

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司跟踪评级分析报告

债项

03 沪杭债

10 亿元人民币, 2003/1/24~2013/1/23, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 6 月 27 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	1546564.90	1631165.60	1957041.90
所有者权益(万元)	1072021.10	1119591.80	1189330.40
主营业务收入(万元)	313199.30	345638.50	476378.00
利润总额(万元)	189920.60	226466.20	274292.70
资产负债率(%)	23.62	24.20	31.77
全部债务资本化比率(%)	17.14	16.45	12.14
流动比率(%)	118.87	95.26	108.41
净资产收益率(%)	11.43	12.78	13.90
EBITDA 利息倍数(倍)	21.52	27.65	48.18
债务保护倍数(倍)	0.50	0.59	0.90

分析员

张晓斌

010-85679696-8839

zhxb@lianheratings.com.cn

曾祥天

010-85679696-8877

zengxiangtian@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

100022

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

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

1. 公司基本情况

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司(以下简称“公司”)是经国家体改委以体改生[1997]18号文件批准,由浙江省高等级公路投资有限公司(2001年12月改组为浙江省交通投资集团有限公司)作为独家发起人,以发起设立方式成立的股份有限公司。1997年3月,经国家体改委体改生[1997]29号文、原国务院证券委员会证委发[1997]17号文及香港联交所批准,公司向境外首次公开发行和配售境外上市外资股(H股),并于1997年5月15日在香港联交所上市。截至2006年底,公司注册资本434311.50万元,其中浙江省交通投资集团有限公司持有公司56%股权,为公司第一大股东。

公司主要从事高等级公路投资、建设、经营和管理,同时提供与高速公路业务有关的配套服务。

公司注册地址:浙江省杭州市杭大路1号黄龙世纪广场A区12楼;法定代表人:耿小平。

2. 行业现状

交通基础设施行业是国民经济的基础产业,公路交通一直是国家优先鼓励发展和重点支持的行业,一直受到中央和各地方政府的高度重视。

近年来,我国高速公路发展迅速。截至2006年底,全国高速公路营运里程已达到4.54万公里,居世界第二位。“十五”期间,浙江省高速公路建设完成投资约700亿元,新建高速公路1247公里,高速公路由2000年的619公里增加到2005年底的1866公里,先后建成了杭金衢、甬台温、金丽温、杭州绕城、甬金等一批重点高速公路项目。2006年,申苏浙皖、

杭新景、杭徽、台金东段、两龙等 516 公里高速公路相继建成通车，截至 2006 年底，浙江省高速公路通车里程已达 2382 公里，较 2005 年增长 27.65%。目前浙江省高速公路总量仍远远不能满足经济增长和社会发展的需要。

根据 2004 年国务院批准的《中长期国家高速公路网规划》，未来 30 年全国将建设 7 条首都放射线、9 条南北纵线和 18 条东西横线高速公路，总规模 8.5 万公里，其中主干线 6.8 万公里。根据规划，预计 2010 年前平均每年高速公路投资规模将在 1400-1600 亿元左右。浙江省计划到 2010 年，全省高速公路超过 3000 公里，全省公路密度达到 84 公里/百平方公里。根据浙江省政府的发展规划，2007 年，浙江省计划完成公路建设投资 397 亿元，其中高速网络工程 232.7 亿元，确保申嘉湖高速公路嘉兴段和湖州段等 7 项共计 329 公里高速公路建成通车，力争杭浦高速公路杭州段和嘉兴段等 6 项共计 311 公里建成通车。

3. 生产经营

公司主营高速公路建设和运营，是浙江省重要的高速公路建设投资公司。截至 2006 年底，公司主营高速公路通车里程 389.60 公里，主要公路情况见表 1。

表 1 公司主营高速公路情况（单位：公里）

公路名称		长度	开始运营年份	剩余期限
沪杭高速	嘉兴段	88.1	1998 年	22 年
	余杭段	11.1	1995-1998 年	22 年
	杭州段	3.4	1995 年	22 年
杭甬高速	红垦至沽渚	44.0	1995 年	22 年
	其余路段	101.0	1992-1996 年	22 年
上三高速		142.0	2000 年	24 年
合计		389.6	--	--

