

跟踪评级公告

联合信评字[2009] 393 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市高等级公路投资有限公司的信用状况进行跟踪评级，确定嘉兴市高等级公路投资有限公司主体长期信用等级由“AA⁻”调整为“AA”，评级展望为“稳定”。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年八月十日



嘉兴市高等级公路投资有限公司

跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

跟踪评级时间：2009年8月10日

上次评级时间：2008年6月17日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年
现金类资产(万元)	24304.90	84519.45
资产总额(万元)	1320358.68	1717209.57
所有者权益（含少数股东权益）(万元)	691157.25	903681.10
短期债务(万元)	48278.34	110000.00
全部债务(万元)	562151.67	739812.33
主营业务收入（万元）	-	20645.79
利润总额（万元）	11021.14	8919.94
EBITDA(万元)	30599.16	51416.79
经营性净现金流(万元)	46597.77	74087.05
主营业务利润率(%)	-	-8.58
净资产收益率(%)	1.60	0.70
资产负债率(%)	47.65	47.38
全部债务资本化比率(%)	44.85	45.01
流动比率(%)	268.07	646.25
全部债务/EBITDA(倍)	18.37	14.39
EBITDA 利息倍数(倍)	2.81	1.89
经营现金流动负债比率(%)	41.89	46.64

注：2007 年及 2008 年财务数据来自公司经审计财务报表

分析师

陈 静 李 想

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

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

跟踪期间，嘉兴市区域经济快速增长，政府财政实力显著增强。嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“公司”）受到嘉兴市政府及股东在财政补贴、资产划拨方面的持续支持，公司资产规模、业务经营领域显著扩张；公司投资的高速公路已步入正式运营期，其收入规模显著增加，竞争优势增强；但鉴于公司主要高速公路尚处于培育期，业务运营成本较高，公司目前盈利能力仍然较弱。公司有息债务和所有者权益同步增长，整体债务负担基本维持稳定。

公司投资建设的高速公路已经陆续通车，嘉兴市区域经济发展有利于拉动车流量的增长。伴随公共交通业务的并入，公司整体盈利规模及现金流有望继续稳步增长，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。

综合考虑，联合资信将公司长期信用等级由 AA⁻ 上调至 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 高速公路属国民经济基础设施，是国家 4 万亿元投资的重点，行业发展前景良好。

2. 跟踪期内，嘉兴市财政实力持续增强，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，得到嘉兴市财政资金的有力支持。

3. 公司投资建设的主要高速公路已正式运营并实现收入，在建项目发展前景较好。

4. 公司主营业务新进公共交通等板块，业务构成更为丰富，未来整体盈利能力有望增强。

关注

1. 公司在建项目未来几年的资本性支出较大，对外融资需求增加。
2. 政府还贷取消收费的二级公路中存在与公司路网平行路段，可能造成公司部分公路的通行车量分流。

一、企业基本情况

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2008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、桐乡市城市建设投资有限公司。

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2008年底，公司直接及间接拥有11家控股子公司（按合并口径）。

截至2008年底，公司资产总额1717209.57万元，所有者权益898630.80万元，少数股东权益5050.30万元。2008年公司收到补贴收入38895.44万元，实现利润总额8919.94万元。

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、经营管理分析

1. 行业概况

公司主营业务为公路投资与经营管理。

高速公路行业与经济发展程度息息相关，2008年中国全国国内生产总值为300670亿元，较2007年增长9.0%，受经济危机影响增速较

2007年下降4个百分点。2008年中国新建高速公路6433.00公里，总里程达到6.03万公里，仅次于美国位居世界第二位。截至2008年底，全国民用汽车保有量6467万辆，同比增长13.5%，其中私人汽车保有量4173万辆，同比增长18.1%；民用轿车保有量2438万辆，同比增长24.5%。2008年全国完成公路货物输送量和货物周转量分别为181.7亿吨和12998.8亿吨公里，分别同比增长10.9%和14.5%；完成公路旅客输送量和周转量分别为220.7亿人和7778.6亿人公里，分别同比增长7.6%和9.8%。2009年1~2月全国完成公路货物输送量和货物周转量分别为28.44亿吨和2086.53亿吨公里，分别同比增长8.20%和13.20%；公路客运量和客运周转量分别为39.02亿人和2248.32亿人公里，分别同比增长9.90%和9.70%。

2008年11月5日，国务院常务会议部署实施了扩大内需、促进经济增长的十项措施，明确到2010年年底，投资4万亿加快基础设施建设，拉动经济增长的政策措施；同时根据交通运输部规划，2009-2010年交通固定资产投资规模计划年均达到1万亿。基础设施建设的加快以及固定资产投资规模的扩大为高速公路行业提供了良好的发展契机。

2008年12月18日，国务院印发了《关于实施成品油价格和税费改革的通知》，决定从2009年1月1日起实施成品油税费改革，取消公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等六项收费；同时，将汽油消费税单位税额由每升0.2元提高到1元，柴油消费税单位税额由每升0.1元提高到0.8元。

燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步形成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设由政府公共

