

2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券

信用评级报告

主体长期信用等级：AA 级

本期债券信用等级：AA⁺ 级

评级时间：2010年7月12日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对 2010 年杭州市交通投资集团有限公司公司债券的信用评级作如下声明:

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上,按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债券信用评级分析员与发行人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据发行人所提供的资料,发行人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对发行人进行跟踪评级。在信用等级有效期内,发行人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债券信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有发行人发行的各类金融产品,以及债权人向发行人授信、放贷或赊销的建议,也不是对与发行人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料,其版权归本评级机构所有,未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2010年7月12日



分析员

陈晶晶
Tel: (021) 63504375-813
E-mail: cjj@shxsj.com

李兰希
Tel: (021) 63504375-862
E-mail: llx@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

目 录

一、 释义	1
二、 概况	1
(一) 发行人概况	1
(二) 债券概况	2
三、 公司管理	3
(一) 股权状况	3
(二) 公司治理与关联交易	3
(三) 高级经营管理者	5
(四) 内部管理	5
(五) 评价	8
四、 经营分析	8
(一) 经营环境	8
(二) 经营状况	14
(三) 主要经营优势与风险	20
(四) 发展战略	21
(五) 评价	22
五、 财务分析	22
(一) 债务分析	22
(二) 盈利性分析	25
(三) 现金流分析	28
(四) 资产质量分析	29
(五) 评价	30
六、 募集资金拟投资项目分析	31
(一) 募集资金投向	31
(二) 项目建设风险	31
七、 偿债保障分析	32
(一) 公司正常经营盈余可为债务偿还提供基本保证	32
(二) 公司具有较强的外部融资能力	32
(三) 信用增级安排	32
八、 评级结论	34
附录:	
主要财务指标表	35
各项财务指标的计算公式	36
评级结果释义	37
跟踪评级安排	38

编号：新世纪债评（2010）010083号

2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券

评级结果：主体长期信用等级为 **AA** 级；本期债券信用等级为 **AA** 级。

评级展望：稳定

有效期：至本期债券到期日

主要财务数据：

项 目	2007年	2008年	2009年
发行人：杭交投			
货币资金(亿元)	17.61	13.35	12.18
总资产(亿元)	85.86	92.02	208.92
银行借款(亿元)	21.34	25.58	119.47
应付债券(亿元)	--	--	--
总负债(亿元)	49.85	53.90	158.96
归属于母公司所有者权益(亿元)	29.40	31.72	36.87
营业收入(亿元)	2.03	4.09	3.74
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	1.48	0.75	1.94
EBITDA(亿元)	2.58	2.40	6.09
经营性现金净流入量(亿元)	-4.54	-2.81	0.95
资产负债率(%)	58.05	58.57	76.09
长期资本固定化比率(%)	74.84	79.31	105.22
有形净值债务率(%)	144.33	151.38	326.59
流动比率(%)	174.94	163.61	84.43
利息保障倍数(倍)	1.51	0.57	1.47
毛利率(%)	39.49	25.74	46.35
净资产收益率(%)	6.06	2.45	5.67
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-9.03	-5.43	0.89
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	-24.06	-12.00	1.30
担保人：杭城投			
资产总额(亿元)	509.09	554.72	641.42
归属于母公司所有者权益(亿元)	219.37	250.84	274.77
营业收入(亿元)	58.85	75.10	62.13
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	2.42	2.34	0.95

注：发行人数据根据杭交投经审计的 2007-2009 年度财务数据整理、计算；担保人数据根据杭城投经审计的 2007 年及 2009 年财务数据整理、计算，2008 年财务数据根据 2009 年审计报告年初数或上年数整理、计算。

评级观点：

优势：

- 杭州市的经济连续多年保持两位数增长，财政实力不断增强，可为杭交投的经营和发展提供良好的区域经营环境。
- 杭交投是杭州市交通基础设施的主要投资、建设和运营主体之一，获得了政府较有力的资金及政策支持。
- 杭交投具有“一主两翼”的业务结构，交通主业和房地产及物流“两翼”相互促进。
- 2009 年杭交投收购了杭千高速，未来交通主业收入有望得到较大增长，经营性现金流回笼情况也将得到改善。
- 杭城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保可增强本期债券到期偿付的安全性。