资料来源：公司年报

2006 年公司实现主营业务收入 476378.00 万元（扣除营业税金后净值），其中通行费收入占 74.90%，高速公路相关业务收入占 21.11%，证券业务收入占 3.99%（各业务收入相加比扣除营业税金后的收入略大，下同）。

高速公路业务

2006 年，公司沪杭高速公路日均车流量为 42297 辆，较 2005 年增加 17.4%，主要是第二期拓宽工程竣工增加车流量所致；杭甬高速公路日均车流量为 35806 辆，较 2005 年增长 2.7%，主要是该路段正在进行第三期拓宽改造影响通行所致；上三高速公路日均车流量 19783 辆，较 2005 年下降 0.21%，主要是与其平行的一条国道长期封闭改建后重新开放，车流量分流所致。总体看，2006 年公司主要经营路段车流量保持稳定增长态势。

高速公路相关业务

公司高速公路相关业务主要有经营服务区内的加油站、餐馆、店铺及高速公路沿线的广告及汽车服务。2006 年，由于加油站由委托模式改为自主经营模式以及服务区扩建工程的竣工，公司高速公路相关业务实现营业收入 104340.00 万元，较 2005 年增长 249.50%。

证券业务

2006 年公司投资 6 亿元重组金信证券（后更名为“浙商证券有限责任公司”，以下简称“浙商证券”，占 70.46%股权），并于 2006 年 7 月 1 日入主浙商证券。2006 年，由于中国证券市场好转，浙商证券实现主营业务收入 19390.00 万元，实现净利润 12190.00 万元。

4. 重大事项

2007 年 3 月 10 日，公司与金华市公路管理处和东阳市交通投资有限公司签订协议，出资 28140.00 万元收购浙江金华甬金高速公路有限公司（以下简称“金华公司”）23.45%股权。金华公司是持有甬金高速公路金华段 100%股权的项目公司，经营期限 25 年。金华段为一条 4 车道高速公路，全长 69.7 公里，于 2005 年 12 月竣工通车。

对金华公司的投资进一步扩充了公司在浙江省内高速公路网络，增强了公司竞争实力。

5. 财务状况

公司于2006年首次采用香港会计工会颁布的《新香港财务报告准则》。公司2006年财务报表已经德勤·关黄陈方会计师行审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

财务构成

2006年，公司资产总额较2005年增加19.98%，主要是流动资产增加所致。截至2006年底，公司资产总额1957041.90万元，其中流动资产占22.03%，非流动资产占77.97%，公司资产以非流动资产为主。

截至2006年底，公司流动资产467430.10万元，较2005年增加143.48%，主要是浙商证券代客户持有银行现金和公司自有银行现金增加所致。流动资产中代客户持有银行现金占53.65%，银行节余及现金占35.74%，存货占0.26%，应收账款占1.17%，其他应收款占3.86%，预付租金0.40%，持作买卖投资占4.91%，持作出售资产占0.01%。

截至2006年底，公司非流动资产1489611.80万元，较2005年增长3.50%。其中物业、机器及设备占92.48%，预付租金占2.62%，高速公路经营权占1.21%，其他占3.69%（主要是商誉、其他无形资产等）。

总体看，公司资产以固定资产为主，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2006年底，公司所有者权益1189330.40万元，其中股本占36.52%，储备占63.48%，公司所有者权益以储备为主。

截至2006年底，公司流动负债431274.50万元，较2005年增长113.94%，主要是浙商证券增加证券买卖业务所产生的应付客户账款所致。其中交易应付账款占8.56%，证券买卖业务所产生的应付客户款占58.00%，应付税务负债占12.46%，其他应付款及应付款项占9.50%，其他占11.48%。