财政资金供给的回归。但是部分省市二级收费公路取消收费的时间与方式尚未确定。

燃油税的征收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。但另一方面，燃油成本的上升将使得高速公路的节油优势得到明显体现，部分车辆会从普通公路分流到高速公路上来。未来，随着中国拉动经济增长措施效果的逐步显现，以及高速公路网建设的不断推进，高速公路行业发展前景良好。

2. 财政支持

区域经济

根据《2008年嘉兴市国民经济和社会发展统计公告》，2008年嘉兴市实现生产总值1815.30亿元，同比增长10.7%，增长速度超过全国及浙江省GDP增速（分别为9%及10.1%），嘉兴市经济总量在浙江省及“长三角”地区城市中排名分别为第6位和第11位；其中第一产业增加值105.52亿元，增长2.3%；第二产业增加值1085.29亿元，增长10.5%；第三产业增加值624.49亿元，增长12.5%。三次产业结构由上年的6.3：59.8：33.9调整为5.8：59.8：34.4。按常住人口计算，人均地区生产总值43129元，增长8.7%。嘉兴市2008年公路里程达21.42亿公里，比2007年末增长6.3%。

伴随着嘉兴市经济的持续快速发展，其财政收入也呈现出高速增长的态势，财政实力明显增强。2008年，嘉兴市全市一般预算收入252.13亿元，比上年增长20.4%，其中，地方财政收入126.87亿元，比上年增长20.6%，在浙江省及“长三角”地区城市中排名分别为第5位和第10位，增长速度分别排名为第2位和第6位，增速明显。嘉兴市财政实力增强，为其对公司的资金支持提供了强有力的保障。

表1 2008年“长三角”城市财政实力情况

	财政总收入		地方财政收入	
	累计（亿元）	±%	累计（亿元）	±%
上海市	—	—	2382.34	13.3
杭州市	910.55	15.5	455.35	16.3
苏州市	—	—	668.91	23.5
宁波市	810.9	12	390.39	18.6
无锡市	909.16	28.6	365.43	21.6
南京市	742.4	18.1	386.56	17.1
常州市	542.68	31	185.19	17.2
南通市	390.21	29.8	159.59	25
绍兴市	274.65	15.8	143.6	17.6
嘉兴市	252.13	20.4	126.87	20.6
台州市	248.02	13.6	126.05	15.8
扬州市	266.2	24.6	104.83	22.3
泰州市	262.3	24.1	101.1	18.6
镇江市	233.2	14.7	85.66	6.7
湖州市	133.77	17.3	71.61	16.1
舟山市	66.68	26.9	43.15	23.1

资料来源：湖州市统计网站及泰州市2009年度政府工作报告

公司在嘉兴市内高速公路经营领域具有区域垄断优势，作为嘉兴市高速公路建设与经营的主体，公司继续得到嘉兴市政府在财政资金支持以及资产划拨方面的大力支持。

财政补贴

2008年公司共收到政府财政补贴收入38895.44万元。从补贴收入的稳定性看，由于公司目前补贴款均为公路、大桥建设和公交的补偿款，因此公司补贴收入具有一定的延续性和稳定性。

表2 2008年公司补贴收入情况表

补贴主体	金额（万元）	相关文件文号
公司本部	15000	嘉兴市财政局嘉财预 [2008]723号文件
杭州湾大桥投资 公司	13800	嘉兴市财政局嘉财预 [2008]724号文件
公交公司	10000	嘉兴市财政局嘉财预 [2008]725号文件

资料来源：公司提供

资产划拨

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]201号文件规定将嘉兴市国鸿（集团）有限责任公司（以下简称“国鸿公司”）100%股权无偿划转给公司，其控股子公司一并划入。

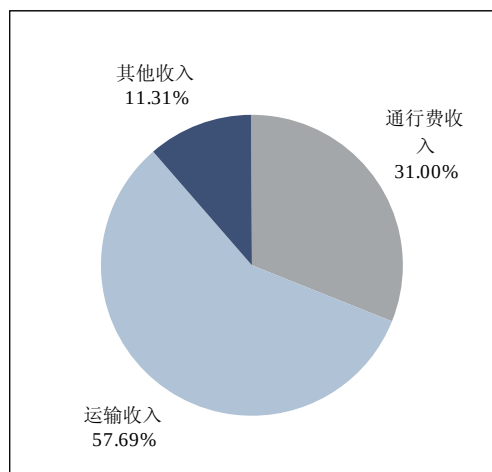
根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]198号文件规定将嘉兴市公共交通公司（以下简称“公交公司”）的100%股权无偿划转给公司。

根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]199号文件规定将嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司（以下简称“嘉绍高速开发公司”）的51%股权无偿划转给公司。

3. 经营分析

公司2008年以前主要从事高等级公路的建设和营运。至2008年底，公司的主营业务为高等级公路的建设和运营，以及公共交通业务。

图1 2008年嘉兴高投主营业务收入结构图



资料来源：公司提供

受公司控股子公司嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司（以下简称“杭州湾大桥投资公司”）投资的杭州湾大桥北岸连线高速公路等项目于2008年正式通车运行以及公司合并范围增加的影响，2008年公司开始实现收入。2008年公司实现主营业务收入20645.79万元；实现

