

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 519 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AAA,评级展望为稳定,并维持“11浙铁投MTN1”的信用等级为AAA;维持“13浙铁投CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年四月十八日



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: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 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
11 浙铁投 MTN1	10 亿元	2011/11/7-2014/11/7	AAA	AAA
13 浙铁投 CP001	5 亿元	2013/10/25-2014/10/25	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 4 月 18 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	60.27	58.16	56.00	63.21
资产总额(亿元)	359.47	435.71	485.48	529.04
所有者权益(亿元)	138.28	160.42	186.09	206.33
短期债务(亿元)	12.08	27.93	40.51	37.41
全部债务(亿元)	58.38	77.52	83.38	93.73
营业收入(亿元)	61.61	63.06	70.97	70.13
利润总额(亿元)	10.86	12.87	12.77	9.01
EBITDA(亿元)	14.28	17.92	17.30	--
经营性净现金流(亿元)	12.42	12.84	11.73	14.38
营业利润率(%)	19.88	24.16	19.26	15.80
净资产收益率(%)	5.83	5.96	5.29	--
资产负债率(%)	61.53	63.18	61.67	61.00
全部债务资本化比率(%)	29.68	32.58	30.94	31.24
流动比率(%)	196.78	161.72	143.13	140.50
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.33	4.82	--
经营现金流/全部债务(%)	17.46	12.36	9.26	--

注: 1、2013 年三季度财务数据未经审计;

2、其他流动负债中短期融资券已计入短期债务核算。

分析师

李钊 黄滨

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”)作为浙江省政府授权成立的大型国有资产经营公司, 外部发展环境良好, 受政府支持力度大; 铁路、化工、商品房销售和大宗商品贸易等核心业务板块稳定发展; 公司资产规模不断扩大, 现金类资产充足; 经营活动现金流入规模大, 现金流状况良好。另一方面, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到氯碱行业产能过剩, 行业景气度下降; 商品房价格易受宏观政策影响, 具有一定的波动性等因素给公司的经营带来的不利影响。

公司作为铁路建设省部合作浙江省的产权代表, 受政府支持力度大, 《国家铁路“十二五”发展规划》出台的各项铁路政策均有助于公司未来的稳定发展。

综合考虑, 联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 维持“11 浙铁投 MTN1” AAA 和“13 浙铁投 CP001” A-1 的信用等级。

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, 在中国铁路总公司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, 铁路投资运营板块稳定发展, 区域垄断优势明显。
2. 浙江省区域经济发展, 市场优势明显, 为跟踪期内公司的发展提供了良好的外部环境。
3. 公司现金类资产、经营经现金流入量对“11 浙铁投 MTN1”和“13 浙铁投 CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内, 氯碱行业产能过剩, 行业景气

度下降，对公司化工板块的发展造成了不利影响。

2. 公司商品房销售板块易受宏观政策调控的影响，价格波动性较大，发展具有一定的不确定性。

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的“11 浙铁投 MTN1”和“13 浙铁投 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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委【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。2012 年根据《关于同意浙江省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》(浙国资产权【2012】46 号),公司以财政拨付专款形成的资本公积 50 亿元转增注册资本(本期增资业经大华会计师事务所有限公司浙江(万邦)分所审验,并出具了大华(浙)验字【2012】49 号验资报告),截至 2013 年 9 月底,公司注册资本 100.00 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、资产经营部、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 2013 年 9 月底,公司拥有全资及控股二级子公司 13 家。

公司主要经营范围:铁路、城际及其他轨

道交通工程项目的投资、建设、运作管理;铁路、城际及其他轨道交通的客货运项目,仓储项目以及铁路沿线配套项目的投资经营的管理;高新技术产业、先进装备业、新型材料产业、精细化工产业、房地产产业、国内外贸易业、现代服务业的投资管理;资产投资管理。

截至 2012 年底,公司(合并)资产总额为 485.48 亿元,所有者权益合计 186.09 亿元(含少数股东权益 22.34 亿元);2012 年公司实现营业收入 70.97 亿元,利润总额 12.77 亿元。

截至 2013 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 529.04 亿元,所有者权益合计 206.33 亿元(含少数股东权益 27.98 亿元);2013 年 1-9 月,公司实现营业收入 70.13 亿元,利润总额 9.01 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

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:①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%。②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%。③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。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M₂ 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全

社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业

产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

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。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

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；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。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. 行业分析

铁路板块

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。中国国民经济的快速发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

由于历史原因，中国铁路建设起步比较晚，投入不足，加之国土面积大、地区间发展不平衡，中国铁路发展水平与国际尤其是发达国家相比仍存在一定差距，主要是路网覆盖密度、复线率、电气化率较低，运输负荷高。基于此，国家加大了对铁路行业的投资力度。

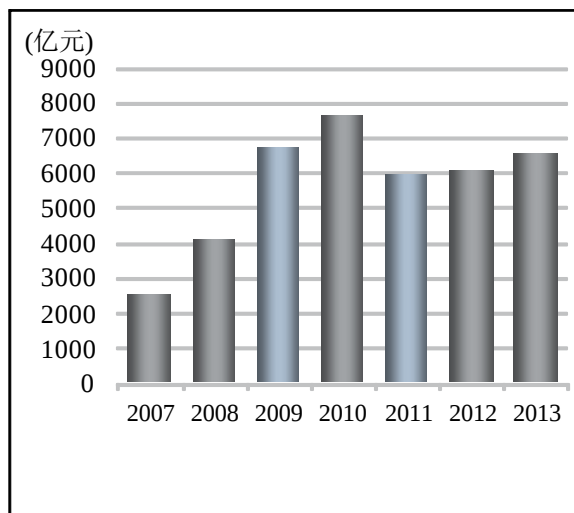
2009~2010年是中国铁路投资规模快速增长的2年，新建铁路投产里程分别为5598千米和4986千米，较2008年的1459千米有明显提高。2011年，我国铁路完成固定资产投资5906.09亿元，同比下降29.91%；完成基本建设投资4610.84亿元，同比下降34.83%。根据原铁道部最新投资计划，2012年需完成固定资产投资5160亿元，其中基本建设投资4060亿元。中国铁路固定资产投资在经历了2008~2010年的快速增长后，2011、2012年的建设速度明显放缓，且连续呈现负增长态势。2013年铁路投资回升明显，年度投资额超过6000亿元（见图1）。

2013年铁路改革取得了重大进展，顺利实施了铁路政企分开改革，完成了铁路总公司的组建工作，2013年铁路营业里程突破10万公里，其中高铁运营里程突破1万公里，旅客发送量突破20亿人次、高峰日突破1000万人次，货物发送量达到32亿吨。

2014年，国家铁路预期完成旅客发送量22.7亿人次，货物发送量32.8亿吨，同比分别增长10%、2%。加快推进铁路投融资体制改革，2014年，国家铁路安排固定资产投资6300亿元，投产新线6600公里以上，并重点发展

中西部地区的铁路投资建设。

图1 近几年来中国铁路基本建设投资规模



资料来源：铁道部

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。2013年，全国新建铁路投产里程 5586 公里，其中高速铁路 1672 公里，增建铁路复线投产里程 4180 公里，电气化铁路投产里程 4810 公里。

根据铁道部在全国铁路工作会议上的工作报告提出的“十二五”期间中国铁路确保实现的目标，到 2015 年，全国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，其中高速铁路 1.6 万公里以上，西部铁路 5 万公里以上，复线率和电气化率分别达到 50% 和 60%。以高速铁路为骨架、总规模 5 万公里的快速铁路网基本建成，总规模 7 万公里的区际大能力通道布局成网，繁忙干线实现客货分线运输。新建和改造铁路客站 1015 座，客货枢纽及配套设施进一步完善，建成双层集装箱运输网络，路网布局和技术结构更加合理。

总体看，2013 年以来铁路投资已经扭转了下滑的趋势，铁路建设市场全面放开，尤其是中西部地区建设加快，铁路投资建设未来发展前景良好。

化工板块

① 烧碱

烧碱是重要的基础化工原料，并广泛应用于精炼石油、生产肥皂及洗涤剂、纺织纤维、造纸、食品工业及化学工业等多个领域，市场用途十分广泛。从2004年开始，由于中国市场需求的增长和成本优势的逐步显现，中国烧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。

