

信用等级公告

联合[2008] 171 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴城市建设投资有限公司 2008 年度 17 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

嘉兴城市建设投资有限公司
2008 年度 17 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年六月十八日



嘉兴城市建设投资有限公司

2008年度17亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA⁺

本期公司债券发行额度: 17 亿元

本期公司债券发行期限: 7 年

评级时间: 2008 年 6 月 18 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额(亿元)	50.47	84.60	87.38
所有者权益(亿元)	10.51	39.67	43.42
长期债务(亿元)	14.82	16.96	15.70
全部债务(亿元)	23.95	29.45	26.26
主营业务收入(亿元)	2.53	2.39	2.09
净利润(亿元)	1.66	1.18	1.51
EBITDA(亿元)	1.77	1.51	1.94
主营业务利润率(%)	52.15	40.88	48.11
净资产收益率(%)	15.79	2.96	3.48
资产负债率(%)	78.98	53.02	50.31
全部债务资本化比率(%)	69.30	42.57	37.69
流动比率(%)	84.94	192.85	187.80
全部债务/EBITDA(倍)	13.51	19.52	13.51
EBITDA 利息倍数(倍)	25.32	6.13	5.51
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.10	0.09	0.11

分析师

陈 静 010-85679696-8813
chenjing@lianheratings.com.cn
刘小平 010-85679696-8830
liuxp@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 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 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对嘉兴城市建设投资有限公司(以下简称“公司”或者“嘉兴城投”)的评级反映了公司作为嘉兴市本级唯一的土地一级开发主体,在行业前景、政府支持、区域垄断经营,以及土地滚动开发资金动态平衡等方面的显著优势。同时联合资信也关注到公司业务类型较为单一,盈利能力偏弱,市场化运作程度不高等因素给公司带来的不利影响。

公司已初步实现储备的土地资源与投融资规模的动态平衡,未来新增的资本性支出对公司债务负担影响较小。随着嘉兴市城市化进程的推进,公司土地一级开发业务发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

2008 年度 17 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)由嘉兴市高等级公路投资有限公司(以下简称“嘉兴高投”)提供全额无条件不可撤销的连带责任担保;同时,嘉兴市政府根据与公司签署的代建回购协议,安排专项资金用于回购募集资金投资项目,该项资金进入偿债基金专户管理,如出现本期债券未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况,则由嘉兴市财政以财政资金或其他资金代为偿还,嘉兴市财政实力强劲,对本期债券本息保障很强。此外,公司的财政贷款贴息以及商业银行流动性支持对本期债券利息偿付起到保障作用。总体看,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 嘉兴市城市化进程的推进有利于公司土地开发业务的发展。

2. 公司在土地出让金返还、贷款贴息等方面持续得到嘉兴市政府的有力支持。

3. 公司作为嘉兴市本级唯一的土地一级开发主体，具有垄断性经营优势。

4. 对于本期债券的偿还，公司制定了多项有效保障措施，其中嘉兴市政府的偿债安排进一步降低了本期债券的偿债风险。

关注

1. 公司主要从事土地一级开发，业务类型较为单一。

2. 公司自身盈利能力偏弱，对政府的依赖程度较大，市场化运作程度不高。

3. 公司对外担保较大，具有一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与嘉兴城市建设投资有限公司（嘉兴城投）构成委托关系外，联合资信、评估人员与嘉兴城投不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因嘉兴城投和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由嘉兴城投提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 嘉兴城投 2008 年度 17 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

嘉兴城投系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1999】58号”文件批准，于2000年5月在嘉兴市工商行政管理局注册成立，注册资本为21322.26万元，同时公司吸收合并了嘉兴市城建开发有限公司、嘉兴市城市建设发展公司。2003年4月，根据嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）“【2003】4号”文件，嘉兴市国资委以公司全部股权投资组建了嘉兴市城市发展投资集团有限公司，并将公司所有股权划拨给嘉兴市城市发展投资集团有限公司。2007年1月，根据嘉兴市国资委“【2007】2号”文件，嘉兴市城市发展投资集团有限公司更名为嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“母公司”），母公司是嘉兴市政府直属的投资型国有独资企业集团，主要业务涉及路桥基础设施建设、园林绿化建设、房地产开发、历史街区保护开发、旅游景区开发经营管理、天然气管网建设、房屋拆迁及宾馆餐饮等多个领域。

公司是嘉兴市国资委下属国有独资公司，作为嘉兴市城市基础设施建设投融资主体，目前公司具备三大职能：一是旧城改造、土地一级开发，高效运作城市资产，促进城市建设资金的良性循环和土地资本的不断增值；二是投资，投资重点是城市基础设施项目、历史街区修缮和园林绿化建设等重大任务；三是融资，依托政府有效资产，按市场化运作方式，多渠道筹措资金，满足城市建设和基础设施项目投资建设的资金需求。

目前公司下设办公室、党委办公室、总师室、计划财务部、投资发展部及质量安全部等6个部门。截至2007年底，公司拥有全资子公司4家，其中下属子公司嘉兴市城投城市建设开发有限公司（以下简称“城开公司”）和嘉兴市城建房地产开发有限公司（以下简称“城建房产”）为“两块牌子、一套班子”，其余两个子公司为嘉兴市沙龙国际宾馆有限公司（以下简称“沙

龙宾馆”）和嘉兴市城投环艺物业经营管理有限公司（以下简称“环艺物业”）。

截至2007年底，公司（合并）资产总额873772.31万元，所有者权益434191.82万元；2007年实现主营业务收入20929.32万元，净利润15128.41万元；经营活动产生的现金流量净额37054.14万元，现金及现金等价物净增加额-3051.37万元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市环城西路2418号；法定代表人：薛金泉。

二、本期债券及投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2008年申请发行17亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为七年期固定利率债券，同时附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权。在本期债券存续期的第5年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前5年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券由嘉兴高投提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

2. 本期债券投资项目概况

表1 债券募集资金投向

项目	子项目	投资总额 (万元)	债券额度/ 投资总额
污水处理及水务项目	嘉兴市污水处理二期工程	110182	43.86%
	嘉兴市南郊水厂一期工程	19945	
城市基础设施建设项目	嘉兴市区惠民安居工程	195776.52	
	嘉兴市市政基础设施工程	61699.79	
合计		387603.31	

资料来源：公司提供

本期债券募集资金 17 亿元，将全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。各子项目情况见表 1。

(1) 嘉兴市污水处理二期工程

该项目已经浙江省发展与改革委员会“浙发改投资【2007】766 号”文件批准。该项目具体情况见表 2。

表 2 嘉兴市污水处理二期工程项目

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期 (年)
嘉兴市污水处理二期工程	110182	市财政配套资金: 31180	3
		省城市污水处理日元贷款: 16500	
		日元再转贷基金: 6700	
		债务资金: 55802	

资料来源: 公司提供

该项目偿债资金主要来源未来收取的污水处理费，加之国家宏观政策上对供水、污水处理的支持，其收费价格将调高，企业未来收益有望进一步增加。

根据可研报告，该项目投资回收期 12 年，财务内部收益率 8.62%，累计财务净现值

44628.57 万元。项目建成后，嘉兴市内河环境可以得到明显改善，污水输送瓶颈将得到解决。

(2) 嘉兴市南郊水厂一期工程

该项目已经得到浙江省发展和改革委员会“浙发改投资【2005】153 号”文件的批准，该项目具体情况见表 3。

表 3 嘉兴市南郊水厂一期工程

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期 (年)
嘉兴市南郊水厂一期工程	19945	企业自筹: 6300	3
		债务资金: 13200	

资料来源: 公司提供

根据可研报告，该项目投资回收期 12.36 年，财务内部收益率 6.4%，累计财务净现值 626.94 万元。该项目建成后，可以有效地改善嘉兴市民生活饮用水质量，促进嘉兴市经济快速健康发展。

(3) 嘉兴市区惠民安居工程

该项目已经嘉兴市发展和改革委员会“嘉发改【2005】419 号”文件的批准。该项目具体情况见表 4。

表 4 嘉兴市区惠民安居工程

名称	子项目名称	投资总额 (万元)	建设期 (年)	资金来源 (万元)	经济效益指标	偿债资金来源 (万元)
嘉兴市区惠民安居工程	“1812”危旧房改造	31847.14	2011	企业自筹及债务资金	内部收益率: 16.09%; 静态回收期: 4.53 年; 财务净现值: 3307 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	“城中村”整治拆迁	63192.00	2011	企业自筹及债务资金	投资收益率: 26.41%; 静态回收期: 2.45 年; 财务净现值: 3846.21 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	“城中村”拆迁安置房	30479.81	2008-2009	企业自筹及债务资金	投资收益率: 36.20%; 静态回收期: 2.36 年; 财务净现值: 9231.67 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	汽配厂, 少体校、府南街地块危旧房改造	14985.65	2008	企业自筹及债务资金	投资收益率: 47.24%; 静态回收期: 3.34 年; 财务净现值: 2070.75 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	湖滨地块拆迁安置	15771.00	2011-2012	企业自筹及债务资金	内部收益率:	各拆迁区域范围内

	用房				26.82%；动态回收期：1.9 年；经济净现值：5815.86 万元	的土地出让金收入
	南片楔形绿地拆迁安置用房	39500.92	2011-2012	企业自筹及债务资金	内部收益率：22.75%；静态回收期：2.57 年；经济净现值：5377.35 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入

资料来源：公司提供

该项目建成后，将对加快推进嘉兴中心城市建设，满足当地群众日益增长的生活需求，推动当地经济、社会的进一步发展有着重要意义。

（4）嘉兴市市政基础设施工程

该项目已经嘉兴市发展与改革委员会“嘉发改【2006】445 号”文件的批准。该项目具体情况见表 5。

表 5 嘉兴市市政基础设施工程

名称	子项目名称	投资总额（万元）	建设期（年）	资金来源（万元）	经济效益指标	偿债资金来源（万元）
嘉兴市市政基础设施工程	鸳湖路道路改造	462.76	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：23.18%；投资回收期：3.65 年；财务净现值：220.12 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	洁翠路南延道路建设	1300.20	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：18.36%；投资回收期：3.84 年；财务净现值：397.14 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	乌桥路、兴桥路、兴平路工程	2542.70	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：18.31%；投资回收期：3.94 年；财务净现值：594.4 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	禾兴路改建	885.00	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：22.98%；投资回收期：3.81 年；财务净现值：313.18 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	东南十二路工程	703.00	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：25.28%；投资回收期：3.73 年；财务净现值：298.32 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	斜西街改造	598.00	2008	企业自筹及债务资金	内部收益率：15.3%；静态投资回收期：1 年；财务净现值：39 万元	各拆迁区域范围内的土地出让金收入
	二号路延伸段工程	5172.73	2009-2010	企业自筹及债务资金	内部收益率：26.1%；静态投资回收期：1 年；	各拆迁区域范围内的土地出让金收入

					财务净现值： 480 万元	
	秀城路工程	1708.76	2010	企业自筹及债务资金	内部收益率： 14.1%；静态投 资回收期:1 年； 财务净现值: 93 万元	各拆迁区域范围 内的土地出让金 收入
	南湖湖滨区块基 础设施建设拆迁 工程	48210.51	2011	企业自筹及债务资金	内部收益率： 13.91%；静态投 资回收期：4.89 年；财务净现 值：2365 万元	各拆迁区域范围 内的土地出让金 收入
	梅湾街人行桥	116.13	2008	企业自筹及债务资金	不直接产生收 益	

资料来源：公司提供

项目建成后，将进一步完善嘉兴城市基础设施，促进经济进一步发展。

三、行业分析

公司主要业务是土地一级开发。土地一级开发作为城市化进程的第一步，受城市化进程发展的影响。同时，土地出让收入也是城市化进程所需资金的重要来源。

1. 城市化及城市规划

城市化是随着工业化而发生的经济和人口分布重心向城市转移，城市数量和人口迅速增加，城市在国民经济和社会生活中的作用逐渐强化的历史过程。城市化不仅提高公共设施等资源的共享率，推动二、三产业的发展，拉动内需从而促进经济发展，更是提高国民素质，推动社会发展的有效途径。城市规划则指明了未来区域内土地开发的性质，在一定程度上决定了未来土地的出让价格。

改革开放以来，中国的经济快速持续发展，目前中国的工业化水平综合指数已超过50，整体进入工业化中期的后半阶段，但城市化水平只有43.9%。而发达国家城市化水平平均在80%左右，中等发达国家也已经达65%左右。相比较，中国的城市化进程相对落后，要在2050年达到现代化的目标，必然要加速推进城市化。

嘉兴地区“十五”期末城市化水平达到50%，高于全国平均水平。根据嘉兴市“十一五”规划，到2010年嘉兴市城市化水平将达到60%，并对市本级区域进行了空间布局规划：

①城市中心区，是城市商务、行政、文化、休闲设施集中区域；②东南片区，以南湖新区为重点，主要布置居住和城市副中心商业服务设施，该区域规划居住人口为40万人，为城市主要居住区域之一；③西南片区，以秀洲新区和运河新区为重点，秀洲新区主要布置居住、教育、城市副中心商业服务设施和工业区，该区也规划居住人口为18万人，也是城市主要居住区域之一。运河新区则主要以商务办公、文化休闲为特色；④北片区，以居住、工业和物流业为主，规划居住人口为13万人；⑤旅游开发区，以嘉兴湘家荡旅游区、嘉兴南湖名胜区（以上两个区域开发权均以划入母公司）等为主要区域。

2. 土地一级开发

土地一级开发，是指由政府或其授权委托的企业，对一定区域范围内的城市国有土地（锚地）或乡村集体土地（生地）进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，以达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件（熟地），再对熟地进行有偿出让或转让的过程。

中国土地一级开发的主要模式：①以政府为主的模式，即由政府各相关部门抽调主要领导和管理人员组成公司的核心，由政府提供土地开发启动资金和融资担保，统一征地、统一开发，土地出让以后，政府收取地价的一定比例，余款由土地开发公司统筹使用，主要用于支付土地开发成本；②以民间为主，政府扶持支持的模式。政府可将一定范围内的待开发土地一次出让给该公司，土地出让金可作为政府投资，在该公司中持有股份。该公司将待开发土地开发成“熟地”后，再向其它投资者转让，获取土地开发收益。公司采用第一种模式进行土地开发经营。

从1994年至今，土地出让金不再上缴中央财政，成为地方政府预算外收入的主要来源。尤其在发达地区，土地出让金数额巨大，成为地方政府财政预算外收入的重要来源。2007年全国土地出让总价款为9130亿元以上，全国财政收入为3.2万亿元，土地出让收入占财政收入的比重为28.53%。同期全国70个大中城市土地交易价格也出现大幅上涨，2007年前三季度各季度土地交易价格涨幅分别为9.8%、13.5%、15%，涨幅逐季增加，其中，以住宅用地和商业旅游娱乐用地价格上涨最快。

土地开发的未来发展趋势：①土地两极市场分离趋向明显。政府通过规定限制一级开发的利润和开发时间，加快土地开发速度，限制房价上涨，同时，二级房地产开发商将不再承担与商品房建设无关的设计土地开发及基础设施建设的工作；②一级市场开发开始向市场化推进，政府采取招标形式，将土地一级市场开发推向市场；③土地储备中心将起到枢纽作用，土地储备中心将不再直接参与和进行土地的一级开发工作，而作为代表政府利益的土地管理部门，在土地一级市场和二级市场中间起到承上启下的作用；④土地出让金将纳入预算内，实行“收支两条线”管理，根据嘉兴市人民政府办公室下发的“嘉政办发[2007]127号”文件的规定，嘉兴市将国有土地使用权出让收支全