净利润6258.00万元，由于已正式运营的高速公路尚处于养护期，同时公司财务费用有较大增长，净利润有所下降。

公路建设与运营板块

公路建设与运营板块，公司2008年共实现通行费收入6401.31万元，占主营业务收入的31.01%。但由于公司尚处于培养期及受2008年年初雪灾影响，且公司采用折旧率较高的年限折旧法进行折旧，因此2008年公司公路建设运营板块营业利润为-3482.13万元。

至2008年底，公司参与投资建设完成的有两条高速公路的修建工程和一条省道的改建工程，详见表3。

表3 公司已建成高速公路项目运营情况表

项目	营运时间	2008年日均车流量（辆/日）	2008年拆分收入（万元）
杭州湾跨海大桥北岸连接线工程	2008年1月28日	3558	6352.24
杭浦高速公路工程	2008年1月28日	34169	28400
07省道改建工程	2007年4月28日	-	49

注：2008年9月28日，07省道收费权批文正式下达，2008年10月起纳入公司合并报表。

资料来源：公司提供

受浙江省车型结构以及杭州湾大桥在2008年10月前禁止载货车辆通行的影响，2008年，杭州湾跨海大桥北岸连接线收费车型以轿车为主，占比达78.5%。随着禁令的取消，杭州湾跨海大桥货车车流量将有望增加，从而提高公司通行费收入。2008年11月起，沪杭高速开始为期一年的大修工程，与之平行的杭浦高速将分流其部分车辆，据保守估计2009年全年杭浦高速通行费收入有望达到3.32亿元，较2008年增加16.9%。目前杭浦高速由公司参股18.2%的浙江杭浦高速公路有限公司经营，其控股股东亦为嘉通集团，占其总股本的50.81%。

值得关注的是，2009年正式实施的《成品油价税费改革方案》中提出“将逐步有序取消

已审批的政府还贷二级公路收费”，山东、江苏、安徽、江西和福建五省作为首批一次性取消政府还贷二级公路收费的试点省份，已在3月1日前取消收费。嘉兴高投运营的公路中无二级公路，浙江省取消二级公路收费后对公司影响最大的将可能为平黎公路，该二级公路北起黎里镇、南至乍浦镇，与杭州湾大桥北岸连接线平行，取消收费后将分流部分北接线车辆。

公司在建项目为嘉兴至绍兴高速公路（跨江通道）北岸接线工程（以下简称“嘉绍高速”）。嘉绍高速起点为沪杭高速公路与乍嘉苏高速公路交叉处的嘉兴枢纽，自北向南经海盐县、海宁市，跨杭州湾进入绍兴上虞市境内，终点为杭甬高速公路与上三高速公路交叉处的沽渚枢纽，全线按双向八车道设计，其中北岸连接线属政府还贷性公路，总建设里程43.26公里。嘉绍高速是《国家高速公路网规划》中“纵2”沈阳至海口国家高速公路常熟至台州并行线的重要组成部分，其建成对于完善国家高速公路网络具有重要的意义，嘉绍高速也是浙江省公路水路交通建设规划纲要（2003-2010年）“两纵、两横、十八连、三绕、三通道”中的第二个通道，满足了杭州湾南北两岸往来交通需求，推动了长江三角洲地区经济交通一体化进程。嘉绍高速投资总额53.21亿元，预计2012年底建成通车，届时公司盈利能力和竞争优势将进一步得到增强。

由于嘉绍高速项目投资规模较大，公司通过多种融资渠道募集项目资金，除依靠交通部补助，企业债和贷款等传统融资手段外，公司还积极引进战略投资者，目前已与中国人寿资产管理有限公司就以股权投资方式向嘉兴高投交通工程建设项目提供10~15亿元建设资金达成框架性协议。

总体来看，公司所投资的高速公路项目具有明显的区位优势和良好的发展前景，且公司参与投资建设的部分高等级公路项目已经正式运营，将可以为公司带来长期稳定的通行费收入。但值得关注的是，浙江省取消二级公路收

费后，平黎公路免收通行费将可能对杭州湾跨海大桥北岸连接线产生一定的分流作用，从而影响公司通行费收入。另外，随着嘉绍高速公路建设工程的开展，可预计未来3年公司债务规模将有较大幅度提高，资金压力较大。

公共交通业务板块

2008年，公司实现公共交通运输业务收入11909.68万元，占主营业务收入的57.69%，公共交通运输业务实现营业利润2097.42万元。公司公共交通业务主要分为长途客运和城市公交两个部分。

公司长途客运业务的经营主体为国鸿公司。国鸿公司以长途客运业务为主，在嘉兴市长途客运行业中处于龙头地位。截至2008年底，国鸿公司拥有线路资源118条，其中省际班线66条，省内跨地市班线32条，市内跨县班线6条，公交班线9条，拥有各类运营车辆497辆，其中客运车辆222辆，出租147辆，教练车121辆，货车7辆。

