、平湖市国有资产经营有限公司（持股1.22%）、海盐县国有资产经营有限公司（持股0.86%）、桐乡市城市建设投资有限公司（持股0.63%）、嘉善县国有资产投资有限公司（持股0.58%）。公司控股股东交投集团为国有独资公司，嘉兴市国有资产管理委员会是其唯一股东。公司实际控制人为嘉兴市国有资产管理委员会。

公司主要从事高等级公路建设、投资、管理及公路沿线配套设施和房地产开发；受交投集团委托收储开发交投集团已取得的土地。2013年，公司合并范围新增子公司嘉兴市交通石油有限公司；公司持股比例为50%，但与另一持股50%的股东（中国石油化工股份有限公

司）签订一致行动协议，公司具有控制权，故纳入合并范围。截至2013年底，公司直接及间接拥有15家控股子公司（按合并口径）。

截至2013年底，公司资产总额318.21亿元，所有者权益139.24亿元（其中少数股东权益19.02亿元）。2013年公司实现营业收入12.93亿元，利润总额0.64亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市县南街46-48号；法定代表人：沈兰冠。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

### 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政

策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；继续推进基础设施建设等积极的财政政策。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业发展情况

2013年是我国交通运输业“十二五”期间的高速公路建设关键的一年，2011年至2013年12月下旬，中国新增高速公路通车里程分别1.08、1.13、0.83万公里，总里程达10.44万公里，中国高速公路网络更加完善。2012年，中国公路建设投资额为12713.95亿元，同比增长0.9%；其中，高速公路建设完成投资7238.30亿元，下降2.5%；国省道改造完成投资2575.33亿元，增

长5.9%。2013年1~11月，全国完成公路建设固定资产投资12445.54亿元。

2013年，受宏观经济增速持续放缓、国家加大收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，但受节假日客流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，全国公路客运量和货运量分别达374.70亿人和355.00亿吨，分别比去年增长5.3%和11.3%；公路客运周转量和货运周转量分别为19705.60亿人公里和67114.5亿吨公里，分别比上年增长6.7%和12.7%。

行业政策方面，2011年8月19日国务院办公厅下发了《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》，国务院再次提出要进一步降低过路过桥收费，控制收费公路规模，优化收费公路结构，收费公路标准下调有望得到进一步落实。2011年6月起，交通运输部开展了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。公司已按清理标准进行自查，截至目前，公司无属于清理范围的违规设置或违规收费的收费公路项目；公司无属于清理范围的收费公路及收费站（点），收费标准按浙江省物价局下发的收费标准执行。

2012年8月，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），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”，因此企业一类车收入占比越高，所受影响越大。

2013年5月8日，交通运输部公布了《收费公路管理条例》修正案的征求意见稿。其中引起争议的主要有以下修改意见：“①国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。②高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定。③还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准。④非收费公路的发展资金由公共财政承担；收费公路以高速公路为主体，其发展资金除公共财政投入外，可利用社会融资方式筹集，通过收取的车辆通行费偿还。⑤收费公路不得无偿划拨。除收费权益以外，收费公路不得转让和上市交易”。该政策的修改与实施会对高速公路企业经营发展产生较大影响。联合资信将持续关注该政策修订与实施。

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5000公里的省份将达到16个，3000-5000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烈，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。截止至2013年底，我国通车里程超过5000公里的省份已有7个，3000-5000公里的省份已有13个。总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

## 2. 区域经济环境

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹地，东临上海、西南连杭州、北部与苏州相接，与三大城市形成了一小时交通圈，铁路、公路、水路四通八达，是长江三

角洲的重要城市之一，区域经济发达。2013年，围绕“三城一市”和“两富”的现代化建设目标，嘉兴市经济综合实力明显增强，实现地区生产总值3147.66亿元，同比增长9.3%，增幅较上年上升0.6个百分点。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为155.62亿元、1726.73亿元和1265.31亿元，同比分别增长了0.8%、9.9%和9.4%。三次产业结构由上年的5.2:55.5:39.3调整为4.9:54.9:40.2。

2013年，嘉兴市工业生产持续较快增长，但增速有所上升，全市工业增加值达到1560.88亿元，同比增长10.4%，较上年上升1.3个百分点。全市规模以上工业企业主营业务收入6359.68亿元，同比增长11.5%；利润总额559.97亿元，同比增长27.8%，其中，利润总额340.05亿元，同比增长31.1%。

2013年嘉兴市地区经济的持续增长，推动嘉兴市固定资产投资规模继续扩张，其中基础设施投资增速较快。2013年，嘉兴市全社会固定资产投资1910.15亿元，同比增长16.3%；其中，基础设施投资287.07亿元，同比增长22.4%。2013年，嘉兴市财政收入较快增长，地方财政实力进一步增强。全市财政一般公共预算收入达517.49亿元，同比增长9.7%，其中，公共财政收入282.31亿元，同比增长9.5%。

