

浙江省交通投资集团有限公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: AA⁺
评级展望: 稳定

债项

04 浙交通债
14 亿元人民币, 2004/12/14~2011/12/13, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 6 月 28 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 3 月
资产总额(亿元)	460.349	651.07	827.95	874.86
所有者权益(亿元)	152.15	166.87	178.20	179.65
主营业务收入(亿元)	89.13	101.07	117.88	29.39
利润总额(亿元)	29.34	31.32	32.97	9.47
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 3 月
资产负债率(%)	46.44	58.79	65.20	60.60
全部债务资本化比率(%)	41.21	54.42	58.96	56.63
流动比率(%)	122.82	71.90	47.95	47.60
净资产收益率(%)	7.77	6.75	5.08	1.60
EBITDA 利息倍数(倍)	8.55	6.41	5.17	4.66
债务保护倍数(倍)	0.13	0.08	0.07	0.04

分析员

谭 亮

电话 010-85679696-8856

邮箱 tanl@lianheratings.com.cn

杨茗茗

电话 010-85679696-8880

邮箱 yangmingming@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

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

1. 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。

交通基础设施建设投资大, 回收期长, 近年来土地价格、材料能源价格上涨以及贷款利

率的走高又大大提高了高速公路建造成本，国内交通基础设施投资企业面临一定的成本控制压力。

2、公司经营

浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“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。

2006 年公司完成高速公路项目投资 191.8 亿元，其中控股项目 147 亿元，投资在建 11 条高速公路，建设里程 1017 公里。申苏浙皖浙江段、台缙东段、杭徽（余杭段、临安二期）、两龙以及参股的杭千二期等高速公路建成通车，新增里程 494 公里，占全省新增的 96%。截至 2006 年底，公司旗下高速公路营运里程已达 1876 公里，占全省的 78.8%。

2006 年公司完成主营业务收入 117.88 亿元，其中车辆通行费收入 74.77 亿元，占 63.43%；工程结算收入 35.24 亿元，占 29.89%；航运、商品销售以及酒店等其他收入合计 7.87 亿元，合计占 6.68%。2006 年公司日均全程车流量 18339 辆，日均主线通行费收入 2200.80 万元，与 2005 年相比基本持平，其中沪杭甬高速日均主线通行费收入 1030.22 万元。

2006 年 3 月，公司出资 6 亿元收购浙江大酒店，出资 20 多亿元承担了龙丽龙高速公路项目的投资建设，公司子公司浙江省沪杭甬高速公路有限公司下属子公司浙江上三高速公路有限公司投资 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”），另外公司对杭金衢高速公路有限公司、金丽温、绍诸高速、大陆连岛、台金高速公路以及杭州杭徽、临安杭徽、申嘉湖杭以及申苏浙皖等公司进行增资，同时，公司以建设“海洋大省”为契机，参与投资舟山衢山鼠浪湖岛大型散货码头，开展非高速公路类基础设施业务的开发。

截至 2007 年 3 月底，公司在建的主要高速

公路项目如表 1 所示，以下 13 个项目计划总投资 494.05 亿元，截至 2007 年 3 月底，已完成总投资 217.45 亿元，占投资总额的 44.01%。

表 1 截至 2007 年 3 月底公司在建项目

序号	项目名称	里程(公里)	投资完成比例	预计通车时间
1	仙居至缙云公路	67.83	56.18%	2007
2	沪杭甬高速公路拓宽工程沽渚至宁波段	79.60	68.67%	2007
3	申嘉湖高速公路嘉兴段	58.74	52.33%	2007
4	申嘉湖高速公路湖州段	42.90	52.33%	2007
5	杭长高速公路泗安至安城段	19.50	57.22%	2007
6	舟山大陆连岛工程金塘大桥	27.00	44.27%	2010
7	舟山大陆连岛工程西堠门大桥	5.30	44.27%	2009
8	衢州至南平公路浙江段	86.48	41.26%	2008
9	黄衢南黄山至衢州段	74.09	新开工	2009
10	申嘉湖（杭）高速公路练杭段	51.57	新开工	2009
11	杭浦高速公路杭州大井至海宁袁花段	54.90	新开工	2007
12	杭浦高速公路海宁袁花至平湖新仓段	56.70	64.44%	2007
13	莲都区段	23.00	70.78%	2007
合计		647.60	44.01%	-

