

跟踪评级公告

联合[2012] 1301 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持浙江省铁路投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“10浙铁投MTN1”、“11浙铁投MTN1”AA⁺的信用等级,维持“12浙铁投CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



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>

浙江省铁路投资集团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
10 浙铁投 MTN1	10 亿元	2010/11/23-2013/11/23	AA ⁺	AA ⁺
11 浙铁投 MTN1	10 亿元	2011/11/07-2014/11/07	AA ⁺	AA ⁺
12 浙铁投 CP001	5 亿元	2012/07/27-2013/07/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	50.39	60.27	58.16	48.67
资产总额(亿元)	252.36	359.47	435.71	454.82
所有者权益(亿元)	111.60	138.28	160.42	172.06
短期债务(亿元)	24.69	19.08	27.93	24.51
全部债务(亿元)	39.99	58.38	77.52	77.43
营业收入(亿元)	53.40	61.61	63.06	42.45
利润总额(亿元)	9.09	10.86	12.87	7.40
EBITDA(亿元)	12.35	14.25	17.91	--
经营性净现金流(亿元)	11.62	12.42	12.84	4.39
营业利润率(%)	19.93	19.88	24.16	20.38
净资产收益率(%)	6.14	5.83	5.96	--
资产负债率(%)	55.77	61.53	63.18	62.17
全部债务资本化比率(%)	26.38	29.68	32.58	31.03
流动比率(%)	189.26	196.78	161.72	163.02
全部债务/EBITDA(倍)	3.24	4.10	4.33	--
经营现金流流动负债比(%)	22.93	17.46	12.36	--

注: 公司 2012 年三季度财务报表未经审计。

分析师

李娟娟

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

跟踪期内, 浙江省铁路投资集团有限公司(以下简称“公司”)资产规模显著扩大, 化工及铁路运营板块收入增幅明显, 但毛利率有所下降。随着国内加大对铁路建设的投资, 以及公司管理水平的不断提高, 公司未来铁路板块的收入规模和盈利能力有望提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司未来投资支出较大, 对外融资需求增加, 债务负担有所加重, 以及房地产板块发展存在一定不确定性等对公司信用状况带来的负面影响。

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“10 浙铁投MTN1”、“11浙铁投MTN1”AA⁺和“12 浙铁投CP001”A-1信用等级。

优势

1. 公司作为浙江省政府授权的大型国有资产经营公司, 在铁道部与浙江省合作项目中履行浙江省产权代表职能, 受政府的支持力度大。
2. 公司DMF产能居全球第二, DAMC产能居国内第一, 烧碱产能居国内第六位, 跟踪期内公司化工板块收入稳定增长, 占营业收入比重进一步提高。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流入量金额大, 对存续期债券保障程度较高。

关注

1. 公司房地产板块受宏观调控政策影响较大, 未来发展面临一定的不确定性。
2. 公司未来投资规模大, 对外筹资需求增加。

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）与浙江省铁路投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江省铁路投资集团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，未因浙江省铁路投资集团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浙江省铁路投资集团有限公司提供，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浙江省铁路投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

浙江省铁路投资集团有限公司(以下简称“公司”)前身浙江省发展投资集团有限公司(以下简称“省发展集团”)成立于2001年10月,注册资本金11亿元。为加快浙江省铁路建设,理顺铁路投资、建设和运作管理体制,2006年6月26日,根据浙江省人民政府浙政发[2006]37号文,公司在省发展集团整体改制的基础上成立,并于2006年9月正式挂牌,注册资本20亿元。2009年8月根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会浙国资法产[2009]36号国有资产监督管理委员会《关于同意省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》的规定,公司以铁路建设专项拨款形成的资本公积人民币30亿元转增注册资本,截至2012年9月底,公司注册资本为人民币50亿元,浙江省国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

公司内设办公室、项目管理部、投资发展部、资产管理部、财务管理部、审计法务部、人力资源部和党群工作部8个职能部门。截至2011年底,公司拥有全资及控股二级子公司14家。

截至2011年底,公司(合并)资产总额为435.71亿元,所有者权益合计160.42亿元(含少数股东权益21.66亿元);2011年公司实现营业收入63.06亿元,利润总额12.87亿元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额为454.82亿元,所有者权益合计172.06亿元(含少数股东权益20.56亿元);2011年1-9月,公司实现营业收入42.45亿元,利润总

额7.40亿元。

公司注册地址:浙江省杭州市求是路8号公元大厦北楼25楼;法定代表人:余健尔。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响,制造业投资在2011年一直保持高速增长,在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。

2012年前三季度,中国国民经济运行总体平稳,实现国内生产总值353480亿元,同比增长7.7%,增幅比上年同期回落1.4个百分点。其中,一季度增长8.1%,二季度增长7.6%,三季度增长7.4%,环比增速持续回落。根据国家统计局发布的统计数据,2012年1-9月,固定资产投资(不含农户)256933亿元,扣除价

格因素同比增长 18.8%。其中，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年前三季度，中国财政收入累计 90588 亿元，同比增长 10.9%，增幅比上年同期回落 18.8 个百分点，增幅明显回落的主要原因为经济增长放缓及企业效益下滑、价格涨幅回落、结构性减税政策力度较大等；前三季度，中国财政累计支出 84119 亿元，同比增长 21.1%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年

低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第三季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%。人民币贷款余额同比增长 16.3%，比年初增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元。前三季度社会融资规模为 11.73 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%，比 6 月份下降 0.09 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

铁路投资运营行业

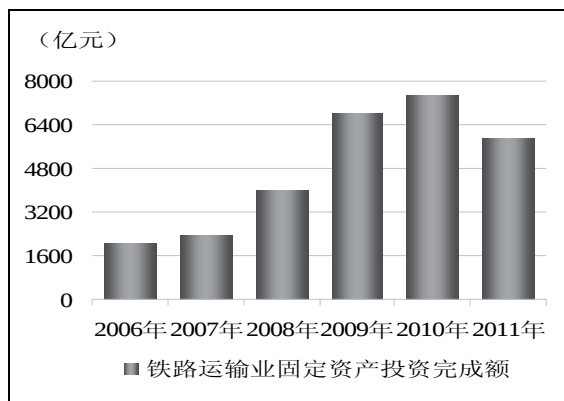
铁路在国民经济和社会发展中具有重要

战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。铁路项目建设一般具有投资规模大、建设和投资回报周期长等特点。

目前，中国干线铁路建设主要采用部省合作模式，即：由铁道部（局）和地方政府或有关企业等在铁路建设时起即按照一定的比例共同出资组建合资公司，作为项目业主，进行包括客运专线、城际铁路、区际通道在内的所有新建铁路项目和部分既有铁路改扩建项目的全过程管理。合资公司一般由铁道部控股并负责铁路资产后续的运营管理工作。铁道部发展计划司是铁道部合资铁路的归口管理机构，负责督促检查有关管理制度和出资人决定的落实情况。

2009~2010年是中国铁路投资规模增大的2年，新建铁路投产里程分别为5598千米和4986千米，较2008年的1459千米有明显提高。2011年，中国铁路完成固定资产投资5906.09亿元，同比下降29.91%；完成基本建设投资4610.84亿元，同比下降34.83%。根据铁道部最新投资计划，2012年铁道部计划完成固定资产投资5160亿元，其中基本建设投资4060亿元。中国铁路固定资产投资在经历了2008~2010年的快速增长后，2011、2012年的建设速度明显放缓，且连续呈现负增长态势。虽然2012年中国铁路投资规模同比略有下降，但仍要高于2008年的投资规模，中国铁路投资进入了调整阶段，未来一段时期铁路建设将以确保在建、续建工程的顺利进行为主。

