

跟踪评级公告

联合[2016] 1511 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，并维持“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 ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 8 月 11 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	10.01	8.22	18.01
资产总额(亿元)	318.21	324.48	349.38
所有者权益(亿元)	139.24	142.48	149.58
短期债务(亿元)	18.22	27.95	54.93
全部债务(亿元)	160.76	167.05	185.79
营业收入(亿元)	12.93	17.28	15.42
利润总额(亿元)	0.64	1.20	0.87
EBITDA(亿元)	9.48	12.29	11.03
经营性净现金流(亿元)	-13.10	4.11	-3.74
营业利润率(%)	-2.42	7.93	21.30
净资产收益率(%)	0.29	0.55	0.80
资产负债率(%)	56.24	56.09	57.19
全部债务资本化比率(%)	53.59	53.97	55.40
流动比率(%)	679.28	500.89	318.33
全部债务/EBITDA(倍)	16.96	13.59	16.84
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	1.51	1.30
经营现金流流动负债比(%)	-45.70	10.10	-5.58

注: 已将其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务核算; 长期应付款中融资租赁款调整至长期债务核算; 现金类资产已剔除受限货币资金

分析师

刘秀秀 厉剑

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

嘉兴市高等级公路投资有限公司 (以下简称“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, 公司持续得到嘉兴市政府在财政资金补贴、股权划转方面的支持; 资产、权益规模不断增长; 2015 年, 公司控股的嘉绍高速北接线作为政府还贷公路, 不再计提折旧, 带动公司通行费收入毛利率大幅提升; 同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司其他应收款规模持续加大, 对公司资金形成较大占用; 财务费用对利润侵蚀严重; 短期偿付压力显著增大; 担保比率较高; 未来资本支出压力较大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来, 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 (以下简称“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建立了“专项偿债基金”, 通过财政补贴形式偿还本期债券利息, 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, 上述专项偿债基金安排对本期债券本息保障强。总体看, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

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, 并维持“09 嘉高投债”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 2015 年, 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. 跟踪期内，公司得到嘉兴市政府持续的财政补贴和股权划转支持，外部支持力度强。
3. 2015 年，公司控股的嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，带动公司通行费收入毛利率大幅提升。
4. 嘉城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任担保和专项偿债基金增信机制，对“09 嘉高投债”的保障能力强。

关注

1. 公司财务费用对利润侵蚀严重，营业利润持续亏损；利润总额仍对政府补助的依赖性大。
2. 2015 年，公司其他应收款规模持续加大，对资金形成较大占用，资产流动性偏弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模不断增长，短期有息债务大幅增加，短期支付压力加大；未来资本性支出压力仍较大。
4. 公司担保比率较高，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“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2015年底，公司注册资本为11.13亿元。

截至2015年底，交投集团为公司控股股东，对公司持股比例为86.72%，其余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。截至2015年底，公司合并口径直接及间接拥有16家控股子公司。

截至2015年底，公司资产总额349.38亿

元，所有者权益149.58亿元（其中少数股东权益25.45亿元）。2015年公司实现营业收入15.42亿元，利润总额0.87亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖大道902号1幢三号楼310室；法定代表人：沈兰冠。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，我国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅

较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格

等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路发展

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。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。截至 2015 年底，全国公路总里程 457.73 万公里，比上年末增加 11.34 万公里。全国高速公路里程 12.35 万公里，比上年末增加 1.16 万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.70%；高速公路总里程居世界第二位。

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 2015 年交通运输行业发展统计公报显示，2015 年全年完成公路建设投资 16513.30 亿元，比上年增长 6.8%。其中，高速公路建设完成投资 7949.97 亿元，增长 1.7%。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。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与 GDP 增速高度相关。2015 年，全年全国营业性客运车辆完成公

路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

高速公路行业政策

中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资——“贷款修路，收费还贷”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。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。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。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。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策；明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，

收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限；经营性公路实行特许经营制度，经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市

将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。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

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心地带，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。

2015年，嘉兴市经济综合实力稳定增长，全市生产总值（GDP）3517.06亿元，比上年增长7.0%。其中第一产业增加值140.09亿元，下降2.7%；第二产业增加值1850.04亿元，增长5.9%；第三产业增加值1526.93亿元，增长9.6%。三次产业结构调整为4.0:52.6:43.4。

2015年，嘉兴市工业生产持续增长，但增速有所下降，全市工业增加值达到1667.93亿元，比上年增长5.7%。全市规模以上工业企业全年主营业务收入6960.32亿元，下降0.4%；利润总额652.57亿元，增长8.8%，其中利润总额392.20亿元，增长7.4%。

2015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，全市固定资产投资额2513.82亿元，比上年增长13.2%，其中，基础设施投资额526.99亿元，增长21.0%。