风险：

- 杭交投的交通基础设施投建和房地产开发等业务的经营效益与现金回笼能力较易受经济周期波动及宏观政策调整的影响。
- 杭交投未来三年的投资任务较重，资金需求很大，公司面临较大的融资压力和集中投入风险。
- 杭交投交通基础设施投建的收益尚未得到充分体现，资产整体盈利性不足。
- 杭交投 2009 年债务规模因并入负债水平较高的杭千高速而大幅增长，且随着未来项目建设的推进，公司债务规模还将进一步上升。


评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券 信用评级报告

一、释义

杭交投、该公司、公司或发行人： 杭州市交通投资集团有限公司
担保人、担保机构或杭城投： 杭州市城市建设投资集团有限公司
新世纪公司或本评级机构： 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
本期债券： 2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券

二、概况

（一）发行人概况

该公司原名为杭州市交通资产经营有限公司，于2003年10月经中共杭州市委、杭州市人民政府联合发文市委发[2003]71号文件批准成立。经杭州市财政局杭财国资[2003]第1101号文件批复，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）将杭州交通投资有限公司、杭州市交通综合开发公司、杭州市交通经济开发总公司、杭州市交通设施建设处、杭州货运管理服务中心、杭州港航实业总公司、杭州轮胎翻修厂、浙江航道疏浚处、管家漾码头、三堡码头等十家单位截至2003年9月30日的净资产无偿划拨注入公司，由公司负责运营。公司成立时注册资本为12.5亿元，实收资本为12.09亿元。

2006年5月，经杭州市人民政府杭政函[2006]57号文件批准，该公司更名为杭州市交通集团有限公司，同时获准以绕城高速公路经营权转让收益结余资金进行增资¹。至2007年6月30日，公司以6.89亿元杭州市财政局财政专户拨入专项资金增加资本，并以1.02亿元资本公积转增资本，注册资本达到20亿元。

¹ 该公司于2005年转让绕城高速公路经营权，转让收入为78亿元，其中转让成本59.82亿元，结余资金18.18亿元。根据杭政函[2006]57号文，结余资金中，除计划用于“十一五”期间交通项目建设资金6.18亿元以及财政留存约4亿元统筹用于建设支出外，其余约8亿元用于增加公司注册资本。

2009年6月，根据杭州市国资委杭国资综[2009]48号文件的批复，该公司更名为现名。

该公司在授权范围内从事国有资产的经营，主要任务是确保经营范围内的交通资产的保值增值，以及投资建设杭州市交通基础设施。公司自成立以来先后投资建设了杭州绕城高速、杭千高速、杭徽高速等重大交通基础设施项目，为杭州市交通网络的构建和完善作出了重要贡献；同时，公司还从事房地产开发及物流等业务。

截至2009年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为208.92亿元，所有者权益为49.96亿元（其中归属于母公司所有者权益为36.87亿元）；当年实现营业收入3.74亿元，净利润1.42亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为1.94亿元）。

（二）债券概况

经该公司董事会审议批准，公司拟申请发行总额12亿元的公司债券，募集资金拟用于杭新景高速公路延伸线（之江大桥）工程的项目建设和补充公司营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券
发行规模:	12亿元
债券期限:	10年
债券利率:	本期债券为10年期固定利率债券，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。票面利率在债券存续期前5年固定不变；如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后5年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5年固定不变。本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给发行人或选择继续持有。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。
付息方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。
信用增级:	本期债券由杭州市城市建设投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