图1 中国铁路固定资产投资完成额

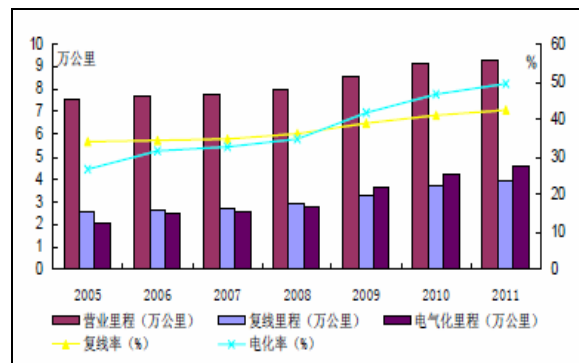


资料来源：国家统计局。

由于近几年的大规模建设，中国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。截至2011年底，全国铁路的营业里程为9.3万公里，比上年增长2.3%，里程长度跃居世界第二位、亚洲第一位。其中复线铁路3.9万公里，比上年增长5.4%；电气化里程4.6万公里，比上年增长8.5%。铁路的复线率和电化率分别达到42.4%。

根据铁道部《中长期铁路网规划》，到2020年，中国铁路网规模将有较大发展，建设新线2.5万公里，全国铁路营业里程将达到10万公里，主要繁忙干线实现客货分线运输，通道能力紧张状况从根本上得到改变，形成覆盖全国的快速客运网络和大能力货运网络，铁路运输能力不足的局面有望得到改变。

图2 2005~2011中国铁路网建设



资料来源：铁路统计公报

铁路建设的部省合作模式和未来大规模的发展规划使得公司面临较好的发展前景和环境。

化工行业

用电解饱和 NaCl 溶液的方法来制取 NaOH、Cl₂ 和 H₂，并以它们为原料生产一系列化工产品的工业，称为氯碱工业。氯碱工业产品以聚氯乙烯（PVC）和烧碱（NaOH）为主。PVC 和烧碱都是重要的基础化工原料，其中 PVC 是世界五大通用塑料之一，全球需求量在五大通用塑料中列于聚丙烯、聚乙烯之后居第三位，在中国其消费量已经升至第一位；烧碱广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造

纸、有色金属等多个行业，PVC 和烧碱都有较多的应用领域，市场需求比较广泛。从 2004 年开始，由于中国市场需求的快速增长和成本优势的逐步显现，中国氯碱产业开始步入高速发展时期，市场需求和产能迅速增长，目前中国已成为全球最大的烧碱生产国和第二大 PVC 生产国。

表 1 烧碱和 PVC 产能产量统计（万吨）

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
烧碱 (折纯)	产能	2472	2793	3021	3412
	产量	1741	1891	2087	2466
PVC	产能	1581	1781	2043	2193
	产量	825	916	1130	1295

资料来源：百川资讯

2012 年 1~9 月，中国烧碱及 PVC 产量分别为 1959.90 万吨和 1002.50 万吨，同比分别小幅增长 4.10%和 1.90%，但增速同比分别大幅下降 13.63 个百分点和 10.70 个百分点。

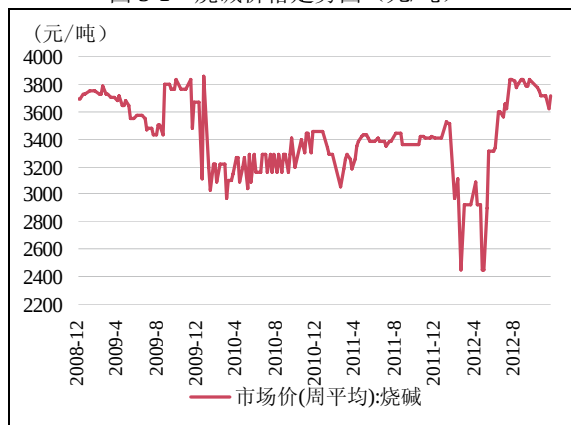
烧碱方面，2011 年中国烧碱装置总产能达到 3412 万吨，同比继续大幅增长。由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，近年来烧碱产能利用率基本上都在 60%以下徘徊。在烧碱产能快速增长的同时，烧碱行业呈现下列积极变化：（1）产品结构优化。烧碱生产主要以离子膜法和隔膜法为主，由于离子膜法生产具有能耗低、产品质量高、污染小等优点，中国烧碱离子膜法生产所占比重逐年提高。（2）产业集中度提高。烧碱企业生产规模不断扩大，在全国 180 家主要烧碱企业中，产能超过 20 万吨的已 40 余家，最大的单体生产企业产能已达到 80 万吨。（3）区域分布更加合理。烧碱新增产能越来越多的向资源丰富的内蒙古、新疆等地区转移，西部地区烧碱产能所占比重不断提高。

PVC 方面，近年来伴随着在中国 PVC 产能迅速扩张的同时，行业发展的一些问题也逐步浮出水面，一方面产能过剩、供大于求导致行业竞争激烈，引发行业开工率逐年降低，2011 年中国 PVC 产能为 2193 万吨，产量只有

1295 万吨，2012 年还有大量 PVC 产能将要上马，新增产能超过 800 万吨，预计到 2012 年年底，中国 PVC 产能将达到 3000 万吨；另一方面，国家节能减排政策的执行，PVC 作为高耗能、高污染行业首当其中，原料、电价等成本持续走高，而在 PVC 产能严重过剩、供大于求的现状下，PVC 价格却很难得到提升，导致 PVC 行业盈利空间降低。

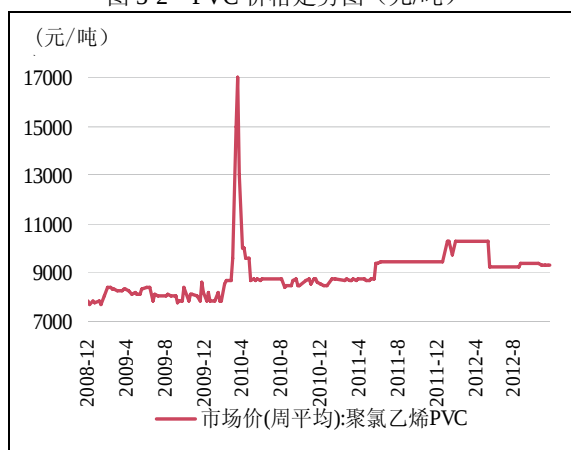
价格方面，由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，中国烧碱产品价格自 2008 年以来呈现先抑后扬的趋势。为完成“十一五”规划中节能减排的任务，各地政府从 2010 年 8 月起开始施行限电政策。由于基础化工耗电量大，因此受限电政策影响最为显著。2010 年 10 月以来，由于产量增速的持续下滑以及库存的大幅消耗，基础化工产品价格呈现了一个普涨的局面。2011 年烧碱市场整体处于平稳上涨的趋势，市场成交气氛活跃，国内外需求较好，年初因受春节过后生产企业装置负荷的提升，加上新增产能释放，市场货源供应充足，企业库存压力较大，液碱价格出现区域性的走跌，但进入 3 月以后受日本大地震影响，受成本推升和液碱出口旺盛带动，中国液碱价格触底反弹。同时，2011 年提前进入电荒引起的限电政策导致氯碱企业开工率不足，而下游企业的需求一直稳步前行，使国内烧碱市场货源紧张也有利带动了烧碱市场的稳步上行，加之原盐价格及电价上调，有利支撑了烧碱市场价格的高位运行。随后的三季度因处在淡季及需求萎缩影响，价格曾有过下滑走势，但随四季度的到来，烧碱却又迎来了丰收。2012 年上半年中国烧碱市场先抑后扬，其中一季度整体呈下滑走势，二季度受集中检修、整体开工率不足（6 成左右）以及成本与需求的双重支撑影响，烧碱市场整体呈上行趋势。2012 年三季度以来，以氧化铝为代表的下游企业经营欠佳，对烧碱的采购积极性下降；同时，江苏、湖北等地区新增烧碱产能释放对市场形成了较大冲击，中国烧碱价格整体上小幅下滑。