额纳入地方政府性基金预算管理，全面实行“收支两条线”管理。

整体看，加速推进城市化进程是中国经济发展的必然要求，土地一级开发业务作为城市化发展的重要基础及主要资金来源，其未来发展前景广阔。

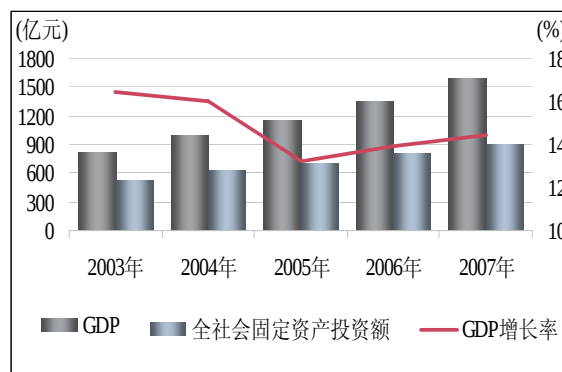
四、经营环境

目前公司主营业务均在嘉兴市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济增长、财政收支状况的影响，并与城市发展规划密切相关。

1. 经济概况

近年来，嘉兴市作为国务院确定的“长三角”“先行规划、先行发展”的城市之一，经济持续快速发展。2007年嘉兴市全市地区生产总值1585.18亿元，比上年增长14.4%，增幅较全国高出3个百分点。其中第一产业实现增加值100.22亿元，增长4.7%；第二产业实现增加值947.26亿元，增长14.8%；第三产业实现增加值537.70亿元，增长15.7%。2007年三次产业结构由上年的6.5: 60.6: 33.5调整为6.3: 59.8: 33.9。近年来，随着嘉兴地区旅游等第三产业的快速发展，第三产业对地方经济的贡献度明显提高。

图1 嘉兴市经济发展概况（单位：亿元）

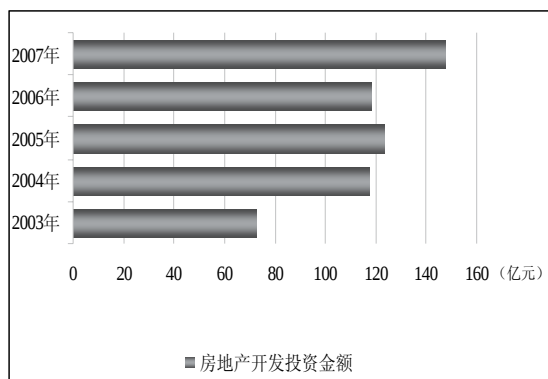


资料来源：嘉兴市统计局

2007年，嘉兴市共完成全社会固定资产投

资 900.01 亿元，较上年增长 12.4%。其中房地产开发投资 147.74 亿元，较上年增长 25.1%。嘉兴市房地产开发投资的快速增长，拉动了土地一级开发的进程。

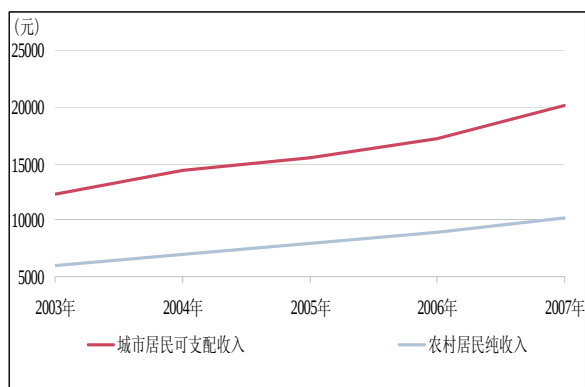
图 2 嘉兴市房地产开发投资情况



资料来源：嘉兴市统计局

嘉兴经济的快速发展使得居民收入水平大幅增加。2007 年全市城镇居民人均可支配收入 20128 元，农村居民人均纯收入 10163 元。同期，全国城镇居民人均可支配收入 13786 元，农村居民人均纯收入 4140 元。可见，嘉兴市居民人均收入水平远远超出全国平均水平。居民收入水平的快速增长，提升了居民对区域内生活环境和居住品质的要求，从而带动了房地产及其相关行业的发展。

图 3 嘉兴市近年来人均收入水平情况



资料来源：嘉兴市统计局

2. 发展规划

嘉兴市人民代表大会次会议审议批准了《嘉兴市国民经济和社会发展规划第十一个五年规划纲要》（2006-2010 年），该《规划》指出，“十

一五”期间全市生产总值年均增长 12%，到 2010 年达到 2000 亿元左右，人均达到 6 万元左右；财政实力进一步增强，地方财政收入年均增长 13%左右；全社会固定资产投资五年累计突破 5000 亿元，年均增长 12%左右；城乡二元结构从根本上得到破解，非农从业人员比重达到 88%左右，城市化水平达到 60%左右。

总体来看，在嘉兴经济持续将继续保持快速增长、固定资产及房地产开发投资稳定增长、城市化进程不断加速以及嘉兴市“十一五”规划实施等有利形势下，联合资信认为，在未来几年内，嘉兴市城市开发建设将获得良好的发展前景。

五、基础素质

1. 企业竞争实力

土地开发垄断优势

嘉兴市市区面积为 210925 亩，土地一级开发主要由四家公司负责，其中：经济开发区管委会，位于嘉兴市区北部，所拥有的土地主要是工业土地；秀洲区管委会，位于市区西北部，离市中心区较远；南湖区管委会，负责城区内小部分土地开发，土地位于城区东部，与公司拥有土地接壤；公司作为市本级土地开发的唯一主体，拥有城区面积 40% 的土地资源，土地开发垄断优势明显。

区域财政实力优势

公司作为嘉兴市城市经营投资的运作主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。

2003 年至 2006 年嘉兴市财政预算内收入从 92.72 亿元增加到 165.11 亿元（根据 2008 年嘉兴市统计公报统计，2007 年嘉兴市财政预算内收入达到 209.44 亿元，较上年增长 26.8%），市区预算内财政收入从 26.07 亿元增加到 52.51 亿元，市本级财政收入从 12.61 亿元增加到 28.43 亿元。市本级财政收入在全年市区预算内

财政收入中占比逐步提高，2006 年达到 54.14%。嘉兴市财政可支配的收入中除了本级财政收入外，还有预算外收入。2003 年至 2006 年嘉兴市区预算外收入从 28 亿元增加到 37 亿元(2007 年嘉兴市区预算外收入达到 40 亿元)，嘉兴市可支配的财政收入从 40.61 亿元增加到 65.43 亿元。

2007年嘉兴生产总值占浙江全省的8.50%，嘉兴市经济综合实力近几年在全省排名一直稳居第6位（紧随杭州、宁波、温州、绍兴等地区之后）。在2006年全国县域经济百强县市评价中，嘉兴地区的5个县（市）全部入围百强，其中，海宁和桐乡一直位于浙江省上榜县（市）的前10名。

2007年嘉兴市财政收入在“长三角”十五个城市排名第10位。由于浙江省财政收入统计口径不包括基金收入，考虑该因素后，嘉兴市在“长三角”城市排名将更加优于目前的实力。

表6 2006年“长三角”城市地方可支配财政收入
(单位: 亿元)

城市名称	地方财政收入	城市名称	地方财政收入	城市名称	地方财政收入
上海	1600.37	苏州	400.23	杭州	301.39
宁波	257.38	南京	246.44	无锡	220.89
常州	118.88	绍兴	94.55	南通	92.53
嘉兴	81.55	扬州	63.02	泰州	61.07
镇江	60.12	湖州	49.79	舟山	24.26

资料来源：嘉兴市 2007 年统计年鉴

由此可见，嘉兴市经济发展势头强劲，可支配财政收入的稳定增长为嘉兴市城市建设提供了可靠的资金支持和保障。

地理位置优越

嘉兴位于杭嘉湖平原，地处“长三角”的交通中枢，既有连接三个经济发达地区“沪杭苏”的区域优势，又有自身港口资源优势。此外，杭州湾嘉甬嘉绍跨海大通道、沪杭苏嘉城际轻轨、沪杭磁悬浮铁道、沪杭铁路复线、乍嘉湖铁路、沪杭高速公路复线等工程的相继完工，将形成嘉兴公路、铁路、水路、港口、航

空等综合配套的立体化交通网络。联合资信认为，地区交通基础设施的不断完善，必然会增强嘉兴城市综合竞争实力，提升城市土地的价值。

总体看来，嘉兴地区作为浙江省及“长三角”经济区的经济强市，经济发展势头良好，财政实力较强；优越的地理位置以及不断完善的基础设施，增强了嘉兴城市的竞争实力。公司作为嘉兴市本级唯一的土地一级开发主体，竞争实力较强。

2. 人员素质

公司本部高管人员情况

公司自成立之初，法定代表人兼董事长为当时在任的市建设局局长担任。公司作为母公司的核心企业，一直以来与母公司实行“一套班子、两块牌子”，高管人员全部相同。目前公司本部高管人员包括董事长、总经理、董事、监事、总会计师和总工程师共计 10 名。公司董事长薛金泉先生，现年 53 岁，大学学历，工程师职称，曾任嘉兴市城乡建设委员会主任助理、嘉兴市建设局副局长，现兼任嘉城集团董事长；公司总经理陈士洪先生，现年 46 岁，研究生学历，曾任嘉兴市秀城区副区长，嘉兴市港区开发建设管委会、嘉兴市出口加工区副主任，现兼任嘉城集团副董事长、总经理。总体看，高层管理人员具有多年的管理经验，管理能力和管理水平较高。

公司本部员工情况

截至2007年底，公司本部在职人员75人，其中具有中、高级职称的人员34人，占总人数的45.33%。按文化程度分，大专以上学历人员60人，占80.00%，高中及以下人员15人，占20.00%。公司本部员工的整体文化素质较好。

下属企业的员工情况

以下为截至2007年底公司下属重要的4家子公司员工情况。从表7可以看出，目前以下子公司的人员素质一般，但基本符合其所在行业人员需求的特征。

表7 部分下属子公司人员情况统计表

公司名称	文化素质构成 (%)			年龄结构 (%)			总人数
	初中以下	高中中专	大专以上	30岁以下	30至50岁	50岁以上	
城开公司		32.73	67.27	34.55	65.45		55
环艺物业	27.78	25.92	46.30	37.04	53.70	9.26	54
沙龙宾馆	47.30	35.81	16.89	34.46	60.14	5.40	148
城建房产	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，其中城建房产与城开公司为“一套班子、两块牌子”。

3. 政府支持

公司作为嘉兴市城市建设投资的主体，自成立以来一直得到政府在资产注入、土地出让收益返还、贷款利息补贴等方面的大力支持。

资产注入

根据嘉兴市国有资产监督管理委员会2006年12月28日下达的“嘉国资【2006】183号”文件，嘉兴市国资委同意将原嘉兴绢纺厂等六块地土地使用权及地面建筑物资产合计257378.92万元（按评估价格确认）划拨给公司，公司于2006年在资本公积—土地储备科目加以确认，以上六块土地均为综合性用地。

土地出让收益返还

根据嘉兴市人民政府办公室2004年9月20日下达的“嘉办【2004】88号”抄告单，市政府确认将市区二环路以内约25平方公里、秀城新区约25平方公里由公司来进行投资开发建设，上述范围内的土地出让收益金净收益，除按照规定扣除20%的规费后，其余80%的出让金由市财政专户直接拨入公司，用于该区域的城市基础设施建设。

根据嘉兴市人民政府办公室2005年12月27日下发的“【2005】143号”专题会议纪要，市长召开专题会议进一步确认了公司土地开发的范围，土地出让收益返还政策同上。

土地出让收益金返还方面，其中部分由嘉兴市财政局分别与2004-2007年均下发“嘉财企【2004】674号”、“嘉财企【2005】576号”、“嘉

财企【2006】769号”、“嘉财企【2007】327号”文件予以批复划拨在补贴收入科目反映，其余返还金额在资本公积科目反映，具体情况将在公司经营部分进行详细分析。

贷款利息补贴

城市土地开发前期投资资金需求量大，除了财政资金支持外，银行借款成为弥补开发资金缺口的主要方式之一。

根据嘉兴市人民政府办公室2004年9月20日下达的“嘉办【2004】88号”抄告单，市政府为了完善城建项目还贷机制，增强融资能力，每年由市财政直接拨付1亿元专项资金给公司，用于银行还贷付息。该笔付息资金在2007年嘉兴市人民政府又以“嘉政企【2007】97号”文件给予确认，并同意今后随地方财力的增长逐步增加补贴金额。

公司在进行土地开发项目过程中将专项贷款的利息费用加以资本化确认，当年未收到财政专项补贴时予以冲减。公司2005-2007年得到该笔财政补贴分别为8848万元、8000万元和8203万元。

由此可见，公司在发展过程中，一直得到来自政府财政资金和政策支持，并且由于公司的特殊性质，这些支持今后仍将得以继续，对于公司正常、良性和可持续经营发展是一种有力的保障。

六、公司管理

公司采取国有独资公司形式，行使授权范围内国有资产出资人权利，是代表嘉兴市进行市本级土地整理开发的企业法人。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。董事会是公司的决策机构，监事会行使监督职能，经理层行使董事会授予的职权。公司董事、监事均由市政府有关部门委派。公司本部共设六个职能部门，即办公室、党委办公室、人力资源部、质量安全部、计划

财务部及投资发展部，部门设置较为完善，能够满足目前管理需要。

从本部层级上来看，由于公司承担着较多的政府性职能，目前管理带有较浓的行政计划色彩，公司市场化运作程度不高。

从母子公司管理来看，由于下属各子公司的高管均由公司委任，董事由公司本部人员担任，公司本部对下属子公司的管控力度较强。尤其是公司核心子公司城开公司，基本上是以代建方式执行公司本部承担的市政工程，工程款均由公司按照工程进度进行审核后划拨。

从内部管理来看，公司根据自身特点建立了相应的管理制度。资金运营管理方面，公司要求所属企业不得对外提供任何形式的担保，特殊情况要得到公司审批；对外投资要符合公司的发展战略；对外借款资金必须用于公司的生产、经营、管理有关的经济活动。

总的来看，公司法人治理结构较为完善，但由于公司的功能定位比较特殊，其市场化运作程度不高，公司对下属子公司控制力强。

七、公司经营

公司本部主要负责嘉兴市市本级土地整理开发，土地开发过程中涉及的城市基础设施建设和城市绿化均由下属子公司来负责实施，因而下文将以公司本部的土地开发业务作为经营分析的重点。

1. 土地开发

土地开发经营模式

公司自成立以来土地一级开发业务主要经历了以下两个阶段：2000-2002年3年期间，主要从事老城区局部危旧房改造、环南湖地区环境整治；2003-2006年4年期间，主要从事市区大面积危旧房改造。由此可见，公司2000-2005年期间主要进行土地开发前期工作，土地出让的面积较少，从2006年开始土地转让开始正常周转。公司近年来出让土地的具体情况见表8