根据“2013年嘉兴市交通运输工作会议报告”，2013年嘉兴市计划完成交通基础设施投资50.83亿元，其中高速公路14.72亿元。2013年嘉兴至绍兴跨江公路通道及北接线建成通车、钱江通道及接线工程（杭浦以南段）完成交工验收，“三横三纵”高速路网基本建成；沪杭高速许村互通开工建设；干线公路建成08省道嘉海公路至王店段、丁栅至新埭公路一期项目、新塍至江苏盛泽公路和崇福至练市公路（石门至安兴段）；完成干线公路大中修19.2公里、国省道危桥改造15座；桐乡市区至乌镇、武原至袁花、油车港至黎里、新丰至步云等公路项目前期按计划开展。截至2013年底，嘉兴市公路里程突破8000公里，达到8014.38公里，提

前两年超额完成“十二五”目标。2014年计划完成交通基础设施建设投资40亿元，其中公路建设16亿元，嘉兴市高速公路仍存在较大发展空间。

总体来看，嘉兴市地理位置优越，区域经济发展。跟踪期内，与中国宏观经济增速下滑相反，嘉兴市区域经济保持较快增长速度，经济增速保持浙江省内较高水平；财政实力继续增强；交通建设投资稳步推进，为地区交通投资类企业发展提供了良好的发展前景。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至2013年底，公司注册资本为11.13亿元，其中交投集团持股比例为86.72%。交投集团为嘉兴市国有资产管理委员会下属的国有独资公司。公司实际控制人为嘉兴市国有资产管理委员会。

### 2. 企业规模

跟踪期内，根据嘉兴市国有资产管理委员会嘉国资产[2013]94号文件，将交投集团持有的嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“交通石油”）50%的股权划转至公司，同时公司与交通石油另一50%股权持有人中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）签订一致行动协议，公司具有实际控制权，纳入合并报表范围。截至2013年底，交通石油注册资本为人民币6000万元，其中中石化持股50%、公司持股50%。

交通石油的主要经营范围包括成品油销售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理。截至2013年底，交通石油资产总计3.32亿元，负债合计2.61亿元，2013年实现营业收入6.73亿元，利润总额0.14亿元。

由于交通石油公司主要业务为油品销售业务，并且2013年实现的销售收入较大，对公司的业务板块产生较大影响，但考虑到油品销售毛利率较低，对公司盈利能力的提升作用有限，

整体看，公司交通石油在一定程度上提升了公司的盈利能力。

### 3. 政府及股东支持

公司在嘉兴市内高速公路经营领域具有区域垄断优势，作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，跟踪期内公司继续得到嘉兴市政府在财政资金补贴方面的大力支持。

2013年，公司实现政府财政补贴收入7.59亿元，分别包括：（1）根据2013年嘉兴市财政局文件嘉财预[2013]726号文，为确保嘉兴市交通基础设施建设的顺利进行，缓解交投集团资金压力，由市财政局给予公司3.71亿元补贴，由交投集团转拨入公司。（2）根据嘉兴市财政局文件嘉财预[2012]889号文，拨付公司财政补贴0.57亿元。（3）根据嘉办[2013]726号及嘉通[2013]229号，公司收到2013年度财政补贴0.56亿元，子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限公司收到2013年度财政补贴0.30亿元，子公司嘉兴市绍兴高速公路投资开发有限公司收到2013年度财政补贴1.71亿元。（4）中央油价补贴0.21亿元、政策性亏损补贴收入0.30亿元、购车补贴收入0.18亿元、学校经费补助收入0.03亿元。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司为进一步加强公司在银行间债券市场发行债券融资工具的信息披露事务管理制定了《嘉兴市高等级公路投资有限公司债券融资工具信息披露事务管理制度》。上述制度规定董事会负责公司债务融资工具信息披露工作的组织领导，公司分管副总经理是信息披露事务管理负责人，财务部为公司债务融资工具信息披露事务的日常管理部门；该规定的实施使公司债务融资工具信息披露事务管理工作更加清晰化、规范化。

2014年5月，公司发布《嘉兴市高等级公路投资有限公司董事、监事及高级管理人员变更信息披露公告》，根据上述公告由于公司高管

人员退休及职位调动原因，公司董事会成员变更为沈兰冠、李云鸿、徐月新、吴鉴伟、郭荣根；监事会成员中金小玲变更为刘继凤；总经理变更为李云鸿、副总经理变更为苏志刚、财务负责人变更为苏莹。

公司董事长沈兰冠先生，1962年出生，研究生学历；曾任嘉兴市民丰造纸厂教师，宣教科、审计检查室、纪检办公室科员，嘉兴市轻工业局企管科员，嘉兴市轻工业局科技开发公司副经理，嘉兴市轻功控股（集团）公司董事、经理助理、党委委员，嘉兴市实业资产经营公司总经理助理、党组成员，嘉兴市秀城区经济贸易局局长，嘉兴市秀城区区委办公室主任，嘉兴市秀洲区副区长等职，2011-2013年任公司总经理；现任公司董事长。

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

上述人事变动对公司正常经营活动未产生重大影响，此外，公司在其他管理体制、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