图 3-1 烧碱价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

图 3-2 PVC 价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

政策方面，2007年11月，国家发改委发布了《氯碱（聚氯乙烯、烧碱）行业准入条件》（下称“准入条件”），从氯碱产业布局、生产规模、工艺与装备的先进性等方面，提出了准入的硬指标。要求东部地区原则上不允许新建电石法氯碱装置；要求新建、改扩建烧碱及PVC项目规模不能低于30万吨/年；规定了现有和新建氯碱项目的能耗和资源消耗限额。总体看，准入条件的出台将大力推动中国氯碱工业向中西部地区迁移，并靠近电石、原盐等原料产地；同时也将促进氯碱行业的优胜劣汰，推动产业集中度的提高。2010年10月13日，工业和信息化部发布《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》，提出将对汞法烧碱、石墨阳极隔膜法烧碱、未采用节能措施（扩张阳极、改性隔膜等）的普通

金属阳极隔膜法烧碱生产装置；电石渣采用堆存处理的5万吨/年以下的电石法聚氯乙烯生产装置；开放式电石炉；单台炉变压器容量小于12500千伏安的电石炉等加速淘汰，以此推进全行业节能减排工作的进行。清洁生产与环境保护工作也将有可能成为未来政策发展的主要趋势之一。《产业结构调整指导目录（2011）》中规定，2015年年底要淘汰所有隔膜法烧碱生产装置。2010年隔膜法烧碱产能474万吨，2011年，中国有97.2万吨隔膜碱装置被淘汰。退出速度依然较慢。

2011年7月，氯碱行业“十二五规划”出台，政策将引导行业从以单纯规模扩张为目的的增长转变为以产业结构调整，提升行业增长质量的新阶段。规划在严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业整合、推进技术进入和自主创新、促进氯碱行业与石油化工、新型煤化工结合方面提出了政策建议措施。

总体来看，中国氯碱行业仍处于持续增长时期，但2011年下半年经济增速下滑导致下游需求回落，中国氯碱行业产量增速有所放缓，价格波动较大，同时行业整体行业集中度较低，致使下游议价能力较弱。尽管未来将会面临产能过剩和原料价格波动的双重压力，但由于产品用途非常广泛，中国氯碱行业仍处于持续增长时期。联合资信认为，拥有上游资源或规模优势的氯碱企业有能力规避经营风险，从而保证一定的利润空间。

2. 区域经济

浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区。1995年以来，浙江省交通基础设施的不足，已经严重制约了浙江经济的发展。“十五”期间，浙江省改造扩建国省道公路5500公里，硬化县（省）道砂石路面6161公里，新增一级公路1957公里，二级公路2357公里。“十一五”期间，浙江全省公路建设累计完成投资2430亿元，位居全国前列，为“十一五”原定计划的125%，是“十五”的1.5倍。截至2011年底，全省公路总里程达到11.2万公里，其中高速公

路3500公里。

浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区，凭借发达的腹地经济、明显的区域优势和路网效应。2011年全省生产总值为32000亿元，人均生产总值58665元，地方一般公共预算收入3151亿元。2011年，浙江省全年公路旅客周转量和货物周转量分别为1296亿人公里和8627亿吨公里，分别同比增长3.0%和10.5%。在各种不同运输方式中，公路在客运运输中占绝对优势，水运在货运运输中占绝对优势（见表2）。

表2 2011年浙江省交通运输方式比较

方式	旅客周转量 (亿人公里)	比上年增长 (%)	货物周转量 (亿吨公里)	比上年增长 (%)
公路	908	3.0	1435	10.5
铁路	382	5.2	312	-8.7
水运	6	6.6	5471	25.8
总计	1296	3.6	8627	21.3

资料来源：《2011年浙江省国民经济和社会发展统计公报》

根据浙江省“十二五”规划纲要，“十二五”时期浙江省国内生产总值将年均增长8%左右，到2015年达到4万亿元左右，人均生产总值达到7.2万元左右。经济总量的大幅度增长必将产生巨大的运输需求，需要交通基础设施的建设来支撑。同时，随着经济结构的调整、对外开放的深化和人民生活水平的提高，人们对交通运输的广度、速度和安全度等都会提出更高、更多样化的要求。

五、基础素质分析

公司是经浙江省政府授权成立的大型国有资产经营公司，目前已形成化工、铁路和商品房销售及租赁等核心板块，同时公司是浙江省铁路投资的责任主体，履行铁道部和浙江省铁路合作项目中浙江方产权代表的职能，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理。

化工板块，公司相对控股的浙江江山化工股份有限公司（以下简称“江山化工”）于2006

年8月在深圳证券交易所上市，股票简称“江山化工”，股票代码002061，其DMF（二甲基甲酰胺）生产能力达16万吨/年，是全球第二大的DMF制造商；公司控股的宁波镇洋化工发展有限公司（以下简称“镇洋化工”）和浙江善高化学有限公司（以下简称“善高化学”）拥有年产26万吨的烧碱生产生产能力，位列全国第六位。

铁路板块，公司拥有相对控股子公司浙江金温铁道开发有限公司（以下简称“金温公司”），参股子公司萧甬铁路有限公司、新长铁路有限责任公司、浙江沿海铁路温福线、浙江沿海铁路甬台温线、衢常铁路有限公司、杭甬客运专线有限责任公司、沪杭铁路客运专线股份有限公司、宁杭铁路客运专线股份有限公司、沪昆铁路客运专线浙江有限公司、金丽温铁路有限责任公司、杭州铁路枢纽建设有限公司和宁杭铁路有限责任公司等。铁路运营管理水平 and 现代化水平较高。

商品房销售及租赁板块，公司控股浙江省铁投房地产集团有限公司（以下简称“铁投房产”）、杭州翡翠城房地产开发有限公司（以下简称“翡翠城”）、浙江发展绿城房地产开发有限公司（以下简称“绿城房产”）和浙江铁投绿城投资有限公司（以下简称“铁投绿城”），拥有超过10年房地产开发经验，公司在浙江省房地产业内有较强的竞争优势和品牌优势。

综合看，公司已形成多元化发展格局，各板块经营稳定，综合竞争力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及人员无重大变动。

七、经营分析

公司业务主要分为化工、铁路和房地产三大核心板块，还包括宾馆、商贸等其他业务。公司主要通过其二级子公司浙江发展实业有

限公司及下属浙江金都宾馆有限公司和浙江物产铁路物资有限公司经营。此外还有金融、通信、医药等其他业务。2011 年公司实现营业收入 63.06 亿元，较上年增长 2.36%，主要是化工和铁路运营收入增加所致。

从公司主营业务收入变化情况看，2011 年，公司化工板块收入有所上升，占比提高至 47.46%。从毛利率情况看，公司化工板块毛利

率相对稳定，铁路运营毛利率有所下降，但商品房销售毛利率大幅提升，从而使 2011 年公司综合毛利率同比提高 4.61 个百分点，为 27.49%。

2012 年前三季度，公司实现营业收入 42.45 亿元，占 2011 年全年的 67.32%；各版块毛利率均有所下降，公司综合毛利率降至 23.37%。

表 3 公司各板块营业收入状况

项目	2010 年			2011 年			2012 年 1~9 月		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
化工产品	239231.97	38.83	12.94	299303.8	47.46	12.78	200876.44	47.32	10.81
铁路运营	94176.63	15.29	35.74	116717.95	18.51	30.90	90994.64	21.43	28.20
商品房销售	167311.16	27.16	36.85	131638.29	20.87	66.42	80238.36	18.90	58.35
其他	115334.27	18.72	12.73	82952.62	13.15	13.97	52427.26	12.35	9.58
合计	616054.03	100.00	22.88	630612.66	100.00	27.49	424536.70	100.00	23.37

资料来源：公司提供

化工板块

公司化工板块主要产品为 DMF（二甲基甲酰胺）和 DMAC（二甲基乙酰胺）、烧碱及液氯。2011 年，化工板块实现收入 29.93 亿元，同比增长 25.11%。