2008年，国鸿公司共完成客运量604.19万人次，完成客运周转量2.96亿人公里，较上年同期增加11.60%。2008年上半年燃油价格上涨，由于实行政府指导价，车票价格上浮区间有限，国鸿公司2008年盈利能力略有下降，2008年毛利率为17.89%，较2007年下降了3.75个百分点。随着2009年3次上调汽油价格，可能对国鸿公司的盈利造成一定影响。

公司城市公交业务的经营主体为公交公司。近三年公交公司业务运营情况见表4。

表4 近三年公交公司业务经营状况

	2006年	2007年	2008年
车辆数(辆)	420	509	609
公交线路(条)	45	57	64
客运量(万人次)	5700	5830	6800
行驶里程(万公里)	2218	2529	2828
客运收入(亿元)	0.57	0.66	0.80

资料来源：公司提供

2008年9月，嘉兴市调低了公交票价，IC卡乘车价格由之前的2元/人次调整为1元/人次，调整后的公交票价与原票价的差额部分由财政补贴补足，公司客运收入未受影响。

由于燃料成本的攀升以及公交票价的“成本+微利”的定价政策造成公交公司出现亏损，政府为弥补由此产生的政策性亏损，也加大了财政补贴力度。2006~2008年，公交公司全范围财政补贴合计1.6亿元，其中2008年补贴力度最大，其中包括中央及地方政府的油价补贴，对新增车辆购置成本的25%予以补贴以及公交票价调整后与原票价差额部分的补贴。除安排财政资金补贴的方式外，市政府对公交公司的支持还体现在税收减免方面，对公交公司18座以上的客运车辆免除2年的车辆使用税。

整体来看，由于燃料成本的攀升以及公交票价的“成本+微利”的定价政策，公共交通业务自身盈利能力相对较弱。但公司公交业务具有较为明显的市场优势，在未来“公交优先”政策扶持和财政加大公交补贴的情况下，公司公交业务将有望继续保持稳定发展。

4. 管理分析

2008年，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

三、财务分析

公司提供的2008年财务报表已经中磊会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2008年，嘉兴市国资委将国鸿公司100%股权无偿划转给公司（嘉国资资产[2008]201号文件），将公交公司的100%股权无偿划转给公司（嘉国资资产[2008]198号文件）。因此，该两家公司及国鸿公司控股子公司嘉兴市国鸿汽车运输有限公司、嘉兴客运出租公司、嘉兴市国鸿汽车驾驶员培训有限公司、嘉兴市国鸿旅游集散中心有限公司、嘉兴市国鸿汽车工业贸易

有限公司和嘉兴市交通学校一并纳入合并范围。另外，根据嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]199号文件规定将嘉绍高速开发公司的51%股权无偿划转给公司，纳入公司合并报表范围。

截至2008年底，公司（合并）资产总额1717209.57万元，所有者权益898630.80万元，少数股东权益5050.30万元；2008年公司实现主营业务收入20645.79万元，收到补贴收入38895.44万元，实现净利润6258.00万元。

1. 盈利能力

2007年，因公司公路项目在2008年以前均处于建设期，故无主营业务收入。公司2008年主营业务收入总额为20645.79万元，收入的产生主要源于两部分：一部分是由于合并范围在2008年增加了国鸿公司及公交公司所带来的公共交通业务板块收入11909.68万元；另一部分是由于杭州湾大桥北岸连线高速公路于2008年1月28日正式通车运行和由公司改建的07省道收费权于2008年9月28日正式确认所带来的通行费收入6401.31万元。

2008年公司利润的主要来源为公共交通业务。因2008年年初雪灾、2008年上半年燃油价格上升和杭州湾大桥北岸连线高速公路2008年初刚刚通车，公路尚处于培养期等因素，公司2008年的通行费收入受到一定的影响。同时由于公司采用折旧率较高的年限折旧法进行折旧造成收费公路板块成本较高。随着杭州湾大桥2008年10月载货车辆的放行，货车车流量将逐步增加，从而将能够提高公司未来的通行费收入。但由于高速公路一般需要3~5年的培养期才能逐步实现盈利，预计未来3年内高速公路业务难以成为公司主要利润来源。

在期间费用方面，公司的管理费用由2007年的8154.18万元下降到2008年的5151.68万元，管理费用下降的主要原因是根据嘉兴市政府的嘉办[2008]230号文件，2008年1月将公司的一块面积为5770亩、摊余价值53.80亿元的土地收

储，公司为此改变了该块土地的核算方式（由无形资产科目转入存货科目），并不再摊销。2008年度，公司财务费用由2007年的10818.69万元增至2008年的27579.95万元，主要是公司扩大债务规模用于项目建设和补充子公司的资金需求。