资料来源：杭交投

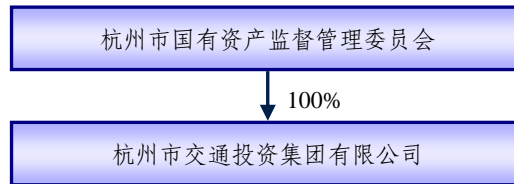
截至2009年末，该公司无待偿债券余额。

三、公司管理

(一) 股权状况

该公司为国有独资企业，杭州市国资委作为唯一出资人对公司进行实际控制。公司自成立以来，股权结构无变化。

图表 2. 公司股权结构图



资料来源：杭交投（截至 2009 年末）

(二) 公司治理与关联交易

1. 公司治理

该公司按照《公司法》等有关规定建立并不断完善法人治理结构。公司不设股东会，设有董事会和监事会，董事会是公司的决策机构，并按照杭州市国资委的授权行使部分股东职权；监事会履行监督职能；日常生产经营和管理工作由总经理全面主持。《公司章程》中对董事会及总经理人员资格、成员构成、职责权限及议事规则等作了明确规定，运营管理较为规范。

2. 关联交易

该公司主要业务的实际运作主体为下属各子公司，本部主要行使投资管理职能，因业务管理及融资需要，本部与子公司之间以及子公司相互之间存在一定的关联担保及关联资金往来情况。

(1) 关联担保

该公司投建的交通基础设施项目的融资由本部统一安排，并主要由公司本部为项目借款提供担保，2009 年末，本部提供的关联担保金额共计 13.69 亿元。下属公司之间经公司董事会批准可提供担保，2009 年末杭州市交通经济开发总公司提供的关联担保余额为 1.00 亿元，杭州交通投资有限公司提供的关联担保余额为 8000 万元，杭州长运集团有限公司提供的关联担保余额为 8500 万元。

图表 3. 2009 年末公司关联担保情况 (单位: 万元)

担保人	被担保人	关联关系	担保余额
杭州市交通投资集团有限公司	浙江天际企业有限公司	孙公司	25000.00
	杭州千汾公路有限公司	子公司	24515.00
	杭州杭千高速公路发展有限公司	子公司	23745.00
	杭州杭甬运河建设开发有限公司	子公司	20900.00
	杭州长运客运站场有限公司	非同一控制下的关联企业	17600.00
	杭州市交通置业有限公司	子公司	15000.00
	杭州东洲综合码头建设有限公司	子公司	4900.00
	杭州杭甬运河建设开发有限公司	子公司	4200.00
	杭州市货运管理服务中心	子公司	1000.00
	合计	--	136860.00
杭州交通投资有限公司	杭州长运客运站场有限公司	孙公司	5500.00
	杭州市交通综合开发公司	受同一控股股东控制	2500.00
	合计	--	8000.00
杭州长运集团有限公司	杭州交通投资有限公司	母公司	8500.00
杭州市交通经济开发总公司	杭州交通土地整理有限公司	受同一实际控制人控制	10000.00

资料来源: 杭交投

(2) 关联资金往来

2009 年末, 该公司应收关联方资金 5.07 亿元, 应付关联方资金 0.24 亿元, 资金占用费率按银行同期贷款利率或双方协定利率确定。公司关联往来资金管理较规范, 关联往来资金对正常经营及资金周转影响较小。

图表 4. 2009 年末公司关联资金往来情况 (单位: 万元)

企业名称	关联关系	金额	在同类科目中占比
其他应收款			
杭州石大公路有限公司(简称“石大公路”)	参股企业	46925.67	17.84%
杭州恒基钱江三桥有限公司	参股企业	3757.69	1.43%
合计	--	50683.36	19.27%
其他应付款			
杭州华南工程开发有限公司	参股企业	2438.85	1.60%
合计	--	2438.85	1.60%

资料来源: 杭交投

(三) 高级经营管理者

该公司董事会由5名成员组成，由杭州市政府任命、委派并接受其考核。董事长及副董事长由杭州市政府指定，总经理经政府推荐由董事会聘用，其他高级管理人员经政府推荐或总经理提名，由董事会聘任。公司高管人员大多来自交通系统或相关政府职能部门，具有多年的相关行业从业经历，经营管理经验丰富。