截至2006年底，公司非流动负债190522.20万元，其中付息的银行及其他借款占

23.53%，长期债券占52.49%（“03’沪杭甬债”10亿元公司债券），递延税项占23.98%。

截至2006年底，公司债务总额184540.70万元，其中短期债务占26.74%，长期债务占73.26%，公司债务结构合理。

截至2006年底，公司长期债务资本化比率、全部资本化比率和资产负债比率分别为9.79%、12.14%和31.77%，公司债务负担轻。

盈利能力

2006年，公司实现主营业务收入476378.00万元，较2005年增长37.83%；实现利润总额和净利润分别为274292.70万元165287.10万元，较2005年分别增长21.12%和15.49%，2006年公司盈利能力较2005年有所增强。

从盈利指标看，2006年公司净资产收益率分别为13.90%，较2005年略有提高，主营业务利润率为56.41%，与2005年相比略有下降。总体看，公司2006年盈利能力强。

现金流量

公司经营活动现金流入主要来自高速公路及其相关业务收费，2006年，随着车流量的增加，公司经营活动产生的现金流量净额241355.80万元，较2005年增长21.70%，公司经营活动获取现金能力强。

从投资活动来看，公司投资活动产生的现金流入主要来自买卖证券处置收益、关联方还款和联营企业还款，投资活动现金支出主要是对固定资产投资、收购浙商证券和对第三方预付款项等，2006年，公司投资活动产生的现金流量净额-960.30万元。

2006年，公司筹资活动前现金流量净额为240395.50万元，公司经营活动产生的现金流能够满足投资活动需要。

从筹资活动来看，2006年公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金，筹资活动现金支出主要是偿还银行借款和支付一定数额的股利和银行利息。2006年，公司筹资活动现金流量净额为-162339.50万元，绝对值比2005年增加62650.60万元。

总体看, 2006年公司经营活动获取现金能力强, 经营活动产生的现金流能够满足公司投资需求, 筹资活动现金支出主要是偿还银行借款。

偿债能力

从短期偿债指标看, 2006 年公司流动比率和速动比率分别为108.41%和108.12%, 较2005 年有所提高, 总体看, 公司短期支付能力正常。

从长期偿债指标看, 2006年公司EBITDA为346857.00万元, 较2005年增长23.51%, 主要是利润总额增加所致。2006年, 公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为48.18倍和0.90倍。总体看, 公司对全部债务的保护能力强。

综合来看, 目前公司债务负担轻, 盈利能力强, 公司整体债务偿还能力强。

6. 本期债券及担保情况

本期10亿元公司债券于2003年发行, 期限为10年, 债券利率为固定利率, 票面利率4.29%。本期债券所募集的资金, 在一期红垦至沽渚段拓宽工程中投入了14243.06万元, 在二期枫泾至大井段的拓宽工程已投入了28169.0万元, 其余56854.94万元全部投入了三期沽渚至段塘段的拓宽工程。公司的募集资金使用方向没有发生改变。

本期债券由中国建设银行股份有限公司(以下简称“建行”)提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2006 年底建行总资产 54485.11 亿元, 比 2005 年底增长 18.82%; 贷款及垫款净额 27959.76 亿元, 比 2005 年底增长 16.73%, 但不良贷款额和不良贷款率 2006 年保持双下降, 其中不良贷款额比 2005 年减少了 0.70 亿元, 不良贷款率下降至 3.29%; 存款余额 47212.56 亿元, 比 2005 年底增长 17.85%; 2006 年建行实现营业收入 1515.93 亿元, 比 2005 年增长 17.78%, 其中净利息收入 1403.68 亿元, 较 2005 年增长 20.43%, 占经营收入的 92.59%; 净手续费及佣金收入增长 60.51%, 占经营收入的

8.95%; 2006 年建设银行实现净利润 463.19 亿元, 剔除与重组相关的税收优惠政策影响后, 比 2005 年增长 18.02%; 建设银行通过股改上市, 发行次级债券, 资本金得到充实, 2005 年底建设银行资本充足率为 13.59%, 核心资本充足率为 11.08%。由于业务的快速发展, 2006 年建行资本充足率比 2005 年有所下降, 截至 2006 年底, 建行资本充足率为 12.11%, 核心资本充足率为 9.92%, 仍处于较高水平。