2015年，嘉兴市财政收入持续增长，地方财政实力进一步增强。2015年全市财政总收入638.80亿元，比上年增长8.6%，其中，一般公

共预算收入350.35亿元，增长7.1%。各级财政用于民生支出330.03亿元，占一般公共预算支出的77.8%。

总体看，跟踪期内，嘉兴市整体经济和财政实力持续增强，固定资产投资稳定增长，城市化进程不断推进，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2015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. 政府支持

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，公司持续得到嘉兴市政府在财政资金补贴、股权划转等方面的支持。

嘉兴市政府为确保市交通基础设施建设顺利进行，缓解公司还贷压力，持续拨付公司政府补贴，2014和2015年，公司收到计入营业外收入的政府补助分别为7.87亿元和6.02亿元。

2015年，根据嘉兴市国资委嘉国资资产[2015]185号文，同意将嘉兴市交通投资集团有限责任公司持有的嘉兴市沪杭高铁客专线投资开发有限公司25%股权计50029.50万元无偿划转给公司持有，增加公司资本公积。

2016年5月，根据嘉兴市人民政府文件《关于给予嘉兴市高等级公路投资有限公司相关政策性支持的函》，为保证公司资金稳定，①每年根据公司经营情况，安排适当的政府补助资金予以支持；②若公司债务出现风险时，由市政府统筹安排资金予以偿还；③在整合市级国有资产时，市政府将优先考虑给予公司优质资产注入。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

2015年，受成品油销售收入下滑影响，公司营业收入规模同比下降10.74%至15.42亿元。收入构成方面，公司实现通行费收入4.98亿元，同比增长3.53%，收入占比进一步提升至33.21%，主要系跟踪期内杭州湾跨海大桥北接线一期和嘉绍高速北接线车流量均同比小幅提升；公司实现客运运输收入1.67亿元，同比变动不大；实现商品销售7.65亿元，较上年下降

18.96%，主要系成品油销售价格下降所致，但仍是公司收入的重要组成部分，占比为50.93%。公司主营业务中其他业务收入占比较小。

毛利率方面，2015年，公司整体毛利率为21.98%，较上年大幅提升13.41个百分点；其中，主营业务毛利率21.22%，主要系根据嘉办[2015]2号文件，嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧所致，因此，通行费收入毛利率由2014年的20.33%大幅上升至61.96%；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，主要系其公益性特点所致，2015年毛利率进一步下探至-33.92%；商品销售业务毛利率由上年的3.91%增至8.10%，主要是由于油品采购价格下降影响。

表1 公司营业收入分板块情况（单位：亿元，%）

行业种类	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务						
通行费收入	4.81	28.68	20.33	4.98	33.21	61.96
运输收入	1.76	10.47	-18.82	1.67	11.14	-33.92
商品销售	9.44	56.29	3.91	7.65	50.93	8.10
其他	0.77	4.56	10.14	0.71	4.72	6.28
主营业务合计	16.78	100.00	6.52	15.01	100.00	21.22
其他业务						
其他	0.50	100.00	77.31	0.41	100.00	50.07
其他业务合计	0.50	100.00	77.31	0.41	100.00	50.07
营业收入合计	17.28	--	8.57	15.42	--	21.98

资料来源：公司审计报告

公路建设与运营板块

公司高等级公路建设与运营板块主要由公司本部、嘉兴市杭州湾大桥开发公司（以下简称“杭州湾公司”）、嘉兴市嘉绍高速公路投资开发公司（以下简称“嘉绍高速公司”）和嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司（以下简称“嘉萧高速公司”）运营。截至2015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、嘉绍高速北接线和钱江通道北接线一期；其中，控股高速公路包括杭州湾跨海大桥北接线一期、07省道、嘉绍高速北接线和钱江通道北接线一期，参股高速公路包括杭浦高速公路项目，联营高速包括嘉绍跨江大桥。

表 2 截至 2015 年底公司已通车道路情况

路段名称	起止点	里程（公里）	通车时间	公路性质	收费权期限	收费批文号
杭州湾跨海大桥北接线一期	自沪杭高速公路步云枢纽，经过杭浦高速公路海盐枢纽，连接跨海大桥北部引桥	24.785	2008.01	经营性	25 年	浙政办函 [2007]63 号
07 省道	--	45.60	2007.05	经营性	25 年	浙政办函 [2008]49 号
嘉绍高速北接线	北起乍嘉苏高速公路与南湖大道交叉的南湖互通，南止绍兴诸沽枢纽	43.26	2013.07	政府还贷	15 年	浙政办函 [2013]56 号
钱江通道北接线一期	北起杭浦盐官西枢纽，南接钱江通道	11.40	2014.4	经营性	25 年	浙政办函 [2014]29 号