该公司制定了高级经营管理人员的薪酬与考核制度，高管及经理层人员要签订经营业绩责任书并进行年度绩效考核。绩效考核结果与薪酬、任免及奖惩相挂钩，为高管人员履行职责提供了必要的制度保障。

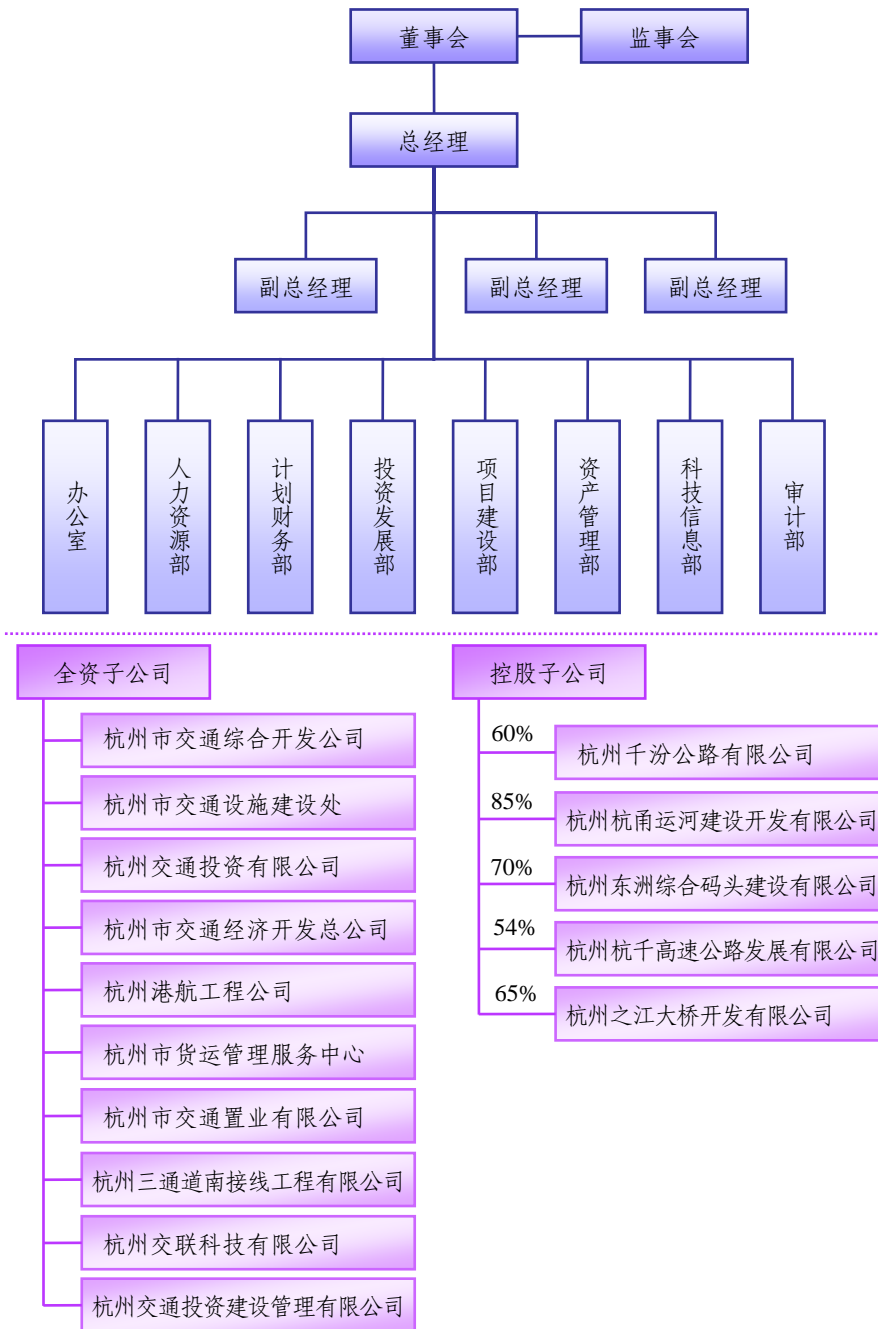
该公司现任董事及其他高级经营管理人员近三年来无违法和重大违规记录。

(四) 内部管理

1. 组织架构

该公司根据自身经营管理的需要设立内部职能部门。由于业务发展对信息化建设及审计监察提出了更高的要求，2008年公司对原有组织架构进行了调整，设立了专门的科技信息部和审计部，形成了现有的人力资源部、计划财务部、投资发展部、项目建设部、办公室等“一室七部”的组织架构。公司制定了各部门的职责权限和岗位编制，部门分工较明确，能够较好地保障公司经营决策的有效贯彻和业务的顺利开展。

图表 5. 公司组织架构图



资料来源：杭交投（截至 2009 年末）

2009年，该公司收购了杭州杭千高速公路发展有限公司（简称“杭千高速”）部分股权，并组建了杭州交通投资建设管理有限公司。截至2009年末，公司拥有合并范围内的一级子公司15家，其中全资子公司10家，控股子公司5家，主要业务涉及交通基础设施建设、房地产开发、航道施工、客货运输等领域。

2. 人员状况

截至 2009 年末，该公司本部共有在职员工 41 人，其中：拥有本科学历的员工为 31 人，占 75.6%；拥有硕士及以上学历的员工为 8 人，占 19.5%。本部职工基本为管理人员或专业技术人员，拥有中级职称人数占职工总数的 70% 以上。从整体看，公司人员素质能够满足其经营和管理等方面的要求。

3. 业务管理

为了保障经营业务的有序开展，提高内部管理控制的效率及质量，实现经管管理的制度化和规范化，该公司近年来加大制度建设力度，现已建立了较为完善的内部管理制度体系，包括资金及财务管理、投资管理、工程项目管理等诸方面。公司通过内部审计和监察考核来对制度执行情况进行监督检查，保证了制度的有效执行。