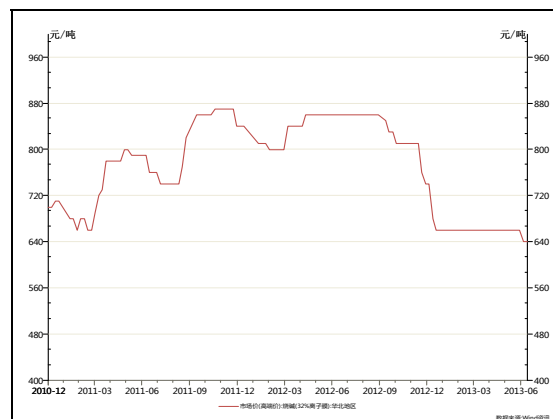
表1 近年烧碱产能产量统计（万吨）

产品	项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
烧碱（折纯）	产能	2793	3021	3412	3735
	产量	1891	2087	2466	2699

注：联合资信根据公开资料整理。

近年来中国烧碱产业已经逐渐趋于成熟。根据中国氯碱工业协会的统计。2012年，中国烧碱产量2698.60万吨，同比增长9.4%，增速明显放缓。2013年，中国烧碱产量2854万吨，同比增长5.78%，增速进一步减缓。

图2 近年国内烧碱价格走势



资料来源：Wind资讯

经过近几年的高速发展，中国烧碱行业产能增速已恢复至较为平稳的水平。但产能增速的减缓并不意味着供需失衡的矛盾会有所缓解，产能基数的扩大使国内烧碱产量稳步增长，市场供应量仍较充足。国内烧碱的主要下游为氧化铝、印染、造纸和轻工。2012 年，国内氧化铝、合成洗涤剂产量虽能平稳增长，但

增长率仍低于烧碱产能的增长，印染和造纸行业甚至出现不同程度的萎缩。烧碱价格持续高位运行，下游承受较大成本压力，开工负荷难有提升，需求减速在所难免。供应持续增长和需求逐步萎缩之间的矛盾，将直接影响国内烧碱价格的后续走势。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，至 2012 年底，离子膜法烧碱已接近全部产能的 90%。（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。

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较大，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 年初，国内外需求较好，烧碱市场成交气氛活跃。进入 3 月以后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，价格出现大幅下滑。2012 年，在行业产能扩张、下游需求减缓的大背景下，烧碱价格整体震荡走低，仅在三季度末出现了短暂的冲高。2013 年上半年，由于 PVC 的减产，

导致烧碱的供给减少，烧碱价格在需求相对旺盛的带动下出现了一波上升，但下半年又再次陷入了下跌的通道。PVC 价格也在产能扩张、下游需求减缓的情形下从 2012 年下半年持续走低。总体上，烧碱和 PVC 价格波动较大，近年来两者的平衡受到了行业产能急速扩张的较大冲击。

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。2009 年年底，中国石油和化学工业协会、中国氯碱工业协会、中国化工环保协会共同起草了《关于加强聚氯乙烯行业汞污染防治的指导意见》。该意见提出了聚氯乙烯行业汞污染防治的工作目标：2012 年，实现中国电石法聚氯乙烯行业低汞触媒普及率达到 50%，并全部合理回收废汞触媒；到 2015 年，全行业全部使用低汞触媒，废汞触媒回收

率达到100%。2010年5月12日,国家发改委、电监会、能源局三部委下发《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》,决定取消对包括氯碱在内的高耗能企业的用电价格优惠。2010年6月4日,工信部对外公布《关于印发电石法聚氯乙烯行业汞污染综合防治方案的通知》,方案提出了有关汞污染防治的要求、目的和具体替代技术。

总体来看,尽管面临着产能过剩和原料价格上涨的双重压力,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。随着企业经营压力的加大以及产业政策的收紧,行业整合的速度将会加快,而拥有上游资源或规模优势的氯碱企业有可能规避经营风险,从而保证一定的利润空间。

②二甲基甲酰胺(DMF)和二甲基乙酰胺(DMAC)

二甲基甲酰胺(DMF)既是一种用途极广的化工原料,也是一种优良的溶剂。DMF对多种高聚物如聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯腈、聚酰胺等均为良好的溶剂,可用于聚丙烯腈纤维等合成纤维的湿纺丝、聚氨酯的合成;用于塑料制膜;也可作去除油漆的脱漆剂;它还能溶解某些低溶解度的颜料,使颜料带有染料的特点。

全球DMF市场需求主要集中在聚氨酯浆料、腈纶、医药、燃料、电子等行业。其中,聚氨酯浆料对DMF的需求量约占总需求量的50%,腈纶、医药和燃料等行业均占10%左右,电子行业约占20%。国内DMF市场需求也以聚氨酯浆料为主,约占DMF总需求量的60%;腈纶、氨纶、医药和燃料等行业对DMF合成革需求约35%;电子行业的需求约占5%左右。

2012年,DMF整体走势以弱势下滑为主,因宏观经济形势严峻,整个化工大行业环境一般,DMF行业仍然面对行业产能过剩的局面,国内产能在100万吨左右,开工率可达70%,产能高于市场需求。截至2012年11月底,中国共进口DMF数量为0.77万吨,出口量为8.93万吨,

国内产能过剩的情况一定程度上打压了国内DMF的价格。2012年DMF价格整体下跌,年初报价为5327元/吨(不含税),年末报价为4936元/吨(不含税),价格下降7.34%。2013年上半年DMF价格不断下降,年初为4341元/吨(不含税),9月份价格略有回升,为4735元/吨(不含税)。

二甲基乙酰胺(DMAC)是一种优良的极性溶剂和重要的化工原料,符合环保方向,市场需求潜力大。DMAC在国内应用于氨纶、干丝法腈纶和聚酰亚胺树脂的生产,也常作为涂料、医药、催化剂生产中的助剂,作为分离苯乙烯的萃取蒸馏溶剂,合成抗菌素和杀虫剂原料。

生产DMAC最主要的原料是醋酸,占生产成本近50%。近年来,随着醋酸产能的扩张,醋酸行业产能过剩问题突出,2012年,我国醋酸的产能大约750万吨,而醋酸需求量仅为400万吨左右,预计我国2015年醋酸年产能可能超过千万吨规模,而传统醋酸下游增长相对较慢。国内醋酸市场供大于求,有利于降低DMAC的生产成本。

国内DMAC最主要的应用领域是氨纶行业,进入2013年,氨纶行业进入景气快速恢复期,近日华峰氨纶等国内大型氨纶企业纷纷调价,氨纶的价格已经上升到3000-5000元/吨。氨纶行业的复苏有利于DMAC的生产和发展。

2012年,DMAC的价格基本保持稳定,年初报价为6821元/吨(不含税),年末报价为6943元/吨。2013年,DMAC价格年初报价7062元/吨(不含税),9月份报价6839元/吨(不含税)。

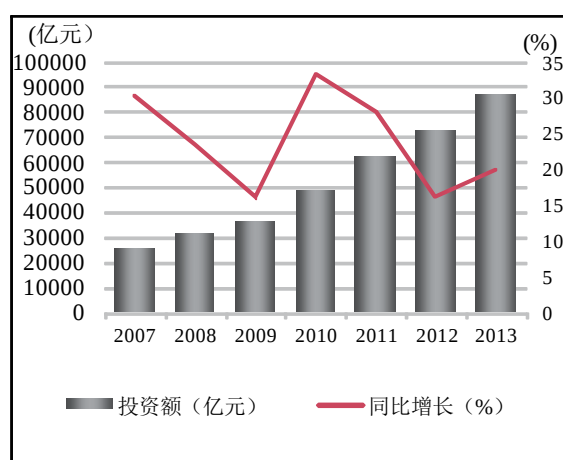
房地产板块

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底,为了刺激内需,稳定经济增长,改善民生,中国政府出台了多项信贷、消费政策,旨在维护房地产市场稳定,支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下,2009年中国房地产市场整体呈现快速复苏态势,市场需求有所释放,超过同期的开发投资规模增

速。

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009年12月9日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

图3 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定

房价工作的考核问责制度。2013年下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制，维持宏观政策稳定，十八届三中全会将政府工作重心明确为全面深化改革；不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策，不同城市由于市场走势分化，政策取向各有不同。统计数据显示，2013年楼市全面回暖，一二线城市房价持续快速上涨，截至2013年11月底，百城房价指数环比连续18个月上涨，2013年以来累计上涨10.74%，同比连续12个月上涨，涨幅扩大至10.98%，十大城市涨幅明显高于百城平均水平，北京、广州、深圳尤为突出。住宅销售量方面，2013年前11个月，全国商品房销售面积已经突破11亿平方米，同比增长21%，商品房销售金额近7万亿元，同比增长31%，其中，住宅销售面积和销售金额同比分别增长21%和31%。

2013年，房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，国家政策导向成为房地产市场运行的关键，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