为降低管理成本、优化资源配置，公司在浙北地区成立了浙北高速公路管理公司，受托管理该区域的三条高速公路，并以此为试点，公司推进了高速公路管理模式的优化整合，截至 2006 年底，公司所属 19 家高速公路公司先后归并，整合为 8 大区域性高速公路管理板块，目前 8 大板块的格局已经基本形成并步入正常运行，有效促进了公司整体管理效率和水平的提高。

3. 企业债募集资金建设项目情况

公司于 2004 年 12 月发行了 14 亿“04 浙交通债”，并于 2005 年分期分批用于杭金衢高速公路项目。

杭金衢高速公路于 1999 年 9 月 29 日开工，杭州至衢州（翁梅）段于 2002 年 12 月 28 日试营运通车，衢州（翁梅）至窑上段于 2003 年 9 月 20 日试营运通车，由于该项目采用国际通用的菲迪克价款结算支付办法，因此虽已试营运通车，但相关辅助设施及部分工程价款正在实施和审核支付中，公司为此募集企业债资金 14 亿元，用于上述投资需求。

杭金衢高速公路自营运通车以来，车流量稳步增长，到2006年底，日均通行费用收入已从开通时的约196万元/天上升到约488万元/天，2006年主营收入17.83亿元，实现净利润7.50亿元。

4. 财务状况

2006年公司财务报表已经浙江天健会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见审计结论。

财务构成

截至2006年底，公司合并资产总额827.95亿元，其中流动资产占16.08%、长期投资占3.95%、固定资产合计占79.07%、无形资产及其他资产合计占0.90%。与2005年底相比，资产构成基本没有变化。

截至2006年底，公司流动资产较2005年增加28.39亿元，主要是货币资金新增14.86亿元、其他流动资产新增13.57亿元，货币资金主要是新增三级子公司浙商证券代理买卖证券客户存款资金14.33亿元，其他流动资产为浙商证券代理客户结算备付金。流动资产中货币资金、应收款项净额、预付账款、存货分别占37.24%、14.08%、14.16%和23.20%。由于公司主营业务收入主要以车辆通行费收入为主，公司应收帐款额度较小，截至2006年底，公司应收帐款6.68亿元，账龄在1年内的占55.51%，1~2年的占24.68%；其他应收款12.07亿元，较2005年底略有下降，其中账龄在1年内的占24.59%，账龄在5年以上的占62.49%，账龄超过5年的其他应收款主要是宁波、台州等地政府的低息转贷款（7.51亿元）；预付账款18.85亿元，较2005年底增加1.86亿元，其中账龄在1年内的占95.44%；存货30.89亿元，较2005年底增加5.72亿元，主要是在建商品房导致开发成本增加所致。

截至2006年底，公司长期投资合计32.74亿元，较2005年底增加10.40亿元，主要是增加了对浙江龙丽龙高速公路有限公司（7亿元）、杭

州杭浦高速公路有限公司（1.5亿元）等的投资。

截至2006年底，公司固定资产合计654.64亿元，较2005年底增加138.38亿元，主要是申苏浙皖高速公路（51.98亿元）、杭徽高速公路（42.50亿元）、台缙高速公路（29.29亿元）等工程转入固定资产。截至2006年底，公司在建工程125.18亿元，主要包括申嘉湖杭高速公路工程（53.95亿元）、舟山大陆连岛工程（21.27亿元）、沪杭甬高速公路拓宽工程（12.70亿元）、台缙高速公路建设工程（14.72亿元）和黄衢南高速公路工程（12.88亿元）等。

截至2006年底，公司负债总额539.80亿元，较2005年增加157.04亿元。其中，流动负债和长期负债分别占51.43%和48.57%，与2005年相比，流动负债占比上升，长期负债占比下降。流动负债合计277.63亿元，其中短期借款、应付账款和其他流动负债分别占43.97%、21.61%和9.01%，其他流动负债均为浙商证券代买卖证券款。长期负债合计262.17亿元，其中长期借款和应付债券分别占89.35%和9.32%。截至2006年底，公司所有者权益合计178.20亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占28.06%、45.98%和22.28%，所有者权益稳定性一般。