在财务管理方面，该公司制定了《财务管理试行办法》、《会计核算办法》和《资金管理辦法》等制度规范，对财务管理体制、财务预算、资金管理、财务监督等方面作了明确规定。公司实行“财会政策统一制定，经济业务独立核算”的财务管理体制，保障子公司的财务规范性和独立性；同时，对外投资的审批及交通基础设施项目的筹融资安排等重大财务事项集中由公司本部实施，实现了财务权限的适度集中。在资金管理方面，公司实行预算管理，以“投”定“筹”，根据年度预算及建设进度按季编制筹资计划，公司计划财务部要对项目公司的付款进行日常跟踪管理，确保资金安全。

在投资决策方面，该公司制定了《项目投资管理办法》和《重大项目投资决策程序》，在接到项目申请或政府投资指示后，由投资发展部及相关单位进行前期调研，形成投资分析报告，并上报总经理办公会讨论审议，重大项目还要提交董事会审议，决策各环节均有否决权，可较为有效地防止投资决策失误。

在工程项目管理方面，该公司制定了《公路、水运建设项目管理暂行办法》、《投资项目工程招标管理暂行办法》和《建设项目代建管理暂行办法》等一系列工程管理制度，确保工程施工全过程处于受控状态。公司的建设项目由项目公司具体实施，项目公司要定期向本部汇报项目进度计划及工程进展情况。公司建立了安全生产责任制和质量岗位责任制，保障生产安全及工程质量。

在对子公司的管理方面，该公司向控股子公司委派董事、监事、总经理及财务总监，委派人员的薪资、考核及奖惩由公司董事会决定。委派人员在授权范围内对子公司进行管理和监督，并定期报告子公司的经营情况及财务状况。

在对外担保方面，该公司对外提供担保要经过资信调查、财务及经营状况分析、担保收益及风险评估、财务负责人审核等程序，且必须经董事会审议批准。下属公司未经公司董事会批准不得提供任何形式的担保。