大宗商品贸易板块

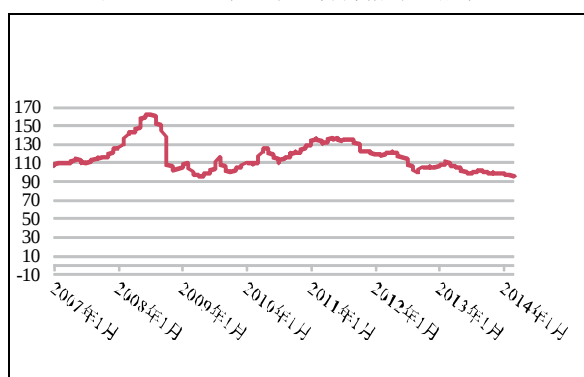
钢材贸易

在钢材贸易方面，2011~2013年，钢材出口量分别为2317.76万吨、2768.36万吨和2913.21万吨，钢材出口量稳步增长。

从价格来看，2007年以来原材料铁矿石价格出现加速上涨，支撑钢材价格持续上升。2011年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨

势头，下半年以来，欧债危机及中国对房地产调控政策进一步深化，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现持续较大幅度下降；随着行业去库存过程的推进，中国钢材价格从四季度企稳后有所反弹。2012 年钢材价格整体呈下跌趋势，四季度后出现反弹；2013 年以来钢材价格小幅回升，但铁矿石累计涨幅明显高于钢材价格平均涨幅，钢铁企业在价格反弹区间仍面临较大的成本压力。

图 4 2007 年以来钢材价格综合指数



资料来源：wind 资讯

铁矿石是生产生铁的主要原材料，钢材与铁矿石价格走势存在高度的相关性，二者的价格差额的波动对于钢材生产和贸易行业的稳定带来影响。国内生铁产量持续增长，但铁矿石产量无法满足生产需要，钢铁企业需要大量进口铁矿石。据海关总署统计数据，2012 年中国进口铁矿石及其精矿 7.44 亿吨，同比增长 8.43%；2013 年 1-6 月进口 3.84 亿吨，同比增长 5.52%。自 2010 年开始，在必和必拓、力拓和淡水河谷三大国际铁矿石巨头的强势推行下，延续 40 多年的长协体系崩溃，取而代之的是以现货市场为基准的季度定价机制，每一季度的铁矿石价格将按照上一季度中国市场的现货指数均价来确定。目前，必和必拓、力拓和淡水河谷均选用普氏指数，普氏指数询价的样本数量仅占中国铁矿石进口总量约 6%至 9%的比例，却可以决定大部分协议矿的价格。从询价方式上来看，普氏指数采取人工方式询

价，谈判分为亚洲市场和欧洲市场，任何一家矿山与钢厂达成矿价协议，则其他各家谈判均接受此结果。目前三大矿山垄断优势明显，中国钢铁企业一直处于弱势和被动的局面，钢材价格与进口铁矿石价格涨跌不同步，挤压钢铁企业盈利水平。而国铁矿不但本身品位低，而且综合税费占销售收入的比例高，税费过重使国内铁矿缺乏竞争力，制约了国内铁矿石产量的大幅提高。总体看，国际铁矿石价格垄断及国内矿山供给不足使得铁矿石价格波动对钢铁企业带来压力，目前市场形势难以根本好转，钢铁行业仍然面临严峻挑战。

油品贸易

国内原油市场方面，2012 年，世界经济复苏缓慢，中国经济增速减缓，石油石化市场需求增速下降。中国国家统计局公布的数据显示，2012 年全年原油产量达到 2.07 亿吨，同比增加 1.9%。原油进口量约为 2.71 亿吨，同比增长 6.8%。原油表观消费量为 4.76 亿吨，对外依存度达到 56.4%，较上年基本持平。2013 年全年原油产量 2.08 亿吨，同比增长 0.5%；预计石油表观消费量首次达到 5 亿吨，增速继续下降。

原油价格方面，2013 年，原油供需基本面延续宽松态势，国际原油价格高位震荡。北海布伦特原油（Brent）全年均价为 108.57 美元/桶，同比下降 2.8%；美国西德克萨斯中质原油（WTI）全年均价为 97.96 美元/桶，同比上升 3.9%；迪拜现货均价为 105.34 美元/桶，同比下降 3.5%。

国内成品油市场方面，2013 年，受宏观经济形势影响，国内成品油需求增速继续放缓，柴油消费持续低迷，汽油消费刚性较快增长，煤油消费继续增长。全年成品油市场供需总体宽松，进出口贸易活跃程度下降，三大油品全面净出口。近三年来，柴油对成品油消费增量的贡献持续下降，2013 年降至 5.4%，汽油上升至 74.4%，煤油达到 20.2%，未来由汽油拉动成品油消费增长将成为长期趋势。2013 年，

汽油消费增速排名前五的省市分别为重庆、贵州、福建、湖南和四川，柴油消费增速排名前五的省市分别为西藏、贵州、天津、江西和云南。

2013年以来，成品油调价15次，其中7次下调，8次上调，截至2013年底，汽油、柴油标准价格分别调整至7866元/吨和6810元/吨。

2. 区域经济分析

根据《2013年浙江省国民经济和社会发展的统计公报》，2013年浙江省实现生产总值37568亿元，比上年增长8.2%。其中，第一产业增加值1785亿元，第二产业增加值18447亿元，第三产业增加值17337亿元，分别增长0.4%、8.4%和8.7%。人均GDP为68462元（按年平均汇率折算为11055美元），增长7.8%。三次产业增加值结构由上年的4.8:50.0:45.2调整为4.8:49.1:46.1。全年财政总收入6908亿元，比上年增长7.8%，增速比上年回落0.4个百分点；地方公共财政预算收入3797亿元，增长10.3%，增速比上年提高1.1个百分点。全年新增城镇就业人数104.3万人，其中46.3万名城镇失业人员实现再就业。年末城镇登记失业率为3.01%，与上年末持平。

2013年全年固定资产投资20194亿元，比上年增长18.1%。非国有投资13834亿元，增长18.0%，占固定资产投资的68.5%，其中民间投资12396亿元，增长17.3%，占固定资产投资的61.4%。在固定资产投资中，第一产业投资201亿元，比上年增长26.8%。第二产业投资7064亿元，增长15.9%，其中工业投资7028亿元，增长15.9%。在工业投资中，战略性新兴产业投资1881亿元，占工业投资的26.8%，增长13.8%。第三产业投资12929亿元，增长19.2%。全年投资项目43551个，比上年增长11.4%，其中新开工项目25252个，增长10%。全年房地产开发投资6216亿元，比上年增长18.9%。商品房销售面积4887万平方米，增长22%；商品房

销售额5396亿元，增长26.6%。

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

1. 产权状况

公司是经浙江省政府授权成立的大型国有资产经营公司，截至2013年9月底，公司注册资本100亿元，浙江省国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司目前已形成铁路、化工和商品房销售和大宗商品贸易等核心板块。公司是浙江省铁路投资的责任主体，履行原铁道部和浙江省铁路合作项目中浙江省产权代表的职能，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理。

铁路板块，公司拥有二级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、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。公司铁路运营管理水平和现代化水平较高。

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,DMAC(二甲基乙酰胺)生产能力达 4 万吨/年,是全球最大的 DMF 生产企业之一和中国最大的 DMAC 生产企业;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”)拥有年产 23 万吨的烧碱生产生产能力。

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,下属子公司包括:杭州翡翠城房地产开发有限公司、浙江铁投绿城房地产开发有限公司、嘉兴发展房地产开发有限公司、浙江铁建绿城房地产开发有限公司、浙江省浙经房地产公司和上海浙铁绿城房地产开发有限公司等公司,均拥有丰富的房地产开发经验,公司在浙江省房地产业内有较强的竞争优势和品牌优势。

大宗商品贸易板块,主要由公司控股子公司浙江发展实业有限公司所控股的浙江省省直经易物资有限公司、浙江物产铁路物资有限公司和浙江省铁投国际贸易有限公司负责运营,大宗贸易业务主要为石油钢材贸易和电解铜、电解镍国际贸易业务,该板块毛利率较低,但是基本符合贸易行业的特征。

综合看,公司已形成多元化发展格局,各板块发展稳定,综合竞争力强。

3. 政府支持

公司作为浙江省唯一从事铁路投资、建设和管理的专业性投资公司,受省委省政府的委托,通过专业化铁路投资建设,完善浙江省铁路路网布局。作为部省合资铁路的浙江省方产权代表,得到了国家和浙江省产业政策、政策性资金的大力扶持。这一职能确立了公司在浙江省铁路投资中具有独特的定位和优势。