资料来源：公司提供

（1）控股路产

控股高速公路中杭州湾跨海大桥北接线是连接杭州湾跨海大桥和苏通大桥的重要通道，也是嘉兴市高速公路网规划中“三纵三横三连”其中的一纵，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。2015年，杭州湾跨海大桥北接线一期日均车流量2.68万辆/日，实现通行费收入1.07亿元，较2014年运营有所改善。

07省道为一级公路，是浙江省与江苏省对接的省地边界路，是浙江省的门户，于2007年5月完工通车，于2012年划转至公司。公司通行费收入先由收费站上交嘉兴市交通局，交通局每年返还给公司上年最后一季度以及当年前三季度的通行费收入，2014年以前公司每年通行费收入未全部返还，2014年公司通行费收入包括以往年度全部未返还的收入以及当年应返还的全部收入，预计2014以后每年收入都能全部返还。2014年实现通行费收入0.64亿元，其中当年实现的收入为0.18亿元，2015年实现通行费收入0.21亿元。

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，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003-2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足杭州湾南北两岸往来交通需求。嘉绍高速分为嘉绍高速北接线、嘉绍跨江大桥和嘉绍高速南接线。其中，公司控股的嘉绍高速北接线起点位于沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终于嘉绍大桥，全程均位于嘉兴市内，途经秀洲区、海盐县、海宁市。全长43.26公里，双向八车道，总投资概算60.04亿元，于2013年7月建成通车，2013年以评估价值由在建工程转入固定资产。2015年，嘉绍高速北接线实现日均车流量4.37万辆/日，实现通行费收入3.69亿元，随着通车时间的增加，两项运营指标均实现同比增长。2015年，嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，而且嘉绍高速北接线实现大额通行费收入，因此财政不再予以补贴，政府支持有所减弱。

钱江通道北接线一期于2014年4月建成通车，由于通车里程仅为1.1公里，2014~2015年通行费收入分别为98.17万元和116.75万元，因2014年仅通行1.1公里，试运营收入98.17万元，冲减在建工程，未体现在利润表中。

总体来看，杭州湾跨海大桥北接线一期和

嘉绍高速北接线为公司通行费收入的主要来源，且跟踪期内运营情况均同比小幅提升。

(2) 参股及联营路产

与嘉绍高速北接线连接的嘉绍跨江大桥是公司参与浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司（以下简称“嘉绍跨江大桥公司”）联营的路产，公司持股比例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。2015年，杭浦高速车流量和通行费收入均同比上升，主要是由于与杭浦平行的东西大道公路车辆流量已饱和，杭浦车流量持续增长，日均车流量2.32万辆/日，实现通行费收入4.41亿元。

表3 公司控股、参股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	
	2014年	2015年	2014年	2015年
杭州湾北岸连接线一期	10316.00	10690.97	25611	26810
07省道	6420.13	2115.06	15739	16144

表4 截至2015年底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）	2015年底已投资
钱江通道北接线一期	21.18	2011~2015	11.40	7.41	9.30
杭州湾跨海大桥北接线二期	55.94	2012~2018	27.55	19.58	7.86
合计	77.12	--	38.95	26.99	17.16

资料来源：公司提供

运输业务板块

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”）的客运业务。

公司的客运业务分为长途客运、旅游包车、城乡交通，其中长途客运业务收入占比在90%以上。公司长途客运分为自营和承包两种运作模式，自营模式由子公司国鸿汽运公司直接经营长途客运的线路，而承包模式是指公司将长途客运的线路承包给第三方，公司收取固定的管理费用；自营模式主要以线路效益好、线路

嘉绍高速北接线	31373.00	36926.90	35856	43691
钱江通道北接线一期	98.17	116.75	5311	6761
杭浦高速	38997.63	44090.53	20413	23211

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，目前公司主要在建高速公路项目两个：钱江通道北接线一期（即嘉绍高速）和杭州湾跨海大桥北接线二期。公司在建项目总投资合计77.12亿元，截至2015年底累计完成投资17.16亿元，公司主要通过自筹及政府补助解决建设资金需求，未来投资规模大，公司存在较大融资压力。

总体来看，跟踪期内，公司控股、参股路产运营情况均同比提升，钱江通道北接线一期通车运行，带动公司通行费收入增长，且嘉绍高速北接线不再计提折旧，大幅提升该业务板块盈利能力。

相对较短易于管理的线路为主，而承包模式主要以线路效益较差、线路长、不易于管理的线路为主，其中自营模式占公司长途客运收入的80%以上。国鸿公司为嘉兴市最大的客运公司，截至2015年底，国鸿公司拥有线路资源181条，其中省际班线69条，省内跨地市班线37条，市内跨县公交线15条，城乡公交班线60条；拥有各类运营车辆1007辆，其中，客运班线车辆120辆，公交车391，商务旅游车62辆，出租179辆，驾驶培训教练车255辆。