2008年公司实现利润总额8919.94万元，其中营业利润-33348.55万元，政府补贴收入38895.44万元。2008年补贴收入规模和比重均有所上升。

2008年，公司总资本收益率为2.03%；净资产收益率为0.70%，较上年有所下降。

整体来看，公司高速公路业务2008年起才开始实现收入，公司在高速公路大规模投资中产生的债务造成了财务费用支出较高，由于采用折旧率较高的年限折旧法进行折旧导致了成本较高，而高速公路行业本身又具有投资回收期长、平均投资收益率偏低的特点，目前公司高速公路业务整体处于亏损状况。但未来嘉兴及周边地区经济的持续发展将带动区域内客流量和货流量保持稳定增长，高速公路的经营情况将逐渐得到改善。公司的公共交通板块在未来的3~5年将继续成为公司的利润支撑点，并且随着地区经济和公共交通业务的进一步发展，该板块未来的盈利能力有望逐步增强。

2. 现金流

经营活动方面，由于2008年公司高速公路资产已正式运营，同时公司业务范围又增加了公共交通业务板块，公司经营活动现金流量以及与嘉兴市政府所属部门及母公司之间的经营往来款以及销售商品提供劳务所收到的现金为主。2008年，公司经营活动产生的现金流入为96755.97万元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金占比23.69%，收到的其他与经营活动有关的现金占比76.31%，主要核算补贴收入及与嘉兴市政府所属部门及母公司之间的经营往来款。2008年公司经营活动净现金流为74087.05万元，较2007年增长58.99%。2008

年公司现金收入比率为111.00%，总体看，公司现金收入质量较好。

从投资活动来看，2008年公司投资活动产生的现金流入36797.24万元，主要是由计入“收到的其他与投资活动有关的现金”科目的公司退出国际贸易领域而产生的相关资产转让收入构成。公司投资活动现金流出36807.07万元，主要是2008年公司合并范围增加，新增在建工程嘉绍高速公路项目所带来的现金流出，2008年公司投资活动产生现金流量净额为-9.83万元。

从筹资活动来看，2008年公司筹资活动现金流入为48187.24万元，较2007年减少15.31%，主要为借款所收到的现金；公司筹资活动现金支出62049.91万元，主要是偿还债务、分配股利和利息支出以及偿还债务所支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额为-13862.66万元。

总体来看，公司经营活动现金获得能力较强，由于嘉绍高速在建项目的并入，公司未来3年投资活动将会有持续的大规模现金流出，除了财政补助和引入战略投资者外，公司将可能通过举债来满足项目资金需求，公司外部融资压力趋增。

3. 资产质量

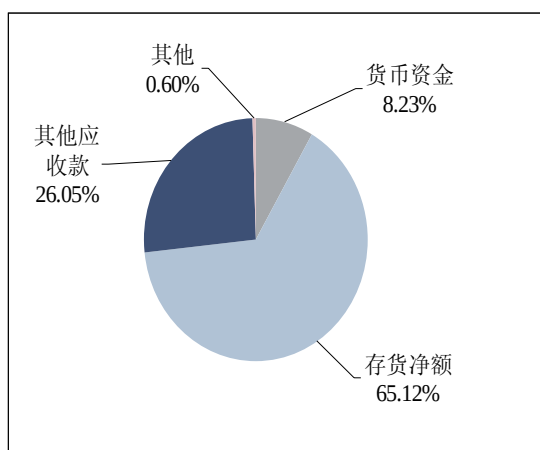
2008年底公司资产总额1717209.57万元，较2007年增长30.06%，其中，流动资产占59.78%，固定资产占25.19%，无形资产及其他占8.30%，长期投资占6.72%。公司资产以流动资产及固定资产为主。公司资产结构与2007年相比有较大变化，主要原因为2008年1月，根据嘉兴市人民政府办公室发布的“嘉办230号政府抄告单”，同意公司收储开发母公司已取得的土地（2008年初摊余价值53.80亿元），因此公司原在无形资产核算的未开发土地从2008年1月份开始转入存货—收储土地进行核算。

2008年底，公司货币资金较年初数增加247.75%，主要系2008年度合并范围发生变化所

致。

2008 年底，公司其他应收款余额为 267382.45 万元，主要核算与政府及关联公司的往来款。其中，账龄 1 年以内的占比 71.54%；1 年以上的占比 28.46%，具体表现为 1-2 年的占比 3.37%，2-3 年的占比 17.87%，3 年以上的占比 7.22%，整体账龄结构相比 2007 年有所优化。

图 2 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2008 年底，公司固定资产合计 432640.96 万元，较 2007 年底增长 2.66%，增长的主要原因是 2008 年公司合并范围增加，嘉绍高速公路项目等纳入公司合并报表。2008 年底固定资产合计中，固定资产净值占比 89.97%；在建工程占比 10.03%。公司 2008 年固定资产结构相比 2007 年发生了较大的变化，主要是 07 省道收费权批文正式下达以及杭州湾跨海大桥北岸连接线正式通车运营后，公司将该两个工程由在建工程科目结转至固定资产所致。公司固定资产质量较好。

2008 年底，公司长期投资 115425.40 万元，较 2007 年增长 98.21%，全部为股权投资。增长的股权投资主要是公司 2008 年合并范围增加嘉兴市国鸿（集团）有限责任公司及嘉兴市公共交通公司而增加的对外投资、公司增加的对浙江杭浦高速公路股份有限公司的投资以及 11951250 股中国银河证券股份有限公司股份的收益权等。嘉兴市千亿投资有限公司进行清算注销（嘉