（五）评价

该公司不断完善法人治理结构及内部管理体系，运营管理日益规范。公司根据业务需要进行组织机构设置和调整，较好地保障了各项经营活动的顺利开展。公司经营管理团队具有丰富的行业管理经验，员工基本素质较高，能够满足现阶段经营管理需要。

四、经营分析

该公司是杭州市交通基础设施的重要投资、建设和运营主体之一，承担了杭州市主要公路、桥梁及航道的投资建设和运营维护。公司主营业务呈现“一主两翼”的结构，以交通基础设施投建为“一主”，以房地产开发及物流业为“两翼”。因此，杭州市经济发展情况和交通状况，以及房地产和物流行业的现状及发展趋势对公司的经营有着重要影响。

（一）经营环境

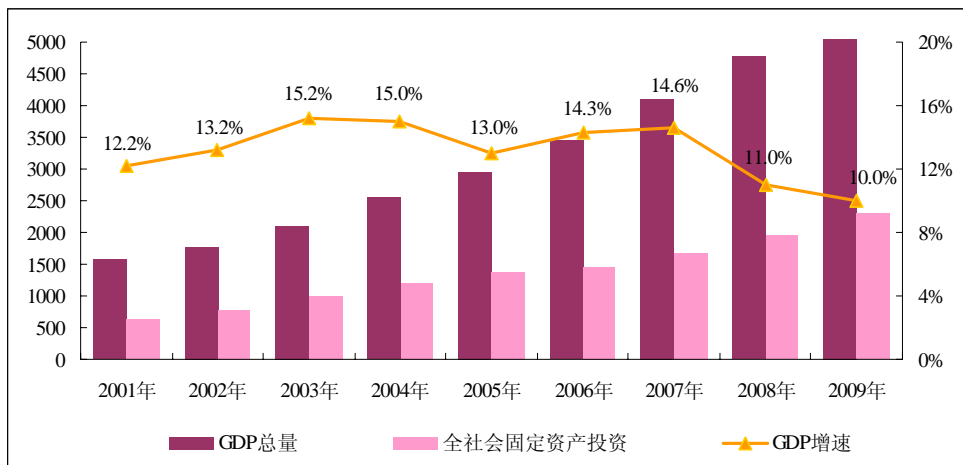
1. 区域经济环境

杭州市经济连续多年保持两位数增长，在区域经济中的地位日益显著，可为该公司的经营和发展提供良好的平台。同时，杭州市财政实力逐年增强，固定资产投资力度不断加大，可为公司的交通基础设施投建及房地产开发等业务提供支撑。

杭州市地处长江三角洲南翼，是浙江省的省会和全省的经济、文化和科教中心，也是长三角地区重要中心城市和举世闻名的风景旅游城市。杭州市辖 8 个区、3 个县级市和 2 个县，全市总面积 1.66 万平方公里，截至 2009 年末，全市常住人口达 810 万人。

随着新型工业化进程的加快，以及现代服务业的快速发展，近年来杭州市经济增长势头良好。2008年以来，为应对国际金融危机的冲击，杭州市采取了减轻企业负担、调整经济结构、落实产业政策、重点项目贷款贴息等措施。2009年杭州市经济逐渐企稳回升，当年全市实现国内生产总值5098.66亿元，较上年增长10.0%，连续19年保持了两位数的增长速度，在长三角地区的经济地位日益显著。2010年第一季度，杭州市实现地区生产总值1137.20亿元，较上年同期增长了15.0%，经济运行呈现出“增速逐季回升、效益逐步向好、调整积极推进、民生不断改善”的良好发展态势。