综合看, 建行各项业务稳健发展, 经营效益稳步提高, 资产规模、营业收入及利润稳步增长, 资产质量持续提高, 资本充足率较高。公司 2002 年 10 亿元公司债券的担保实力没有发生不利变化。

7. 综合评价

公司作为浙江省重要的高速公路投资运营公司, 资产质量良好, 债务负担轻, 盈利能力和获取现金能力逐年增强。本期债券由建行提供担保, 建行担保实力强。总体看, 本期债券到时不能按期偿还的风险小。

优势

1. 浙江省经济的快速发展为高速公路运营提供了良好的环境。

2. 2006年公司运营的高速公路车流量继续保持增长, 公路收费业务在公司经营中占绝对地位。

3. 2006年公司盈利能力和获取现金能力较2005年有所增强。

4. 公司债务负担轻。

关注

1. 高速公路行业受国家政策影响。目前, 高速公路的收费标准由政府相关部门审定, 国家有关高速公路收费标准政策的变化将对公司的经营产生较大影响。

2. 杭州湾大桥的主体工程已于2003年开工, 预计2008年建成, 2009年通车。杭州湾大

桥的建成通车将对沪杭甬高速公路的车流量产生较大影响。

3. 2006 年 3 月，国务院正式批准沪杭磁悬浮铁路计划。时速达 400 多公里的沪杭磁悬浮建成通车后，届时将会对沪杭段高速公路的车流量产生一定影响。目前该项目还处于前期论证阶段。

附件 1 主要财务数据

(单位: 万元)

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
资产总额	1546564.90	1631165.60	1957041.90	12.49
流动资产	191232.60	191980.80	467430.10	56.34
应收款项 (含应收账款和其他应收款)	40758.60	33798.20	23496.50	-24.07
存货	641.60	644.60	1225.50	38.21
流动负债	160878.60	201543.70	431175.00	63.71
短期债务	78789.20	88653.90	39714.10	-29.00
长期债务	165557.00	154819.80	144826.60	-6.47
少数股东权益	109229.50	116795.00	145914.80	15.58
所有者权益	1072021.10	1119591.80	1189330.40	5.33
主营业务收入	313199.30	345638.50	476378.00	23.33
主营业务利润	225063.80	226095.70	268711.00	9.27
利润总额	189920.60	226466.20	274292.70	20.18
净利润	122569.90	143119.20	165287.10	16.13
利息支出	10345.70	10134.30	7199.10	-16.58
EBITDA	222603.30	280837.70	346857.00	24.83
经营活动产生的现金流量净额	150923.30	198325.10	241355.80	26.46
投资活动产生的现金流量净额	-37551.80	-98484.80	-960.30	-84.01
筹资活动前现金流量净额	113371.50	99840.30	240395.50	45.62
筹资活动产生的现金流量净额	-97901.10	-99688.90	-162339.50	28.77
现金及现金等价物净增加额	15470.40	151.40	78056.00	124.62
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数 (次)	129.58	143.08	125.04	131.36
存货周转次数 (次)	186.10	185.89	222.09	204.03
总资产周转次数 (次)	0.21	0.22	0.27	0.24
主营业务利润率 (%)	71.86	65.41	56.41	62.20
净资产收益率 (%)	11.43	12.78	13.90	13.07
现金收入比率 (%)	68.59	75.12	67.47	69.99
长期债务资本化比率 (%)	12.29	11.13	9.79	10.69
全部债务资本化比率 (%)	17.14	16.45	12.14	14.43
资产负债比率 (%)	23.62	24.20	31.77	27.87
流动比率 (%)	118.87	95.26	108.41	106.56
速动比率 (%)	118.47	94.94	108.12	106.24
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.52	27.65	48.18	36.69
债务保护倍数 (倍)	0.50	0.59	0.90	0.72
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.46	0.41	1.30	0.87

附件 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额 / (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
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/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期短期融资券到期偿还额

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
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 全部债务=长期债务+短期债务

附件3 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成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。