依据部省合作模式,对于新建铁路建设项目,中国铁路总公司和浙江省方按比例入股,原铁道部负责组织建设并承担工程费用,沿线浙江省各级政府负责征地、拆迁工作,征地、拆迁补偿费用按国家有关规定进行补偿。原铁道部和浙江省政府对浙江省铁路建设非常重

视,积极安排相关部门配合浙江省铁路建设项目的进展,保证铁路建设资金及时到位,确保各个铁路项目按计划建成投入使用。以上因素为公司未来的铁路建设提供了有力的保证和良好的政策环境。

近年来公司资本公积的增加主要来源于浙江省财政厅拨付专项用于铁路项目建设出资的资本金。2012 年根据《关于同意浙江省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》(浙国资产权【2012】46 号),公司以财政拨付专款形成的资本公积 50 亿元转增注册资本。

总体看,公司铁路建设板块受政府支持力度大,未来发展前景好。

六、管理分析

跟踪期内,公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务主要分为铁路、化工、商品房销售和大宗商品贸易四大核心板块,还包括装备制造、资产经营、创业投资、融资租赁、金融服务、宾馆服务等其他业务。

从公司的收入构成上看,铁路运营、化工、商品房销售和大宗商品贸易是公司收入的主要来源。2012 年,由于江山化工股权转让和高善化学工厂搬迁导致公司化工板块产能下降导致收入减少,2013 年,化工板块产能过剩和销售价格下降,导致化工板块销售收入下降,但铁路板块和大宗商品贸易板块收入保持增长。2011 年起,受宏观调控政策的影响,公司商品房销售板块增速放缓,但 2013 年前三季度部分房产销售板块部分项目进入交付期,预收账款结转销售收入,为公司带来了较为可观的营业收入。2011~2012 年,公司营业收入稳步增长,分别为 63.06 亿元和 70.97 亿元。2013

年 1~9 月，公司实现营业收入 70.13 亿元。

从各板块的毛利率来看，2010~2013 年三季度，公司铁路运营板块及化工板块毛利率持续下降；商品房销售板块毛利率 2011 年大幅上涨后有所波动；大宗商品贸易板块毛利率处于较低水平，但基本符合行业特征。

总体看，2011~2012 年，公司营业收入稳步增长。2013 年 1~9 月，公司营业收入为 2012 年的 101.96%，主要是 2013 年前三季度部分商品房进入交付期，预收账款结转销售收入，导致公司营业收入大幅增加。

表 2 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营	118054.70	18.72	31.43	125702.00	17.71	28.42	108089.40	15.41	24.33
化工产品	303800.10	48.18	12.96	277094.80	39.05	11.17	170598.85	24.33	9.34
商品房销售	132626.60	21.03	66.18	134769.90	18.99	59.38	207109.73	29.53	36.68
大宗商品贸易	64371.20	10.21	3.78	165685.70	23.35	1.81	171430.81	24.44	1.54
其他	11760.10	1.86	56.72	6422.10	0.90	78.05	44090.66	6.29	40.43
合计	630612.70	100.00	27.49	709674.50	100.00	21.80	701319.45	100.00	19.77

资料来源：公司提供

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。部省合作的铁路建设项目由公司履行产权代表，合资铁路建设投资的资本金由公司负责筹措，其资金主要来源于省财政拨款（省本级出资）和沿线地市代理投资资金。目前在建铁路采取部省合作模式，先确定中国铁路总公司和浙江省的出资比例（目前在建铁路基本由中国铁路总公司占据控股地位），再在省方出资中划分定省本级和沿线地市的出资比例，一般在发达地区，省本级和沿线地市的出资比例为 3:7，在落后地区，省本级和沿线地市的出资比例为 6:4。

目前在建铁路的省方出资，均由省财政厅及沿线地市各级财政保障铁路建设资本金。

截至 2013 年底，公司向省内各铁路项目公司拨付铁路资金 2298135 万元，其中省级资金 1017101 万元，代理各地市拨付铁路资金 1281034 万元。

截至 2013 年 9 月底，公司拥有控股子公司浙江金温铁道开发有限公司（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、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。公司铁路运营的主要收入来源于控股子公司金温公司，该部分收入体现在合并报表的主营业务收入中；公司参股的其他铁路公司收入，因铁路方控股，报表归铁路方合并，为此，收入未并入公司，参股公司实施年度分红后，在公司投资收益中反映。

公司所辖金温铁路建设标准为地方铁路一级，货物运输能力初期按 450 万吨/年设计，现通过不断扩能升级已达 1000 万吨/年。每日开行温州至北京、广州、汉口、贵阳、南京、阜阳、镇江、南昌、上海、杭州、金华、亳州、哈尔滨的客、货物列车。截至 2013 年 9 月底，金温铁路目前开通的旅客列车 13 对，货运列车 14 对。2013 年 1~9 月，金温铁路旅客发送量达 420 万人次，货物到发量达 860 万吨。

表3 浙江金温铁道开发有限公司客运和货运运量

项目	2011年	2012年	2013年1~9月
旅客发送量(万人)	538	497	420
货物到发量(万吨)	1306	1258	860

资料来源：公司提供

2011~2012年，公司铁路投资运营板块收入稳步增长，毛利率水平略有下降，近两年分别为30.90%和28.26%，2013年1~9月收入为17.06亿元，毛利率为24.33%，铁路板块毛利率略有下降主要是由于柴油价格上升和线路维修成本增加导致运营成本上升，进一步压缩了铁路运输的盈利空间。

化工板块

公司主要的化工产品包括烧碱（NaOH）、二甲基甲酰胺（DMF）和二甲基乙酰胺（DMAC）。

公司从事烧碱生产的主要是镇洋化工和善高化学，经过2012年的搬迁整合，2013年善高化学并入镇洋化工，成为镇洋二期，公司的烧碱装置产能由原有的26万吨/年变为搬迁整合后的23万吨/年。2012年，由于善高化学厂房搬迁的原因，导致烧碱产量大幅下降，引起销售收入减少。进入2013年，氯碱产品行业需求低迷，产能过剩，商品格下降，导致公司烧碱板块的毛利率有所下降，2013年1~9月为35.93%。

公司从事DMF和DMAC生产的主要是江山化工。江山化工是目前全球规模最大的DMF生产企业之一和国内规模第一的DMAC生产企业。2011~2012年，公司DMAC的产能保持稳定，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26万吨/年降至16万吨/年。

2011~2013年9月，公司DMF的产能利用率均在78%以上，产销率均在97%以上。2011~2012年，公司DMF产品的毛利率保持稳定，维持在12%左右。总体看，公司DMF产品盈利能力一般。

2011~2012年，公司DMAC的产能利用率可以达到99%以上，产销率达100%。DMAC产品的毛利率近三年基本稳定在23%左右。2013年1~9月，DMAC的产能利用率可达83.25%，产销率为96.70%。总体看，公司DMAC产品盈利能力较为稳定。

上述的三种化工产品销售收入占公司化工产品总收入的60%，此外公司的化工产品还有甲胺、氯化石蜡、MIBK、液氯等，由于液氯产品的毛利率情况较差，整体拉低了公司化工板块的毛利率水平。公司新研发的宁波镇洋化工PC项目一期已经建成进入试车阶段，截至2013年底尚未建成投产。

表4 公司主要化工产品产销情况

产品	项目	2011年	2012年	2013年1-9月
烧碱	产能(万吨)	26.00	20.00	23.00
	产量(万吨)	23.96	19.39	12.44
	销量(万吨)	23.62	19.30	12.23
	成本均价(元/吨)	1240.38	1259.49	1211.00
	销售均价(元/吨)	2151.50	2386.48	1890.00
DMF	产能(万吨)	26.00	16.00	16.00
	产量(万吨)	20.39	19.46	12.89
	销量(万吨)	19.94	19.89	12.87
	成本均价(元/吨)	4727.00	4470.00	4193.00
	销售均价(元/吨)	5445.00	5048.00	4735.00
DMAC	产能(万吨)	4.00	4.00	4.00
	产量(万吨)	4.45	5.05	3.33
	销量(万吨)	4.45	5.16	3.22
	成本均价(元/吨)	5800.00	5359.00	5100.00
	销售均价(元/吨)	7280.00	7010.00	6839.00

资料来源：公司提供

房地产板块

公司从事房地产开发的子公司主要有公司控股浙江省铁投房地产集团有限公司及下属子公司。主要的项目有：翡翠城项目、西溪诚园项目、阳光郡项目、丽水秀丽春江项目、上海长风项目和嘉兴盛世豪庭项目。

受宏观政策调控的影响，公司商品房销售收入在 2011 年大幅下降后，2012 年略有回升，2013 年前三季度由于部分商品房进入交付期，结转销售收入，导致房产销售收入同比有较大