## 七、经营分析

2013年，公司收入规模快速上升，全年实

现营业收入12.93亿元，同比增长139.56%，主要由于2013年公司通行费收入和商品销售收入快速上升。收入结构方面，主营业务收入12.66亿元，占营业收入的比重为97.91%；其他业务收入0.27亿元，占营业收入的比重为2.09%。

跟踪期内，公司通行费收入和商品销售收入大幅上涨，导致公司主营业务收入同比增长146.63%。2013年公司实现通行费收入2.12亿元，同比增长93.52%，主要是由于新增嘉绍高速北接线；公司实现运输收入1.81亿元，同比下降8.57%，主要是由于高铁运输进一步普及，车流量减少所致；公司实现商品销售8.09亿元，较上年增加6.78亿元，主要是由于新增子公司交通石油从而新增油品销售业务所致。2013年公司主营业务中其他业务收入合计0.27亿元，占比较小。

毛利率方面，2013年，公司整体毛利率为-1.78%，较上年的-4.71%有所上升；其中，主营业务毛利率-3.54%，较上年的-9.35%有所增长，主要系通行费收入和商品销售毛利率上升。通行费收入毛利率由上年的-29.72%上升至-20.09%，主要是由于嘉绍高速北接线通车带来收入的较快增长，但是由于新通车的高速路段所分摊的折旧成本较少所致；公司运输业务运营主体国鸿公司于2010年收购私营城乡公交以来持续亏损，2013年由于高铁运输的普及、私家车数量增多、公交运输客运量较快下降、油价持续提升，亏损程度有所增加，2012年和2013年毛利率分别为-18.59%和-31.03%；商品销售业务毛利率由上年的4.76%上升至5.80%，涨幅较小，但是由于收入规模增长较大对公司主营业务毛利率影响较大。2013年，公司其他业务毛利率为81.60%，较上年的85.93%略有下降，由于业务规模较小对公司整体毛利率影响较小。

表 1 公司营业收入分板块情况（单位：亿元）

行业种类	2012 年度	2013 年度
------	---------	---------

主营业务:	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	1.09	21.25%	-29.72%	2.12	16.72%	-20.09%
运输收入	1.98	38.60%	-18.59%	1.81	14.33%	-31.03%
商品销售	1.31	25.54%	4.76%	8.09	63.92%	5.80%
其他	0.75	14.62%	23.85%	0.64	5.03%	11.21%
<b>主营业务合计</b>	<b>5.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>-9.35%</b>	<b>12.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>-3.54%</b>
其他业务	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
其他	0.26	100.00%	85.93%	0.27	100.00%	81.60%
<b>其他业务合计</b>	<b>0.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>85.93%</b>	<b>0.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>81.60%</b>
<b>营业收入</b>	<b>5.39</b>	<b>--</b>	<b>-4.71%</b>	<b>12.93</b>	<b>--</b>	<b>-1.78%</b>

资料来源：公司提供

### 公路建设与运营板块

跟踪期内，公司新增通车道路嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥。截至2013年底，公司已通车道路包括杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍高速北接线；其中，控股高速公路包括杭州湾大桥北岸连接线、07省道、嘉绍高速北接线，参股高速公路包括杭浦高速项目，联营高速包括嘉绍跨江大桥。

控股高速公路中杭州湾大桥北岸连接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，一期全长24.785公里，于2008年建成通车，苏通大桥和杭州湾跨海大桥于同年4月和5月相继建成通车，杭州湾跨海大桥建成后缩短宁波至上海间的陆路距离120公里，是国道主干线同三线跨越杭州湾的便捷通道。2013年日均车流量2.72万辆/日，实现通行费收入1.09亿元。

07省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于2007年5月完工通车。07省道于2012年划转至公司，但是由于收入在年底核算划拨，故2012年为0。2013年日均车流量0.88万辆/日，实现通行费收入326万元。

嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，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，满足杭州湾南北两岸往来交通需求，推动长江三角洲地区经济交通一体化进程。嘉绍高速分为嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥和嘉绍高速南接线。其中，公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市。全长43.26公里，双向八车道，总投资概算60.04亿元，于2013年7月8日建成通车，目前尚有3.03亿元工程尾款未竣工结算，故仍在在建工程中体现。2013年日均车流量1.95万辆/日，实现通行费收入1.00亿元。

杭州湾大桥北岸连接线一期和嘉绍高速北接线为公司通行费收入的主要来源。与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司联营的路产，公司持股比例20%，目前实现的投资收益对公司利润影响较小。

公司参股杭浦高速项目，占运营单位权益18.2%。杭浦高速公路全长112.5公里，为国家高速公路网南通至嘉兴的重要组成部分。2013年杭浦高速车流量和通行费收入均有所上升，主要是由于与杭浦平行的东西大道公路车辆流量已饱和，杭浦车流量有所恢复，日均车流量6.31万辆/日，同比上升1.02%；实现通行费收入3.47亿元，同比上升14.20%。