2015年，国鸿公司共完成客运量3062.44万

人次，行使里程5598.94万公里，均较2014年有所下降，主要系受高铁和私家车分流影响。

表 5 公司交通运输业务运营情况

	2014 年	2015 年
客运量（万人次）	3386.97	3062.44
行使里程（万公里）	5690.68	5598.94
客运收入（亿元）	1.76	1.67
财政补贴（亿元）	0.62	0.70

资料来源：公司提供

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，由于城乡公交收费与市内公交标准一致，收费低，成本高，公司运输业务出现政策性亏损，2015 年，公司运输业务实现收入 1.67 亿元，毛利率为-33.92%，鉴于客运业务具有一定的公益性，嘉兴市政府对于国鸿公司收购城乡公交后所形成的经营亏损进行弥补。2014~2015 年，国鸿汽运公司分别获得嘉兴市财政补贴 6212 万元和 7012 万元。

商品销售业务板块

公司商品销售业务板块主要为子公司国鸿公司下属三家加油站和嘉兴市交通石油有限公司（以下简称“交通石油公司”）的成品油销售业务产生的相关收入。2015年，公司实现商品销售收入7.65亿元，同比下降18.96%，主要系成品油销售价格下降；毛利率同比提升4.19个百分点至8.10%，主要是受油品采购价格下降影响。

国鸿公司下属三家加油站均为国鸿公司的分公司，主要从事汽油、柴油、润滑油等产品的零售业务。三家加油站的油品销售主要采取向中石油、中石化批量购买、现货销售的运营模式。采购资金结算方式为先付款后提货，油品销售主要依托站、场优势，销售对象主要为省内、省外其他客运公司运输车辆，其余为道路过往社会车辆，也有少量单位集体采购客户。销售货款的结算方式基本上为现金结算。

交通石油公司成立于 2011 年 8 月，成立时注册资本 6000 万元，由嘉兴市交通投资集团有

限责任公司（以下简称“交投集团”）和中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）各货币出资 3000 万元，主要从事成品油零售、润滑油销售、加油站及加气站的投资管理等。根据嘉兴市国有资产管理委员会嘉国资资产[2013]94 号文件，交投集团将持有的交通石油公司 50%的股权划转至公司，同时公司与交通石油公司另一 50%股权持有人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。

目前，交通石油公司主要经营公司下属杭州湾北接线、嘉通集团下属杭浦高速公路和申嘉湖高速公路服务区内共 4 对 8 座加油站的加油业务。交通石油公司为公司与中石化浙江分公司合营成立的公司，其油料采购渠道为中石化嘉兴分公司直接供应油料，采购价格略低于市场采购价格。2015 年，在油价出现较大幅度下跌时，中石化降低了对交通石油公司的油料供应价格。由于交通石油公司加油对象为高速公路过往车辆，包括小汽车、客车、货车等，销售方式主要为零售，销售货款采用现金结算方式。

其他业务板块

公司主营业务中的“其他”业务板块包括高速公路广告牌租赁业务、驾校培训、旅游服务和绿化工程等。2015年，该板块实现收入0.71亿元，同比变动不大，毛利率为6.28%。

租赁业务主要包括子公司嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司经营的高速公路广告牌租赁业务、公司本部以及子公司国鸿公司、杭州湾公司、嘉绍高速公司经营的物业租赁业务。

驾校培训业务主要是由子公司国鸿公司下属公司嘉兴国鸿汽车驾驶员培训有限公司和海盐国鸿汽车驾驶员培训有限公司负责。嘉兴国鸿汽车驾驶员培训有限公司创立于 2002 年，主要承接汽车驾驶员培训、营运驾驶员从业资格培训和交通相关岗位职业培训等，为一类资质培训学校，拥有各类教练车 50 余辆，硬化训练

场地 27000 平方米,封闭式大型训练场地 1 个。

旅游服务业务主要由孙公司嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司和嘉兴市国鸿旅行社有限公司经营。嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司成立于 2003 年 4 月,注册资本 30 万元,该公司目前不再经营实质性业务,尚未办理注销。嘉兴市国鸿旅行社有限公司成立于 1993 年 12 月,注册资本 53 万元,经营业务包括国内旅游、入境旅游和票务代理等。