截至2006年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.20%和58.96%，均较2005年底有所上升。总体看，目前公司债务负担有所加重。

2007年3月底，公司合并资产总额874.86亿元，各项资产结构无显著变化；公司负债总额582.84亿元，总债务429.66亿元，其中短期债务占比45.30%，长期债务占比54.62%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.60%和56.63%，均较期初有所下降。

盈利能力

2006年公司实现主营业务收入117.88亿元，较2005年增长16.63%。公司收入主要来源是车辆通行费收入，随着公司新建成高速公路的投入运营，车辆通行费收入较2005年增加19.82%。公司2006年实现主营业务利润49.12亿元，较

2005年增加19.99%，主营业务利润率41.67%，较2005年略有上升；实现利润总额32.97亿元，较2005年增加5.27%，实现净利润9.05亿元，较2005年减少19.61%。2006年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.38%和5.08%，均较2005年略有下降，主要是公司2006年资产规模增加过多以及净利润下降所致。

根据联合资信与2006年12月29日出具的《浙江省交通投资集团有限公司主体长期信用评级报告》中预测，2006年公司预计实现主营业务收入116.92亿元，实现利润总额和净利润分别为28.73亿元和8.72亿元。与预测数值相比，公司2006年实际完成情况均超过预测数。

2007年1~3月，公司实现主营业务收入29.39亿元，实现利润总额9.47亿元，分别为2006全年的24.94%和28.73%。

现金流

经营活动现金流方面，随着公司新投入营运高速公路的增加，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金134.88亿元，较2005年增长28.13%；经营活动产生的现金流量净额为55.46亿元，较2005年增加33.05%。2006年公司收入现金比率为114.42%，较2005年有所上升，公司收入实现质量良好。

投资活动现金流方面，2006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增加29.20亿元，较2005年增长35.09%。另一方面，由于公司新增三级子公司浙商证券等公司导致收到的其他与投资活动有关的现金增加29.21亿元，2006年公司投资活动现金流入量大幅增加，因此，2006年公司投资活动产生的现金流量净额较2005年减少25.45%。

2006年，随着公司经营活动产生的现金流量净额的增加与投资活动产生的现金流量净额的减少，筹资活动前现金流量净额绝对值较2005年减少57.57%。因此，2006年公司对外筹资规模有所减少，筹资活动产生的现金流量净额较2005年减少11.15亿元。2006年公司现金及现金等价物净增加额由负转正，为27.98

亿元。

2007年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为66.72亿元，经营活动产生的现金流量净额为37.31亿元，分别为2006年全年的46.43%和67.27%。

偿债能力

截至2006年底，公司流动比率和速动比率分别为47.95%和36.81%，较2005年底有所下降，主要由于公司短期借款和其他流动负债增加较快所致。由于公司流动负债增加较快，2006年公司经营现金产生的现金流量净额较2005年有所增加，但经营现金流动负债比率仍较2005年有所下降，为19.98%。公司对短期债务的支付能力较弱。

2006年公司EBITDA利息倍数较2005年有所下降，为5.17倍，债务保护倍数为0.07倍。公司的利息偿还能力有所下降，对全部债务的保护能力也有所下降。

截至2007年3月底，公司共对外提供担保50000万元人民币和7500万美元，其中对联营公司远洋公司提供9000万元人民币和7500万美元担保，对温州市高速公路投资有限公司、浙江海越股份有限公司和安吉04省道投资有限公司共提供41000万元担保。

截至2007年4月底，公司共获国内各商业银行授信总额948.80亿元，尚余543亿元未使用。公司间接融资渠道畅通。

5. 未来发展

2007年公司仍将以履行国有资产保值增值和在浙江省高速公路网络建设中发挥主导作用两大使命，实现从外延扩张式的粗放型增长向内涵提高式的发展转变，不断提升公司综合实力和核心竞争优势。根据公司未来发展规划，公司计划2007年资产规模突破1000亿元，合并营业收入实现135亿元，其中，高速公路通行费收入86亿元，利润总额达到30亿元；安排资本金50亿元，完成续建项目105亿元，建成高速公路超过400公里，旗下控股高速公路