表 2 公司运营高速公路通行费收入及日均车流量情况 (单位: 万元, 辆/日)

公路名称	通行费收入		车流量	
	2012年	2013年	2012年	2013年
杭州湾北岸连接线一期	10943.67	10911.32	26133.00	27071.00
杭浦高速	30416.34	34734.28	62502.00	63139.00
嘉绍高速北接线	--	9964.92	--	19492.00
07省道	--	326.00	8800.00	8805.00

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司公路收费标准未发生变化。由于公司运营路段通车时间较短, 且营运至今未发现路面重大损毁现象, 故2016年以前公司无大修计划, 公司公路养护费用支出压力较小。

在建道路方面, 目前公司主要在建道路两个: 钱江通道北接线 (即嘉萧高速) 和杭州湾跨海大桥北接线二期。

表 3 公司在建高速公路未来投资计划表 (单位: 亿元, 公里)

项目名称	投资概算	建设期	通车里程	资本金 (自筹)	已完成投资	投资计划		
						2014年	2015年	2016年
钱江通道北接线一期	21.18	2011~2015	11.40	7.41	7.13	7.03	7.03	--
杭州湾跨海大桥北接线二期	55.94	2012~2018	27.55	19.58	2.82	10.72	10.06	10.06
嘉绍高速北接线	60.04	2009~2013	43.26	21.14	57.37	3.03	--	--
<b>合计</b>	<b>137.16</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>48.13</b>	<b>67.32</b>	<b>20.78</b>	<b>17.09</b>	<b>10.06</b>

资料来源: 公司提供

注: 嘉绍高速已通车, 目前按暂估价由在建工程转入固定资产, 尚有部分未竣工结算款项反映在在建工程中。

公司在建项目总投资合计137.52亿元, 截至2013年底累计完成投资67.32亿元, 未来投资支出较大, 公司融资压力大。公司主要通过自筹及政府补助解决建设资金需求, 公司债务规模将进一步扩大, 未来融资压力较大。

总体来看, 跟踪期内, 公司收费公路项目运营情况有所好转, 运营路产规模扩大, 收入稳定提升; 此外, 公司运营路产通车时间较短, 处于亏损状态, 但亏损形势有所改善, 未来几年内随着路网效益发挥及区域经济增长, 公司通行费收入有望增加, 盈利水平有望提升; 公司未来几年在建及拟建项目投资规模较大, 公司资金压力偏大, 但随着项目的陆续完工运营, 公司通行费收入将进一步增长。

#### 公共交通业务板块

公司公共交通业务主要为其全资子公司嘉兴市国鸿 (集团) 有限责任公司 (以下简称“国鸿公司”) 的长途客运业务。

国鸿公司为嘉兴市最大的客运公司, 截至2013年底, 国鸿公司拥有线路资源173条, 其中省际班线70条, 省内跨地市班线36条, 市内跨县公交线10条, 城乡公交班线60条; 拥有各类运营车辆850辆, 其中客运车辆187辆, 旅游车339辆, 出租162辆, 教练车163辆。

国鸿公司所拥有的线路资源以及各类客运车辆均较上年略有下降, 导致2013年国鸿公司的客运量和客运周转量较上年也有所下降。2013年, 国鸿公司共完成客运量3479.05万人次, 完成客运周转量11.54亿人公里。

自2010年国鸿公司按照嘉兴市政府要求收购私营城乡公交后, 由于城乡公交收费按市内公交标准收, 收费低, 成本高, 加之油价持续上调, 公司运输业务持续出现政策性亏损。2013年, 公司运输业务实现收入1.81亿元, 毛利率为-31.03%, 收到相应的政府补贴0.78亿元。

子公司嘉兴市国鸿 (集团) 有限责任公司加油站2012年1月1日起, 由原来的租赁经营改变为经营承包, 因此从2012年起纳入合并范围。2013年公司加油站商品油销售收入1.36亿元, 销售成本1.27亿元, 毛利率6.62%。

表 4 公司交通运输业务运营情况

	2012年	2013年
客运量 (万人次)	3567.63	3479.05
客运周转量 (亿人公里)	12.13	11.54
客运收入 (亿元)	1.98	1.81
财政补贴 (亿元)	0.66	0.78

资料来源: 公司提供

### 销售业务板块

公司销售业务板块主要为其子公司嘉兴市交通石油有限公司的油品销售业务。交通石油的主要经营范围包括成品油销售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理。2013年实现油品销售收入6.73亿元，油品销售毛利率为5.42%。2013年实现利润总额0.13亿元，对公司利润影响较小。

总体来看，跟踪期内，公司新增油品销售业务板块，有效扩大了公司收入规模，但公司主营业务仍处于亏损状态；整体盈利仍主要依赖补贴收入。

## 八、债券募集资金使用情况

公司于2009年12月2日发行10亿元的固定利率企业债“09嘉高投债”，债券期限为10年，同时附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权；该债券在存续期间采用“5+5”利率方案，即存续期前五年票面年利率为6.20%且保持不变，存续期的第五年末公司可上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后五年固定不变。