绿化工程业务主要由子公司嘉兴市路源基础设施投资建设开发有限公司经营,主要包括高速公路道路绿化、园林绿化、苗木种植和销售等。

总体看,公司上述业务多依托于高速公路投资建设业务,对公司收入贡献较小。

未来发展

“十三五”期间,公司总体发展思路是实施三大战略:大交通战略、资本营运战略、转型发展战略。从具体的发展目标来看,公司将继续以高速公路等交通基础设施投资经营为主业,做实交通运输业,发展交通地产业,拓展高速衍生产业。作为嘉兴市交通基础设施项目的建设和运营主体之一,公司未来一段时期的投资规模仍较大,资金需求解决方式包括通过利用自有土地打造“温泉新城”开发带来的土地出让收入。2014 年公司为了发展温泉小镇,新设成立嘉兴市温泉投资发展有限公司。温泉小镇规划面积 7 平方公里,其中运河农场区域约 4 平方公里依托温泉资源,结合运河文化,体现江南水乡特色,打造集健康养生、温泉旅游、休闲度假、田园宜居为一体的长三角温泉健康养生小镇;功能目标是以“温泉、养生、慢生活”为特色,将温泉小镇打造为长三角温泉养生旅游地,温泉产业集聚区,健康宜居生态城。总体形成“一心一带五板块”的功能分区。其中温泉旅游中心;运河文化休闲带五板块。温泉小镇位于嘉兴市运河农场,地处嘉兴西部,东与秀洲新区毗邻,西于桐乡乌镇接壤,南以京杭大运河,嘉兴一级公路穿境而过。温泉小

镇所属地块为嘉兴市秀洲区新塍镇原市农垦场,计入公司“存货—开发成本”中。截至目前,该业务板块暂无明确开发计划,建设资金来源、开发模式以及未来资金平衡模式暂不确定。

总体来看,跟踪期内,公司收入规模有所下降,盈利能力有所增强,但公司利润仍主要依赖补贴收入;此外,公司新增温泉小镇建设板块,未来业务趋多样化发展,但随着对其开发建设的持续投入,公司存在一定融资压力。

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。2014 年底为“09 嘉高投债”存续期第五年末,公司未上调票面利率,投资者要求赎回的 1.30 亿元转售给西南证券公司,票面利率仍为 6.20%。“09 嘉高投债”存续规模和票面利率未发生变化。

“09 嘉高投债”募集资金全部用于嘉兴至绍兴高速公路(跨江通道)(即“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 2015 年底,项目已完成全部投资,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,已建成通车。

九、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务报告均经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。2014年，公司新设成立嘉兴市温泉投资发展有限公司1家子公司。2015年，国开发展基金有限公司以1亿元用于杭州湾大桥北接线（二期）工程项目资本金，本次增资后，公司对嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司的持股比例由67.07%下降至59.48%。跟踪期内，公司合并范围无变动，截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司共16家。

截至2015年底，公司资产总额349.38亿元，所有者权益149.58亿元（其中少数股东权益25.45亿元）。2015年公司实现营业收入15.42亿元，利润总额0.87亿元。

1. 盈利能力

2015年，受成品油销售收入下滑影响，公司营业收入规模同比下降10.74%至15.42亿元。2015年，公司营业成本12.03亿元，同比大幅下降23.83%，降幅远高于营业收入，主要系2015年嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧所致，2015年，公司营业利润率同比大幅上涨13.37个百分点至21.30%。

2015年，公司期间费用8.83亿元，同比增长6.62%，主要系受有息债务规模增长带动财务费用增长影响。由于收入同比下降，期间费用率大幅上升，由2014年的47.92%升至57.23%，处于很高水平，期间费用对利润的侵蚀仍然较大。

2015年，公司投资收益0.86亿元，同比大幅增长313.47%，主要为按权益法核算的对嘉绍跨江大桥公司的长期股权投资收益。2015年，公司实现营业利润-4.67亿元。

营业外收入仍为公司利润总额的主要来源，2015年，公司营业外收入6.02亿元，主要为政府补助，同比下降23.51%，主要系2015年嘉绍高速北接线作为政府还贷公路，不再计提折旧，而且嘉绍高速北接线实现大额通行费收入，因此财政不再予以补贴。2015年，公司实现利润总额0.87亿元，同比下降27.53%。

受所得税费用由正转负影响，净利润同比增长，公司总资本收益率和净资产收益率均较2014年有所增长，2015年分别为2.66%和0.80%。

总体来看，2015年公司营业收入规模有所下滑，但因嘉绍高速北接线不再计提折旧，公司营业利润率大幅提升，财务费用对利润侵蚀不断增大，利润对财政补贴的依赖仍很大，公司整体盈利能力变动不大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年，公司经营活动现金流入合计40.36亿元，同比增长25.83%，主要是收到其他与经营活动有关的现金增长所致，主要为收到的财政补贴款和收到母公司及关联公司的往来款项；受公司收入规模下降影响，2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为16.91亿元，同比下降10.15%，现金收入比为109.65%，与2014年持平。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金9.91亿元和支付其他与经营活动有关的现金32.19亿元（主要为往来款）为主。2015年，公司经营活动现金流量净额-3.74亿元，较2014年由正转负。