通车里程突破 2000 公里。

综合来看，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。近年来高速公路通车里程不断增长，保持了良好的经营状况和发展态势。公司资产规模不断扩大，资产质量良好，盈利能力一般，负债水平上升较快，债务负担加重。总体看，公司整体信用风险小。

6. 本期债券担保情况

本期债券期限为7年，采用付息式浮动利率，以1年期定期储蓄存款利率为基础利率，上浮2.55%，每年付息一次，到期一次性还本。本期债券由招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）授权招商银行杭州分行提供连带责任保证担保。

招商银行成立于1987年4月，最初由招商局轮船股份有限公司单独出资，初始注册资本1亿元。1994年，招商银行进行股份制改造，在8家发起人股东的基础上增资扩股。2002年4月和2006年9月，招商银行分别在上海证券交易所和香港联交所成功上市。截至2006年12月31日，招商银行实收股本为147.03亿元，第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例为17.79%；第二大股东为招商局轮船股份有限公司，持股比例为12.10%，招商银行近年来股权结构不断优化，目前股权已相对分散，持股比例超过10%的股东仅有两家，更有利于公司的科学治理。

招商银行招商银行以公司银行业务、零售银行业务和资金业务为主，现有网点总数400多家，与世界80多个国家和地区的1100多家银行建立了代理行关系。2004年~2006年，招商银行的资产、贷款、负债和存款都保持了平稳快速增长的趋势，详见表2。

表2 招商银行主要发展指标 单位：亿元，%

项目	2004年	2005年	2006年	增长率
资产	5865.74	7346.13	9341.02	26.19%
贷款	3740.17	4721.85	5657.02	22.98%
负债	5656.93	7086.15	8789.42	24.65%
存款	5125.86	6344.04	7737.57	22.86%

截至2006年12月31日，招商银行资产总额9341.02亿元，其中贷款5657.02亿元；负债总额8789.42亿元，其中存款7737.57亿元；不良贷款率2.12%。

2006年，招商银行实现营业收入380.38亿元，2004年~2006年营业收入复合增长率为38.20%，其收入的大幅增长主要源于业务规模的增长和结构的改善，非利息收入有显著的增加。2004年~2006年，招商银行的净利润以年均50.36%的幅度快速增长，2006年实现净利润71.08亿元，平均净资产收益率17.52%，在同类金融机构中处于前列。

2004年~2006年，招商银行本、外币流动性比例优于监管要求，并且都在同行业处于较高的水平，短期支付能力强。2006年末，招商银行资本充足率为11.40%，核心资本充足率为9.58%，比上一年有明显的提高，为近3年来最高水平，主要是因为2006年9月招商银行在香港联交所IPO募集的资金增加了核心资本。

招商银行2006年经营性现金净流入为712.20亿元，现金及现金等价物净增加额为367.56亿元，现金流充裕。

总体来看，招商银行的资产结构合理，资产风险度低，不良贷款率较低，不良贷款准备率较高，资产质量良好，资产的流动性强；盈利能力处于同行业前列；资本充足率较高，偿债能力很强。

招商银行为本期债券提供担保额度为14亿元，担保额度仅相当于招商银行2006年底资产总额的0.15%；2006年营业收入的3.68%，招商银行为本期14亿元企业债券提供担保，担保实力较强。

优势

1. 公司代表浙江省政府在全省高速公路投资领域行使投资建设运营职责，能得到省政府产业政策、土地资源、投融资等方面的有效支持，具有较大发展潜力。
2. 公司是目前浙江省规模最大的企业之一，在高速公路投资、经营领域具有一定的资源和垄断优势。
3. 公司拥有海外资本市场优质上市公司，直接融资渠道畅通。

关注

1. 公司近几年投资规模大，负债水平上升较快，未来几年大规模的投资支出将进一步增加公司债务负担。
2. 稀缺土地资源的价格快速上涨，加之材料、能源价格上涨，公司高速公路投资成本控制压力加大。
3. 浙江省高速公路车辆通行费率下调，以及公路网络的逐步密集导致的车辆分流效应将使未来公司通行费收入年增长幅度趋缓。

