

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

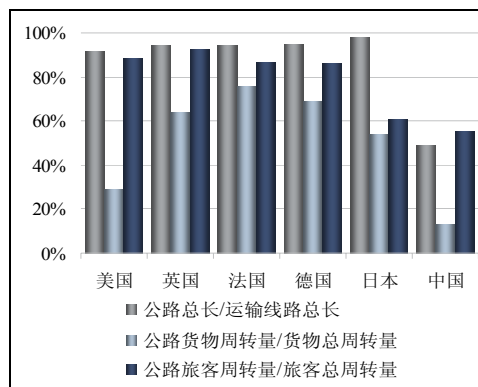
交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。在由公路、铁路、水路、航空、

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



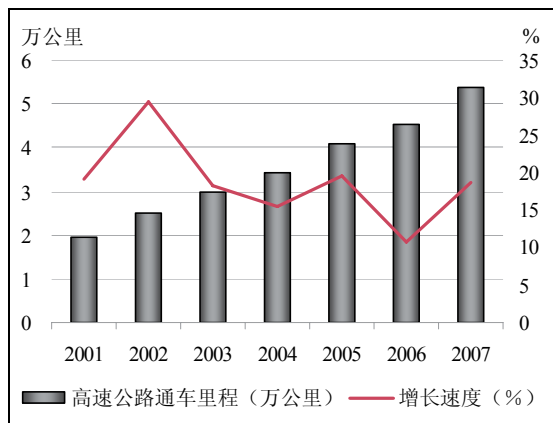
资料来源：国家统计局，各国统计年鉴（2004年数据）

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

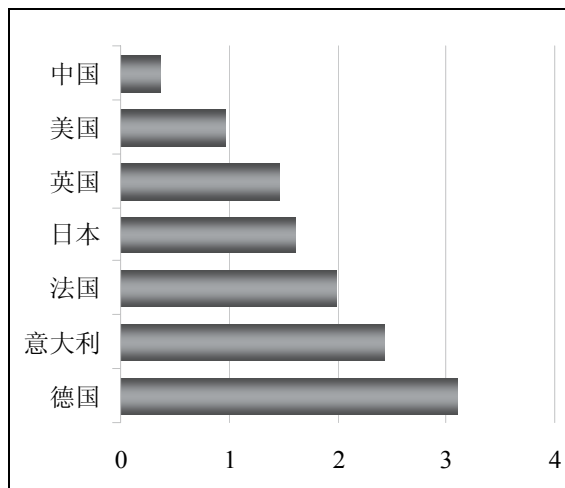


资料来源：原交通部

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。

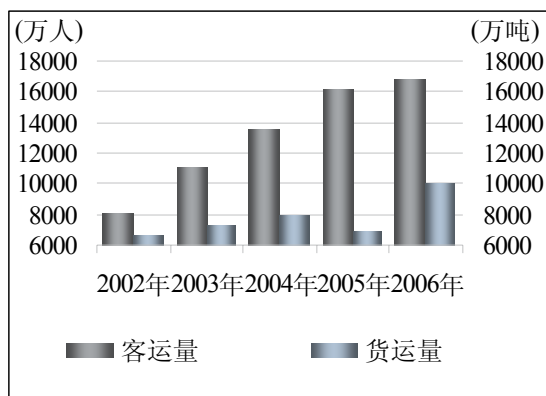
区域经济优势

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。

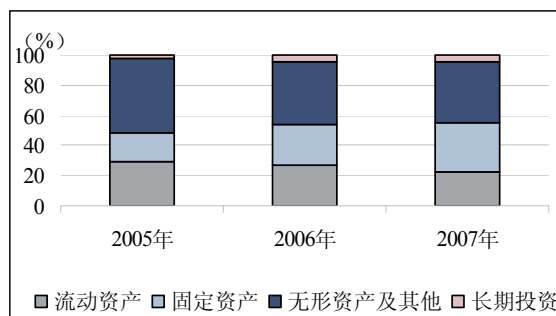
截至 2007 年底，公司合并资产总额 1320358.68 万元，所有者权益 690949.05 万元，少数股东权益 208.20 万元。2007 年收到补贴收入

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

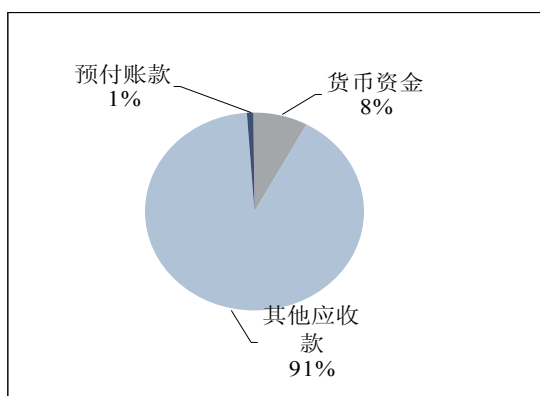


2005～2007 年，公司流动资产波动中有所下降，年均下降 4.19%。2007 年底为 298167.92 万元，主要是货币资金下降较快所致。公司货币资金下降主要是公司支付项目建设所致。公司流动资产以其他应收款和货币资金为主，其占比分别为 90.91% 和 8.15%。

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
其他应付款	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