兴市人民政府国有资产监督管理委员会嘉国资产[2008]146 号文件批准同意）时以其在中国银河证券有限责任公司的短期投资 1 亿元和应收中科信理财收益 2750.93 万元，划入公司以抵消其欠公司款项。根据公司与银河证券有限责任公司签署的业务处理协议，中国银河证券有限责任公司将 11951250 股中国银河证券股份有限公司股份的收益权转让给公司，以抵偿公司在中国银河证券有限责任公司的短期投资 1 亿元。

总体来看，公司资产以流动资产和固定资产为主。流动资产中占比最大的存货主要是公司负责收储开发的母公司已取得土地，根据嘉兴市人民政府办公室 2008 年 1 月 23 日发布的“嘉办[2008]179 号政府抄告单”批复，同意公司收储开发土地的出让收益及发生的相关税费由市财政返还补贴给公司，用于高速公路工程建设。这将会使得公司未来的盈利能力得到一定程度的提升。公司固定资产主要为收费公路资产。公司整体资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

2008 年底，公司所有者权益 898630.80 万元，其最主要的构成为资本公积（占比 78.75%），其次分别为实收资本（占比 11.49%）、未分配利润（占比 8.11%）、盈余公积（占比 1.70%）以及未确认的投资损失（占比 -0.05%），所有者权益结构较 2007 年未发生大的变化。所有者权益较 2007 年增长 30.06%，主要是由于国资委的资产无偿划拨所带来的资本公积增加所引致，公司所有者权益质量一般。

截至 2008 年底，公司负债总额 813528.47 万元，其中流动负债和非流动负债分别占 19.53% 和 80.47%，公司债务以长期负债为主，考虑公司主营业务特点，债务结构较为合理。

截至 2008 年底，公司流动负债为 158851.42 万元，较年初增长 42.82%，其中短期借款占 66.10%、其他应付款占 17.41%，应付账款占 8.01%。截至 2008 年底，公司长期负债为

635474.30万元，主要由长期借款（58.21%）和应付债券（40.90%）构成。

2008年底，公司资产负债率为47.38%，与前两年相比基本保持稳定，公司债务水平适中。公司全部债务资本化比率分别为45.01%，长期债务资本化比率为41.07%，与上年基本持平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008年底公司流动比率和速动比率分别为646.25%和225.44%，流动比率和速动比率较2007年有较大幅度增长，主要是由于公司获批收储开发母公司已取得的土地而将该部分土地由无形资产及其他而转入存货科目核算所致。公司2008年经营活动现金流入量规模较大，对流动负债覆盖较好，综合来看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2008年公司EBITDA为51416.79万元，较2007年增长68.03%，主要是由于2008年公司合并范围增加以及经营规模扩大所致；由于债务规模增长较快，全部债务/EBITDA倍数为14.39倍，指标值偏低，但考虑到公司高速公路收费及公共交通收入的稳步增长，财政持续补贴，公司整体债务保障能力较强；而由于财务费用的大幅增长，EBITDA利息倍数为1.89倍，较2007年有所下降。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2008年12月31日，公司共获得银行授信225.16亿元，其中未使用额度152.17亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2008年12月底，公司对外担保余额179400万元，其中17亿元被担保方为嘉兴城市建设投资有限公司，9400万元被担保方为嘉兴市水利投资有限公司，该两家公司目前经营正常，公司面临的或有负债风险较低。