“09嘉高投债”拟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。该项目建设期为2009-2013年，计划总投资60.04亿元，截至2013年底，项目已完成投资额57.37亿元，占投资总额的95.55%，募集资金10亿元已全部使用完毕。

整体看，“09嘉高投债”募集资金使用规范，募投项目工程进度完成较好。

## 九、财务分析

公司提供的2011~2012年财务报表已由中磊会计师事务所有限责任公司<sup>1</sup>审计，并出具了

<sup>1</sup>中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处以2倍的罚款，撤

标准无保留意见的审计结论；提供的2013年财务报表已由利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013年公司合并范围新增嘉兴市交通石油有限公司；截至2013年底，交通石油资产总计3.32亿元，负债合计2.61亿元，2013年实现营业收入6.73亿元，利润总额0.14亿元。该合并范围变化对公司营业收入规模影响较大。

截至2013年底，公司资产总额318.21亿元，所有者权益139.24亿元（其中少数股东权益19.02亿元）。

### 1. 盈利能力

2013年，由于公司新增成品油销售业务，公司实现营业收入12.93亿元，同比增长139.56%。2013年公司营业成本13.16亿元，同比增长132.85%，增幅低于营业收入。2013年公司营业利润率为-2.42%，较上年的-7.20%有所回升。

2013年公司期间费用6.85亿元，同比增长102.12%，以财务费用为主；2013年公司财务费用6.07亿元，较上年增长111.27%，增长快速主要是由于2012年实现利息收入1.27亿元。由于收入增幅较大，期间费用率由上年的62.75%下降至52.95%，但仍处于较高水平。期间费用对利润的侵蚀仍然较大，2013年公司实现营业利润-6.95亿元。

营业外收入仍为公司利润的主要来源，2013年，公司营业外收入7.60亿元，主要为政府补助，获得政府补助7.59亿元；实现利润总额0.64亿元，同比下降5.12%；净利润0.41亿元，同比下降37.36%。由于净利润的大幅下降，公司总资产收益率和净资产收益率分别由上年的1.78%和0.46%下降至2.16%和0.29%。

总体来看，2013年营业收入规模增长明显，但公司成本及期间费用持续增长，利润总额有所下降。公司整体盈利对财政补贴的依赖

销其证券服务业务许可。

性仍旧很大。

## 2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年，公司经营活动现金流入合计26.71亿元，与嘉兴市政府所属部门及关联公司之间的往来款以及销售商品提供劳务所收到的现金为主。2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为14.78亿元，现金收入比为114.27%，较2012年略有上升；公司收到其他与经营活动有关的现金11.93亿元（主要为往来款）。公司经营活动现金流出以关联单位往来款为主，为39.81亿元，其中，购买商品接受劳务支付的现金为11.18亿元，支付其他与经营活动有关的现金27.08亿元（主要为往来款）。2013年，公司经营活动现金流量净额-13.10亿元，关联方往来款支付对公司经营活动现金流影响大。

投资活动方面，2013年，公司投资活动现金流入5.12亿元，主要为收回投资收到的现金4.89亿元，系公司子公司嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限公司将其持有的25%嘉绍大桥的股份进行转让（转让后公司持有20%的股份），收回投资产生的现金流。2013年，公司投资活动现金流出12.45亿元；其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金10.73亿元，主要系嘉绍高速北接线、钱江通道北接线一期等在建项目投入增加导致。2013年，公司投资活动现金净流量为-7.33亿元，投资支出规模仍然较大。

筹资活动方面，2013年，公司筹资活动现金流入60.94亿元，同比增长39.61%，随着公司在建项目投资支出的加大，公司通过银行借款和发行债券的方式进行融资。公司取得借款收到的现金59.48亿元（其中包含公司发行债券“13嘉公路PPN001”10亿元、“13嘉公路PPN002”5亿元和“中国人寿-嘉兴高投债权投资计划”18亿元等收到的现金），吸收投资收到的现金0.97亿元。2013年公司筹资活动现金流出36.88亿元，主要为偿还债务本息支付的

现金；公司筹资活动现金流量净额为24.06亿元。

总体来看，受关联方往来款支付的影响，公司经营活动现金流表现为较大规模净流出；受在建项目推进影响，公司投资活动现金流出规模保持较高水平，公司通过加大融资平衡投资资金；未来几年随着公司在建、拟建项目的继续推进，公司投资需求仍然较大，公司债务融资规模仍将扩大。

## 3. 资本及债务结构

### 资产

截至2013年底，公司资产总额318.21亿元，同比增长11.34%，主要来源于其他应收款、货币资金、固定资产和在建工程的增加。资产结构方面，流动资产占61.20%，非流动资产占38.80%，资产结构与上年底相比变化不大。

截至2013年底，公司流动资产194.76亿元，同比增长13.80%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。公司流动资产中存货和其他应收款占比分别为46.18%和44.33%。