公司从事烧碱生产的主要是宁波镇洋化工发展有限公司（以下简称“镇洋化工”）和浙江善高化学有限公司（以下简称“善高化学”）。镇洋化工和善高化学的烧碱装置产能达 26 万吨/年，列中国第六。2011 年公司生产烧碱 23.96 万吨，同比增长 13.29%，销售 23.83 万吨，同比增长 7.58%。

公司从事 DMF 及 DMAC 生产的主要是江山化工股份有限公司（以下简称“江山化工”）。2011 年江山化工生产 DMF 和 DMAC 分别为 19.88 万吨和 4.45 万吨，分别同比增长 10.75% 和 11.53%；销量分别为 19.94 万吨和 4.45 万吨，分别同比增长 17.50% 和 11.25%。

表 4 2010~2012 年 9 月公司化工产品产量（万吨）

产品	2010 年	2011 年	增长率 (%)	12 年 1~9 月
DMF	17.95	19.88	10.75	13.10
DMAC	3.99	4.45	11.53	3.62
烧碱	21.15	23.96	13.29	15.86

液氯	13.75	16.21	17.89	12.11
----	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

表 5 2010~2012 年 9 月公司化工产品销量（万吨）

产品	2010 年	2011 年	增长率 (%)	2012 年 1~9 月
DMF	16.97	19.94	17.50	13.78
DMAC	4	4.45	11.25	3.67
烧碱	22.15	23.83	7.58	16.00
液氯	13.77	15.28	10.97	11.21

资料来源：公司提供

公司液氯产品 2011 年分别完成产量和销量 16.21 万吨和 15.28 万吨，同比分别增长 17.89% 和 10.97%。

2012 年 4 月，公司将三级子公司内蒙古远兴江山化工有限公司 51% 的股权挂牌转让，DMF 产能由 28 万吨/年降至 16 万吨/年。2012 年 1~9 月，公司化工板块实现收入 20.09 亿元，占 2011 年全年的 67.11%；受化工产品成本上涨影响，毛利率降至 10.81%。

铁路板块

铁路产业是公司的重要支柱产业。公司负责浙江省铁路的投资、建设、运营和管理，履行浙江省政府出资人职责。铁路建设投资资金均属财政直接拨款，再由公司行使代投资职责。截至 2011 年底，公司拥有控股子公司金

温铁道发展有限公司（简称“金温铁道”），参股子公司萧甬铁路有限公司、新长铁路有限责任公司、浙江沿海铁路温福线、浙江沿海铁路甬台温线、衢常铁路有限公司、杭甬客运专线有限责任公司、沪杭铁路客运专线股份有限公司、宁杭铁路客运专线股份有限公司、沪昆铁路客运专线浙江有限公司、金丽温铁路有限责任公司、杭州铁路枢纽建设有限公司和宁杭铁路有限责任公司等。2011年，金温铁道全年旅客发送量 538 万人，货物到发量 1206 万吨，同比分别增长 4.06% 和 15.58%；铁路板块全年实现收入 11.67 亿元，同比增长 23.94%；实现毛利润 3.61 亿元。

表 6 浙江金温铁道开发有限公司客运和货运运量

项目	2010 年运量	2011 年运量	2012 年 1~9 月运量
旅客发送量(万人)	517	538	394.54
货物到发量(万吨)	1130	1306	910.13

资料来源：公司提供

2012 年 1~9 月，金温发展旅客发送量及货物到发量分别为 394.54 万人和 910.13 万吨，分别占 2011 年全年的 73.33% 和 69.69%；公司铁路运营实现收入 9.10 亿元，占 2011 年全年的 77.96%。

目前公司投资的铁路如下表所示，截至 2012 年 9 月底，公司在建铁路项目总投资 1348.66 亿元，已投资 133.28 亿元；2011 年公司完成铁路投资 37.47 亿元，全部由浙江省财政铁路建设专项拨款用于投资建设。

表 7 截至 2012 年 9 月底公司的铁路投资情况
(单位：亿元)

项目名称	预计总投资	截至 2012 年 9 月底已投资金额	2011 年全年投资额
宁杭客专(浙江段)	154.00	28.13	3.57
杭甬客专	259.73	42.78	4.21
杭长客专	525.69	31.98	15.16
金温扩能	179.70	19.78	11.76
杭州东站	131.89	9.64	1.80
宁波枢纽	97.64	0.97	0.97
合计	1348.66	133.28	37.47

资料来源：公司提供

房地产板块

公司从事房地产开发业务的企业主要有浙江省铁投房地产集团有限公司（以下简称“浙铁房产”）、其属下主要有：浙江翡翠城房地产开发有限公司（以下简称“翡翠城”）、浙江铁投绿城投资有限公司（以下简称“铁投绿城”）、浙江铁建绿城房地产开发有限公司、嘉兴发展房地产开发有限公司和上海浙铁绿城房地产开发有限公司等。浙铁房产目前开发的项目为今日嘉园项目、嘉兴盛世豪庭项目、新沂天都嘉园项目、蓝色霞湾项目、秀丽春江项目和上海长风项目；翡翠城目前开发的项目为翡翠城项目；铁投绿城目前开发的项目为西溪诚园项目。下属二级子公司浙江发展绿城房地产开发有限公司因已完成所有开发业务，公司已于 2012 年一季度开始对其行清算。

2011 年，公司商品房竣工面积 6.8 万平方米，销售面积 10.53 万平方米，同比分别增长 -10.53% 和 0.96%。2011 年，公司商品房交房项目较少，商品房销售收入 13.16 亿元，同比下降 21.32%。毛利率方面，由于 2011 年交付的芦苑梅苑预售时间较晚，单位售价高，同时芦苑梅苑是高层公寓，成本单价低；而 2010 年交付的竹苑玉泉苑开发较早，单位售价低，且同期交付的玉泉苑为多层楼盘，成本单价高，因此相较于 2010 年，公司 2011 年商品房销售毛利率由 36.85% 上升至 66.42%。

表 8 2011 年公司商品房销售经营数据
(单位：万平方米、%)

项 目	2010 年		2011 年	
	面积	同比	面积	同比
商品房竣工面积	7.60	4.50	6.80	-10.53
商品房在建面积	40.55	26.60	114.59	182.59
商品房新开工面积	16.38	40.70	32.10	95.97
商品房销售面积	10.43	10.10	10.53	0.96

资料来源：公司提供

2012 年 1~9 月，公司商品房竣工面积及销售面积分别为 9.17 万平方米和 9.94 万平方米，实现收入 8.02 亿元，占 2011 年全年的 60.95%。

公司目前在建项目包括翡翠城、西溪诚园、阳光郡、秀丽春江、上海长风及盛世豪庭等，预计总投资 303.47 亿元。

表 9 2012 年 9 月底公司房地产板块在建项目情况

项目名称	预计完工时间	预售时间	总投资(万元)	建筑面积(万平方米)
翡翠城	2014.12	2010.05	988707	14.53
西溪诚园	2014.06	2010.09	271374	19.06
阳光郡	2016.09	2011.09	353600	34.96
秀丽春江	2015.12	2010.10	551000	57.54
上海长风	2017.12	2013.11	720000	35.48
盛世豪庭	2015.03	2012.10	150000	18.49

截至 2012 年 9 月底，公司土地总储备 147.53 万平方米，未开发土地面积 60.19 万平方米，土地储备较丰富；公司除秀丽春江项目尚未支付土地款 3.37 亿元外，其余项目公司目前在开发的楼盘土地款均已付清，部分项目进入销售回笼期及扫尾期，项目贷款因销售回笼而大量归还。

表 10 截至 2012 年 9 月底公司的土地储备情况

名称	取得时间	总面积(万 M2)	未开发面积(万 M2)	未付土地款(万元)
翡翠城	2004	94.98	36.52	—
阳光郡	2010	10.11	4.75	—
秀丽春江	2009	19.44	9.34	33659
上海长风	2011	9.03	9.03	—
盛世豪庭	2005	13.97	0.55	—
合计	--	147.53	60.19	33659