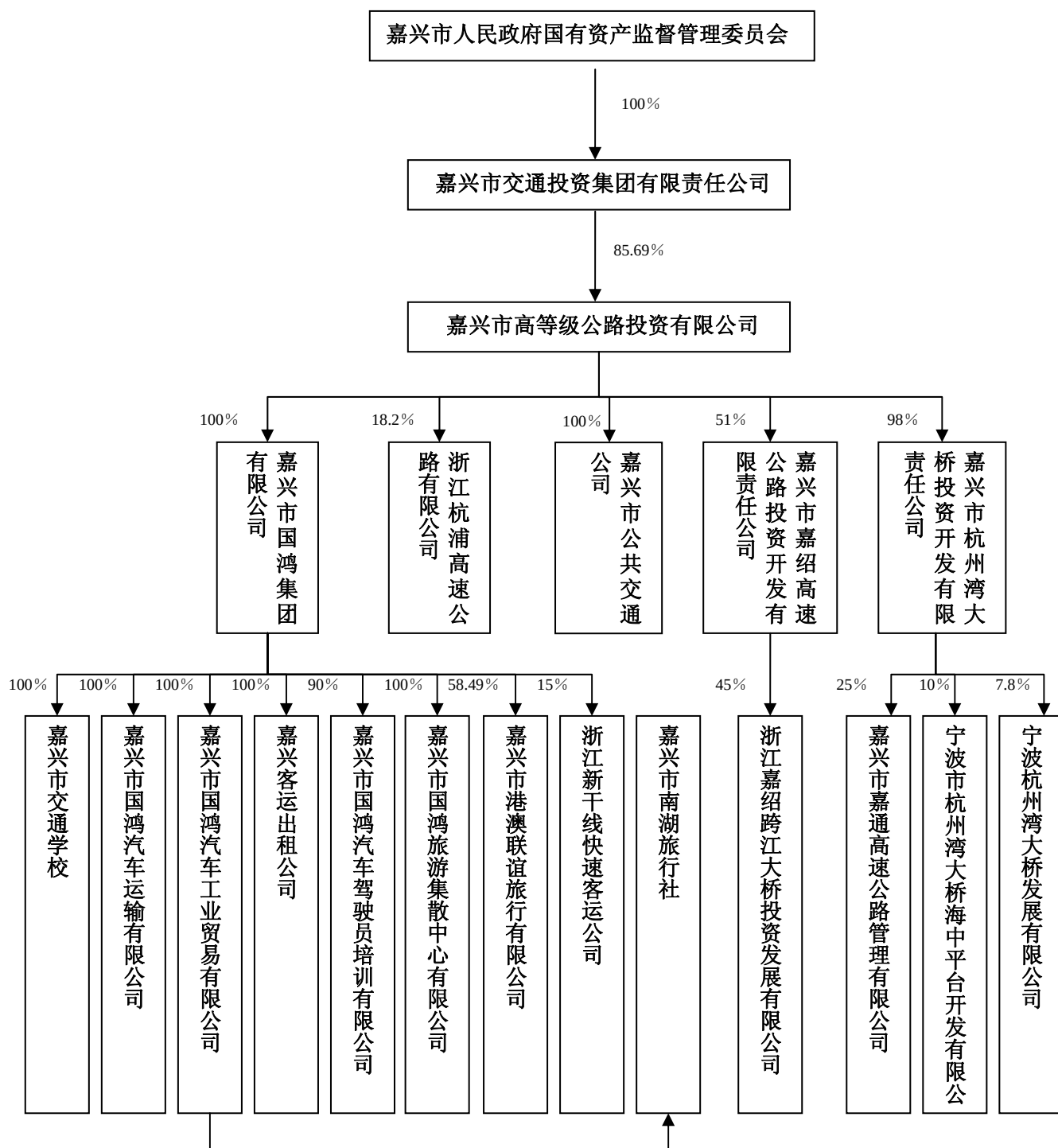
总体来看，公司账面反映的偿债能力一般，但考虑到嘉兴市财政实力持续增强、公司能够得到嘉兴市政府及股东在财政补贴、资产划拨方面的支持，从而有效支撑其整体较强的偿债

能力。

综合来看，自2008年部分高速公路正式通车运营后公司竞争优势得到较大增强，未来盈利能力有望得到较大提升。除收费公路业务外，公司业务领域还增加长途客运和市内公交，多元的业务板块也有助于提升公司抗风险能力。同时，跟踪期内，嘉兴市财政实力持续增强，公司继续得到嘉兴市财政资金的有力支持。

综合考虑，联合资信将公司长期信用等级由AA⁻上调至AA，对公司的评级展望为稳定。

附件 1 嘉兴市高等级公路投资有限公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产			
货币资金	24304.90	84519.45	247.75
短期投资		2630.93	
短期投资净额		2630.93	
应收账款		539.98	
其他应收款	271069.17	267382.45	-1.36
减：坏账准备			
应收账款净额	271069.17	267922.43	-1.16
预付账款	2793.85	2882.45	3.17
存货		668464.79	
存货净额		668464.79	
待摊费用			
其他流动资产		159.37	
流动资产合计	298167.92	1026579.43	244.30
长期投资			
长期股权投资	58234.18	115425.40	98.21
长期投资净额	58234.18	115425.40	98.21
固定资产			
固定资产原值	2079.80	418583.20	20026.13
减：累计折旧	663.14	29339.29	4324.30
固定资产净值	1416.66	389243.91	27376.17
固定资产净额	1416.66	389243.91	27376.17
在建工程	420006.36	43379.28	-89.67
固定资产清理		17.77	
固定资产合计	421423.02	432640.96	2.66
无形资产及其他资产			
无形资产	538002.58	79909.69	-85.15
长期待摊费用	4530.98	4094.31	-9.64
其他长期资产		58559.78	
无形资产及其他资产合计	542533.56	142563.78	-73.72
递延税项			
资产总计	1320358.68	1717209.57	30.06