和9。

表8 公司2006-2007年出让地块具体情况

年度	出让土地(亩)	总价款(万元)
2006年	320.89	49878.20
2007年	749.82	121620.20
合计	1070.71	171498.4

资料来源：公司提供

表9 公司2008年初出让地块的情况

地块位置	地块面积(亩)	地块用途	出让价格(万元/亩)	总价(万元)
南湖西、铁路东南	65.30	旅馆业	98.33	6420.95
秀州路东、解放路北	74.40	商住	270.00	20088.00
秀州路东、东升路南	14.06	商住	322.67	4536.74
南湖大道西、珠庵路南	36.24	商办	130.00	4711.20
花园路东、二号路北	22.40	商办	131.50	2945.60
环湖路东、广场北路北	114.90	商住	89.67	10303.08
环湖南、潭湘路东北	79.90	商住	87.00	6951.30
合计	407.20			55956.87

资料来源：公司提供

根据嘉兴市人民政府办公室2004年9月20日下达的“嘉办【2004】88号”抄告单规定，土地挂牌出让所获得的收益由市财政局和公司之间进行分配。土地收益金的具体分配方案：土地成功出让后，收益金直接进入财政专户，市财政局按照土地开发项目核定的成本金额返回给公司，补偿公司开发支出，公司也将冲回工程成本；剩余的出让净收益，剔除需要上缴的各类规费后（占比大约为20%），再返还给公司，作为公司今后城市开发项目的资金（但返还资金与土地转让实现存在一定的时间差异）。公司将该笔资金分为两个部分，一部分按照财政每年下发的文件确认为财政补贴收入（市财政下达的文件号在上文政府支持的土地政策中提到），另一部分作为专款拨入，在资本公积—拨款转入科目中确认。公司近三年获得的土地收益金具体情况见表10。

表 10 公司近年来收到的土地收益金情况

项目 (万元)	2005 年度	2006 年度	2007 年度
补贴收入	7000	7000	12500
专款拨入	11544	35959	23016
合计	18544	42959	35516

资料来源：公司提供

土地储备情况

土地一级开发作为公司经营的主业，储备的土地资源在一定程度上决定了公司未来发展的前景。目前公司储备土地的分布情况见表 11。

表 11 公司拥有土地资源的分布情况

(单位: 亩)

拥有土地状况		非经营性用地状况	
位置	面积	位置及用途	面积
中心城区	36296	东片绿地	10000
东片绿地	15628	南片绿地	5547
南湖新区	17116	安置房用地	2000
高中园区	15148	学校、行政用地	2500
		道路用地	1200
合计	84188		21247

资料来源：公司提供

可以看出，公司拥有的土地资源拥有很大的区域优势：①公司拥有的土地主要是以商办住经营性用地，经营性用地在公司拥有总土地占比高达 75%，土地价值高；②根据嘉兴市城市规划，公司拥有的四大区域土地都是未来嘉兴市发展的商务、居住区域，土地开发条件好，配套设施较为完善，尤其是经济繁荣的市中心区域及嘉兴市未来城市扩展重心的东南侧区域；③嘉兴市区南侧作为高速铁路及磁悬浮列车中间停靠站，随着项目的完工投入使用，必然会带动周边整体经济的发展，南边区域土地的升值潜力大。

对于上述土地资源，公司每年按照市政府下达的土地出让指标通过土地储备中心进行土地出让，由于土地一级开发周期较长，公司每年进入招牌挂程序的土地基本上都是以前年度开发的土地资源。（公司对于这部分土地拆迁安置、基础设施建设已经完成，但是由于没有土地证，所以在报表上仅体现出开发成本），公司现拥有已经开发完毕的土地 4128.54 亩，其中

2116.94 亩具备土地指标，另外 2011.6 亩尚未具备土地转让指标（没有土地指标未来还需上缴费用 4 万元/亩）。公司拥有完成开发的土地具体情况见附件 1 和 2。

公司对已经开发完成的 4128.54 亩土地的价值进行了估价，总价达到 463629.22 万元。根据嘉兴市政府发布“嘉政办发【2005】134 号”文件，规定嘉兴土地出让的最低价格为 120 万元/亩，参照公司前两年土地出让价格，可以看出公司对这 4000 多亩土地价格估计较为保守。

未来发展

公司土地开发前期工程主要是拆迁安置和市政基础设施工程，未来 5 年内公司主要负责的工程为表 12 所示。公司未来项目投资资金主要来源于土地出让收益，参照公司近年来土地出让的情况，未来 5 年内公司完全可以承受项目支出压力。

表 12 未来公司主要投资的项目情况

项目名称	建设年限	总投资 (万元)	资金来源
五大基础设施项目	2008-2010	223934	土地出让、财政
十二大惠民安居工程	2008-2012	292058.80	土地出让
合计		515992.80	

资料来源：公司提供

根据嘉兴市区 2020 年的城市规划，市区规划总面积将达到 142 平方公里，公司将承担近 70 平方公里的城市土地开发，可以预见未来随着嘉兴整体经济的提升，公司不断加强基础设施配套建设，积极盘活土地存量，创造土地级差，加快土地滚动开发，公司所经营的土地开发业务未来发展前景广阔。

2. 其他业务

(1) 业务状况

工程代建

代建工程主要由城开公司负责，主要代建范围包括：①公司负责的城市基础设施项目，

由城开公司代为建设，并由公司和市规划与建设局签订《嘉兴市区基础设施工程项目委托建设与回购协议》，在委托的市区基础设施工程项目竣工决算后，以项目审计后的工程总结算造价加项目发生的融资费用作为项目回购的总回购价，市建设局从项目竣工验收合格之日起，五年内按回购总价分年等额支付回购价款，市财政局提供连带责任保证，在未付清去补回购资金时，项目所有权归公司所有，公司在其他长期资产科目中确认，截至 2007 年底，公司拥有该类其他长期资产金额 256453.03 万元；②公司土地开发的配套项目，如拆迁安置房小区、道路等城市基础设施、旅游配套工程项目。这些项目由城开公司和公司签订代建协议，城开公司安排专人负责监督工程实施进程及质量，每月按照工程进度上报公司，经核准后拨付工程款项；③由财政直接拨款委托公司建设的项目，如财政局办公大楼、市会展中心、南湖纪念馆、纪检委培训中心、民居的保护及修缮、创卫项目等项目，都是由财政直接拨款，城开公司负责监督管理工程。城开公司后两类代建项目可以最多按照工程合同总价的千分之三申请工程管理费用于日常开销。

资产经营租赁

嘉兴作为江南水乡文化名城，拥有众多著名的旅游资源。几年来，公司本着“以旧修旧”的原则，修缮了许多旅游景点，尤其是梅湾街、月河、芦席汇三大历史街区已经初具规模，招商运营工作全面启动。

2006 年底公司与嘉兴城投资产经营管理有限公司（以下简称“资产管理公司”）签订《梅湾街街区资产经营协议》，由资产管理公司负责租赁经营。2007 年度，公司取得租金收入 2200 万元。公司今后对月河和芦席汇历史街区也将采取同样的方式经营。

由于梅湾街整体街区尚未开街，租赁收入较少，随着公司对三大街区的改造逐步完善，可以预见公司未来经营租赁收入会逐步增加。

宾馆服务业

公司下属子公司沙龙宾馆位于“一大”会址南湖附近占地面积 15000 平方米，主要提供餐饮、住宿服务。2008 年公司将对沙龙宾馆进一步改造，修建沙龙二期工程，工程总投资 6000 万元，当年基本完工。随着沙龙二期工程竣工并投入使用，沙龙宾馆的业务会进一步扩大。

（2）未来发展规划

近年来，嘉兴市的经济建设和城市一体化进程取得了较快的发展，对能源的需求也与日俱增。但嘉兴市现状能源结构以燃煤为主，利用率低下，给生态环境带来很大的污染，也在很大程度上制约了嘉兴市经济的发展。

随着国家天然气长输观望工程建设的不断推进，“川气东送工程进嘉”、“西气东输德嘉县项目建设”及“西气东输二线”工程前期工作的启动，嘉兴市政府做出了建设嘉兴市城市天然气管网工程的规划。母公司成立了嘉兴市天然气管网建设管理有限公司负责嘉兴市区天然气管网工程建设。该项工程 2007 年开工建设，2015 年建成，总投资额为 85399 万元，工程建成后由天然气管网公司负责运营同时兼营天然气批发经营，收取的网管配套费和经营收入归母公司所有。同时，母公司还拥有市天然气销售公司 32.7% 的股权，（根据母公司出具“嘉城集发[2007]204 号”的文件精神）这些资产今后三年内将会逐步交由公司负责管理经营。

总体看，公司所拥有的经营性资产具有垄断优势。随着基础设施的完善，公司对土地整理开发的深入，公司主营业务收入将持续增长，盈利能力也将不断提高；非主营资产，由于有市政府的大力支持，运营前景良好。

八、财务分析

公司提供的 2005-2007 年度财务报表已经中磊会计师事务所有限责任公司审计，并出具

了无保留意见的审计结论。2005-2007 年公司合并范围未发生重大变化，财务连续可比性较强。

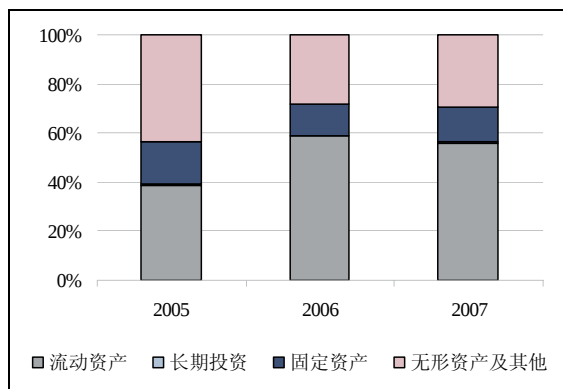
截至 2007 年底，公司（合并）资产总额 873772.31 万元，所有者权益 434191.82 万元；2007 年实现主营业务收入 20929.32 万元，利润总额 15516.64 万元；经营活动产生的现金流量净额 37054.14 万元，现金及现金等价物净增加额-3051.37 万元。

以下财务分析合并财务报表为准。

1. 资产质量

2005-2007 年公司资产规模快速增长，年复合增长率为 31.58%，主要是由于 2006 年嘉兴市国资委无偿划拨六块土地使用权和地面建筑物资产给公司，使得公司流动资产快速增长。相应地，从 2006 年起，公司的资产结构变化较大（见图 4），其中流动资产占比增长较快，其他各项资产占比均有所下降。2007 年公司的资产结构较 2006 年没有实质性变化。2007 年底，公司资产总额 873772.31 万元，其中流动资产和长期投资分别占 56.01%和 0.19%；固定资产、无形资产及其他分别占 14.07%和 29.73%。目前公司资产以流动资产为主。

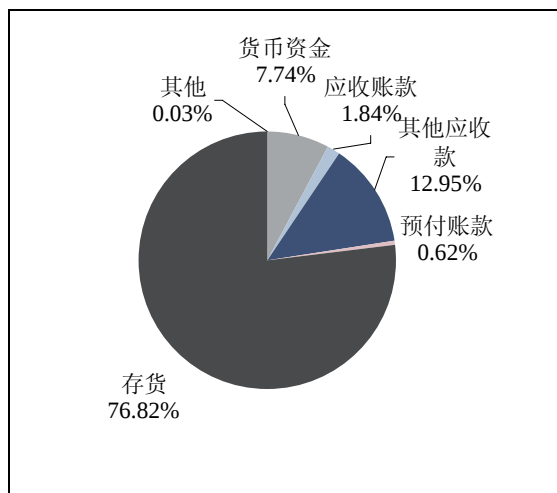
图 4 公司近三年资产结构变化情况



资料来源：公司提供

2005-2007 年公司流动资产复合增长 58.59%，2007 年底为 489409.84 万元，主要构成情况见图 5。从图 5 可以看出，流动资产中存货占比较大。

图5 2007年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2005-2007 年公司其他应收款复合增长率为-3.64%，变化较小，2007 年底为 63385.53 亿元，主要是应收非合并报表范围内关联子公司之间的往来款。其中账龄 1 年以内的占总欠款的 10.90%，3 年以上的占 82.33%。公司其他应收款账龄较长，虽然风险较小但在一定程度上占用资金，该笔债权流动性偏弱。

2005-2007 年公司存货净额复合增长率为 91.25%，2007 年底存货净额为 375964.06 万元。其中开发产品和开发存货合计在存货账面余额中占 22.34%，主要为土地一级开发过程中安置房建造成本；土地储备占 68.46%，为 2006 年嘉兴市国资委无偿划拨给公司的六块土地使用权和地面建筑物资产，划拨的六块土地资源均为市区内的商业用地，质量良好；出租开发产品和受托开发产品分别占 3.48%和 4.86%；其余存货为与工程施工相关的原材料、库存商品等，占 0.86%，占比很小。截至 2007 年底，公司对存货累计计提跌价准备 1.60 万元，为对原材料和库存商品计提的跌价准备。

近三年公司土地一级开发规模较大，由于尚未出让（含有出让指标和无出让指标的土地储备资源）的开发成本均在在建工程中反映，导致近三年公司固定资产合计较大，2007 年底为 122915.56 万元，其中在建工程占 95.99%，

公司该部分资产质量优良。

近三年公司无形资产及其他复合增长率为 9.05%，2007 年底无形资产及其他 259746.49 万元，其中其他长期资产占 98.73%。由于市区部分基础设施建设项目由市建设局委托公司建设，项目竣工后分 5 年由市建设局分期回购，在未付清回购款前由于所有权归公司所有，因此该委托建设项目在其他长期资产中反映。

综上所述，目前公司资产以流动资产为主，虽然其他应收款和存货占比较大，且对流动性产生一定影响，但其他应收款坏账风险较低，存货增值潜力较大；同时，对于目前储备的土地资源，公司仅以开发成本在账面反映，而该部分资产未来能带来稳定的现金流。总体来看，公司资产质量优良。

2. 负债及所有者权益

2005-2007 年公司所有者权益大幅增长，年复合增长率 103.29%，主要源于资本公积的增长。资本公积的增长包括每年收到的土地出让净收益的拨款转入，以及 2006 年嘉兴市国资委无偿划拨的土地资源和建筑物资产。2007 年底，公司所有者权益 434191.82 万元，其中注册资本占 4.91%，资本公积占 82.28%（资本公积中，拨款转入占 28.22%，划转的土地储备等占 71.44%），盈余公积和未分配利润分别占 1.69% 和 11.15%，公司自有资金结构稳定性较好。

近三年公司负债规模变化不大，年复合增长率为 5.01%，2007 年底，公司负债合计 439580.50 万元，其中流动负债占 59.28%，长期负债占 40.72%。可以看出，公司债务规模增幅稳健，负债结构基本合理。

2005-2007 年公司流动负债年复合增长率为 6.66%，2007 年底为 260598.96 万元，以短期借款（占 35.21%）、应付账款（占 19.61%）和其他应付款（占 36.35%）为主，其他应付款主要是公司与嘉兴市政府所属部门（财政局、土管局等部门）以及非合并报表范围内关联公司之间的往来款。

2005-2007 年公司长期负债复合增长率为 2.75%，2007 年底为 178981.54 万元，其中长期借款占 87.71%，专项应付款占 12.21%，公司的专项应付款为由财政直接拨款委托公司建设的项目，最终冲减代建工程成本，不构成公司的实际债务。