资料来源：公司提供

其他业务

表 11 2012-2014 年公司铁路投资项目安排（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	资金筹措方案				资金落实情况(截至2012年9月底)	2012年10-12月计划投资额	2013年投资额
			资本金			项目贷款			
			铁道部	省方	资本金合计				
宁杭客专(浙江段)	2008-2012	154.00	44.51	28.13	72.64	81.36	28.13	-	-
杭甬客专	2008-2012	259.73	64.17	42.78	106.95	152.78	42.78	-	-
杭长客专	2009-2013	525.69	210.28	52.57	262.85	262.85	37.72	10.10	7.65
金温扩能	2010-2014	179.70	49.42	40.43	89.85	89.85	30.86	6.34	9.00
杭州东站	2008-2012	131.89	37.30	24.10	61.40	70.49	9.64	-	-
宁波枢纽	2009-2014	97.64	20.84	41.61	62.45	35.19	0.97	-	-
乐清湾港口支线	2013-2016	68.00	3.40	30.60	34.00	34.00	-	0.50	1.50
金台铁路	2013-2017	92.00	13.80	32.20	46.00	46.00	-	-	1.50
九景衢铁路	2013-2016	59.15	17.75	11.83	29.58	29.58	2.40	-	4.00
杭黄铁路	2013-2017	256.00	89.60	38.41	128.01	127.99	2.00	-	6.00
合计	--	1823.81	551.06	342.66	893.72	930.09	154.50	16.94	29.65

资料来源：公司提供

公司其他业务包括装备制造业务、现代服务业及金融业务等。2011 年，其他业务实现收入 8.30 亿元，同比下降 28.08%，主要因公司 2011 年将装备制造板块核心子公司杭州杭机股份有限公司（以下简称“杭机股份”）45% 的股份挂牌转让，从而不再将其纳入合并范围所致。

2011 年，公司其他业务收入主要来自现代服务业，主要包括宾馆和商贸等业务，主要通过二级子公司浙江发展实业有限公司和浙江物产铁路物资有限公司经营。2011 年，公司现代服务业实现营业收入 7.06 亿元，与 2010 年基本持平。

此外公司还涉足金融业务，2011 年公司实现经营资产包处置收入 0.55 亿元，主要来自子公司浙江省资产管理有限公司的营业收入。

未来规划

铁路投资方面，2012 年浙江省铁路项目建设的计划投资规模总额为 150.22 亿元，铁路资本金由铁道部出资和省财政拨款共同解决。目前公司在建、待建的项目主要包括宁杭客专、杭甬客专、杭长客专、金丽温扩能线、九景衢铁路、杭黄铁路及其它项目等，由浙江省财政年度预算安排资金，拨付给公司进行投资，项目贷款主要由铁路建设项目公司负责。

非铁路投资方面，截至 2012 年 9 月底，公司非铁路在建项目总投资规模为 46.44 亿元，已完成投资 16.43 亿元，2012（全年）~2014 年计划总投资规模为 32.18 亿元，资金主要来自

公司自有资金及银行贷款。总体看，未来三年公司投资规模较大，铁路投资款虽由财政资金负担，但拨款有一定滞后期，因此公司仍具有较大融资压力。

表 12 2012-2014 年公司非铁路投资项目安排（单位：万元）

项目所属公司	项目名称	投资期限	总投资额	已投资额	2012 年（全年）	2013 年	2014 年	资金安排
浙江省经济建设投资有限公司	杭州南车轨道交通项目	共分两期建设，2011 年至 2015 年为一期，2016 年至 2020 年为二期	77600	9867	15990	19529	5990	注册资金 30000 万元，其余为银行项目贷款。
	杭州南车电气项目	建设期 12 个月，2013 年 5 月结束	10000	1200	4500	3000	--	注册资本为 7500 万元，其余为银行项目贷款。
宁波镇洋化工发展有限公司	5kt/a 苯乙烯树脂及配套 2 万吨/年 CPE	2 年	15000	13269	3614	3400	--	注册资本为 3000 万元，其余为银行项目贷款。
	30 万吨/年 PC	分两期建设，一期装置规模为 10 万吨/年，从 2011 年 8 月至 2013 年 8 月，二期装置规模为 20 万吨/年	一期：185000	68235	78528	61709	14596	注册资本为 55000 万元，其余为银行项目贷款。
	善高搬迁项目	1.5 年	15500	6681	10266	4595	--	银行项目贷款
浙江江山化工股份有限公司	顺酐一体化项目	1.5 年	161292	65032	18001	57259	21000	自筹资金为 90000 万元，其余为银行项目贷款。
合计	--	--	464392	164284	130899	149492	41586	

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经大华会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计结论。2012 年三季度数据未经审计。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 435.71 亿元，所有者权益合计 160.42 亿元（含少数股东权益 21.66 亿元）；2011 年公司实现营业收入 63.06 亿元，利润总额 12.87 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 454.82 亿元，所有者权益合计 172.06 亿元（含少数股东权益 20.56 亿元）；2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 42.45 亿元，利润总额 7.40 亿元。

1. 盈利能力

2011 年，公司实现营业收入 63.06 亿元，同比小幅增长 2.36%；营业成本 45.73 亿元，同比回落 3.75%；公司 2011 年营业利润率为 24.16%，比 2010 年上升 4.28 个百分点。

从期间费用看，公司 2011 年销售费用和管理费用分别为 1.46 亿元和 3.26 亿元，同比分别增长 11.67% 和 15.44%，增速高于收入增速；2010 年，受公司借款主要发生在年末、部分利息资本化及利息收入金额较大影响，财务费用为负，2011 年，随着公司借款增长及中期票据的发行，公司利息支出增幅明显，财务费用增至 0.20 亿元。公司期间费用占营业收入的比例为 7.80%，较 2010 年的 6.17% 上升 1.63 个百分点。

2011 年，公司投资收益为 2.91 亿元，同比增长 38.57%，主要来自处置可供出售金融资

产、委托贷款及成本法核算的长期股权投资收益；营业外收入为 0.18 亿元，同比降低 53.54%。2011 年公司实现利润总额和净利润分别为 12.87 亿元和 9.56 亿元，分别同比增长 18.45% 和 18.59%。

表 13 2011 年公司投资收益明细（单位：万元）

类 别	本期发生额
成本法核算的长期股权投资收益	6245.28
权益法核算的长期股权投资收益	2131.62
处置长期股权投资产生的投资收益	3234.86
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	4.64
持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	405.24
处置交易性金融资产取得的投资收益	30.03
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	10816.67
委托贷款收益	6751.83
其他投资收益	-501.64
合 计	29118.54

资料来源：公司提供

2011 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 5.96% 和 4.99%，较 2010 年的 5.83% 和 4.57% 基本持平。

2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 42.45 亿元，利润总额 7.40 亿元；受营业成本增幅高于营业收入增幅影响，公司营业利润率为 20.38%，较 2011 年下降 3.78 个百分点。

总体看，2011 年公司收入和利润规模均有所增长，盈利能力处于适宜水平，公司化工板块在建项目较多，未来随着项目的投产，公司盈利能力有望提升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，受商品房预售款波动影响，公司经营活动现金流入量波动较大，2011 年为 77.27 亿元，同比降低 33.16%；公司经营活动现金流出量为 64.43 亿元，同比降低 37.56%，主要是公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅降低所致；收到和支付的代理省部合资铁路沿线城市的投资款分别计入收到和支付的其他与经营活动有关的现金，2011 年同比均有较大降幅，分别为 15.69 亿元和 12.13 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为