投资活动方面，2015年公司投资活动现金流入5.09亿元，主要为收回投资收到的现金4.50亿元（收回理财产品的资金）。2015年公司投资活动现金流出规模较2014年快速增长，主要系投资支付的现金同比增加4.42亿元，主要系购买银行理财产品。2015年，公司投资活动现金净流量为-5.06亿元，公司投资活动现金净流出规模大幅增长。

筹资活动方面，随着债务的逐步到期，2015年公司筹资活动现金流入99.19亿元，同比大幅增长158.08%，2015年公司融资方式主要为银行贷款和债券融资。2015年公司筹资活动现金流出80.60亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2015年公司筹资活动现金流量净额为18.60亿元。

总体来看，跟踪期内，受往来款支付规模较大影响，公司经营活动现金流由正转负；购买银行理财产品使投资活动现金流出规模大幅增加；受经营活动及投资活动资金缺口增大及债务逐步到期影响，公司筹资活动现金流入规模大幅上升。考虑到公司短期债务快速增长，未来资本性支出压力仍较大，且随着公司在建的继续推进，公司仍存在较大融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 349.38 亿元，同比增长 7.67%；从构成看，流动资产占 61.15%，非流动资产占 38.85%，资产结构与 2014 年底相比变动较小。

截至 2015 年底，公司流动资产 213.66 亿元，同比增长 4.75%，主要来自货币资金的增长；从构成看，公司流动资产中货币资金、存货和其他应收款占比分别为 8.57%、42.09% 和 48.66%。2015 年底，公司货币资金 18.31 亿元，同比增长 12.19%，主要为银行存款，其中，0.30 亿元的定期存单已用于质押，受限货币资金同比明显减少。公司其他应收款账面价值 103.98 亿元，同比增长 8.05%，主要由往来款构成，坏账计提比例为 0.20%；从集中度看，公司其他应收款前五名余额 93.95 亿元，账龄均为 3 年以内，账龄较长，占比为 90.18%，集中度高，考虑到公司其他应收款主要为公司与股东方及其他关联方往来款，回收风险不大，但规模较大且账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司存货账面价值 89.93 亿元，同比变动不大，从构成看，存货以储备土地（89.67 亿元，占比 99.71%）为主，其中 22.84 亿元出让地、66.83 亿元划拨地，除温泉小镇用地，其他地块公司未来无开发计划。

截至 2015 年底，公司非流动资产 135.72 亿元，同比增长 12.62%，主要来自长期股权投资增长，构成以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产为主，

占比分别为 4.78%、11.38%、67.89%、11.50% 和 3.89%。2015 年底，公司可供出售金融资产 6.49 亿元，同比变动不大，主要是对中国银河证券股份有限公司和浙江杭浦高速公路有限公司的投资。长期股权投资 15.45 亿元，同比增长 277.74%，主要系公司 2015 年对嘉绍跨江大桥公司追加投资 5.30 亿元及新增对嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司投资 5.00 亿元（系嘉兴市国资委将嘉通集团之前持有的该部分股权无偿划转至公司）所致。固定资产 92.14 亿元，同比增长 0.74%，系由在建工程转入的房屋及建筑物，主要由道路资产（占比 93.65%，均为收费公路）构成，2015 年底，用于质押的高速公路收费权为 73.71 亿元。公司在建工程 15.61 亿元，同比增长 25.26%，主要系杭州湾跨海大桥北接线二期工程、钱江通道北接线一期（即嘉萧高速）等收费高速和其他建设项目投资增加所致。无形资产主要是土地使用权，跟踪期内变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构变动较小。公司流动资产中存货和其他应收款占比大；非流动资产以固定资产、在建工程和长期股权投资为主，已抵押路产比例较高，公司整体资产质量一般，资产流动性偏弱。

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 2015 年底，公司所有者权益合计 149.58 亿元，同比增长 4.98%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。2015 年底公司资本公积 100.19 亿元，同比增长 4.61%，主要系根据嘉国资产[2015]85 号文，嘉兴市国资委将嘉通集团之前持有的嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司 25% 股权无偿划转给公司持有。截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 7.44%、资本公积占 66.98%、盈余公积占 0.97%、未分配利润占 7.59%、少数股东权益占 17.02%。公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 199.80 亿