一方面由于政府拨款转入和资产注入导致所有者权益增幅较快，另一方面由于公司稳健的债务政策使得公司债务规模基本保持稳定，以上两方面因素导致公司近三年债务水平逐年下降。2007 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.31%、37.69% 和 26.55%，公司债务负担正常。

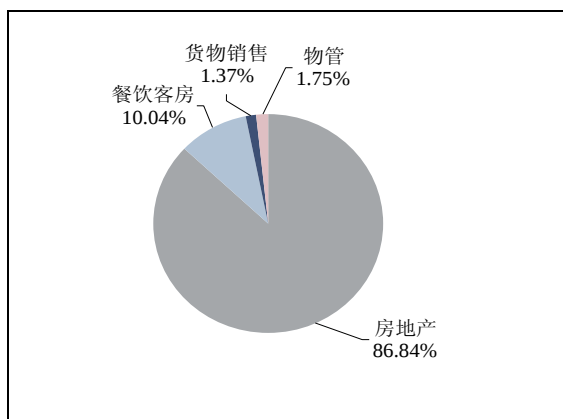
未来 5 年公司主要负责土地一级开发及相关的项目投资支出总额预计为 51.60 亿元，而公司目前 4128.54 亩土地储备资源，保守估计其价值为 46.36 亿元，公司上述项目资金缺口较小。此外，根据嘉兴市土地一级开发“负债经营、滚动发展、动态平衡”的相关政策，预计公司未来几年实际债务负担增长的幅度不大。

3. 盈利能力

公司是嘉兴市土地一级开发的投融资主体，虽然土地出让后，公司能获得较大的资金流入，但对于出让土地获得的整理成本冲减“在建工程”成本；出让金净收益返还一部分在“补贴收入”中反映，其余的在“资本公积”中反映，因此该部分资金流入未在主营业务收入中体现。目前公司主营业务收入主要来源于经政府批准的销售拆迁安置房的收入、沙龙宾馆的餐饮客房收入、货物销售以及物管收入，2007 年公司主营业务收入 20929.32 万元，各项收入构成见图 6，公司主营业务收入相对较小。

在扣除主营业务成本、期间费用之后，公司营业利润规模很小，补贴收入成为公司利润的又一重要来源，该补贴收入全部是公司收到的嘉兴市财政局返还的土地出让净收益，2005 和 2006 年该部分补贴收入分别为 7000.00 万元，2007 年为 12500.00 万元。

图6 公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供

从主要盈利指标看，2007 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.66%和 3.48%，整体盈利能力偏弱，这与公司职能定位相符合。

未来几年，随着公司土地的滚动开发，按照“嘉办[2004]88 号”抄告单的相关规定，在公司对于土地出让净收益会计确认方式不变的情况下，公司有望获得市财政稳定的补贴收入。

4. 现金流

经营活动方面，由于公司资产自身盈利能力弱，公司经营活动现金流量以与嘉兴市政府所属部门或母公司之间的经营往来款为主。2005-2007 年公司经营活动产生的现金流量净额较大，2007 年为 37054.14 万元。需要说明的是，2006 年公司销售商品、提供劳务收到的现金较大，主要是公司预收母公司关于拆迁安置房的劳务收入。

2005-2007 年公司工程建设投资支出规模较大，投资活动现金流出量总体呈增长态势，2007 年为 75059.33 万元；由于土地整理成本和出让金返还收益在“收到的其他与投资活动相关的现金流入”中反映，使得公司每年的投资活动现金流入规模相应较大，其中 2007 年收到的返还数额为 2005-2007 年的峰值，2007 年公司投资活动现金流入量为 78143.57 万元。由于上述原因，2007 年公司投资活动现金流量净额由负转正，为 3084.24 万元。

由于公司经营获现能力偏弱，即使政府每年返还一定的土地出让净收益或者提供其他的资金支持，根据“负债经营、滚动发展、动态平衡”的相关政策，公司需要依靠部分银行借款作为资金来源的补充。由于筹资活动前现金流量净额的波动性，以及借款偿还期限的分布不均匀致使筹资净流入规模呈现波动。2007 年公司筹资活动产生的现金流入量 88756.00 万元，现金流量净额为-43189.74 万元，2007 年公司筹资活动以偿还债务为主。

未来几年公司仍有较大规模的投资支出，虽然储备的土地资源出让收益在很大程度上能满足投资项目的资金需求，但由于土地出让收益返还资金到位情况与工程资金的投入具有一定的时间差，公司将通过外部债务性融资实现土地滚动开发的动态平衡。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2005-2007 年公司流动比整体上呈上升趋势，2007 年底为 187.80%；由于存货规模较大，公司速动比率较低，2007 年底为 43.53%，由于公司存货的流动性一般，公司的短期支付能力偏弱。

受经营活动现金流量净额波动的影响，2005-2007 年公司经营现金流动负债比率相应有所波动，2007 年为 14.22%，公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力偏低。

从长期偿债指标看，2005-2007 年公司 EBITDA 利息倍数加权平均值为 9.65 倍，2007 年为 5.51 倍，由于公司的利息全部由市财政专项补贴资金进行偿还，公司利息偿还能力较强；2005-2007 年公司全部债务/EBITDA 加权平均值为 15.31 倍，2007 年为 13.51 倍，指标偏高，债务压力较大，考虑到公司土地资源与投融资规模动态平衡的运作模式，公司长期债务的偿还具有一定的保障。

截至 2007 年底，公司对外担保合计 10.18 亿元，担保比率 23.45%，其中对嘉兴市交通投资

集团公司的担保占全部担保的66.99%，目前被担保方实力较强，公司或有负债风险低。

九、债权保护条款

本期公司债券由嘉兴市高等级公路投资有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保；同时，嘉兴市政府根据与公司签署的代建回购协议，安排专项资金用于回购投资项目，并将该项资金进入偿债基金专户管理，如出现本期债券未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况，则由嘉兴市财政以财政资金或其他资金代为偿还，嘉兴市财政实力强劲，对本期债券本息保障很强。此外，公司的财政贷款贴息以及商业银行流动性支持对本期债券利息偿付起到保障作用。

1. 第三方担保

根据公司与嘉兴高投签订担保函，嘉兴高投为公司本期发行的17亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人资信情况

嘉兴高投系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1998】57号文”批准，于1998年5月注册成立的国有企业，当年注册资本为1.05亿元。经过多次增资，截至2007年底，公司注册资本增至10.33亿元，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“高投集团”或“母公司”，为国有独资公司，嘉兴市国有资产管理委员会是其唯一股东）为第一大股东，占比85.69%，其余的股东分别为嘉兴市南湖区交通建设投资有限公司、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、平湖市国有资产经营有限公司、嘉善县国有资产投资有限公司、桐乡市国有资产投资经营有限公司。

嘉兴市是浙江省的经济强市，地处东部沿海发达地区，是“长三角”交通网络的一个重要节点，也是中国179个国家公路运输枢纽之一。2003~2007年五年期间，嘉兴市交通网络得到快速发展，共完成交通建设投资300多亿元，新增公路1981公里，公路密度居浙江省第一位。在高速公路方面，2008年随着“杭浦”、“申嘉湖”和“杭州湾大桥北接线”三条高速公路顺利开通，嘉兴市高速公路总里程达到337公里，高速公路密度8.6公里/百平方公里，居浙江省第一位。

上述三条高速公路在2008年建成通车后，将与原已通车运营的沪杭高速公路、乍嘉苏高速公路形成3条东西走向、2条南北走向的高速公路网。高速公路网的顺利运营，使得嘉兴与上海、杭州、苏州、湖州等周边城市实现了1小时互通，嘉兴市的高速公路经济效益相应也逐渐显现，这为嘉兴高投下辖的杭浦高速公路、杭州湾跨海大桥北岸接线、07省道及杭州湾跨海大桥等公路资产提供了较好的发展机遇。

目前杭浦高速公路和杭州湾跨海大桥北岸连接线自2008年1月正式运营后，至2008年4月10日，公路运营收入为8524万元，公路运营情况正常。从未来运营状况来看，由于公司目前拥有的三条经营性公路资产和杭州湾跨海大桥均为运营初期，未来两至三年内车流量将会随路网效应、区域经济带效应等外部条件逐步增多，公司的运营收入也有望随之增加。

截至2007年底，嘉兴高投资产总额1320358.68万元，所有者权益690949.05万元，少数股东权益208.20万元；2007年公司收到补贴收入30000.00万元，实现净利润11021.14万元。

联合资信对嘉兴高投2008年评定的主体长期信用级别为AA⁻。

本期17亿元公司债券占嘉兴高投2007年底资产总额的12.88%、所有者权益的24.60%，对其财务状况存在一定影响；本期17亿元公司债占嘉兴高投全部债务的30.24%，对其现有债

务有一定影响。

2. 偿债基金专户和偿债机制

根据嘉兴市规划与建设局和公司签订的《嘉兴市区 2008 年度基础设施工程项目委托建设和回购合同》（以下简称“**代建回购合同**”）的相关条款约定，公司负责污水厂、拆迁安置房、旧城改造拆迁、道路工程、桥梁工程、雨污水工程、绿化工程等项目的投资建设，嘉兴市规划与建设局负责回购该项目并按期支付项目回购资金。该代建回购合同总额为 38.76 亿元。回购资金的支付方法是从各项目竣工验收合格之日起，五年内（由于各项目竣工时间不一致，实际支付款项的时间长于 5 年）按回购总价分年等额向公司支付。此外，嘉兴市财政局提供回购资金支付的连带保证责任担保。该回购协议已经“嘉人大常发【2008】3 号”文批准同意。

根据代建回购合同规定，公司在未来 7 年内共计获得回购资金 33.68 亿元，各年回购资金支付情况如表 13。根据“嘉人大常发【2008】3 号”文精神，上述资金进入偿债资金专户管理，优先用于偿还本期债券本息。未来 7 年的回购资金是本期债券拟发行额度的 1.98 倍，能够较强地保障本期债券本金的偿付。

表 13 回购资金支付情况

年度 (年)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
获得金额(万元)	8308	14404	37816	66467	77521	69213	63117
合计							336845

资料来源：公司提供

公司将在发行结束后，在中国工商银行嘉兴市分行开立专用结算账户，作为本期债券的偿债基金专户，用于本期债券各期利息和本金的统一支付。中国工商银行嘉兴市分行银行是该账户的监管人，监管偿债资金按时及足额划付。

偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基

金两部分。利息偿债基金按年计提，公司在相应年度的付息首日之前的第十个工作日，将本年度约定计提金额的资金划入偿债基金专户，如果上述各年度的回购资金不足以偿还利息，公司承诺拟用嘉兴市政府给予的每年不少于 1 亿元的财政贴息款划入偿债基金专户，以补足应付债券利息的差额部分。若公司没有按时、足额将应付债券利息划至偿债基金专户，监管银行将在国家法律法规和信贷政策及规章制度允许的情形下，对发行人的生产经营给予流动性支持。本金偿债基金从第四年开始计提，第四个付息日前提取金额不低于本金的 5%；第五个付息日前提取金额不低于本金的 15%（累计不低于 20%）；第六个付息日前提取金额不低于本金的 20%（累计不低于 40%）；第七个付息日前半年提取金额不低于本金的 30%（累计不低于 70%）；第七个付息日前五个工作日提取完毕（累计 100%）。

3. 人大决议

根据“嘉人大常发【2008】3 号”和“嘉政【2008】44 号”文件精神，如出现本期债券未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况，由嘉兴市财政以财政资金或其他资金代为偿还。

综上所述，嘉兴高投提供的提供全额无条件不可撤销的连带担保对于提高本期债券本息偿付安全性具有一定的帮助；而嘉兴市规划与建设局对于公司投资项目的回购安排、偿债基金专户的设置和嘉兴市人大及政府对本期债券提供的兑付承诺对于本期债券的安全性具有较明显的增级作用。

十、综合评价

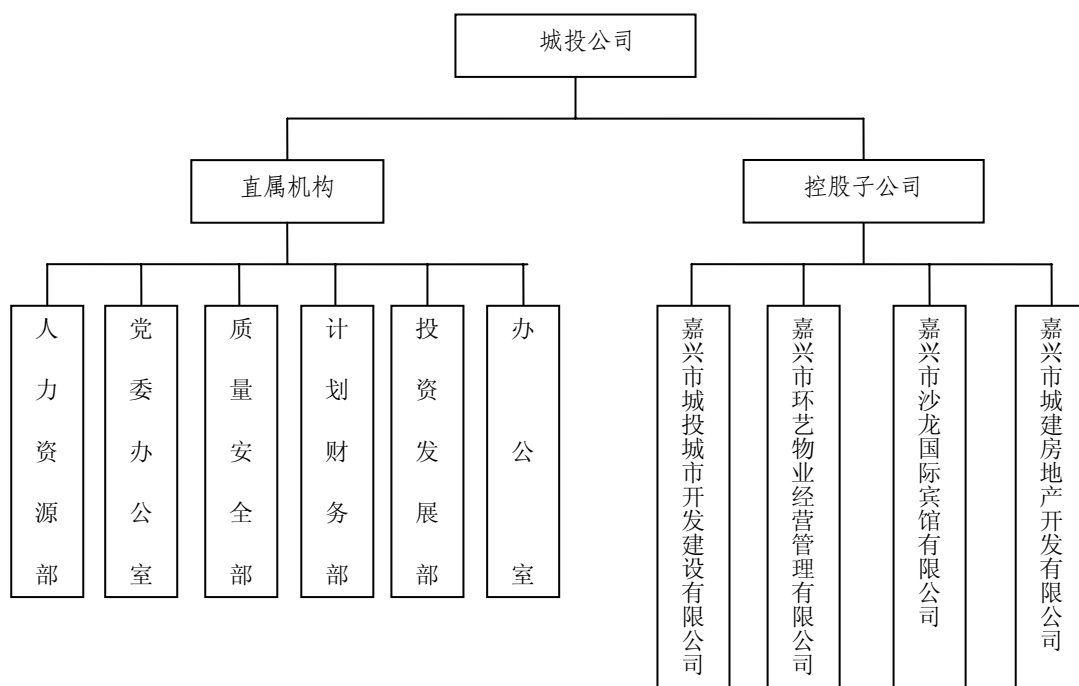
公司是嘉兴市政府授权嘉兴市国资委出资组建的国有独资公司，作为嘉兴市唯一的土地一级开发主体，具有较强的政府背景，公司经营

风险小。

近几年嘉兴市政府通过对国有资源的整合，向公司注入优质资产；同时，随着土地开发规模的逐年扩大，公司资产规模扩张迅速，资产质量较好；公司债务规模稳健增长，债务结构基本合理，债务负担一般。目前公司大多数项目公益性较强，盈利能力偏弱，主营业务收入规模相对较小，但政府通过土地出让净收益返还、贷款贴息等措施来平衡公司资金需求，提高整体偿债能力。综合以上，公司整体信用风险很低。

本期债券由嘉兴高投提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，回购资金安排、偿债基金专户的设置和嘉兴市的财政支持对本期债券本息的偿还具有很强的保障，本期债券到期不能偿还的风险很小。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 公司拥有开发完成的地块情况（有土地指标）