图表 6. 杭州市 2001-2009 年 GDP 及固定资产投资情况（单位：亿元）



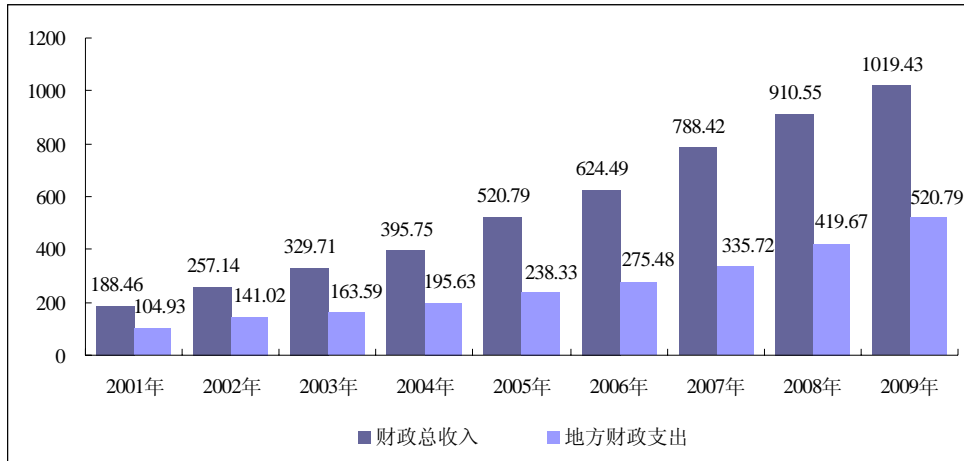
资料来源：杭州市统计局

近年来杭州市固定资产投资力度不断加大，主要投向基础设施建设、房地产开发及农村建设等方面。2009年杭州市完成全社会固定资产投资2291.65亿元，其中限额以上固定资产投资2195.17亿元，分别比上年增长15.7%和16.6%；2010年第一季度全市完成限额以上固定资产投资362.89亿元，比上年同期增长29.0%。较高水平的固定资产投资规模可以有效拉动工业、建筑业、房地产等相关产业及行业的发展，为未来经济增长提供有力支撑。

随着地方经济实力的增强，杭州市财政实力也得到了较大提高。2009年全市财政总收入为1019.43亿元，比上年增长12.0%，其中地方财政一般公共预算收入为520.79亿元，比上年增长14.4%；全年地方财政支出490.40亿元，比上年增长16.9%。2010年第一季度杭州市实现财政总收入328.12亿元，其中地方财政收入178.55亿元，同比分别增长25.7%

和 39.8%。总体来看，杭州市地方财政实力较强，可为政府公共服务及未来基础设施投建提供基本的资金保障。

图表 7. 杭州市 2001-2009 年财政收支情况 (单位: 亿元)



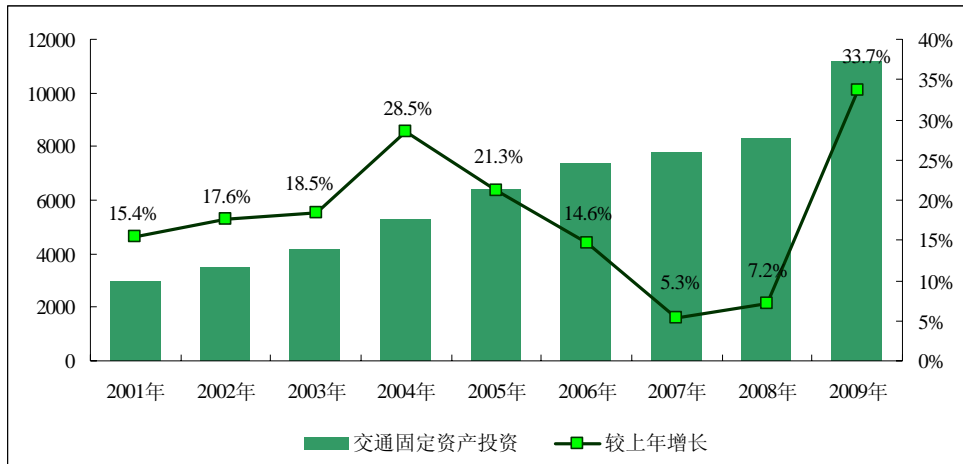
资料来源: 杭州市统计局

2. 交通运输行业

杭州市近期公路等交通基础设施建设投入力度较大,不断增长的汽车保有量能够对经营性路桥收费能力形成有力支撑。此外,交通固定资产投资的增长趋势及 4 万亿元投资计划等经济刺激措施也可为交通基建类企业提供有利的经营环境。