12.84 亿元，同比增长 3.39%。从收入实现质量看，2011 年公司现金收入比为 97.58%，较 2010 年的 136.65% 回落 39.07 个百分点，受房地产预收款项波动影响，公司收入实现质量波动性较大。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模较小，但 2011 年同比有较大增幅，全年实现现金流入 11.67 亿元，同比上升 240.86%，主要是因为收回投资收到的现金大幅增长所致；2011 年收回投资收到的现金 7.10 亿元，同比增长 269.39%，主要为少数股东归还的拆借款 6.65 亿元。公司参股的铁路项目公司较多，每年需追加资本投入，因此，公司投资活动现金流出规模较大，2011 年公司投资活动产生的现金流出量为 78.93 亿元，基本与 2010 年持平，除对参股铁路公司追加投资外，公司新增对华数传媒网络有限公司（2.41 亿元）及香港盛联管理有限公司（7.73 亿元）的长期股权投资；2011 年公司投资活动现金净流出金额 67.26 亿元，同比下降 11.85%。

2011 年公司筹资活动前现金流量净额为 -54.42 亿元，经营活动产生的现金不能覆盖投资活动产生的资金缺口，公司对外融资需求程度高。

从筹资活动来看，2011 年公司子公司吸收投资收到的现金同比下降 46.76%，同期，收到其他与筹资活动有关的现金主要为铁道部及浙江省财政拨入铁路建设资本金，2011 年铁路建设任务相对较小，因此拨款同比下降 47.93%，从而使公司筹资活动产生的现金流入降至 87.04 亿元，同比下降 26.58%；2011 年公司筹资活动产生的现金流出为 34.52 亿元，同比下降 23.55%，主要是偿还债务支付的现金。2011 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 52.52 亿元，较 2010 年下降 28.45%。

2012 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 42.37 亿元，现金收入比上升至 99.80%；经营活动产生的现金流量净额 4.39 亿元，占 2011 年全年的 34.20%；投资活动产

生的现金流量净额-25.73 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 11.91 亿元。

总体看，公司因现金收入比波动较大导致经营活动现金流入量不稳定；公司投资支出较大，经营活动产生的现金流不能覆盖投资活动产生的资金缺口，公司主要通过获得银行借款和财政拨入资本金弥补资金缺口。由于公司未来杭甬客运专线、杭长铁路客运专线和杭黄铁路等项目投资支出较大，且铁道部及省财政拨款具有一定滞后期，因此公司对外部资金需求仍然较高。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司合并资产总额为435.71亿元，较上年增长21.21%，其中流动资产占38.57%，非流动资产占61.43%。

截至2011年底，公司流动资产168.05亿元，较上年增长20.04%，主要是由于存货大幅增长所致，主要构成为货币资金（占32.80%）、其他应收款（占14.63%）和存货（占47.44%）。截至2011年底，公司货币资金为55.11亿元，较上年降低3.58%，公司现金类资产较充足。截至2011年底，公司其他应收款为24.59亿元，同比增长4.85%，主要是公司对其下属房地产公司的拆借款。截至2011年底，公司存货为79.73亿元，较上年增长61.56%，主要是房地产板块投资增加，导致开发成本大幅增长所致，其中开发成本和开发产品分别占90.51%和5.84%，公司已累计计提存货跌价准备1129.22万元。

截至2011年底，公司非流动资产267.66亿元，同比增长21.95%，主要是长期股权投资和其他非流动资产增长所致。截至2011年底，公司长期股权投资98.51亿元，较上年增长46.93%，主要是增加了对沪昆铁路浙江段、金温扩能改造工程、香港盛联管理有限公司等项目的投资。截至2011年底，公司其他非流动资产108.14亿元，较上年增长17.75%，主要是公司代理省部合资铁路沿线城市的投资款，主要是对沪昆铁路浙江段、金温扩能改造工程等项

目的投资。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额454.82亿元，其中流动资产占37.45%，非流动资产占62.55%。总体看，公司资产结构维持稳定，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产以非流动资产为主（主要是对铁路项目的投资），符合其铁路建设投资集团的特点，但公司存货中房地产开发成本占比较高，在当前市场环境下，公司存货流动性较弱。未来随着铁路项目工程进一步建设，公司资产规模有望进一步扩大。

截至2011年底，公司所有者权益160.42亿元（其中少数股东权益21.66亿元），同比增长16.01%，主要是资本公积和未分配利润增长所致。截至2011年底，公司实收资本50.00亿元；资本公积为63.31亿元，较上年增长31.98%，主要是公司将收到的浙江省本级的铁路专项资金拨款计入资本公积所致。从所有者权益的结构看，归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占36.03%、45.63%、1.50%和16.84%。截至2012年9月底，公司所有者权益为172.06亿元，较2011年底上升7.25%。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

截至2011年底，公司的负债总额为275.29亿元，同比增长24.46%，其中流动负债占37.75%，非流动负债占62.25%。

截至2011年底，公司流动负债合计为103.92亿元，较上年增长46.06%，主要因公司是短期借款和其他应付款增长以及公司于2011年6月发行7亿元短期融资券（计入一年内到期的非流动负债）所致。截至2011年底，公司短期借款17.33亿元，较上年增长110.57%；截至2011年底，公司其他应付款为21.50亿元，较上年增长140.09%，主要因公司上海长风房地产项目对外拆借款项增加所致。

截至2011年底，公司非流动负债为171.37亿元，较上年增长14.21%，主要是由于应付债券和其他非流动负债增长所致。截至2011年

底，公司应付债券为20.00亿元，主要是公司于2010年及2011年发行的两期中期票据各10亿元。截至2011年底，公司其他非流动负债为119.52亿元，主要系铁路沿线地市委托公司代理股权投资支付的铁路建设资本金。

从债务构成看，公司2010年底应付债券中包含当年发行的7亿元短期融资券，因其实际为短期债务，故2010年计算债务结构时将其从长期债务调入短期债务；截至2011年底，公司债务总额为77.52亿元，同比增长32.79%，其中短期债务占36.03%，长期债务占63.97%，公司以长期债务为主。

受公司债务规模上升影响，2011年公司债务负担有所上升，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为63.18%、23.61%和32.58%。

截至2012年9月底，公司负债合计为282.76亿元，其中流动负债占36.95%，非流动负债占63.05%，公司负债结构保持稳定。2012年9月底，公司债务总额为77.43亿元，其中短期债务占31.66%，长期债务占68.34%；2011年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为62.17%、23.52%和31.03%，公司债务负担与2011年基本持平。

总体看，公司债务负担仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为161.72%和85.00%，较上年的196.78%和127.42%均有较大幅度下降；2012年9月底分别为163.02%和79.25%，与2011年底持平；因流动负债大幅增长，2011年公司经营现金流动负债比为12.36%，较2010年的17.46%有所下降。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2011年公司EBITDA为17.91亿元，同比增长25.65%。公司2010年新增一笔（13.85亿元）政府低息借款并发行10亿元中期票据，因上述两笔债务均发生在年

底，致使2010年底利息支出偏低；而2011年公司债务规模继续增长，利息支出大幅增加，公司EBITDA利息倍数由15.29倍降至7.71倍；受全部债务规模上升影响，公司全部债务/EBITDA略有上升，为4.33倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

公司存续期债券包括“10浙铁投MTN1”（10亿元）、“11浙铁投MTN1”（10亿元）和“12浙铁投CP001”（5亿元）。公司2011年底及2012年9月底现金类资产分别为58.16亿元和48.67亿元，对存续期债券的覆盖倍数分别为2.33倍和1.95倍；2011年公司EBITDA为17.91亿元，对存续期债券的覆盖倍数为0.72倍；2011年公司经营活动现金流入量为77.27亿元，对存续期债券的覆盖倍数为3.09倍；经营活动产生的现金流量净额为12.84亿元，为存续期债券的0.51倍。综合分析，公司现金类资产、经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度高。

截至2012年9月底，公司对外担保39.38亿元，担保比率为22.89%，主要为对关联方衢常铁路有限公司和沿海铁路浙江有限公司以及部分房地产及化工企业。目前被担保企业经营正常，公司或有负债风险低。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2012年9月底，公司合并口径内共获得390.00亿元的授信总额，共使用授信26.69亿元，尚有363.31亿元授信未使用。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211085897），截至2012年11月16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