序号	地块位置	总面积（亩）	用地性质	单价（万/亩）	出让总价(万元)
1	姜水路东侧、二号路南侧	29.9	商办	127	3797.3
2	花园路西、祈阳路北	57.3	商办住	116.7	6686.91
3	祈阳路北侧、花园路东侧	78	商住	127	9906
4	秦逸路东、祈阳路北	32	商办	130	4160
5	祈阳路南侧、花园路东侧	14.2	商住	127	1803.4
6	河流南侧、花园路东侧	61.4	商住	130	7982
7	秦逸路东、祈阳路南	20	商办	130	2600
8	花园路西侧、庄乾路北侧	16.7	商住	127	2120.9
9	姜水路东侧、公交公司南侧	22	商办	110	2420
10	新气象路西侧、中南路北侧	76.4	住宅	127	9702.8
11	庄乾路南侧、花园路西侧	105.44	商住	127	13390.88
12	庄乾路南侧、花园路东侧	79.5	商住	127	10096.5
13	秦逸路东、庄乾路南	30	商办	130	3900
14	中环东路东侧、二号路北侧	38.7	商办住	127	4914.9
15	中环东路东侧、望湖路北侧	60.9	商办住	127	7734.3
16	乌桥路北侧、普民路东侧	27.7	商住	120	3324
17	乌桥路南侧、普民路东侧	60.5	商住	120	7260
18	双溪路东侧、二号路南侧	143.1	商办住	100	14310
19	文贤路北侧、云东路西侧	25.9	商办住	100	2590
20	五星路西侧、中环南路南侧	36.6	商办住	120	4392
21	五星路东侧、中环南路南侧	34.73	商办住	120	4167.6
22	长寿弄西侧、恬园路北侧	24.2	商住	130	3146
23	恬园路北侧、长寿弄东侧	9.3	住宅	130	1209
24	平湖塘南、冶金宿舍东	12.99	住宅	127	1649.73
25	东升路北、规划道路东	31.1	商办住	121	3763.1
26	富润路东、文贤路南	291	商住	110	32010
27	城北路北、中环西路南	45	商办住	160	7200
28	规划和平路东、中环西路南	65	商办住	130	8450
29	禾兴路西、中环西路南	70	商办住	180	12600
30	乌桥港西侧、城东路北侧	9.7	住宅	120	1164
31	凌塘路两侧	60	商住	150	9000
32	城东路西侧、东升路南侧	44	商办住	130	5720
33	中环东路东侧、望湖路北侧	60.9	商办住	127	7734.3
34	乌桥路北侧、普民路东侧	27.7	商住	120	3324
35	乌桥路南侧、普民路东侧	60.5	商住	120	7260
36	双溪路东侧、二号路南侧	143.1	商办住	100	14310
37	文贤路北侧、云东路西侧	25.9	商办住	100	2590
38	五星路西侧、中环南路南侧	36.6	商办住	120	4392
39	五星路东侧、中环南路南侧	34.73	商办住	120	4167.6
40	城南路西侧、中环南路北侧	14.25	商办	160	2280
	合计：	2116.94			259229.22

资料来源：公司提供

附件 3 公司拥有开发完成的地块情况（无土地指标）

序号	地块位置	总面积（亩）	单价（万/亩）	出让总价(万元)
1	中环南路南、泾水路东	24.5	100	2450
2	中环南路南、沽翠路西	28.1	100	2810
3	五星路西、校园路北	113	100	11300
4	五星路东、校园路北	75.2	100	7520
5	车埭路东、校园路北	54.3	100	5430
6	五星路西、校园路南	76.8	100	7680
7	五星路东、校园路南	52	100	5200
8	车埭路东、校园路南	36	100	3600
9	五星路西、二号路北	67.6	100	6760
10	五星路西、二号路南	74.7	100	7470
11	五星路东、二号路南	58.9	100	5890
12	车埭路东、二号路南	49.8	100	4980
13	五星路西、望湖路北	86.3	100	8630
14	泾水路西、望湖路南	20.5	100	2050
15	泾水路东、望湖路南	40.3	100	4030
16	沽翠路西、望湖路南	55.4	100	5540
17	东方路西侧、热电厂南侧	120	127	15240
18	中环东路东、中南路北	94.4	100	9440
19	望湖路南、缪圩路西	118.8	100	11880
20	中南路北、缪圩路东	116.7	100	11670
21	望湖路南、双溪路东	135.6	100	13560
22	中南路北、双溪路东	119.4	100	11940
23	中南路北、泾水路西	18	100	1800
24	郁圩路北、泾水路东	100.9	100	10090
25	郁圩路南、泾水路东	74	100	7400
26	郁圩路北、五星路东	112.7	100	11270
27	郁圩路南、五星路东	87.7	100	8770
	合计	2011.6		204400

资料来源：公司提供

附件 4-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	9960.39	40946.63	37895.26	95.05
应收票据				
应收账款	9115.56	12872.03	8983.68	-0.73
其他应收款	68270	61734.95	63385.53	-3.64
应收款项净额	77385.56	74606.99	72369.21	-3.3
预付货款	4442.91	3463.26	3020.25	-17.55
应收补贴款				
存货	102789.74	377677.57	375964.06	91.25
减：存货跌价准备				
存货净额	102789.74	377677.57	375964.06	91.25
待摊费用	5.18	7.25	161.06	457.69
一年内到期的长期债权投资				
流动资产合计	194583.77	496701.71	489409.84	58.59
长期投资				
长期股权投资	3297.73	1980.12	1700.43	-28.19
长期债权投资				
长期投资合计	3297.73	1980.12	1700.43	-28.19
长期投资净额	3297.73	1980.12	1700.43	-28.19
固定资产				
固定资产原值	4701.32	6183.84	6303.27	15.79
减：累计折旧	785.02	1092.98	1373.22	32.26
固定资产净值	3916.3	5090.86	4930.05	12.2
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	3916.3	5090.86	4930.05	12.2
在建工程	84512.01	101789.81	117985.51	18.16
固定资产清理				
固定资产合计	88428.31	106880.66	122915.56	17.9
无形资产及其他资产				
无形资产	1929.24	1875.07	3284.68	30.48
长期待摊费用	84.9	54.45	8.77	-67.85
其他长期资产	216391.18	238518.16	256453.03	8.86
无形资产及其他资产合计	218405.32	240447.68	259746.49	9.05
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	504715.13	846010.17	873772.31	31.58

附件 4-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	61540	56100	91750	22.1
应付票据		24000	3260	
应付账款	51635.91	67692.73	51110.65	-0.51
预收账款	1057.03	11571.82	7549.74	167.25
应付福利费	109.82	204.15	266.02	55.64
应付股利		50.08	50.08	
应交税金	1159.12	63.87	651.46	-25.03
其他应付款	-0.79	1.89	20.78	0
其他应付款	83871.45	53072.12	94722.02	6.27
预提费用	1.98	0	568.22	1594.05
一年内到期的长期负债	29700	44800	10650	-40.12
其他流动负债				
流动负债合计	229074.53	257556.66	260598.96	6.66
长期负债				
长期借款	148237	169637	156987	2.91
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	21272.23	21272.23	21846.66	1.34
住房周转金				
其他长期负债	34.39	121.47	147.88	107.38
长期负债合计	169543.62	191030.7	178981.54	2.75
递延税项				
递延税项贷项				
负债合计	398618.15	448587.36	439580.5	5.01
少数股东权益	1032.24	698.94		
股东权益				
实收资本（或股本）	21322.26	21322.26	21322.26	
资本公积	54908.39	335270.94	357268.05	155.08
盈余公积	4477.86	5717.02	7331.83	27.96
其中：公益金	1515.35			
未确认的投资损失		-465.33	-122.91	
未分配利润	24356.24	34878.98	48392.58	40.96
其他				
外币报表折算差额				
股东权益合计	105064.74	396723.87	434191.82	103.29
负债及股东权益合计	504715.13	846010.17	873772.31	31.58

附件 5 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	25337.7	23916.91	20929.32	-9.11
减: 折扣与折让;				
主营业务收入净额	25337.7	23916.91	20929.32	-9.11
减: 主营业务成本	10913.3	12913.97	9527.13	-6.57
主营业务税金及附加	1211.87	1226.35	1333.36	4.89
其它				
二、主营业务利润	13212.53	9776.59	10068.82	-12.7
加: 其他业务利润	-100.16	-75.41	267.97	0
减: 存货跌价损失				
营业费用	809.91	870.97	1158.09	19.58
管理费用	1521.14	247.7	1860.56	10.6
财务费用	696.58	2409.01	3521.8	124.85
三、营业利润	10084.73	6173.51	3796.35	-38.64
加: 投资收益	-328.97	-895.62	-279.69	-7.79
补贴收入	7000	7000	12500	33.63
营业外收入	0.68	0.46		
减: 营业外支出	3.62	14.13	157.6	559.74
其他支出			342.43	
四、利润总额	16752.82	12264.22	15516.64	-3.76
减: 所得税	125.71	428.61	529.31	105.2
少数股东损益	33.63	73.7	-141.09	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	16593.48	11761.91	15128.41	-4.52
加: 年初未分配利润	10312.25	24356.24	34878.98	83.91
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
六、可供分配的利润	26905.74	36118.14	50007.39	36.33
减: 提取法定盈余公积	1692.31	1239.17	1614.81	-2.32
提取法定公益金	857.19			
七、可供股东分配的利润	24356.24	34878.98	48392.58	40.96
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	24356.24	34878.98	48392.58	40.96

附件 6-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
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	27277.12	80149.64	20960.4	-12.34
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	32800.22	51506.62	63263.61	38.88
经营活动现金流入小计	60077.34	131656.26	84224.01	18.4
购买商品、接受劳务支付的现金	20263.92	34578.13	18941.5	-3.32
支付给职工以及为职工支付的现金	959.99	1202.94	1344.7	18.35
支付的各项税费	1646.15	1474.76	1475.43	-5.33
支付的其他与经营活动有关的现金	10100.52	43207.06	25408.24	58.6
经营活动现金流出小计	32970.58	80462.89	47169.87	19.61
经营活动产生的现金流量净额	27106.76	51193.37	37054.14	16.92
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金		259.61		
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.45	2054.98		
收到的其他与投资活动有关的现金	19122.31	27795.23	78143.57	102.15
投资活动现金流入小计	19122.77	30109.82	78143.57	102.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	31429.94	68086.05	75059.33	54.54
投资支付的现金		382.75		
支付的其他与投资活动有关的现金	35.76	622.23		
投资活动现金流出小计	31465.7	69091.03	75059.33	54.45
投资活动产生的现金流量净额	-12342.93	-38981.21	3084.24	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	76360	143240	88556	7.69
收到的其他与筹资活动有关的现金	1100		200	-57.36
筹资活动现金流入小计	77460	143240	88756	7.04
偿还债务所支付的现金	76770	112180	113336	21.5
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10210.92	12285.91	18609.74	35
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.31			
筹资活动现金流出小计	86981.23	124465.91	131945.74	23.16
筹资活动产生的现金流量净额	-9521.23	18774.09	-43189.74	112.98
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	5242.6	30986.24	-3051.37	

附件 6-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	16593.48	11761.91	15128.41	-4.52
加: 少数股东损益	33.63	39.44	-141.09	
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
资产减值准备				
固定资产折旧	174.81	255.74	274.27	25.26
无形资产摊销	54.19	54.17	81.96	22.98
长期待摊费用摊销	45.52	54.43	36.31	-10.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益)	-0.45		3.19	
待摊费用减少(减: 增加)	-1.08	-11.43	-153.81	1092.14
预提费用增加(减: 减少)	-5.48		568.22	
固定资产报废损失	0.73	4.91	0.05	-73.77
财务费用	696.36	2438.85	18609.74	416.96
投资损失(减: 收益)	328.97	895.62	279.69	-7.79
递延税款贷项(减: 借项)				
存货的减少(减: 增加)	89788.89	154823.46	1710.02	-86.2
经营性应收项目的减少(减: 增加)	1679.13	16841.55	-144.05	
经营性应付项目的增加(减: 减少)	-82995.26	-135129.82	976.37	
其他	713.33	-835.46	-175.16	
经营性活动产生的现金流量净额	27106.76	51193.37	37054.14	16.92
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	9960.39	40946.63	37895.26	95.05
减: 货币资金的期初余额	4717.79	9960.39	40946.63	194.6
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	5242.6	30986.24	-3051.37	

附件 7 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.56	2.18	1.92	2.72
存货周转次数(次)	0.11	0.05	0.03	0.05
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.02	0.03
盈利能力				
营业利润率(%)	52.15	40.88	48.11	46.75
总资本收益率(%)	5.01	2.07	2.66	2.95
净资产收益率(%)	15.79	2.96	3.48	5.79
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	58.28	29.92	26.55	33.91
全部债务资本化比率(%)	69.30	42.57	37.69	45.47
资产负债率(%)	78.98	53.02	50.31	56.86
偿债能力				
流动比率(%)	84.94	192.85	187.80	168.75
速动比率(%)	40.07	46.21	43.53	43.64
EBITDA 利息倍数(倍)	25.32	6.13	5.51	9.65
全部债务/EBITDA(倍)	13.51	19.52	13.51	15.31
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	0.04	0.15	0.1
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	21.09	4.96	11.37	11.39

附件 8 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	主营业务收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (少数股东权益+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%
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+少数股东权益+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 / (少数股东权益+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

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

全部债务=(长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

附件 9 公司债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

联合资信评估有限公司关于 嘉兴城市建设投资有限公司 2008 年度 17 亿元公司债的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

嘉兴城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。嘉兴城市建设投资有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注嘉兴城市建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息,如发现嘉兴城市建设投资有限公司出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如嘉兴城市建设投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至嘉兴城市建设投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送嘉兴城市建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。



嘉兴市高等级公路投资有限公司

2008年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2008年6月17日

主要数据：

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额(万元)	112617	1300375.03	1320358.68
所有者权益(万元)	675859	679571.62	690949.05
长期债务(万元)	260500	497408.33	513873.33
全部债务(万元)	311059	536420.71	562151.67
主营业务收入(万元)	-	-	-
净利润(万元)	22559.8	3676.70	11021.14
EBITDA(万元)	30886.1	22109.05	30599.16
主营业务利润率(%)	-	-	-
净资产收益率(%)	3.34	0.54	1.60
资产负债率(%)	39.96	47.72	47.65
全部债务资本化比率(%)	31.51	44.11	44.85
流动比率(%)	174.58	298.32	268.07
全部债务/EBITDA (倍)	10.07	24.26	18.37
EBITDA 利息倍数(倍)	147.83	2.23	2.81

分析师

陈静

电话 010-85679696-8813

邮箱 chenjing@lianheratings.com.cn

刘小平

电话 010-85679696-8830

邮箱 liuxp@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：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（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为嘉兴市国有高速公路投资运营平台，在行业前景、所处区位及政府支持等方面的显著优势。联合资信同时也关注到，近几年公司资本性支出较大、公路资产尚未正常运营以及其他应收款存在或有风险等因素给公司整体偿债能力带来的不利影响。

目前公司有息债务负担较重，考虑到未来几年公司投资建设的高速公路将陆续通车，以及区域经济发展对车流量的拉动等积极因素，公司整体盈利规模及现金流有望稳步增长，这有助于缓解公司的债务压力，并保持其整体较强的偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公路属国民经济基础设施，是国家近年投资的重点，行业发展前景良好。