元，同比增长 9.78%，主要来自一年内到期的非流动负债和长期借款的增加。负债结构方面，流动负债和非流动负债分别占 33.59% 和 66.41%，流动负债占比有所提升，但仍以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 67.12 亿元，同比增长 64.82%，主要为一年内到期的非流动负债增长；从构成看，主要由短期借款（占 3.11%）、应付利息（占 4.78%）、其他应付款（占 9.91%）、一年内到期的非流动负债（占 68.31%）和其他流动负债（占 10.43%）构成。截至 2015 年底，公司其他应付款 8.31 亿元，同比下降 19.92%，主要为往来款及保证金，账龄较长。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.85 亿元，同比大幅增长 816.94%，公司短期偿债压力显著增大。2015 年 5 月，公司新发行 7.00 亿元短期融资券，计入其他流动负债，已调整至短期债务核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 132.68 亿元，同比下降 6.09%，主要系应付债券减少所致；从构成看，以长期借款（占 36.67%）、应付债券（占 58.03%）和长期应付款（占 4.03%）为主。长期借款 48.66 亿元，同比增长 12.86%，以质押借款为主。应付债券 77.00 亿元，同比下降 15.38%，主要系 2015 年偿还“06 嘉高投债”等债券所致，同时新发行“15 嘉公路 PPN001”、“15 嘉公路 PPN003”等债券，使用债务融资工具较多。截至 2015 年底，公司长期应付款 5.35 亿元，以融资租赁款为主，已调整至长期债务核算。

从债务结构看，截至 2015 年底，公司全部有息债务 185.79 亿元，同比增长 11.21%，其中长期债务占 70.43%、短期债务占 29.57%，占比提升。截至 2015 年底，受有息债务增长影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率均小幅增长，分别为 57.19% 和 55.40%；受长期债务占比下降影响，长期债务资本化比率小幅下降至 46.66%。

总体来看，跟踪期内，公司有息债务规模

同比增长，短期债务占比显著提升，整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 318.33% 和 184.34%，较上年底的 500.89% 和 280.09% 下降，但仍保持较高水平。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，经营活动现金流量净额对短期债务不具备保障能力。2014~2015 年，公司现金类资产分别为 16.32 亿元和 18.31 亿元，剔除受限资金 8.10 亿元和 0.30 亿元后，公司非受限现金类资产分别为 8.22 亿元和 18.01 亿元，对公司当年短期有息债务的覆盖倍数分别为 0.29 倍和 0.33 倍，覆盖倍数有所提升，但仍处于较低水平。从指标看，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以及 2015 年底大幅增长的短期有息债务，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 11.03 亿元，同比下降 10.25%，EBITDA 利息倍数由 2014 年的 1.51 倍降至 1.30 倍，全部债务/EBITDA 由 2014 年的 13.59 倍升至 16.84 倍，公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力均同比下滑，整体偿债能力指标均有所下降。考虑到公司获得财政补贴的持续性，公司整体债务保障能力尚可。

2015 年，公司 EBITDA 为“09 嘉高投债”的 1.10 倍，经营活动现金流入量为“09 嘉高投债”的 4.04 倍，经营活动现金流量净额为负，对“09 嘉高投债”不具备保障能力。2015 年，经营活动现金流入量对“09 嘉高投债”的覆盖程度较好，同时考虑嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“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“09 嘉高投债”保障程度很强。整体看，“09 嘉高投债”到期不能偿还的风险很低。

截至 2015 年底，公司获得银行授信额度

75.37 亿元,其中尚未使用的额度为 20.79 亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底,公司对外担保余额 73.37 亿元,担保比率为 49.05%,被担保方均为嘉兴市国有企业,目前经营正常,但担保比率较高,公司仍将存在一定或有负债风险。

表 6 2015 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	76250	国资公司
嘉兴市南湖新市镇开发建设集团有限公司	245000	国资公司
嘉兴市乍浦建设投资有限公司	109980	国资公司
嘉兴市社会发展集团有限公司	180000	国资公司
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	79500	国资公司
浙江嘉绍跨江大桥投资发展有限公司	43000	国资公司
合计	733730	--

资料来源: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 2016 年 7 月 12 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强。

十、存续债券偿还能力分析 & 保障措施

1. 第三方担保

“09 嘉高投债”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 2015 年底,嘉城集团合并资产总额 395.59 亿元,同比增长 3.75%;所有者权益 128.59 亿元,同比增长 2.23%;负债合计 267.00 亿元,同比增长 4.50%;2015 年,嘉城集团实现营业收入 26.00 亿元,同比增长 4%;利润总额 4.22 亿元,同比下降 15.77%。