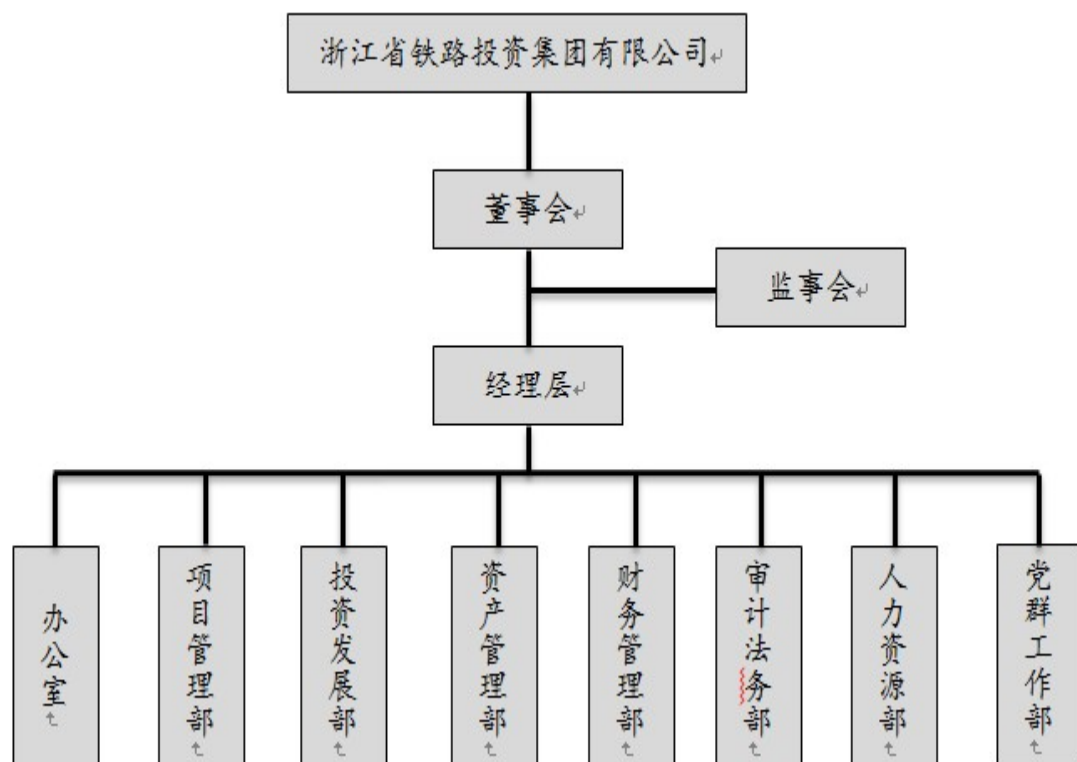
基于对基于对公司自身经营和财务风险，以及浙江省区域及财力状况、国家财政及浙江省政府对于公司的各项支持的综合判断，公

司整体抗风险能力强。

九、结论

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“10浙铁投MTN1”、“11浙铁投MTN1”AA⁺的信用等级，维持“12浙铁投CP001”A-1的信用等级。

附表 1-1 公司组织机构图



附表 1-2 2011 年底纳入公司合并范围的二级子公司（按合并口径）

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	投资额 (万元)
浙江省经济建设投资有限公司	41963	95.322	95.322	41378.96
浙江发展化工科技有限公司	7000	100	100	7000
浙江省铁投房地产集团有限公司	10000	100	100	10000
浙江发展实业有限公司	3000	80	80	2400
浙江省铁路建设投资总公司	38000	100	100	38000
浙江省发展资产经营有限公司	10000	100	100	10000
浙江博达投资有限责任公司	100	100	100	100
浙江江山化工股份有限公司	13998	35.87	35.87	5021.71
浙江省浙经实业公司	8000	100	100	8000
香港浙经有限公司	港元 1	100	100	港元 1
信加香港有限公司	美元 0.128205	100	100	美元 0.128205
浙江发展绿城房地产开发有限公司	5000	55	55	2750
浙江金温铁道开发有限公司	98870	32.15	55	31783
宁波镇洋化工发展有限公司	35000	100	100	35000

注：下属二级子公司浙江省铁路建设投资总公司、浙江省浙经实业公司、浙江发展绿城房地产开发有限公司、三级子公司浙江省浙江金泰房地产公司（浙江发展房地产开发有限公司之全资子公司）、四级子公司杭州嘉园房地产开发有限公司（浙江发展房地产开发有限公司之全资子公司）等五户子公司已完成所有开发业务（或经营业务），本公司已成立清算组对上述五户子公司进行清算

附表 2-1 合并资产负债表(资产)
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产:					
货币资金	477567.64	571577.69	551135.20	7.43	456320.10
交易性金融资产	33.10	18.98	8.86	-48.26	
应收票据	26333.76	31149.00	30445.26	7.52	30402.64
应收账款	14814.88	30986.70	20542.86	17.76	24061.55
预付款项	20263.09	20672.62	21460.15	2.91	27512.83
应收利息		132.42	146.67		
应收股利			32.74		
其他应收款	16410.69	234505.78	245873.47	287.07	276078.39
存货	402566.14	493478.71	797258.55	40.73	875184.62
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1091.08	17468.76	13597.40	253.02	13630.75
流动资产合计	959080.38	1399990.66	1680501.16	32.37	1703190.88
非流动资产:					
可供出售金融资产	71672.83	55010.61	42336.26	-23.14	67273.87
持有至到期投资	500.00	40500.00	40000.00	794.43	
长期应收款					
长期股权投资	463101.36	670440.22	985107.11	45.85	1079817.28
投资性房地产	3409.63	3364.45	3319.27	-1.33	3285.38
固定资产	416399.61	472015.99	434379.25	2.14	353799.12
在建工程	58389.05	4620.81	30412.08	-27.83	131052.93
工程物资	747.33			-100.00	
固定资产清理			0.24		
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	13768.17	19677.04	36513.16	62.85	35465.75
开发支出	184.35	184.35	184.35		184.35
商誉		24.14			
合并价差					
长期待摊费用	3972.74	5399.84	3411.91	-7.33	2193.01
递延所得税资产	4710.47	5072.07	19491.14	103.42	21438.34
其他非流动资产	527622.16	918427.99	1081425.53	43.16	1150455.08
非流动资产合计	1564477.71	2194737.53	2676580.27	30.80	2844965.11
资产总计	2523558.09	3594728.19	4357081.43	31.40	4548155.98

附表 2-2 合并资产负债表(负债及股东权益)
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债:					
短期借款	87800.53	82317.65	173336.12	40.51	180828.99
交易性金融负债	28.45	30.39		-100.00	
应付票据	5600.00	18988.00	10688.00	38.15	13910.60
应付账款	89572.27	96012.08	111442.27	11.54	94072.86
预收款项	226431.29	380087.12	414789.95	35.35	458856.68
应付职工薪酬	16029.52	16346.52	17507.79	4.51	14452.51
应交税费	-1962.96	1371.15	-8856.19	112.41	-22513.46
应付利息	7358.32	7132.80	9641.70	14.47	12960.48
应付股利					20.00
其他应付款	62278.42	89552.59	215007.05	85.81	241503.00
一年内到期的非流动负债	13500.00	19500.00	95300.00	165.69	50400.00
其他流动负债	112.65	106.26	305.45	64.67	273.44
流动负债合计	506748.47	711444.57	1039162.14	43.20	1044765.09
非流动负债:					
长期借款	152950.60	292950.60	295900.60	39.09	329128.60
应付债券	140000.00	170000.00	200000.00	19.52	200000.00
长期应付款	3048.50	3048.50	3048.50		3048.50
专项应付款	71.50	71.50	150.52	45.09	200.52
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	16560.27	12409.67	19437.33	8.34	23040.87
其他非流动负债	588131.68	1021954.29	1195183.14	42.55	1227417.20
非流动负债合计	900762.56	1500434.56	1713720.09	37.93	1782835.69
负债合计	1407511.03	2211879.13	2752882.23	39.85	2827600.79
所有者权益:					
实收资本(或股本)	500000.00	500000.00	500000.00		500000.00
资本公积	277457.41	479727.63	633126.52	51.06	725194.72
减: 库存股					
盈余公积	15615.38	16713.68	20797.03	15.40	20797.03
专项储备					204.02
未分配利润	136423.30	183156.31	233633.89	30.87	269041.60
外币报表折算差额			-75.52		-81.01
归属于母公司权益合计	929496.09	1179597.62	1387481.92	22.18	1514952.34
少数股东权益	186550.97	203251.44	216618.11	7.76	205602.85
所有者权益合计	1116047.06	1382849.06	1604100.04	19.89	1720555.19
负债和所有者权益总计	2523558.09	3594728.19	4356982.27	31.40	4548155.98