截至2013年底，公司货币资金16.80亿元，同比增长68.17%，主要受对外借款增加影响；其中6.78亿元银行存款属于定期存单用于银行借款质押，已调减现金流量表中现金及现金等价物，在货币资金中占比40.36%；受限资金占比较大。

截至2013年底，公司其他应收款账面净值86.34亿元，同比增长25.86%。从账龄看，其他应收款中账龄1年以内的占比67.05%、1-2年的占比18.24%、2-3年的占比5.44%、3年以上的占比9.27%，账龄偏短；从集中度看，公司其他应收款前五名余额76.20亿元，占比为87.99%，集中度较高，但考虑到公司其他应收款主要为公司与股东方、政府部门及其他关联方往来款，回收风险不大。但考虑到其他应收款规模大，对资产流动性产生较大影响。

表 5 2013 年底公司其他应收款前五名欠款情况

单位名称	与公司关系	金额 (亿元)	占比 (%)	性质
嘉兴市交通投资集团有限公司	控制人	61.37	70.86	往来款
嘉兴市城市道路经营管理有限公司	国资委投资	5.58	6.45	往来款
嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司	控制人参股	3.72	4.30	往来款
嘉兴市交通建设开发有限责任公司	控制人投资	3.36	3.88	往来款
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	国资委投资	2.16	2.50	往来款
<b>合计</b>	--	<b>76.20</b>	<b>87.99</b>	--

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司非流动资产 123.45 亿元，同比增长 7.67%，主要来自持有至到期投资、固定资产、在建工程的增加。公司非流动资产仍以固定资产、在建工程和长期股权投资为主，占比分别为 74.42%、9.10%和 9.17%；固定资产占比快速增长，主要系在建工程转入固定资产而增加的路产资产。

截至 2013 年底，公司固定资产 91.87 亿元，较上年增长 147.06%，主要为路产资产（占比 93.02%）；2013 年新增的固定资产主要为嘉绍高速北接线完工通车后按照暂估价转入固定资产核算。

截至 2013 年底，公司在建工程 11.23 亿元，同比下降 79.35%，主要系嘉绍高速北接线完工后按暂估价转入固定资产所致。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 11.32 亿元，同比下降 22.16%，系公司子公司嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司持有的浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司 25%股权转让给嘉兴市城市道路经营管理有限公司持有。

截至 2013 年底，公司持有至到期投资 2.97 亿元；主要为公司子公司交通石油委托贷款给公司母公司交投集团，计入其他长期资产，2013 年交通石油纳入合并范围后，将其从其他长期资产中调整至持有至到期投资。

总体看，公司流动资产中存货和其他应收款占比大，公司资产流动性偏弱；非流动资产以固定资产、在建工程和长期股权投资为主。

公司整体资产结构符合行业特征。

### 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对稳定。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 139.24 亿元，同比下降 0.86%。2013 年底公司资本公积 96.53 亿元，同比下降 2.50%。2013 年底，公司所有者权益仍以资本公积为主，占 69.33%，实收资本、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 7.99%、1.05%、7.97%和 13.66%。公司所有者权益稳定性较好。

### 负债

截至 2013 年底，公司负债总额 178.97 亿元，同比增长 23.13%，主要来自应付债券的增加。负债结构方面，流动负债和非流动负债分别占 16.02%和 83.98%，仍以非流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债 28.67 亿元，同比下降 9.52%，其中其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债分别占 28.36%、33.94%和 29.60%。截至 2013 年底，公司其他应付款 8.13 亿元，主要为往来款及工程质保金。截至 2013 年底，公司短期借款 9.73 亿元，同比下降 35.71%，主要是由于公司融资主要通过增加长期债务所致。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.49 亿元，较上年增长 246.08%，主要是新增较多一年内到期的长期借款，公司存在一定偿债压力。

截至 2013 年底，公司非流动负债 150.30 亿元，同比增长 32.24%，主要系应付债券增加所致。截至 2013 年底，公司长期借款 64.85 亿元，同比下降 1.76%。截至 2013 年底，公司应付债券 77.69 亿元，主要是所发债券以及计提的应付利息，已发行的债券包括“09 嘉高投债”10 亿元、“06 嘉交通债”25 亿元、“12 嘉公路 MTN1”4 亿元、“13 嘉公路 MTN1”4 亿元、“13 嘉公路 PPN001”10 亿元、“13 嘉公路 PPN002”5 亿元和“中国人寿-嘉兴高投债权投资计划”18 亿元。

截至 2013 年底，公司债务总额 160.76 亿元，同比增长 25.51%，债务结构仍以长期债务

为主，占 88.67%，短期债务占 11.33%。2013 年底，受公司债务规模扩大影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 56.24%、53.59% 和 50.59%。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模有所扩张，债务负担较重。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 679.27% 和 365.61%，较上年底的 540.07% 和 256.52% 有所上升，仍保持较高水平。2013 年，公司经营现金流动负债比由上年的 -18.37% 降至 -45.70%。综合看，公司短期偿债能力有所下降，同时考虑到公司流动资产中其他应收款占比大，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 9.48 亿元，同比增长 40.01%，同时，债务规模由 2012 年的 123.66 亿元上升至 160.76 亿元，EBITDA 利息倍数由上年的 0.99 倍上升至 1.24 倍；全部债务/EBITDA 由上年的 18.26 倍下降至 16.96 倍，公司整体偿债能力指标有所上升。同时考虑到公司可获得财政补贴的持续性，公司整体债务保障能力尚可。