附件 1 主要财务数据

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	2007 年 3 月
货币资金	392369.91	347205.48	495764.09	12.41	664395.39
应收款项净额	182705.54	165580.96	187455.80	1.29	196737.09
存货净额	99571.59	251681.46	308850.45	76.12	289395.16
流动资产合计	990563.53	1047430.43	1331342.82	15.93	1626192.58
资产总计	4603427.79	6510719.46	8279454.08	34.11	8748587.45
短期借款	371625.90	675116.00	1220726.85	81.24	1731796.85
应付票据	5581.80	80519.13	236893.81	551.46	199740.05
应付帐款	209795.94	313319.22	599929.63	69.10	588128.64
预收帐款	52052.91	64689.61	105929.12	42.65	140799.78
其他应付款	69358.68	129707.40	128583.22	36.16	137215.30
一年内到期的长期负债	32624.58	88040.02	94928.48	70.58	18398.43
流动负债合计	806507.96	1456798.83	2776276.63	85.54	3416400.23
长期借款	1073875.33	2115426.12	2342556.01	47.70	2103607.88
应付债券	244385.92	244391.00	244391.00	0.00	243028.50
负债合计	2137822.28	3827589.42	5397983.05	58.90	5828371.57
少数股东权益	944121.73	1014475.44	1099498.72	7.92	1123674.48
股东权益合计	1521483.78	1668654.61	1781972.31	8.22	1796541.39
主营业务收入	891274.55	1010665.69	1178754.41	15.00	293944.84
主营业务成本	452091.58	554824.05	646775.58	19.61	158306.33
主营业务利润	397680.30	409374.57	491212.68	11.14	124432.87
利润总额	293369.10	313201.37	329714.94	6.01	94741.01
净利润	118250.38	112599.12	90518.46	-12.51	28784.92
销售商品、提供劳务收到的现金	972837.17	1052659.54	1348767.33	17.75	399127.20
经营活动产生的现金流量净额	394468.80	416831.45	554605.57	18.57	373106.08
投资活动产生的现金流量净额	-709258.06	-1176191.95	-876827.77	11.19	-304819.88
筹资活动产生的现金流量净额	431868.45	713591.08	602045.12	18.07	208267.24
现金及现金等价物净增加额	117079.18	-45769.42	279822.92	54.60	276553.44
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值	2007 年 3 月
管理费用率(%)	7.48	6.94	6.78	6.96	5.66
成本率(%)	65.48	67.50	69.85	68.27	68.53
销售债权周转次数(次)	16.37	16.86	16.50	16.59	4.93
存货周转次数(次)	6.36	3.16	2.31	3.37	0.55
总资产周转次数(次)	0.21	0.18	0.16	0.18	0.03
主营业务利润率(%)	44.62	40.51	41.67	41.91	42.33
现金收入比(%)	109.15	104.16	114.42	110.29	135.78
总资本收益率(%)	6.42	4.93	4.38	4.96	-
净资产收益率(%)	7.77	6.75	5.08	6.12	-
长期债务资本化比率(%)	34.84	46.79	47.31	44.66	44.55
全部债务资本化比率(%)	41.21	54.42	58.96	54.05	56.63
资产负债率(%)	46.44	58.79	65.20	59.52	60.60
流动比率(%)	122.82	71.90	47.95	70.11	47.60
速动比率(%)	110.44	54.15	36.81	56.74	38.91
经营现金流负债比率(%)	48.91	28.61	19.98	28.35	-
EBITDA 利息倍数(倍)	8.55	6.41	5.17	6.22	-
债务保护倍数(倍)	0.13	0.08	0.07	0.08	-
筹资活动前现金流量净额利息保护能力(倍)	-5.90	-9.10	-2.62	-5.22	-
筹资活动前现金流量净额债务保护能力(倍)	-0.18	-0.24	-0.08	-0.15	-

附件2 企业主体长期信用等级的定义

企业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。

中长期债信用等级的定义同企业主体。