本期 10 亿元公司债券为嘉城集团 2015 年底资产总额的 2.53%、所有者权益的 7.78%,对其财务状况存在一定影响。

经联合资信评定,嘉城集团主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

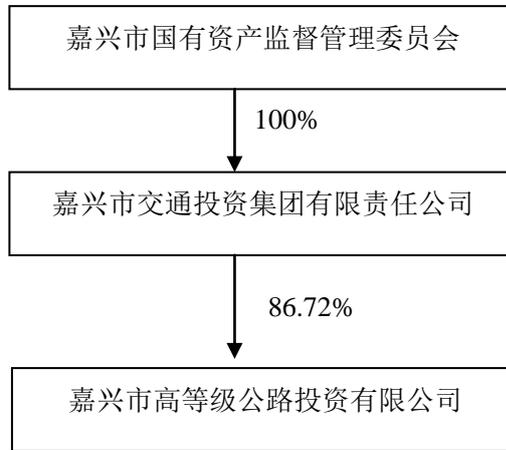
2. 专项偿债基金

嘉兴市政府为“09 嘉高投债”设立“专项偿债基金”。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。

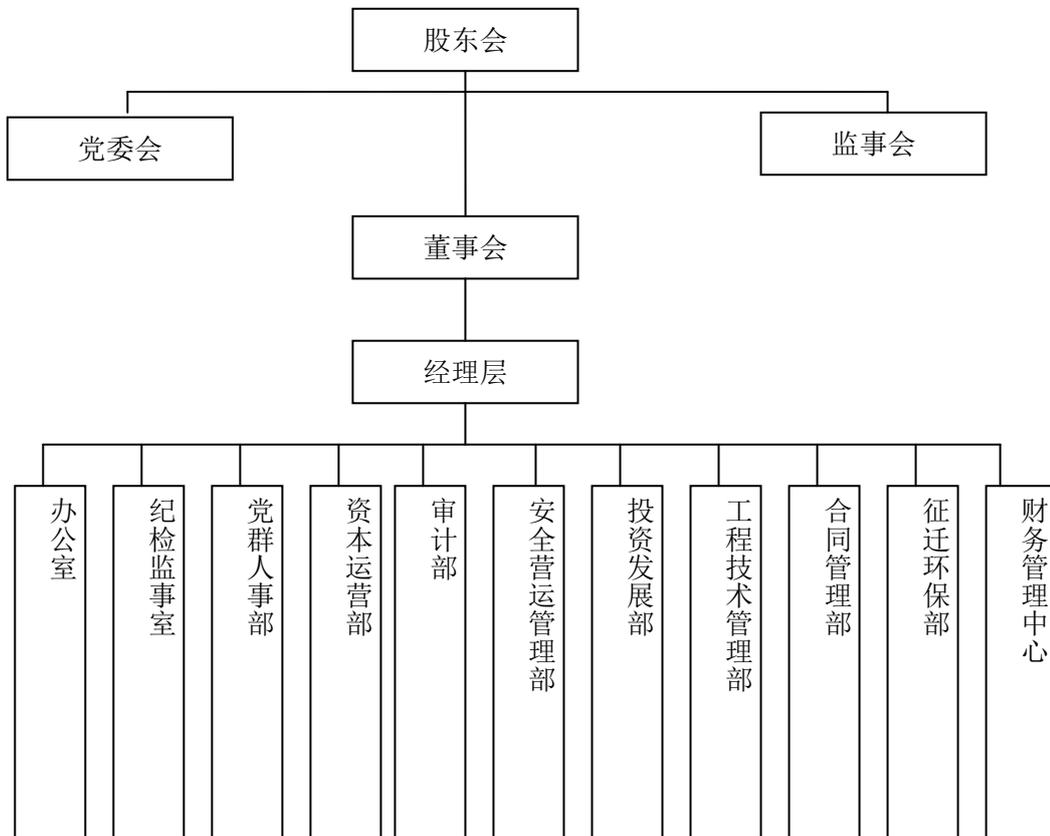
十一、结论

基于对公司自身实力、嘉城集团担保实力及偿债保障措施的综合考虑,联合资信维持公司的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”信用等级为 AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.01	8.22	18.01
资产总额(亿元)	318.21	324.48	349.38
所有者权益(亿元)	139.24	142.48	149.58
短期债务(亿元)	18.22	27.95	54.93
长期债务(亿元)	142.54	139.10	130.85
全部债务(亿元)	160.76	167.05	185.79
营业收入(亿元)	12.93	17.28	15.42
利润总额(亿元)	0.64	1.20	0.87
EBITDA(亿元)	9.48	12.29	11.03
经营性净现金流(亿元)	-13.10	4.11	-3.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	48.12	50.46	34.80
存货周转次数(次)	0.15	0.18	0.13
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.05
现金收入比(%)	114.27	108.93	109.65
营业利润率(%)	-2.42	7.93	21.30
总资本收益率(%)	2.16	2.62	2.66
净资产收益率(%)	0.29	0.55	0.80
长期债务资本化比率(%)	50.59	49.40	46.66
全部债务资本化比率(%)	53.59	53.97	55.40
资产负债率(%)	56.24	56.09	57.19
流动比率(%)	679.28	500.89	318.33
速动比率(%)	365.61	280.09	184.34
经营现金流流动负债比(%)	-45.70	10.10	-5.58
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	1.51	1.30
全部债务/EBITDA(倍)	16.96	13.59	16.84

注：已将其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务核算；长期应付款中融资租赁款调整至长期债务核算；现金类资产已剔除受限货币资金。

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	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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 中长期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，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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。