2. 嘉兴地处“长三角”中心，区位优势明显，加之嘉兴经济发展水平较高，货运及客运量增长较快，公司外部发展环境良好。

3. 公司代表嘉兴市政府在全市高速公路投资领域行使投资建设运营职责，能得到市政府财政资金的有效支持。

4. 公司在建的高速公路基本竣工，后续的资本性支出很小；新建公路陆续通车后，公司自身运营能力有望显著提高。

关注

1. 公司公路资产尚未步入正常经营，2007年以前均没有主营业务收入。

2. 公司其他应收款存在一定的或有风险。

信用评级报告声明

- 联合资信、评估人员与嘉兴高投不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因嘉兴高投和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由嘉兴高投提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 嘉兴高投 2008 年企业主体长期信用等级自 2008 年 6 月 17 日至 2009 年 6 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内嘉兴高投的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”或“公司”），系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1998】57号文”批准，于1998年5月注册成立的国有企业，当年注册资本为1.05亿元。经过多次增资，截至2007年底，公司注册资本增至10.33亿元，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“高投集团”或“母公司”，为国有独资公司，嘉兴市国有资产管理委员会是其唯一股东）为第一大股东，占比85.69%，其余的股东分别为嘉兴市南湖区交通建设投资有限公司、嘉兴市秀洲区交通建设投资有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、平湖市国有资产经营有限公司、嘉善县国有资产投资有限公司、桐乡市国有资产投资经营有限公司。

公司作为嘉兴市国资委下属的地方国有企业，主要从事高等级公路投资、建设及公路沿线配套设施和房地产项目开发。其运作模式主要是运用财政经费补贴、金融贷款等对所辖路段高速公路以控股或参股形式进行投资建设，行使对所建高速公路的管理及经营职能。截至2007年底，公司拥有1家控股子公司（按合并口径），共有3条全资公路资产。

截至2007年底，公司资产总额1320358.68万元，所有者权益690949.05万元，少数股东权益208.20万元。2007年公司收到补贴收入30000.00万元，实现利润总额11021.14万元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市县南街46-48号；法定代表人：倪忠伟。

二、行业分析

公司主营业务为公路投资与经营管理。

1. 公路行业概况

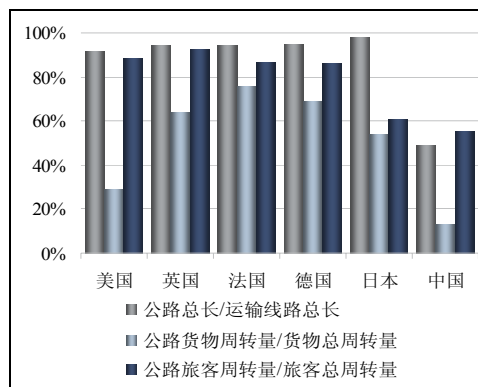
交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。在由公路、铁路、水路、航空、

管道等五种运输方式构成的现代交通综合运输体系中，公路交通作为最广泛、最普及的运输方式，具有“覆盖面广、时效性强、机动灵活、门到门运输”的特点与优势，在综合运输体系中占主导地位。

近20多年来，中国公路建设呈现出快速增长的态势，取得了举世瞩目的成就。据原交通部统计，截至2005年底，中国公路总里程达到193.05万公里，比上年末增加5.99万公里，比“九五”期末增加25.07万公里；中国等级公路里程159.18万公里，占公路总里程的82.5%，比上年末提高1.4个百分点，比“九五”期末提高4.2个百分点。2006年中国新、改建公路里程34万公里，年底全国公路通车总里程达到348万公里；2007年中国新增公路通车里程达11.6万公里，年底全国公路通车总里程达到357.3万公里。综合来看，近年来中国公路建设保持了稳定的增长态势。

在当前西方发达国家综合运输体系中，公路也居于明显的主导地位。通过与发达国家统计数据的比较可以看出（参见图1），中国公路总量和运输量在综合运输体系中所占比重偏低，与世界主要发达国家还存在一定的差距。

图1 主要国家公路占综合运输体系比重



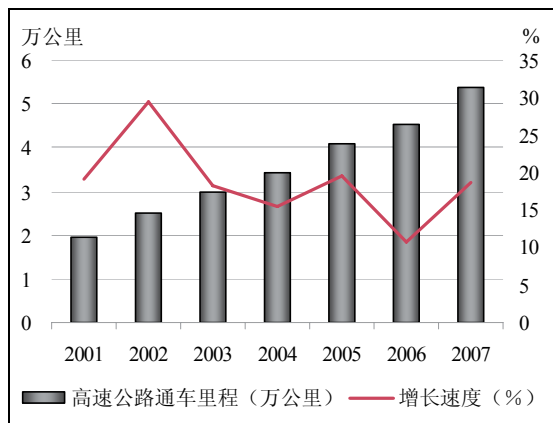
资料来源：国家统计局，各国统计年鉴（2004年数据）

2. 高速公路行业

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。

相比西方发达国家，中国高速公路建设起步较晚，1988 年修建了第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路。1998 年以来，在国家积极财政政策的推动下中国的高速公路发展迅速。截至 2005 年底，中国“五纵七横”国道主干线建成已超过 90%，2006 年中国“五纵七横”国道主干线多条重点项目也相继建成通车。2007 年初步统计，中国建成高速公路近 8300 公里，总规模 3.5 万公里的“五纵七横”国道主干线系统于年底基本贯通，比原规划提前 13 年；西部开发 8 条省级通道建设已完成总量的 80%；苏通长江大桥、杭州湾跨海大桥、舟山连岛工程西堠门大桥相继合拢。从图 2 可以看出，2000 年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，截至 2007 年底，中国高速公路通车里程达 5.36 万公里，仅次于美国位居世界第二位。

图 2 中国高速公路通车里程

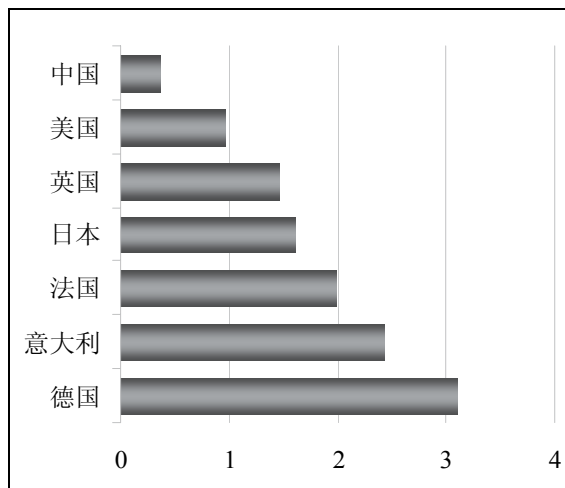


资料来源：原交通部

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足 30% 的需求。高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通 50 万人以上的城镇（而美国、德国已连通国内所有 5 万人以上的城镇，日本已

连通所有 10 万人以上的城镇）；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，但仍存在大量的“断头路”，中国高速公路的网络化任务依然艰巨。

图 3 主要国家高速公路密度比较
(单位：公里/百平方公里)



资料来源：中银万国证券研究所

从目前状况看，公路建设虽然有了长足的发展，初步缓解了制约国民经济的“瓶颈”状况，但从总体上看，公路基础设施依然薄弱，公路密度低、通行能力差，公路发展在各地区之间存在着较大差距，与全面建设小康社会的目标和要求还有差距，与发达国家的先进水平相比较差距更大。高速公路方面，由于高速公路的建设归属各地，建成的高速公路除个别路段外，大多分布零散，衔接不好，没有形成长距离的干线运输通道，更未形成网络，尚不能形成公路运输的网络优势，直接影响了高速公路优势的发挥。

3. 高速公路收费政策

目前世界上的收费公路主要集中在欧洲（如法国、意大利及西班牙等国）和亚洲（如中国、日本、新加坡及马来西亚等国）。国外公路收费一般基于以下几种目的：一是筹集养护资金，以确保公路路况的完好，如美国的收费公路。二是调节交通流量，通过在某些较拥挤

的高速公路征收通行费，引导车流量的走向，如新加坡等国。三是以偿还贷款或盈利为目的的经营性收费，如法国、意大利、日本等。

中国高速公路收费始于 20 世纪 80 年代初期，1981 年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了中国“贷款修路，收费还贷”的先河。1984 年，国务院通过了加快公路建设的三大政策：一是适当提高公路养路费征收标准，二是开始征收车辆购置附加费，三是允许集资、贷款修建公路，并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此，中国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越式发展。

据原交通部统计，中国自实施收费公路政策以来，共筹集了 8000 多亿的建设资金，目前已建成的所有高速公路、70% 的一级公路、50% 的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的，如果不实施收费公路政策，中国公路建设将比现在滞后 20 年。可见，没有收费公路政策中国公路和国民经济的健康发展势必将受到较大影响。

2004 年 12 月，原交通部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的通知》，要求各省对 10 吨以上货车收费下调 20%~30%，这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005 年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出，未来二十年，中国将新建高速公路 4 万公里，静态投资需求约为 2 万亿元人民币（其中政府投资的比例预计为 10% 左右，其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现）。从投资主体来看，一方面，地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款，另一方面，公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此，从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看，国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大，未来一段时间内，高速公路

收费模式仍将存在。

关于可能开征的燃油税，从目前情况分析暂时并不会影响收费高速公路通行费的正常收取。征收燃油税将可能增加公路运输成本，抑制人们的出行欲望并导致客货流转移到其他运输方式。预计若征收的燃油税较高，短期会对运输需求有抑制和挤出效应，但车流量将很快恢复正常增长。随着燃油成本的上升，高速公路的节油优势将得到明显体现，因此预计将会有部分车辆从普通公路分流到高速公路上来。

4. 嘉兴市公路建设情况

嘉兴市是浙江省的经济强市，地处东部沿海发达地区。“十五”期间，嘉兴市路网结构不断完善，新建改建高等级公路 253 公里，每百平方公里通车里程达到 78.3 公里，市域内基本形成“半小时交通圈”。截至 2007 年底，嘉兴市公路总里程达 7085 公里（乡道以上 3420 公里），公路密度 180.9 公里/百平方公里，公路密度居浙江省第一位，嘉兴市也被原交通部确定为中国 179 个国家公路运输枢纽之一。

5. 行业发展前景

今后一个时期，中国公路建设的发展方向和重点是完善“五纵七横”国道主干线系统及全国 45 个公路主枢纽的建设。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，未来 30 年中国将掀起建设高速公路的高潮：投资 20000 多亿元人民币，建成 8.5 万公里的国家高速公路网。从目前已有的高速公路与规划相比较，中国高速公路还有较大的发展空间，未来几年仍将是基础设施投资的重点。

根据嘉兴市“十一五”规划纲要，“十一五”时期嘉兴市国内生产总值将年均增长 12%

左右，到2010年达到2000亿元左右，人均生产总值达到6万元左右。经济总量的大幅增长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。“十一五”时期嘉兴市交通体系发展围绕“接轨大上海、畅达长三角”的目标，完善以快速交通设施为骨干的现代化交通运输网络，形成以高速公路、沪杭高速铁路、港口建设为主题，以铁路和水运为补充，多种运输方式有机衔接的高效区域交通体系，将嘉兴建设成为长三角主要交通枢纽。其中高速公路网络建设，着重建设杭州湾跨海大桥北岸连接线、杭浦、申嘉湖（杭）高速公路，建设南通嘉兴宁波、苏州嘉兴绍兴、杭州嘉兴萧山高速公路，基本形成“三纵三横三连”的高速公路网络，高速公路通车里程达到500公里左右。从嘉兴市经济和社会发展前景和市政府战略规划来看，公司进行的高速公路投资经营业务面临良好的发展机遇和较大的发展空间。

总体来看，中国公路建设与经营企业面临较好的发展环境、发展潜力以及良好的盈利前景，机遇与挑战并存，总体行业风险较小。但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成本造价，国内交通基础设施投资企业面临较大的成本控制压力。与此同时，国务院2004年9月颁布，同年11月实行的《收费公路管理条例》明确提出应当坚持发展非收费公路。东部地区收费最高年限为25年，收费价格实行听证等有关规定，对高速公路投资经营企业会造成一定影响。此外，随着加入WTO后3年保护期的结束，交通基础设施投资建设和运营的市场更加开放，经营环境发生了很大变化，现有交通投资、运营企业将面临激烈的竞争。

三、企业素质

1. 竞争实力

公司是嘉兴市国资委下属的地方国有企业，是嘉兴市政府高速公路投资运营的主要平台，其下辖的公路资产区域竞争力强。

独特区域优势

嘉兴市地处长江三角洲和沿海经济带中心，位于上海、杭州、苏州三大城市的中心，是“长三角”交通网络的一个重要节点，公司独特的地理位置优势，为其下辖收费公路车流量的增长提供有利条件。

路网效应优势

2003~2007年五年期间，嘉兴市交通网络得到快速发展，共完成交通建设投资300多亿元，新增公路1981公里。在高速公路方面，2007年以前嘉兴境内高速公路主要为沪杭甬高速公路和乍嘉苏高速公路两条高速公路，总公里数仅为149.5公里，两条高速公路运营时间较长，时有发生堵车现象，嘉兴市内存在较大的高速公路需要空间。2008年随着“杭浦”、“申嘉湖”和“杭州湾大桥北接线”三条高速公路顺利开通，嘉兴市高速公路总里程达到337公里，高速公路密度8.6公里/百平方公里，居浙江省第一位。

上述三条高速公路在2008年建成通车后，将与原已通车运营的沪杭高速公路、乍嘉苏高速公路形成3条东西走向、2条南北走向的高速公路网。高速公路网的顺利运营，使得嘉兴与上海、杭州、苏州、湖州等周边城市实现了1小时互通，浙江、上海、江苏的连接发生重大改变，嘉兴市“长三角”地区交通节点地位凸现，嘉兴市的高速公路经济效益相应也逐渐显现，这为公司下辖的杭浦高速公路、杭州湾跨海大桥北岸接线、杭州湾跨海大桥等公路资产提供了较好的发展机遇。

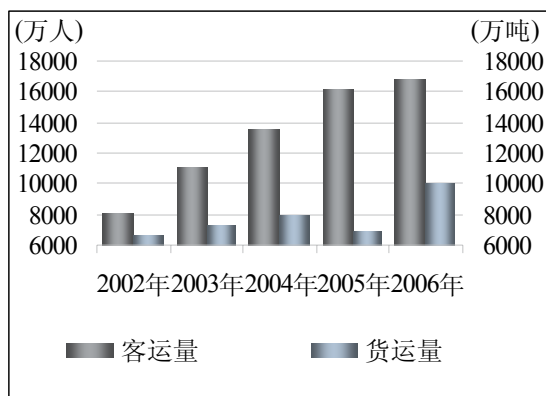
区域经济优势

嘉兴市经济实力近年来持续增长。根据嘉兴市统计局统计公报，2007年嘉兴市全年实现

地区生产总值 1585.2 亿元，较上年增长 14.4%；嘉兴市财政预算内收入达到 209.44 亿元，较上年增长 26.8%；三次产业结构由上年的 6.5:60.6:33.5 调整为 6.3:59.8:33.9。近年来，随着嘉兴地区旅游等第三产业的快速发展，第三产业对地方经济的贡献度明显提高；嘉兴市综合竞争力排名进入全国 200 个地级以上城市前 50 强，市所属各县（市）全部进入全国百强县前 30 强，嘉兴市经济总量在浙江省位置前移。