幅度的增长。2012 年，公司商品房竣工面积 12.37 万平方米，销售面积 17.30 万平方米，同比分别增长 81.91%和 64.29%。2012 年，商品房销售收入 13.38 亿元，同比略有增长。毛利率方面，由于国家对房地产行业的宏观政策调控，毛利率有所下降。2013 年前三季度实现商品房销售收入 20.71 亿元，毛利率 36.68%，公司 2013 年前三季度营业收入大幅增加主要是由于秀丽春江和西溪诚园部分房产项目进入交付期，实现收入确认所致。

表 5 2010~2013 年 9 月公司房地产开发主要数据（单位：万平方米，万元，%）

项 目	2011		2012		2013 年 1~9 月	
	面积/金额	同比	面积	同比	面积	同比
商品房竣工面积	6.80	-10.53	12.37	81.91	13.90	--
商品房在建面积	114.59	182.59	111.09	-3.05	108.50	--
商品房新开工面积	32.10	95.97	8.26	-74.27	36.80	--
商品房销售面积	10.53	0.96	17.30	64.29	16.41	--
实际销售额	174811.00	-52.96	247985.00	41.86	16490.00	--

资料来源：公司提供

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

资 316.45 亿元，截至 2013 年 9 月底已投资 190.16 亿元。

表 6 2013 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	建筑面积
			（万元）	（万平方米）
翡翠城	2018	2005.5	988707.00	141.44
西溪诚园守纯苑	2014	2010.9	271374.00	19.12
阳光郡	2016	2011.9	483000.00	34.96
丽水秀丽春江	2016	2010.1	549610.00	55.97
上海长风	2017	2013.11	721784.00	35.48
嘉兴盛世豪庭	2015	2007.1	150000.00	34.12
合计	--	--	3164475.00	321.09

资料来源：公司提供

截至 2013 年 9 月底，公司土地总储备 153.15 万平方米，未开发土地面积 56.08 万平方米，土地储备较丰富；公司除秀丽春江项目因政府拆迁未完工尚未支付土地款 2.59 亿元外，其余项目公司目前在开发的楼盘土地款均已付清。

表 7 截至 2013 年 9 月底 公司的土地储备情况

名称	取得时间	总面积	未开发面积 (万 M ²)	未付土地款 (万元)
		(万 M ²)		
翡翠城	2004	94.98	36.69	
西溪诚园守纯苑	2008	6.15	0.00	
阳光郡	2010	10.11	5.14	

丽水秀丽 春江	2009	18.92	7.48	25935
上海长风	2011	9.03	6.23	
嘉兴盛世 豪庭	2005	13.97	0.55	
合计		153.15	56.08	25935

资料来源：公司提供

大宗商品贸易板块

公司的大宗商品贸易主要是钢材和油品贸易，以及 2013 年新增的一部分国际贸易业务。2011~2012 年，公司大宗商品贸易收入快速增长，近两年分别为 6.43 亿元和 16.57 亿元，2013 年 1~9 月，实现收入 17.14 亿元。2012 年，钢材市场竞争激烈，公司采取低价销售的营销策略，导致大宗商品贸易板块整体毛利率下降。总体看，公司大宗商品贸易板块的毛利率偏低，但基本符合其行业特点。

公司主要依托浙江物产铁路物资有限公司（以下简称“物资公司”）进行钢材贸易，近三年，钢材贸易的销售收入大幅增长，对公司营业收入的贡献率稳步提升。2012 年，公司实现钢材销售收入 13.20 亿元，同比增长 110.86%；2013 年 1~9 月，公司实现钢材销售收入 7.55 亿元。公司钢材贸易的毛利率处于较低水平，但符合其行业特征。

公司自 2012 年起，通过下属子公司浙江省省直经易物资有限公司（以下简称“省直经易公司”）开展油品贸易。2012 年，公司实现油品贸易收入 1.57 亿元，毛利率 0.64%；2013 年 1~9 月，实现油品销售收入 5.33 亿元。

公司自 2013 年起，通过子公司浙江省铁

投国际贸易有限公司开展国际贸易业务，主要是经手电解铜、电解铝等大宗国际商品赚取价差和利差，该板块的毛利率较低。

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。主要通过一些参股或控股公司，开展装备制造、宾馆、投资、融资租赁等业务。

综合来看，公司铁路、化工、商品房销售和大宗商品贸易等核心板块发展稳定，已经形成了多元化的发展格局，有效的降低了公司的经营风险。

2. 经营效率

2010~2012 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为 13.85 次、0.92 次和 0.19 次，2012 年的值为 13.08 次、0.65 次和 0.15 次。总体看，公司的经营效率符合其从事的行业特点。

3. 在建项目及未来投资规划

铁路投资方面，截至 2013 年 9 月底，浙江省铁路项目建设的计划投资规模总额为 1411.38 亿元，已完成投资额 1026.80 亿元；2013 年 10~12 月计划投资额 46.45 亿元。铁路资本金由中国铁路总公司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杭长客专、金温扩能线、宁波枢纽、九景衢铁路项目等，由浙江省各级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司负责。

表 8 公司铁路投资项目资金安排（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	资金筹措方案				截至 2013 年 9 月底 已投资 额	2013 年 10~12 月计划 投资	2014 年 计划投 资额	2015 年计 划投 资额	2016 年计 划投 资额
			资本金			银行					
			原铁道 部	省方	资本金 合计	贷款					
宁杭客专(浙江段)	2008-2012	154.00	44.51	28.13	72.64	81.36	144.30	1.25	--	--	--
杭甬客专	2008-2012	260.66	64.17	42.78	106.95	153.71	239.10	1.00	--	--	--
杭长客专	2009-2013	525.69	210.28	52.57	262.85	262.85	347.5	23.50	60.00	--	--

金温扩能	2010-2014	179.70	49.42	40.43	89.85	89.85	98.40	11.60	35.00	30.00	--
杭州东站	2008-2012	131.89	37.30	24.10	61.40	70.49	119.89	--	--	--	--
宁波枢纽	2009-2014	100.14	20.84	41.47	62.45	37.69	77.60	9.10	10.00	5.00	--
九景衢铁路	2013-2016	59.30	17.75	11.86	29.58	29.72	0.00	0.00	20.00	20.00	10.00
合计	--	1411.38	444.27	241.34	685.72	725.67	1026.79	46.45	125.00	55.00	10.00

资料来源：公司提供

表 9 公司负担的实际铁路投资额（单位：亿元）

项目名称	截至 2013 年 9 月底已投 资额	2013 年 10~12 月 计划投资	2014 年计 划投资额	2015 年 计划投资 额
宁杭客专 (浙江段)	28.13			
杭甬客专	42.78			
杭长客专	39.82	0.83	5.6	
金温扩能	30.53	1.44	8.46	
杭州东站	9.64			
宁波枢纽	0.97			
九景衢铁 路	0.06	1.20	4.20	4.00
合计	151.93	3.47	18.26	4.00

资料来源：公司提供

截至 2013 年 9 月底，公司在铁路项目的投资累计金额为 151.93 亿元，2013 年 10~12 月计划投资额 3.47 亿元，2014 年计划投资额 18.26 亿元，2015 年计划投资额 4.00 亿元。

非铁路投资方面，截至 2013 年 9 月底，公司非铁路在建项目总投资规模为 45.32 亿元，已完成投资 34.14 亿元，2013 年 10~12 月计划投资额为 1.54 亿元，资金主要来自公司自有资金及银行贷款。其中宁波镇洋化工的 PC 项目一期已经建成进入试车阶段。

表 10 2013-2014 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	至 2013 年 9 月已投资额	2013 年 10-12 月投 资额	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	77600.00	30000.00	0.00	15000.00	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	10000.00	5500.00	2000.00		注册资金 7500 万元，其余为银行项目贷款。
	收购杭州奥士玛公司 51% 的股权	2013 年底完成收购	4350.00		4350.00		以经投公司为平台进行收购，50% 采用银行贷款进行并购
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	15000.00	17101.00	820.00	1100.00	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：185000.00	145607.00	4059.00	35000.00	注册资本为 55000 万元，其余为银行项目贷款。
浙江江山化工股份有限公司	顺酐一体化项目	1.5 年	161292.00	143232.00	4200.00	10000.00	自筹资金为 82000 万元，其余为银行项目贷款
合计	--	--	453242.00	341440.00	15429.00	61100.00	