2013 年，公司 EBITDA 为存续期债券的 0.95 倍，经营活动现金流入为存续期债券的 2.67 倍，经营活动现金流量净额为存续期债券的 -1.31 倍；经营活动现金流入对存续期债券的覆盖程度尚可，同时考虑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以及嘉兴市政府为存续债券本金设立“专项偿债基金”，对存续期债券保障程度很强。存续期债券到期不能偿还的风险低。

截至 2013 年底，公司获得银行授信额度 96.05 亿元，其中尚未使用额度 24.04 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2013 年底，公司对外担保余额 80.40

亿元，担保比率为 57.74%，目前被担保单位经营正常。公司对对外担保规模大，虽然被担保方主要为国资企业并且经营正常，但公司仍将存在一定的或有负债风险。

表 6 2013 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司名称	担保金额	备注
嘉兴市城市建设投资有限公司	185000	国资公司
嘉兴市城市建房地产开发有限公司	10600	国资公司
嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	204430	国资公司
嘉兴市乍浦建设投资有限公司	94000	国资公司
嘉兴市社会发展集团有限公司	180000	国资公司
嘉兴市秀洲区交通建设投资有限责任公司	10000	国资公司
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	120000	国资公司
合计	804030	--

资料来源：公司审计报告、公司提供

#### 5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为：G1033040200052270W），截至 2014 年 5 月 14 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。

#### 6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，嘉兴市区域及财力水平的综合分析，以及考虑到嘉兴市政府对公司的财政支持，公司整体抗风险能力较强。

### 十、存续债券偿还能力及保障措施

#### 1. 第三方担保

“09 嘉高投债”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。嘉城集团由嘉兴市国资委全额出资设立，嘉兴市国资委为嘉城集团的实际控制人。

嘉城集团是嘉兴市政府批准成立的国有独资公司，承担着嘉兴市燃气供应及管网建设、旅游资源开发与经营、嘉兴城市规划区内综合

开发等重要职能。

截至 2013 年底，嘉城集团合并资产总额 302.72 亿元，同比增长 27.36%；所有者权益 95.33 亿元，同比增长 26.16%；负债合计 207.40 亿元，同比增长 27.92%；2013 年嘉城集团实现营业收入 16.57 亿元，同比增长 11.98%；利润总额 2.60 亿元，同比增长 9.26%。

跟踪期内，嘉城集团获得嘉兴市政府持续平稳的财政补贴（3.16 亿元）；嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会将嘉兴市南湖区交通建设投资有限责任公司、嘉兴市银地新农村开发投资有限公司和嘉兴市秀源水务投资集团有限公司的股权无偿划转至嘉城集团，增加资本公积 12.63 亿元；嘉城集团子公司嘉兴七新投资发展有限公司收到财政拨款 4.50 亿元，增加资本公积。嘉兴集团嘉城集团自身实力较强，作为嘉兴市城市基础设施的投融资主体、市本级唯一的土地一级开发主体以及嘉兴市唯一的燃气管道建设和燃气供应业务经营主体，地域垄断优势突出，各项业务快速发展。同时，联合资信也关注到，2013 年底嘉城集团全部债务 151.4 亿元，债务负担较重。

本期 10 亿元公司债券占嘉城集团 2013 年底资产总额的 3.30%、所有者权益的 10.49%，对其财务状况存在一定影响；本期 10 亿元公司债券占嘉城集团 2013 年底全部债务的 6.61%，对其现有债务有一定影响。

经联合资信跟踪评级，嘉城集团主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 2. 专项偿债基金

嘉兴市政府为存续债券本金设立“专项偿债基金”。

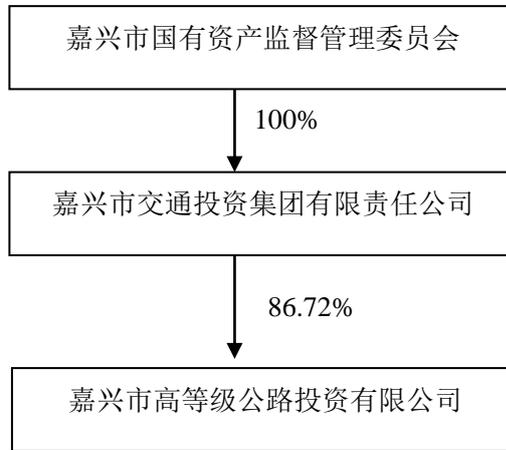
嘉兴市政府将在债券存续期的第 3 年末和第 4 年末分别拨入专项偿债基金账户 2 亿元，资金冻结；在本期债券存续期的第 5 年末，如出现债券回售，嘉兴市政府将统一另行安排资金兑付，以保证投资者的利益不受损失。同时在本期债券存续期内，嘉兴市政府将每年给