嘉兴市经济的持续高涨尤其是旅游经济的快速发展带动了交通运输行业的快速增长，同时也对嘉兴市路网建设提出了更高的要求。由于历史原因，嘉兴铁路建设相对滞后，铁路公里数偏少，公路运输是嘉兴客运交通的主要方式。根据嘉兴市统计局初步统计，2007 年嘉兴市货物周转量（不包括铁路）115.34 亿吨公里，较上年增长 7.9%；全市完成公路客运量 1.76 亿人次，较上年增长 7.98%，旅客周转量 57.5 亿人公里，增长 11.65%。嘉兴市近年来客运量和货运量增长情况见图 4。

图 4 嘉兴市近年来客运量和货运量增长情况



资料来源：嘉兴市 2007 年统计年鉴

同时，从地区交通发展规划来看，嘉兴市政府提出：全面建设交通枢纽经济繁荣带，将提升区域竞争力作为核心，改变区域经济发展不平衡状况，加快建设横向联系沿海与发展中地区的高速公路网络，促进和加速客货运速的流动，作为嘉兴发展的重要工作。公司作为嘉兴市高等级公路投资和建设的主要平台之一，未来将有望持续得到地方政府的大力支持，这

为公司的发展提供了有利的外部条件。

2. 人员素质

公司共有高管人员 11 人。公司董事长倪忠伟先生，现年 56 岁，曾任嘉兴经济开发区管委会副主任、嘉兴市乍浦开发管委会副主任、嘉兴港区开发建设管委会主任、嘉兴市港务局局长、嘉兴市政协党组成员。公司总经理张文华先生，现年 45 岁，曾任桐乡市委副书记、纪委书记，桐乡市副市长，2006 年开始担任嘉兴高投总经理。公司高层管理人员都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高。

截至 2007 年底，公司本部拥有员工 199 人。从学历划分看，大专以上学历人员占 77.39%，高中、中专学历的人员占 18.09%，初中及以下学历的人员占 4.52%；从年龄划分看，年龄在 30 岁以下的占总人数的 21.61%，30 至 50 岁的占 67.34%，50 岁以上的占 11.05%；从职称划分来看，拥有初级职称人数为 46 人，拥有中级职称人数 61 人，高级职称人数 22 人。员工整体素质较好，能满足日常经营管理活动需要。

3. 财政支持

公司在嘉兴市内高速公路经营具有区域垄断优势，作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，得到了嘉兴市政府在财政资金支持等方面的大力支持。

根据嘉兴市政府抄告单规定，嘉兴市财政将在 2006~2016 年每年给予公司财政补贴不少于 2 亿元（公司在“补贴收入”中反映），并会随着嘉兴市财政实力的增强给以增加。近三年公司获得政府补贴收入情况见表 1。

表 1 2005~2007 年公司获得财政补贴收入情况

年度	金额（万元）	文件号
2005	30000	嘉财预告【2005】578 号
2006	20000	嘉财预告【2006】52 号
2007	30000	嘉财预告【2007】221 号
合计	80000	

资料来源：公司提供

此外，公司2005~2006年还获得嘉兴市财政07省道桥梁补助金和嘉善大道补助金（公司在“专项应付款”中反映），其中2005年为3500.00万元，2006年为4000.00万元。

四、管理分析

公司是嘉兴市国资委下属的地方国有企业，在项目选择、资金运作等方面接受嘉兴市发改委和国资委的管理和监督，具有较强的政府政策支持；在人事任免上，公司高级管理人员人事管理权归属嘉兴市国资委，公司董事会、监事会和总经理均由市国资委提名，市政府任命，副总经理等由公司提名，市政府任命。

公司按照“管办分离、统一管理、资源共享、节支增效”的原则，改革公司的内设机构、在内部各部门之间实行牵制管理，对项目的进度、质量、费用三大方面进行控制，各部门即分工协作又互相钳制，有效保证了廉政工作的进行，对提高公司的工作效率和效益起到了很大的作用。

在项目管理上，公司对工程项目实施项目部管理制，采取统筹与分别管理相结合的办法，即对同时进行的四个项目采取集中征迁、财务统一管理的办法，又对项目的施工等采取非别管理的办法，从而更好地利用率现有资源，避免了人力、物力、财力的浪费，集约效应明显。

在工程安全管理上，公司先后制定了《安全生产管理办法》、《重特大事故应急处理预案（试行）》、《工程建设安全事故及险情报告办法（试行）》等制度，各工程项目部也集合在建工程实际对各安全管理制度进行了修改完善，为在建工程的安全生产工作提供了有力的保障。

从总体情况看，公司已基本建立健全了一整套管理制度和良好的管理机制，并不断完善内部管理系统，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险较低。

五、经营分析

公司业务经营的核心是高速公路投资、建设、经营和管理，依托这一核心业务，公司也将大力开发公路沿线配套设施和房地产项目等业务领域。

根据嘉兴市委、市政府关于国有资产逐步退出竞争性领域的指示精神及嘉兴市国有资产监督管理委员会的批复，经国资合法转让程序，公司于2005年初完全退出国际贸易和房地产开发领域，2006年进行账务处理，公司将其在浙江嘉房实业股份有限公司中所持有的30%股权转让给浙江森侨实业集团有限公司；将其在浙江嘉国际商贸股份有限公司中所持有的30%股权转让给嘉兴市苏银国际贸易有限公司。至此，公司的业务集中在高等级公路的建设和营运，由于公司2005年~2007年期间公路资产尚处于建设期，因而公司近三年没有主营业务收入。现公司仅有一家控股子公司即嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司（以下简称“子公司”）。

1. 公路建设

公司接受嘉兴市国资委委托从2004年底开始修建三条高速公路，即为杭州湾跨海大桥北岸连接线工程、杭浦高速公路工程、申嘉湖高速公路嘉兴段工程，以及改建一条省道工程，即07省道改建工程（乍浦至嘉兴段新建、嘉兴至王江泾段改建），全部工程总长241.1公里，总投资184.36亿元，工程设计嘉兴五县（市）二曲、37个乡镇（镇、街道）、170个行政村。同时，公司还参与投资建设杭州湾跨海大桥工程。截至目前，所有工程均竣工并投入运营。公司修建、改建或者投资的公路资产中，杭州湾跨海大桥北岸连接线工程、杭浦高速公路工程、07省道为公司的全资控股的经营性资产，杭州湾跨海大桥为公司的参股投资资产；而申嘉湖高速公路嘉兴段，该资产目前为高投集团经营性资产。以上公路建设投资所需资金前期主要

通过政府每年 2 亿元左右的财政补贴，以及银行贷款。其中银行贷款的偿还主要为公司收费公路未来产生的收益以及财政补贴等款项。

杭州湾大桥是原交通部规划的“五纵七横”国道主干线中同江至三亚沿海大通道的重要组成部分，是 2003~2020 年浙江省公路交通建设规划“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的一通道。大桥全长 36 公里，是世界上跨度最长的跨海大桥，于 2008 年 5 月 1 日正式通车，是浙江省东部沿海地区与上海之间的快捷通道。

杭州湾跨海大桥北岸连接线工程起点位于沪杭高速公路大云和十八里互通之间，途经嘉兴秀城区、平湖市、海盐县，终点与杭州湾跨海大桥相接。项目全长 24.79 公里，为六车道全封闭高速公路，全线设特大桥 1 座，大桥 3 座，中小桥 18 座，枢纽互通 4 处，分离立交 7 座，于 2007 年底与杭州湾跨海大桥同步完成建设。

杭浦高速公路是国家重点公路建设规划路线中编号为“纵一”黑龙江嘉荫至福建南平支线（南通——嘉兴）的重要组成部分，杭浦高速公路全线总长为 111.60 公里（其中嘉兴段为 102.8 公里，杭州段为 8.80 公里），始于杭州市绕城高速公路北线的大井互通，自西向东经余杭、海宁、海盐、平湖，终于浙江省与上海市交界处的界河，与上海的莘奉高速公路（A4）相接。设计标准为全封闭、全立交六车道高速公路，于 2007 年底竣工。

申嘉湖杭高速公路（嘉兴段）东起白滩港东侧，终点位于湖州市南浔区西庄桥北侧。项目全长 58.77 公里。本工程全线按双向六车道高速公路标准建设，于 2007 年底竣工，但该高速公路目前属于高投集团经营性资产。

07 省道改建工程全长 45.6 km，由乍浦至嘉兴和嘉兴至王江泾两段组成，其中乍浦至嘉兴段长 36 公里，嘉兴至王江泾段长 9.6 公里。工程双向六车道，全部工程于 2007 年投入运营。

2. 公路运营

目前杭浦高速公路和杭州湾跨海大桥北岸连接线自 2008 年 1 月正式运营后，至 2008 年 4 月 10 日，公路运营收入为 8524 万元，公路运营情况正常；07 省道 2007 年 4 月已经正式运营，但由于收费权批文尚未正式下达，目前该收费公路收入尚未结算到公司账户，只有在批文正式下达后才能参与省内统一分配；杭州湾大桥已于 2008 年 5 月通车，公司持股比例不高，只参与该路桥资产未来投资收益的分配。

从未来运营状况来看，由于公司目前拥有的三条经营性公路资产和杭州湾跨海大桥均为运营初期，未来两至三年内车流量将会随路网效应、区域经济带效应等外部条件逐步增多，公司的运营收入也有望随之增加。公司对于上述经营性资产未来经营预测情况详见表 2。

表 2 公司公路资产建设及未来运营预测情况

项目名称	营运时间	2008-2010 年预计车流量情况（标准小客车车辆/日）			收费标准（包括为正式运营）
		2008 年	2009 年	2010 年	
07 省道	2007 年 4 月 28 日	16438	23811	26192	10 元/标准小客车
杭浦高速公路	2008 年 1 月 28 日	30000	38336	42322	0.4 元/车公里
杭州湾跨海大桥北岸连接线	2008 年 1 月 28 日	22000	44549	50974	
杭州湾跨海大桥	2008 年 5 月 1 日	参股 10%			80 元/车次

资料来源：公司提供。

从浙江省高速公路收费情况看，浙江省政府为减轻社会负担，促进公路运输业健康发展，于 2005 年 1 月 1 日下调了高速公路车辆通行费收费标准：四类车由原 10 吨以上 20 吨（含）以下货车调整为 10 吨以上 15 吨（含）以下货车，五类车由原 20 吨以上货车调整为 15 吨以上货车。收费标准调整为四类车车次费由 20 元/辆次调整为 15 元/辆次、里程费由 1.60 元/公里调整为 1.40 元/公里；五类车车次费由 25 元/辆

次调整为 20 元/辆次、里程费由 2.00 元/公里调整为 1.60 元/公里（见表 3）。2005 年 11 月 1 日起，浙江省高速公路四类车、五类车收费一律按三类车收费标准执行，即按车次费 15 元/辆次、里程费 1.20 元/车公里标准计费。高速公路车辆通行费费率下调将对公司主业产生一定程度的影响，但随着运营公路车流量的逐年增长，抵消部分上述不利影响，公司通行费收入将能取得稳定增长。

表 3 浙江省现行高速公路通行收费标准
(2005 年 11 月 1 日始)

序号	车辆类别	车型	车次费 (元 / 辆·次)	车公里 费 (元/ 车·公里)
1	第一类	客车≤20 座	5	0.40
		货车≤2 吨		
2	第二类	客车 20 座-40 座 (含)	10	0.80
		货车 2 吨-5 吨 (含)		
3	第三类	客车≥40 座	15	1.20
		货车 5 吨-10 吨 (含)		
4	第四类	货车 10 吨-15 吨 (含)	15	1.20
5	第五类	货车≥15 吨	15	1.20

资料来源：浙江省公路局

总体来看，2005～2007 年三年期间，公司以项目建设为主，2008 年后所有项目均转入运营期，公司的组织机构、人员配置等面临重新整合的压力，而较长的运营成长期也会使公司在未来的发展方面面临较大的经营压力。同时，高速公路的建设经营具有较强的政策性，未来国家及省内高速公路收费政策的变化将对公司的经营带来较大的影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005～2007年度财务报表已经中磊会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计结论，近三年公司财务报表按照企业会计准则和《企业会计制度》的规定编制，合并口径变化不大，可比性强。

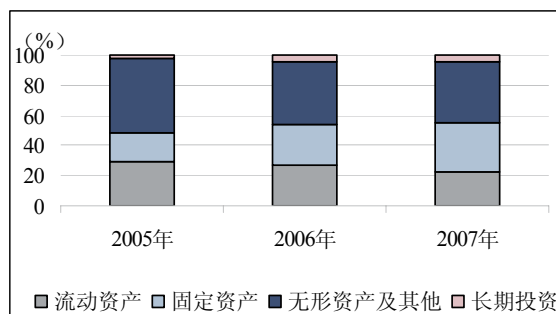
截至 2007 年底，公司合并资产总额 1320358.68 万元，所有者权益 690949.05 万元，少数股东权益 208.20 万元。2007 年收到补贴收入

30000 万元，实现利润总额 11021.14 万元。

2. 资产质量

2005～2007 年公司资产结构相对稳定，年均增长 8.28%。2007 年底公司资产总额 1320358.68 万元，其中无形资产及其他占 41.09%，固定资产占 31.92%，流动资产占 22.58%，长期投资占 4.41%，公司资产以无形资产及固定资产为主。

图 5 公司近三年资产结构变化情况

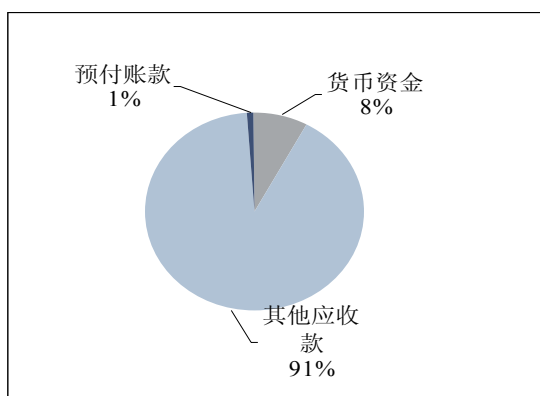


2005～2007 年，公司流动资产波动中有所下降，年均下降 4.19%。2007 年底为 298167.92 万元，主要是货币资金下降较快所致。公司货币资金下降主要是公司支付项目建设所致。公司流动资产以其他应收款和货币资金为主，其占比分别为 90.91% 和 8.15%。

2007 年底公司其他应收款余额 271069.17 万元，账龄在 1 年以内的占 54.12%，1～2 年占 18.13%，2～3 年占 1.24%，3 年以上占 26.51%，金额为 71859.48 万元，账龄偏长，该部分欠款主要为子公司应收嘉兴市乍嘉苏高速公路有限公司 5 亿元，为 2002 年 12 月 3 日出借的款项，根据 2002 年 12 月 2 日双方签订的《协议书》，借款期限为五年，应于 2007 年 12 月 2 日到期，并每年按 2000 万元收取借款利息，合计应收利息 1 亿元。根据协议，若上述借款及利息逾期，则承担日万分之二点一的逾期付款违约金。至 2007 年 12 月 31 日，上述借款本金 5 亿元、利息 1 亿元和相关的违约金尚未收回。子公司已于 2007 年 11 月委托律师事务所向嘉兴市乍嘉苏高速公路有限公司发出代催讨款项的律师函；