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	33000.00	105000.00	218.18
应付票据	13278.34		-100.00
应付帐款	2512.64	12728.07	406.56
预收帐款		2723.55	
应付工资		1457.97	
应付福利费	14.12	395.96	2704.25
应交税金		2801.00	
其他应交款		39.81	
其他应付款	59771.09	27660.54	-53.72
预提费用	651.92	1044.53	60.22
一年内到期的长期负债	2000.00	5000.00	150.00
其他流动负债			
流动负债合计	111228.10	158851.42	42.82
长期负债			
长期借款	253965.00	369904.00	45.65
应付债券	259908.33	259908.33	0.00
长期应付款	4100.00	1561.97	-61.90
专项应付款		4100.00	
其他长期负债			
长期负债合计	517973.33	635474.30	22.68
递延税项			
递延税项贷款		19202.75	
负债合计	629201.43	813528.47	29.30
少数股东权益	208.20	5050.30	2325.70
所有者权益			
实收资本	103274.25	103274.25	0.00
资本公积	505772.79	707653.82	39.92
盈余公积	14637.05	15262.85	4.28
未确认的投资损失		-457.27	
未分配利润	67264.95	72897.15	8.37
所有者权益合计	690949.05	898630.80	30.06
负债及所有者权益合计	1320358.68	1717209.57	30.06

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入		20645.79	
减: 折扣与折让			
主营业务收入净额		20645.79	
减: 主营业务成本		21688.72	
主营业务税金及附加		729.35	
二、主营业务利润		-1772.28	
加: 其他业务利润	-5.98	1510.32	-25356.19
减: 存货跌价损失			
营业费用		354.96	
管理费用	8154.18	5151.68	-36.82
财务费用	10818.69	27579.95	154.93
三、营业利润	-18978.86	-33348.55	75.71
加: 投资收益		3098.45	
补贴收入	30000.00	38895.44	29.65
营业外收入		180.51	
其他			
减: 营业外支出		35.02	
其他支出			
未确认的投资损失		-129.11	
加: 以前年度调整			
四、利润总额	11021.14	8919.94	-19.07
减: 所得税		2681.84	
减: 少数股东损益		-19.89	
五、净利润	11021.14	6258.00	-43.22

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 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	14.75	22917.32	155271.66
收到的税费返还		2.90	
收到的其他与经营活动有关的现金	122008.50	73835.75	-39.48
现金流入小计	122023.25	96755.97	-20.71
购买商品、接受劳务支付的现金		6993.58	
经营租赁所支付的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金		4829.99	
支付的各项税费	1.76	2092.73	118805.11
支付的其他与经营活动有关的现金	75423.72	8752.61	-88.40
现金流出小计	75425.47	22668.92	-69.95
经营活动产生的现金流量净额	46597.77	74087.05	58.99
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金		5050.00	
取得投资收益所收到的现金		581.05	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		4.16	
收到的其他与投资活动有关的现金	22000.00	31162.03	41.65
现金流入小计	22000.00	36797.24	67.26
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	62916.38	36598.97	-41.83
投资所支付的现金	5325.00	208.10	-96.09
支付的其他与投资活动有关的现金	28418.15		
现金流出小计	96659.52	36807.07	-61.92
投资活动产生的现金流量净额	-74659.52	-9.83	-99.99
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			
发行债券所收到的现金			
借款所收到的现金	56800.00	47700.00	-16.02
收到的其他与筹资活动有关的现金	100.00	487.24	387.24
现金流入小计	56900.00	48187.24	-15.31
偿还债务所支付的现金	35335.00	27839.34	-21.21
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	30336.17	34210.57	12.77
支付的其他与筹资活动有关的现金	1000.00		
现金流出小计	66671.17	62049.91	-6.93
筹资活动产生的现金流量净额	-9771.17	-13862.66	41.87
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-37832.92	60214.55	-259.16

附 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 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			
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	11021.14	6258.00	-43.22
加: 少数股东损益			
加: 计提的资产减值准备		601.01	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐			
固定资产折旧	90.94	13461.95	14703.11
无形资产摊销	8039.89	1107.59	-86.22
长期待摊费用摊销	571.64	754.57	32.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)		-19.23	
待摊费用减少(减:增加)			
预提费用增加(减:减少)		21.73	
固定资产报废损失		1.04	
财务费用	10875.54	27148.18	149.63
投资损失(减:收益)		-3098.45	
递延税款贷项(减:借项)		0.00	
存货的减少(减:增加)		-42.49	
经营性应收项目的减少(减:增加)	37825.40	72170.13	90.80
经营性应付项目的增加(减:减少)	-21826.78	-44127.96	102.17
其他		-149.01	
经营活动产生的现金流量净额	46597.77	74087.05	58.99
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	24304.90	84519.45	247.75
减: 货币资金的期初余额	62137.82	24304.90	-60.89
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	-37832.92	60214.55	-259.16

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	--	76.47
存货周转次数(次)	--	0.06
总资产周转次数(次)	--	0.01
盈利能力		
主营业务利润率(%)	--	-8.58
总资本收益率(%)	1.75	2.03
净资产收益率(%)	1.60	0.70
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	42.64	41.07
全部债务资本化比率(%)	44.85	45.01
资产负债率(%)	47.65	47.38
偿债能力		
流动比率(%)	268.07	646.25
速动比率(%)	268.07	225.44
EBITDA 利息倍数(倍)	2.81	1.89
全部债务/EBITDA(倍)	18.37	14.39
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	0.10
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.58	2.73
现金流		
现金收入比(%)	--	111.00
利润现金比率(%)	422.80	1183.88

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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	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) / (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

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 企业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，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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。