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账户。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账户，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。由于本期债券付息日为存续期内每年 12 月 2 日，截至目前，公司已完成了 2013 年本期债券的付息工作。截至报告出具日，按照“专项偿债基金”安排，公司偿债基金已有 5 亿元，虽然未存入指定监管银行，但根据嘉兴市工商银行出具的情况说明该资金已被冻结。

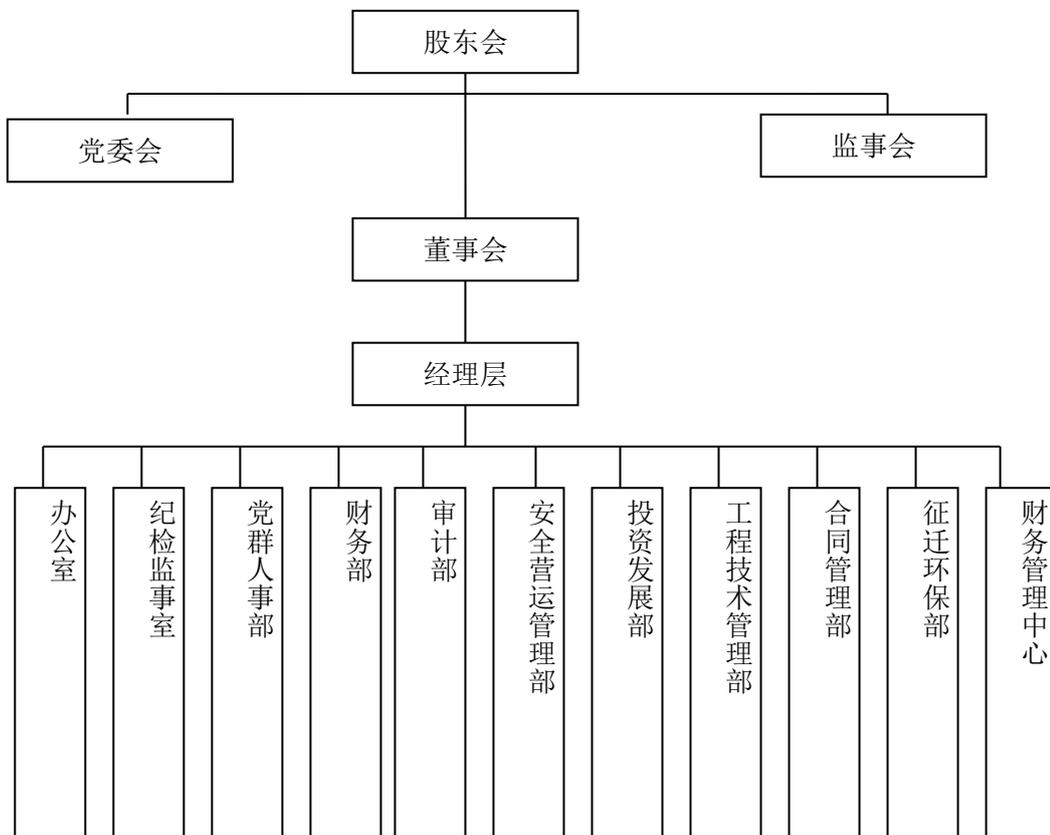
## 十一、结论

基于对公司自身实力、担保实力及偿债保障措施的综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09 嘉高投债”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

附件 1-1 嘉兴高投股权结构图



附件 1-2 嘉兴高投组织机构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2011 年	2012 年	2013 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	2.86	9.99	16.80
资产总额(亿元)	253.71	285.80	318.21
所有者权益(亿元)	136.72	140.45	139.24
短期债务(亿元)	7.50	17.59	18.22
长期债务(亿元)	91.03	106.07	142.54
全部债务(亿元)	98.53	123.66	160.76
营业收入(亿元)	9.36	5.40	12.93
利润总额(亿元)	1.09	0.67	0.64
EBITDA(亿元)	6.30	6.77	9.48
经营性净现金流(亿元)	3.64	-5.82	-13.10
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	72.92	17.19	48.12
存货周转次数(次)	0.09	0.06	0.15
总资产周转次数(次)	0.04	0.02	0.04
现金收入比(%)	57.00	111.27	114.27
营业利润率(%)	11.24	-7.20	-2.42
总资本收益率(%)	1.85	1.78	2.16
净资产收益率(%)	0.74	0.46	0.29
长期债务资本化比率(%)	39.97	43.03	50.59
全部债务资本化比率(%)	41.88	46.82	53.59
资产负债率(%)	46.11	50.86	56.24
流动比率(%)	789.45	540.07	679.28
速动比率(%)	301.09	256.52	365.61
经营现金流动负债比(%)	19.76	-18.37	-45.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.03	0.99	1.24
全部债务/EBITDA(倍)	15.63	18.26	16.96

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。