嘉兴市乍嘉苏高速公路有限公司也已 2007 年 11 月由委托的律师事务所出具了律师函的回函，相关事项尚存在争议，要求进一步协商。经双方多次协议，于 2008 年 1 月，已收到嘉兴市乍嘉苏高速公路有限公司归还的借款 2 亿元，余 3 亿元借款及 1 亿元利息和相关的违约金尚在协商之中，公司也未对应收的 1 亿元利息作收益处理。联合资信认为，公司其他应收款存在或有风险。

图6 2007年底公司流动资产构成



2005~2007 年，公司固定资产合计增长迅速，年均增长 36.81%，2007 年底为 421423.02 万元，其中在建工程占 99.66%。2007 年底公司在建工程 420006.36 万元，主要为杭州湾跨海大桥北岸连接线项目，以及 07 省道项目（注：07 省道已于 2007 年 4 月 28 日通车，由于通行费收费权正在审批中，按照相关会计处理原则，公司将开始收费之日起停止利息资本化并转入固定资产）。公司固定资产质量良好。

2007 年底，公司长期投资 58234.18 万元，全部是股权投资。2005 年~2007 年公司无形资产及其他长期资产基本无变化，2007 年底金额为 542533.56 万元，全部为土地使用权，形成原因是：根据嘉交投【2004】66 号及嘉国资【2004】130 号文件，嘉兴高投于 2004 年将原国营运河农场 5770 亩土地，价值 56.27 亿元投入公司。上述地块已于 2006 年 3 月进行了产权过户，用地性质仍为农用地，土地使用权的使用年限为 70 年。上述土地的划入，导致公司从 2005 年起，

资产总额放大，但其经济效益在短期内很难得到体现。

由上可知，公司资产以无形资产和固定资产为主。固定资产主要为收费公路资产，质量良好，但无形资产主要为农用地使用权，资产质量偏弱，且无形资产在资产总额中占比较大。总体看，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2005~2007 年公司所有者权益基本保持稳定，2007 年底 690949.05 万元，其中实收资本占 14.95%，资本公积占 73.20%，盈余公积占 2.12%，未分配利润占 9.73%。公司所有者权益以资本公积占比较大，主要为高投集团 2005 年投入的 5770 亩农场用地增值部分，公司所有者权益质量一般。

2007 年底公司负债总额 629201.43 万元，年均增长 18.24%，主要是 2006 年度公司发行了 25 亿元企业债导致应付债券增加所致。公司负债中，流动负债占 17.68%，长期负债占 82.32%，公司债务以长期负债为主，债务结构较为合理。

2007 年底公司流动负债为 111228.10 万元，主要由其他应付款、短期借款和应付票据构成，分别占 53.74%、29.67%和 11.94%。

2007 年底公司长期负债合计 517973.33 万元，其中应付债券和长期借款分别占 50.18%和 49.03%。

2005 年~2007 年，公司资产负债率波动中有所上升，三年分别为 39.96%、47.72%和 47.65%，公司债务水平适中。公司全部债务资本化比率分别为 31.51%、44.11%和 44.85%；长期债务资本化比率分别为 27.81%、42.25%和 42.64%。公司有息债务负担较重。

4. 盈利能力

2005~2007 年，由于公司 2 项全资、1 项参股的经营性公路资产在 2007 年底以前尚未正式运营，而 07 省道虽于 2007 年 4 月通车，但由于收费权审批文件尚未正式下达，因而 2005~2007

年公司没有主营业务收入及主营业务利润，主要利润来源于财政补贴收入。2007年根据嘉兴市财政局嘉财预告【2007】221号文件，公司收到财政补贴30000万元，实现净利润11021.14万元。上述补贴收入一直延续到2016年，这仍是公司未来重要的利润来源之一。自2008年开始，随着收费公路陆续通车运营以及收费权审批手续的完成，公司主业收入和利润状况有望改观，

2005年~2007年公司总资本收益率有所波动，三年分别为2.31%、1.12%和1.75%；净资产收益率分别为3.34%、0.54%和1.60%，整体而言，公司盈利能力较弱。随主业收入和利润状况的增长，公司未来盈利能力有望增强。

5. 现金流

经营活动方面，由于公司资产尚未正式运营，公司经营活动现金流量以与嘉兴市政府所属部门或母公司之间的经营往来款为主。2005~2007三年期间公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，2007年为46597.77万元。

2005~2007年公司工程建设投资支出规模较大，但随着基建工程的逐步完工，投资活动现金流出量总体波动较大，2007年为96659.52万元；由于2005~2007三年期间，公司逐步退出国际贸易领域，相关资产悉数转让，转入收入“收到的其他与投资活动相关的现金流入”中反映，使得公司每年的投资活动现金流入规模相应较大，其中2006年收到的返还数额为近三年的峰值，达到82651.27万元，2007年公司投资活动现金流入量最小，为22000.00万元。由于上述原因，2005年~2007年公司均存在投资活动现金缺口，其中2007年现金缺口最小，为-74659.52万元。

由于公司2005年~2007年处于投资建设期，没有经营来源支持，公司工程支出主要依靠外部融资来解决，因而2005年和2006年公司筹资活动现金流入量规模较大，2007年随着公司工程投资逐步结束，公司筹资活动产生的现金流入量明显减少，为56900.00万元，现金

流量净额也从正转为负，为-9771.17万元，2007年公司筹资活动以偿还债务为主。

2008至2010年，公司计划内投资支出规模较小，并且随着公司公路资产正常运营，公司将获得更多的经营性现金流净额，公司外部融资压力逐步减小。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2005年~2007年公司流动比率波动中有所增加，三年分别为174.58%、298.32%和268.07%，2006年指标较高，主要是公司2006年成功发行25亿元企业债后，公司债务资金结构有所改善，短期借款减少较快。由于公司没有存货，速动比率与流动比率保持一致。2005年~2007年公司筹资活动前现金流量净额均为负，对短期债务及利息无保障能力。总体看，主要受公司用长期资金替换短期负债影响，2007年公司短期偿债指标较高，公司短期支付压力较小。

长期偿债能力方面，2005~2007年，公司有息债务增加较多，利息支出增加较快，公司EBITDA利息倍数下降幅度较大，2006年为2.23倍，2007年为2.81倍；相应地，2005~2007年公司全部债务/EBITDA波动中有所上升，2005年为10.07倍，2006年为24.26倍，2007年较上年有所下降，为18.37倍。由此可以看出，公司利息偿还能力一般，对全部债务保护能力偏弱。

截至2007年底，公司无贷款违约记录，对外担保余额为11400万元，主要是对嘉兴市水利投资有限公司（担保额9400万元）和嘉兴市公共交通公司（2000万元），担保额相对较小，或有风险较低。

七、综合评价

交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，伴随着国民经济的持续稳步增长，行业将继续处在景气周期，发展前景看好。

公司作为嘉兴市高速公路投资运营主要平

台，在嘉兴市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。

近年来公司资产规模不断扩大，资产质量一般，2007年以来，公司大规模投资较少，公司未来负债水平有望呈逐步下降趋势，但有息债务负担仍较重。考虑到未来几年公司投资建设的高速公路将陆续通车以及区域经济发展对车流量的拉动等积极因素，公司整体盈利规模及现金流有望稳步增长，这有助于缓解公司的债务压力，并保持其整体较强的偿债能力。

总体看，公司整体信用风险较低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资 产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率（%）
流动资产				
货币资金	88029.67	62137.82	24304.90	-47.45
其他应收款	231565.85	288629.54	271069.17	8.19
减：坏账准备	0.00	0.00	0.00	
应收账款净额	231565.85	288629.54	271069.17	8.19
预付账款	5245.90	4772.65	2793.85	-27.02
待摊费用	0.00	14.50	0.00	
流动资产合计	324841.42	355554.50	298167.92	-4.19
长期投资				
长期股权投资	22100.58	52909.18	58234.18	62.33
长期投资合计	22100.58	52909.18	58234.18	62.33
长期投资净额	22100.58	52909.18	58234.18	62.33
固定资产				
固定资产原值	1689.84	1710.88	2079.80	10.94
减：累计折旧	366.74	505.47	663.14	34.47
固定资产净值	1323.10	1205.41	1416.66	3.48
固定资产净额	1323.10	1205.41	1416.66	3.48
在建工程	223825.50	340543.88	420006.36	36.99
固定资产合计	225148.60	341749.29	421423.02	36.81
无形资产及其他资产				
无形资产	554082.36	546042.47	538002.58	-1.46
长期待摊费用	0.00	4119.59	4530.98	
无形资产及其他资产合计	554082.36	550162.06	542533.56	-1.05
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	
资产总计	1126172.96	1300375.03	1320358.68	8.28

附件 1-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2005 年	2006 年	2007 年	变动率（%）
流动负债				
短期借款	45970.00	0.00	33000.00	-15.27
应付票据	589.00	9012.38	13278.34	374.80
应付帐款	1476.80	637.86	2512.64	30.44
应付福利费	14.12	14.12	14.12	0.00
应交税金	0.35	0.00	0.00	-100.00
其他应交款	0.01	0.00	0.00	-100.00
其他应付款	133492.10	79008.30	59771.09	-33.09
预提费用	527.47	514.22	651.92	11.17
一年内到期的长期负债	4000.00	30000.00	2000.00	-29.29
流动负债合计	186069.85	119186.88	111228.10	-22.68
长期负债				
长期借款	260500.00	237500.00	253965.00	-1.26
应付债券	0.00	259908.33	259908.33	
长期应付款	0.00	0.00	4100.00	
专项应付款	3500.00	4000.00	0.00	-100.00
长期负债合计	264000.00	501408.33	517973.33	40.07
递延税项				
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
负债合计	450069.85	620595.22	629201.43	18.24
少数股东权益	243.30	208.20	208.20	-7.49
所有者权益				
实收资本	103274.25	103274.25	103274.25	0.00
资本公积	505381.41	505416.51	505772.79	0.04
盈余公积	13167.27	13534.94	14637.05	5.43
其中：公益金	6583.63	0.00	0.00	-100.00
未分配利润	54036.88	57345.92	67264.95	11.57
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	675859.82	679571.62	690949.05	1.11
负债及所有者权益合计	1126172.96	1300375.03	1320358.68	8.28

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	0.00	0.00	0.00	
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	0.00	0.00	0.00	
减: 主营业务成本	0.00	0.00	0.00	
主营业务税金及附加	0.00	0.00	0.00	
二、主营业务利润	0.00	0.00	0.00	
加: 其他业务利润	0.00	0.00	-5.98	
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	
营业费用	0.00	0.00	0.00	
管理费用	8163.91	8136.83	8154.18	-0.06
财务费用	208.93	10324.11	10818.69	619.60
三、营业利润	-8372.84	-18460.94	-18978.86	50.56
加: 投资收益	925.45	2137.64	0.00	-100.00
补贴收入	30000.00	20000.00	30000.00	0.00
营业外收入	7.27	0.00	0.00	-100.00
减: 营业外支出	0.02	0.00	0.00	-100.00
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	22559.86	3676.70	11021.14	-30.11
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
五、净利润	22559.86	3676.70	11021.14	-30.11

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
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	0.00	0.00	14.75	
收到的其他与经营活动有关的现金	30000.00	59271.65	122008.50	101.67
现金流入小计	30000.00	59271.65	122023.25	101.68
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付给职工以及为职工支付的现金	8.64	0.00	0.00	-100.00
支付的各项税费	551.58	13.49	1.76	-94.36
支付的其他与经营活动有关的现金	246.81	181502.13	75423.72	1648.11
现金流出小计	807.03	181515.62	75425.47	866.75
经营活动产生的现金流量净额	29192.97	-122243.97	46597.77	26.34
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	54015.13	82651.27	22000.00	-36.18
现金流入小计	54015.13	82651.30	22000.00	-36.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	123641.58	93232.64	62916.38	-28.67
投资所支付的现金	4470.00	114794.18	5325.00	9.15
支付的其他与投资活动有关的现金	25431.31	57466.84	28418.15	5.71
现金流出小计	153542.89	265493.66	96659.52	-20.66
投资活动产生的现金流量净额	-99527.76	-182842.36	-74659.52	-13.39
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	0.00	78355.00	0.00	
借款所收到的现金	168670.00	2262.00	56800.00	-41.97
收到的其他与筹资活动有关的现金	37261.50	323000.00	100.00	-94.82
现金流入小计	205931.50	403617.00	56900.00	-47.44
偿还债务所支付的现金	40000.00	115970.00	35335.00	-6.01
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	8984.01	8452.53	30336.17	83.76
支付的其他与筹资活动有关的现金	42058.75	0.00	1000.00	-84.58
现金流出小计	91042.76	124422.53	66671.17	-14.43
筹资活动产生的现金流量净额	114888.74	279194.47	-9771.17	
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	44553.95	-25891.86	-37832.92	

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	22559.86	3676.70	11021.14	-30.11
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	0.00	0.00	0.00	
固定资产折旧	77.49	68.39	90.94	8.33
无形资产摊销	8039.89	8039.89	8039.89	0.00
长期待摊费用摊销	0.00	415.74	571.64	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	208.93	0.00	0.00	
待摊费用减少(减:增加)	-7.27	0.00	0.00	
财务费用	0.00	9908.33	10875.54	
投资损失(减:收益)	-925.45	-2137.64	0.00	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-760.49	-86568.01	37825.40	
经营性应付项目的增加(减:减少)	0.00	-55647.37	-21826.78	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	29192.97	-122243.97	46597.77	26.34
现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	88029.67	62137.82	24304.90	-47.45
减: 货币资金的期初余额	43475.72	88029.67	62137.82	19.55
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	44553.95	-25891.86	-37832.92	

附件 4 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	-	-	-	
存货周转次数(次)	-	-	-	
总资产周转次数(次)	-	-	-	
管理费用率(%)	97.50	44.08	42.96	54.21
盈利能力				
总资本收益率(%)	2.29	0.30	0.88	0.99
净资产收益率(%)	3.34	0.54	1.60	1.63
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	27.81	42.25	42.64	39.56
全部债务资本化比率(%)	31.51	44.11	44.85	41.96
资产负债率(%)	39.96	47.72	47.65	46.14
偿债能力				
流动比率(%)	174.58	298.32	268.07	258.45
速动比率(%)	174.58	298.32	268.07	258.45
经营现金流动负债比率(%)	15.69	-102.56	41.89	-6.68
EBITDA 利息倍数(倍)	147.83	2.23	2.81	31.64
全部债务/EBITDA (倍)	10.07	24.26	18.37	18.48
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.57	-0.05	-0.24
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-336.64	-30.79	-2.58	-77.86

附件 5 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
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%
利润现金比率	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)

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

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

附件5 企业主体长期信用等级的定义

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，企业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

关于嘉兴市高等级公路投资有限公司 2008 年企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在正式出具评级报告后第 6 个月进行定期跟踪，并在企业主体长期信用等级有效期内进行不定期跟踪评级。

嘉兴市高等级公路投资有限公司（嘉兴高投）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。嘉兴高投如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注嘉兴高投的经营管理状况及相关信息，如发现嘉兴高投出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如嘉兴高投不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至嘉兴高投提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如嘉兴高投主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送嘉兴高投、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零八年六月十七日