附表 3 合并利润表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	534001.41	616054.03	630612.66	8.67	424536.70
减：营业成本	406772.46	475095.15	457266.16	6.03	325312.43
营业税金及附加	20784.92	18506.56	20973.79	0.45	12719.90
销售费用	9357.57	13077.98	14603.67	24.92	7320.21
管理费用	25973.62	28224.98	32582.63	12.00	22144.82
财务费用	2890.87	-3315.28	2014.03	-16.53	-501.57
资产减值损失	-3489.64	-1933.66	2822.17		-1132.47
加：公允价值变动收益	15.72	-1.94	29.76	37.60	
投资收益	19039.33	21014.27	29118.54	23.67	14879.28
其中：对合营企业投资收益			2131.62		
汇兑收益					
二、营业利润	90766.66	107410.63	129498.52	19.45	73552.66
加：营业外收入	2817.72	3946.12	1833.46	-19.33	1014.16
减：营业外支出	2656.66	2707.96	2639.82	-0.32	529.83
其中：非流动资产处置损失			223.54		17.29
三、利润总额	90927.72	108648.79	128692.16	18.97	74036.98
减：所得税费用	22426.56	28049.13	33109.78	21.51	12923.50
四、净利润	68501.15	80599.65	95582.38	18.12	61113.48
其中：归属于母公司的净利润	43459.74	49856.15	62326.75	19.76	39113.29
少数股东损益	25041.41	30743.51	33255.63	15.24	22000.20

附表 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
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	521562.44	841815.84	615349.62	8.62	423666.43
收到的税费返还	482.00	238.21	401.91	-8.69	89.94
收到其他与经营活动有关的现金	248940.02	313952.98	156924.82	-20.60	81511.89
经营活动现金流入小计	770984.46	1156007.02	772676.35	0.11	505268.26
购买商品、接受劳务支付的现金	254462.48	567059.67	383101.74	22.70	286820.02
支付给职工以及为职工支付的现金	40725.72	53201.93	57154.97	18.47	43626.65
支付的各项税费	45864.37	54552.65	82759.26	34.33	54282.67
支付其他与经营活动有关的现金	313730.67	357001.11	121262.10	-37.83	76630.71
经营活动现金流出小计	654783.24	1031815.36	644278.06	-0.81	461360.06
经营活动产生的现金流量净额	116201.22	124191.67	128398.29	5.12	43908.20
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	102409.81	19212.68	70970.31	-16.75	45621.66
取得投资收益收到的现金	11290.63	11335.19	25128.76	49.19	8973.98
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	117.14	116.17	1374.23	242.51	1.47
处置子公司及其他单位收到的现金净额	5094.32		10220.70	41.64	
收到其他与投资活动有关的现金	17807.50	3572.51	9005.57	-28.89	
投资活动现金流入小计	136719.40	34236.54	116699.57	-7.61	54597.11
购建固定资产、无形资产等支付的现金	39853.44	21173.82	68888.83	31.47	90689.02
投资支付的现金	759337.40	725121.93	720417.06	-2.60	218755.05
取得子公司等支付的现金净额		-458.91			
支付其他与投资活动有关的现金	738.21	51458.54	5.57	-91.31	2441.51
投资活动现金流出小计	799929.05	797295.37	789311.46	-0.67	311885.58
投资活动产生的现金流量净额	-663209.64	-763058.83	-672611.89	0.71	-257288.46
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	348207.93	302617.95	161122.70	-31.98	78345.00
取得借款收到的现金	491988.00	533884.33	527520.92	3.55	296601.59
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	448614.75	349073.21	181751.78	-36.35	33460.51
筹资活动现金流入小计	1288810.67	1185575.49	870395.39	-17.82	408407.11
偿还债务支付的现金	405552.71	410297.46	296547.23	-14.49	253566.24
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	67092.62	36826.50	42252.16	-20.64	31589.45
支付其他与筹资活动有关的现金	5466.94	4420.68	6390.37	8.12	4168.41
筹资活动现金流出小计	478112.27	451544.63	345189.76	-15.03	289324.10
筹资活动产生的现金流量净额	810698.41	734030.86	525205.64	-19.51	119083.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-134.18	-75.17	-329.77	56.77	-12.38
五、现金及现金等价物净增加额	263555.81	95088.52	-19337.72		-94309.63
加: 期初现金及现金等价物余额	208690.84	472259.92	564692.62	64.50	545354.89
六、期末现金及现金等价物余额	472246.64	567348.44	545354.89	7.46	451045.26

附表 4-2 合并现金流量补充资料
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	68501.15	80599.65	95582.38
加: 资产减值准备	-4178.44	-1933.66	2822.17
固定资产折旧及其他	22498.74	27359.00	24512.82
无形资产摊销	1941.47	2766.58	1465.53
长期待摊费用摊销	1956.17	1777.86	1231.30
处置固定资产、无形资产等损失	391.62	41.30	-79.96
固定资产报废损失	48.86	43.40	
公允价值变动损失	-84.28	1.94	-29.76
财务费用	13540.86	4034.72	23769.53
投资损失	-31543.36	-21014.27	-29119.49
递延所得税资产减少	6113.11	-339.01	-14018.46
递延所得税负债增加	-580.65		10502.50
待摊费用减少	-2.92		
预提费用增加	43.22		
存货的减少	-122168.11	-90912.42	-327400.44
经营性应收项目的减少	114186.14	-138183.24	-78533.17
经营性应付项目的增加	45466.65	259949.81	415759.09
其他	70.97		1934.24
经营活动产生的现金流量净额	116201.22	124191.67	128398.29
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	472246.64	567348.44	545354.89
减: 现金的期初余额	208690.84	472259.92	564692.62
加: 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	263555.81	95088.52	-19337.72

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	12.98	9.91	12.37	11.75	--
存货周转次数(次)	1.01	0.96	0.57	0.78	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.17	0.14	0.17	--
现金收入比(%)	97.67	136.65	97.58	109.32	99.80
盈利能力					
营业利润率(%)	19.93	19.88	24.16	22.03	20.38
总资本收益率(%)	5.40	4.57	4.99	4.95	--
净资产收益率(%)	6.14	5.83	5.96	5.96	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	12.05	22.13	23.61	20.86	23.52
全部债务资本化比率(%)	26.38	29.68	32.58	30.47	31.03
资产负债率(%)	55.77	61.53	63.18	61.21	62.17
偿债能力					
流动比率(%)	189.26	196.78	161.72	177.75	163.02
速动比率(%)	109.82	127.42	85.00	102.69	79.25
经营现金流动负债比(%)	22.93	17.46	12.36	16.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.26	15.29	7.71	-8.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.24	4.10	4.33	4.04	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-1.37	-1.09	-0.70	-0.95	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-88.62	-324.16	-23.43	-126.69	--

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	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%
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%
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	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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
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/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

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
 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

附件 7 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。

附件 8 短期债券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息