资料来源：公司提供

公司在建和待建的铁路项目以路方为控股的部省合作铁路项目为主，省方资本金主要由财政拨款解决；公司的非铁路投资项目需要投入资金规模较小。综合来看，公司未来融资压力小。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010 年财务报表经浙江天平会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2011~2012 年的财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）浙江万邦分所审计，也出具了标准无保留意见的审计结论。2012 年公司合并范围内减少一家二级子公司，合并报表的变动不大，财务数据具有可比性。公司提供的 2013 年 1~9 月财务数据未经审计。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 485.48 亿元，所有者权益合计 186.09 亿元（含少数股东权益 22.34 亿元）；2012 年公司实现营业收入 70.97 亿元，利润总额 12.77 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 529.04 亿元，所有者权益合计 206.33 亿元（含少数股东权益 27.98 亿元）；2013 年 1-9 月，公司实现营业收入 70.13 亿元，利润总额 9.01 亿元。

1. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入复合增长率 7.33%，营业成本复合增长率 8.08%，成本增幅略高于收入增幅。2012 年，公司实现营业收入 70.97 亿元。公司 2012 年的营业利润率为 19.26%，较 2011 年回落 4.90 个百分点。

从期间费用看，2010~2012 年公司期间费用复合增长率 1.27%。2012 年为 3.90 亿元，其中公司 2012 年销售费用 1.01 亿元，同比回落 30.83%；管理费用 3.35 亿元，同比上涨 2.67%，

期间费用的增速低于收入增速。2012 年，受公司部分利息资本化及利息收入金额较大影响，财务费用为负。2012 年公司期间费用占营业收入的比例为 5.49%，较 2011 年同期回落 2.31%。

2010~2012 年，公司投资收益复合增长率为 14.03%。2012 年，公司投资收益为 2.73 亿元，同比回落 6.16%，主要来自处置供出售金融资产、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 0.26 亿元，同比上升 41.95%。2012 年公司实现利润总额和净利润分别为 12.77 亿元和 9.85 亿元，利润总额同比略有下降，净利润同比略有上升。

从盈利指标来看，2010~2012 年，公司总资产收益率和净资产收益率三年均值分别为 5.00% 和 5.60%，2012 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 5.16% 和 5.29%。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 70.13 亿元，占 2012 年全年收入的 98.82%；实现利润总额 9.01 亿元，毛利率 15.80%。公司 2013 年前三季度营业收入和利润总额大幅增加主要是由于秀丽春江和西溪诚园部分房产项目进入交付期，实现收入确认所致。

综合看，受企业特性的影响，公司对铁路的投资占资产比重较大，且铁路投资回收小，整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2010~2012 年，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，2012 年为 82.49 亿元，同比上升 6.76%；2012 年，公司经营活动现金流出量为 70.76 亿元，同比上升 9.83%，主要是公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。2010~2012 年，公司经营活动现金流净额分别为 12.42 亿元、12.84 亿元和 11.73 亿元。从收入实现质量看，2010~2012 年，公司现金收入比分别 136.65%、97.58% 和 108.73%，公司现金收入比近三年有所波动，考虑到公司房地产板块预收账款增长的影响，公司整体收现质量

一般。

投资活动方面，2010~2012 年，公司投资活动现金流入逐年增长，主要为收回投资收到的现金，2012 年为 11.92 亿元，主要系公司投资收回以及投资收益带来现金流的增加和收到与投资活动有关的现金流增加；公司投资活动现金流出主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金，2011 年公司投资支付的现金，其中约 12.51 亿元为公司与绿城集团之间因合作开发上海长风项目所产生的往来款，其形成原因是合作开发项目公司成立前，需支付该项目土地款项，双方约定股权比例各为 50%，先由公司委托绿城集团代为支付上海长风项目地块土地款及契税，项目公司设立后，再将此笔往来款项转入股东对项目公司的债权投资；2011 年 9 月，上海长风项目公司成立后，公司与绿城集团各自持有 50% 股权，同时，公司与绿城集团签署债权债务转让协议，将对绿城集团的 12.51 亿元的应收款转换为对上海长风项目的应收款。上海长风项目于 2011 年纳入公司合并报表，导致存货项目大幅增长，同时公司对他方股东的其他应付款（即绿城集团对合作项目按股比的债权投资）增长约 12 亿元；公司 2011 年投资支付的现金还有部分用于对参股房地产公司的借款。2012 年，投资活动现金流出为 51.60 亿元，主要系公司对在建铁路项目和化工板块新产品进行的投资。2010~2012 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-76.31 亿元、-67.26 亿元和-39.68 亿元。

2010~2012 年，受公司对外投资规模较大的影响，公司筹资活动前现金流净额分别为-63.89 亿元、-54.42 亿元和-27.95 亿元，公司的经营活动不能够满足投资需求，但是综合考虑公司在建和未来待建的铁路项目主要为省部合作项目，省方的资本金主要由财政拨款解决，公司未来融资压力小。

筹资活动方面，2010~2012 年，由于公司投资规模有所下降，公司筹资活动现金流入也

有所下降，近三年分别为 118.56 亿元、87.04 亿元和 63.82 亿元，主要为取得借款和收到政府拨付的铁路建设专项资金（计入吸收投资收到的现金和筹资活动有关的现金）；公司筹资活动现金流出近三年分别为 45.15 亿元、34.52 亿元和 38.10 亿元，主要系偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2010~2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 73.40 亿元、52.52 亿元和 25.72 亿元。

2013 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 76.99 亿元，经营活动现金流出 62.61 亿元，经营活动产生的现金流净额为 14.38 亿元；投资活动现金流入 11.82 亿元，主要为收回投资和取得投资收益收到的现金，投资活动现金流出 31.83 亿元，投资活动现金流出主要用于镇洋化工在建项目 11.42 亿元、代理沿线铁路投资资本金 12.01 亿元、新增基金 4.86 亿元；投资活动现金流净额为-20.01 亿元；筹资活动现金流净额 12.16 亿元，现金及等价物的净增加额 6.52 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量和净额规模较大，现金类资产较为充足，收入实现质量较好，公司的投资支出较大，经营活动产生的现金流不能覆盖公司的投资需求，公司对政府拨付的铁路建设资金及债务资金依赖度高。

3. 资产质量

2010~2012 年，公司资产总额复合增长 16.21%。截至 2012 年底，公司资产总额为 485.48 亿元，较上年增长 11.42%，其中流动资产占 37.80%，非流动资产占 62.20%。公司资产以非流动资产为主。

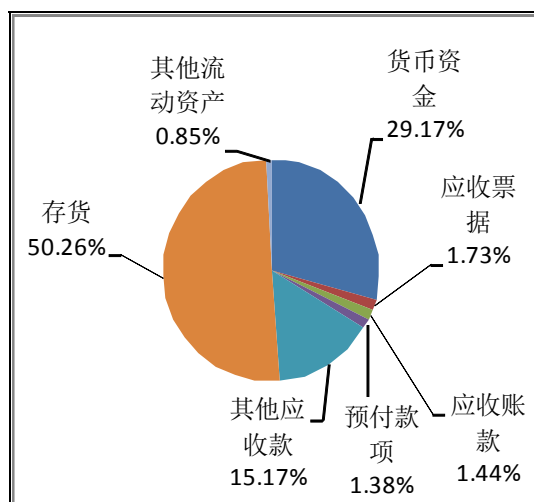
流动资产

2010~2012 年，公司流动资产复合增长率 13.78%。截至 2012 年底，公司流动资产 181.24 亿元，较上年增长 13.78%，主要是由于存货大幅增长所致。流动资产构成主要为货币资金（占 29.17%）、其他应收款（占 15.17%）和存

货（占50.26%）。

2010~2012年，公司现金类资产复合变动率-3.61%。截至2012年底为56.00亿元。截至2012年底，公司货币资金为52.86亿元，较上年降低4.09%。货币资金主要为银行存款21.05亿元和其他货币资金31.80亿元，其中受限制的货币资金合计0.56亿元；应收票据3.14亿元。公司现金类资产较充足。

图5 截至2012年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2010~2012年，公司应收账款复合变动率为-8.09%。截至2012年底为2.61亿元，同比增长27.43%，主要为贸易类企业和化工企业产品的应收销售款项。应收账款账龄在1年以内的占92.82%；账龄在2~3年的占2.44%；账龄在3年以上的占比4.74%。公司应收账款共计提坏账准备0.16亿元。从公司销售债权周转效率看，2010~2012年，公司销售债权周转次数三年平均值为13.85次，2012年为13.08次，公司销售债权周转效率高。

2010~2012年，公司其他应收款复合增长率8.27%。截至2012年底，公司其他应收款为27.49亿元，同比增长11.80%，主要系房产项目的往来款增加所致。其他应收款账龄在1年以内的占比12.48%；账龄在1~3年的占比5.05%；账龄在3年以上的占比82.47%。其他应收款共计提坏账准备2.05亿元。公司的其他应收款单

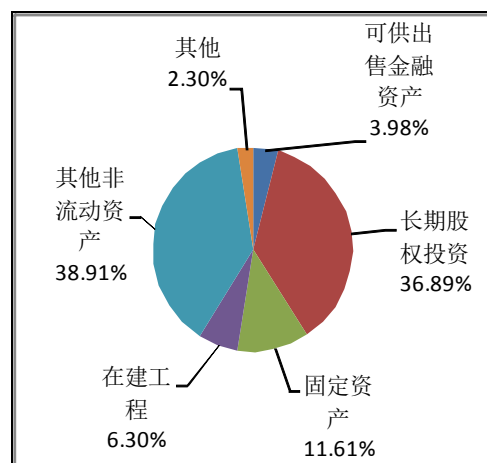
位主要为旗下的房产公司，房产公司的项目从2013年起，均有持续的资金回笼，应收账款到期不能回收的风险较小。

2010~2012年，公司存货增长较快，年均复合增长率为35.87%。截至2012年底，公司存货为91.09亿元，较上年增长14.26%，主要是房地产板块投资增加，导致开发成本和开发产品大幅增长所致，其中开发成本和开发产品分别占88.67%和0.73%，公司已累计计提存货跌价准备97.97万元。2010~2012年，公司存货周转次数有所下降，三年平均值为0.92次，2012年为0.65次，总体看，公司存货周转效率较低。

非流动资产

2010~2012年，公司的非流动资产年均增长17.74%，截至2012年底，公司非流动资产304.25亿元，同比增长13.67%，主要是长期股权投资、在建工程和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产的主要构成为长期股权投资（占比36.89%）、固定资产（占比11.61%）、其他非流动资产（占比38.91%）、在建工程（占比6.30%）和可供出售的金融资产（占比3.98%）。

图6 截至2012年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2010~2012年，公司可供出售的金融资产复合增长率48.36%。截至2012年底为12.11亿元，同比增长185.99%，增长主要系公司持有的方正证券的股票价值增加，以及购买华数传

媒股份上市后股票价格上升，市值增加所致。

2010~2012年，公司长期股权投资复合增长率29.38%。截至2012年底为112.23亿元，同比增长13.93%，增加主要系公司增加投资沪昆铁路客运专线浙江有限责任公司4.28亿元，增加投资金丽温铁路有限责任公司6亿元。长期股权投资主要是对子公司、联营企业投资及其他企业投资。其中，按权益法核算的长期股权投资合计4.54亿元；按成本法核算的投资合计109.60亿元，主要为公司进行的铁路股权投资。

2010~2012年，公司固定资产净额复合变动率-13.48%。截至2012年底为35.34亿元，同比下降18.65%。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备。截至2012年底公司固定资产账面原值58.62亿元，累计折旧合计23.20亿元，固定资产账面净值合计35.43亿元，减值准备合计0.09亿元。

2010~2012年，公司在建工程大幅增长，截至2012年底为19.18亿元。在建工程的增长主要系子公司江山化工8万吨顺酐及衍生物一体化项目的投资增加和子公司宁波镇洋10万吨非光气法聚碳酸酯联合装置工程投资增加。

2010~2012年，公司其他非流动资产复合增长率13.54%。截至2012年底为118.40亿元，同比增长9.48%。公司非流动资产主要系公司代理沿线地市进行的铁路投资。

表 11 截至 2012 年底公司代理铁路业务资产明细
(单位: 万元)

类别及内容	期末余额
沿海铁路浙江有限公司-甬台温线	105000.00
沿海铁路浙江有限公司-温福线	24000.00
宁杭铁路客运专线股份有限公司	193910.00
杭甬铁路客运专线有限公司	299460.00
杭沪铁路客运专线股份有限公司	236641.00
沪昆铁路客运专线浙江有限责任公司	185998.78
金丽温铁路有限责任公司	106350.01
萧甬铁路有限责任公司	14154.00
新长铁路有限公司	2400.00
合计	1167913.79

资料来源：审计报告

截至2013年9月底，公司资产总额529.04亿元，较2012年底增长8.97%，其中流动资产179.66亿元，非流动资产349.39亿元。公司资产的增长主要源于可供出售的金融资产、在建工程和其他非流动资产的增长。截至2013年9月底，公司可供出售的金融资产29.76亿元，较2012年底增长145.79%，主要系公司持有的股票市值增长及新增基金投资所致；2013年9月底，公司在建工程28.55亿元，较2012年底增长48.89%，江山化工年产8万吨顺酐及衍生物一体化项目增加7.10亿元、宁波镇洋化工10万吨/年非光气法聚碳酸酯联合装置工程增加7.10亿元以及宁波镇洋—浙江高善搬迁增加1.15亿元所致；2013年9月底，公司其他非流动资产126.46亿元，较2012年底增长6.81%，公司其他非流动资产的增长系公司增加了代理的合资铁路沿线地市投资。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合其铁路建设投资集团的特点；公司流动资产中现金类资产较为充足，应收账款周转效率较高，其他应收款回收风险较小，整体资产质量较好。

4. 所有者权益及负债

所有者权益

2010~2012年，公司所有者权益复合增长率16.00%。截至2012年底，所有者权益186.09亿元（其中少数股东权益22.34亿元），同比增长16.20%，主要是实收资本和未分配利润增加所致。2012年，根据省发改委《关于下达2012年浙江省铁路项目资本金计划的通知》（浙发改交通【2012】203号）本期收省财政厅拨付资金16.17亿元，计入资本公积；根据《关于同意浙江省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》（浙国资产权【2012】46号），公司使用资本公积转增注册资本50亿元，本次增资业经大华会计师事务所有限公司浙江（万邦）分所审验，并出具了大华（浙）验字【2012】49号验资报告。从所有者权益结构上来看，实

收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比 53.74%、17.88%、1.41%和 14.97%。

截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益 206.33 亿元，较 2012 年底增长 10.88%，主要系公司未分配利润增加及子公司江山化工 2013 年定向增发导致少数股东权益增加所致。公司权益结构较 2012 年底相比无明显变化。综合看，公司所有者权益稳定性好。

2010~2012 年，公司负债总额复合增长率 16.34%。截至 2012 年底为 299.40 亿元，同比增长 8.76%，其中流动负债占比 42.29%，非流动负债占比 57.71%。

2010~2012 年，公司流动负债复合增长率为 33.41%。截至 2012 年底为 126.62 亿元，同比增长 21.86%，增长主要来自于预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加。截至 2012 年底，公司预收款项为 49.07 亿元，同比增长 18.30%，主要为商品房预售款的增长；其他应付款为 25.22 亿元，同比增长 17.31%，主要为同参股公司的往来款；一年内到期的非流动负债 15.14 亿元，同比大增加，主要系公司一年内到期的长期借款增加和公司发行的“10 浙铁投 MTN1”10 亿元中票到期所致。

2010~2012 年，公司非流动负债复合增长率 7.31%。截至 2012 年底为 172.77 亿元，同比增长 0.82%。公司非流动负债的主要构成为长期借款（19.02%）、应付债券（5.79%）和其他非流动负债（72.78%）。截至 2012 年底，公司长期借款余额 32.86 亿元，同比增长 11.07%，主要系抵押贷款和保证借款增加所致；应付债券为公司 2011 年发行的 10 亿元“11 浙铁投 MTN1”中期票据；其他非流动负债余额 125.74 亿元，同比增长 5.21%，公司其他非流动负债主要为受托代理铁路股权投资款（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）、代理投资基金负债及递延收益。

2010~2012 年，公司债务负担逐步上升，全部债务复合增长率为 19.51%。截至 2012 年

底为 83.38 亿元，其中短期债务占 48.59%，长期债务占 51.41%，公司债务结构较为均衡。截至 2012 年底，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 61.67%、18.72%和 30.94%。

截至 2013 年 9 月底，公司负债总额 322.71 亿元，较 2012 年底增长 7.79%，其中流动负债 127.87 亿元，非流动负债 194.84 亿元。公司非流动负债占比较 2012 年底有所提升，主要系长期借款和递延所得税负债增加所致。截至 2013 年 9 月底，公司全部债务余额 93.73 亿元，较 2012 年底增长 12.42%，其中短期债务占比 39.91%，长期债务占比 60.09%。2013 年 9 月底，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 61.00%、21.45%和 31.24%。公司的长期债务负担略有上升。

综合看，公司铁路投资业务有息债务负担很低（截至 2013 年 9 月底为 13.85 亿元）且主要依靠财政拨款，现有有息债务主要来源于化工、房地产销售及大宗贸易业务板块，与上述三类业务的资产收入规模相比，公司的经营业务实际债务负担较重。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，近三年公司流动比率和速动比率均有所下降，三年均值分别为 159.43%和 86.58%，2012 年分别为 143.13%和 71.19%，2013 年 9 月底分别为 140.50%和 70.60%，考虑到公司流动负债中预收账款占比较高（约 40%），速动比率的指标会高于观察值；2010~2012 年公司经营现金流动负债比分别为 17.46%、12.36%和 9.26%。2010~2012 年，公司经营活动现金流入分别为 115.60 亿元、77.27 亿元和 82.49 亿元。2010~2013 年 9 月，公司现金类资产分别为 60.27 亿元、58.16 亿元、56.00 亿元和 63.21 亿元。综合看，虽然公司近三年经营活动现金流入量波动下降，但是整体规模仍较大，现金类资产较为充足，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，受公司债务规模上升的影响，2010~2012年，公司EBITDA利息倍数均值为8.67倍，2012年为4.26倍；全部债务/EBITDA三年均值为4.54倍，2012年为4.82倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2013年9月底，公司对外担保余额25.76亿元，担保比率为12.78%，其中公司为远兴江山有限公司提供的担保已获得对方的反担保，其余的铁路公司担保均为省部合作项目，公司或有负债风险较低。

表12 截至2013年9月底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）
衢常铁路有限公司	3387.00
沿海铁路有限公司	213615.00
杭州铁路枢纽建设有限公司	28480.00
远兴江山有限公司	7905.00
新长铁路有限公司	4228.00
合计	257615.00

资料来源：公司提供

截至2013年9月底，公司合并报表范围内共获得465亿元授信总额，共使用授信额度45.62亿元，尚有419.38亿元授信未使用。公司间接融资渠道畅通。公司旗下江山化工为上市公司，公司拥有直接融资渠道。

6. 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：G10330106005208607），截至2014年4月15日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录¹，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及浙江省的财力状况和政府对公司的各项支持综

合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、存续期内债券偿债能力分析

公司于2011年11月7日发行了3年期10亿元的中期票据“11浙铁投MTN1”，于2013年10月25日发行了5亿元的短期融资券“13浙铁投CP001”，公司存续期内待偿还中期票据10亿元，待偿还短期融资券5亿元。公司存续期内的债券均已按时进行偿还。

2011~2012年，公司经营活动现金流入量分别为77.27亿元和82.49亿元，为1年内应偿还债券本金（“13浙铁投CP001”5亿元和“11浙铁投MTN1”10亿元）的5.15倍和5.50倍。2011~2012年公司经营活动产生的现金流量净额分别为12.84亿元和11.73亿元，为1年内待偿还本金的0.86倍和0.78倍。

截至2013年9月底，公司现金类资产为63.21亿元，为1年内待偿还本金的4.21倍。

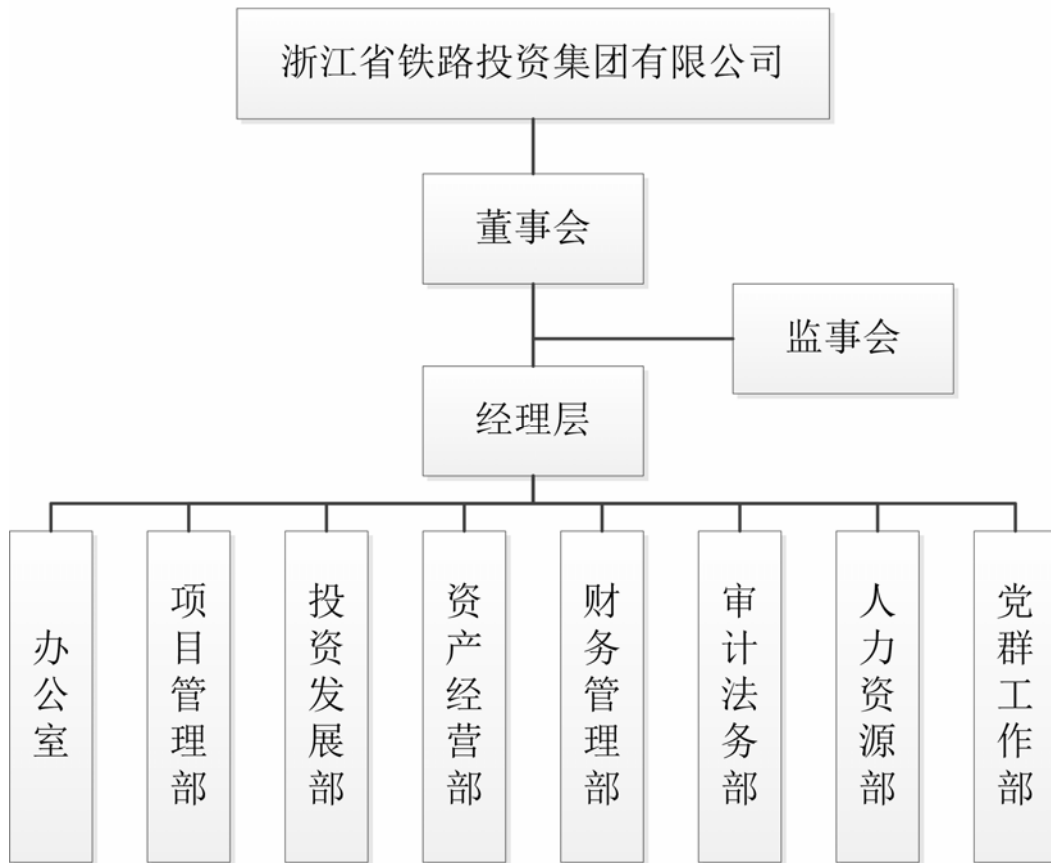
总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对1年内待偿还债务的保障能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11浙铁投MTN1”AAA和“13浙铁投CP001”A-1的信用等级。

¹ 公司与交通银行的一笔经营性周转贷款，公司已经于3月底按时付息，但是由于交易系统出现问题，没有自动扣除利息，导致公司账面出现一笔关注类贷款，公司目前正在与交通银行协商取消该笔违约交易。

附件 1-1 公司组织机构图



附件 1-2 2012 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	41963.00	95.32	95.32	41378.96
浙江发展化工科技有限公司	7000.00	100.00	100.00	7000.00
浙江省铁投房地产集团有限公司	10000.00	100.00	100.00	10000.00
浙江发展实业有限公司	3000.00	80.00	80.00	2400.00
浙江省铁路建设投资总公司	38000.00	100.00	100.00	38000.00
浙江省发展资产经营有限公司	10000.00	100.00	100.00	10000.00
浙江博达投资有限责任公司	100.00	100.00	100.00	100.00
浙江江山化工股份有限公司	13998.00	35.87	35.87	5021.71
香港浙经有限公司	港元 1	100.00	100.00	5671.50
信加香港有限公司	美元 0.128205	100.00	100.00	6454.08
浙江发展绿城房地产开发有限公司	5000.00	55.00	55.00	2750.00
浙江金温铁道开发有限公司	98870.00	32.15	55.00	31783.00
宁波镇洋化工发展有限公司	35000.00	100.00	100.00	35000.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	60.27	58.16	56.00	63.21
资产总额(亿元)	359.47	435.71	485.48	529.04
所有者权益(亿元)	138.28	160.42	186.09	206.33
短期债务(亿元)	12.08	27.93	40.51	37.41
长期债务(亿元)	46.30	49.59	42.86	56.33
全部债务(亿元)	58.38	77.52	83.38	93.73
营业收入(亿元)	61.61	63.06	70.97	70.13
利润总额(亿元)	10.86	12.87	12.77	9.01
EBITDA(亿元)	14.28	17.92	17.30	--
经营性净现金流(亿元)	12.42	12.84	11.73	14.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.83	11.15	13.08	--
存货周转次数(次)	1.93	0.71	0.65	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.16	0.15	--
现金收入比(%)	136.65	97.58	108.73	99.09
营业利润率(%)	19.88	24.16	19.26	15.80
总资本收益率(%)	4.40	5.26	5.16	--
净资产收益率(%)	5.83	5.96	5.29	--
长期债务资本化比率(%)	25.08	23.61	18.72	21.45
全部债务资本化比率(%)	29.68	32.58	30.94	31.24
资产负债率(%)	61.53	63.18	61.67	61.00
流动比率(%)	196.78	161.72	143.13	140.50
速动比率(%)	127.42	85.00	71.19	70.60
经营现金流动负债比(%)	17.46	12.36	9.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.33	4.82	--

注：公司 2013 年 3 季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(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 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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

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 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。

附件 5 短期融资券信用等级的定义

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