交通运输是国民经济发展的基础,是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件,对保障国民经济持续健康发展、人民生活的改善具有十分重要的作用,一直得到各级政府的高度重视。近年来我国交通行业固定资产投资规模较大,2001-2009 年交通固定资产投资复合增长率达到 18.0%,2009 年国家采取扩大内需和积极的财政政策,加大基础设施建设力度,全年公路水路交通固定资产投资规模增长较快,达到 11142.80 亿元。在大规模投资的带动下,我国交通运输得到了迅速发展,以公路为例,截至 2009 年底,全国公路总里程达 386.08 万公里,其中二级及以上高等级公路里程 42.52 万公里,公路技术等级及公路密度均得到了较大提高;2009 年,公路客运量为 277.91 亿人次、旅客周转量为 13511.44 亿人公里,公路货运量为 212.78 亿吨、货物周转量为 37188.82 亿吨公里,公路运输量明显提高。

图表 8. 我国 2001-2009 年交通固定资产投资情况 (单位: 亿元)



资料来源: 国家交通运输部

杭州市作为浙江省的经济、文化、科教中心以及全国重要旅游城市, 一直以来都将交通建设作为城市建设的重点之一。根据《杭州市城市总体规划(2001-2020年)》, 杭州市要完善城市基础设施体系, 加快交通基础设施建设, 建立公路、铁路、民航、水运相协调的对外交通运输体系。2009年杭州市交通建设投资达到102.83亿元, 其中萧山机场公路改造、钱江通道及南接线(钱江大道)、杭新景高速公路延伸线(之江大桥)、庆春路过江隧道、杭长高速公路等重大交通项目开工, 申嘉湖杭高速建成。2010年, 杭州市交通建设投资计划完成120亿元, 力争完成130亿元, 重点抓好5111工程, 即钱江通道及南接线、杭长高速公路二期杭州段、萧山机场公路改建、杭新景高速公路寿昌至开化白沙关建德段、杭长高速公路延伸线(吉鸿路)等五个工程; 1通道: 运河二通道; 1桥: 杭新景高速公路延伸线(之江大桥)工程; 1闸: 富春江船闸扩建工程。未来三至五年, 杭州市将在交通基础设施建设方面投资逾1000亿元, 实现杭州交通从基本适应到适度超前的第二次历史性跨越。杭州市交通发展第二次历史性跨越的实施为公司的发展提供了良好的契机。

经过多年的大力建设, 杭州市交通运力得到了显著提高, 2009年全市客运量达到30117万人次, 当年完成货运量21871万吨。从各种运输方式承担的运量来看, 近年来尽管高速铁路、城际铁路及民航运输的分流作用日益明显, 但公路依然承担了近90%的客运量和70%以上的货运量, 公路运输仍是最主要的运输方式, 公路运输体系的不断完善是整个国民运输体系建设中的重要一环。

图表 9. 杭州市 2005-2009 年交通运输量情况 (单位: 万人次、万吨)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
杭州市客运量	24124	25810	28026	29084	30117
其中: 公路客运量	21431	22961	24836	25630	26455
杭州市货运量	19909	20924	22569	22550	21871
其中: 公路货运量	13539	14588	16484	16822	16536

资料来源: 杭州市统计局

截至 2009 年末, 杭州市境内公路总里程达到 15112.44 公里, 其中高速公路 503.28 公里, 占公路总里程的 3.33%。全市根据《杭州市公路水路交通“十一五”发展规划》的要求, 到 2010 年, 初步形成“一绕、十射、一连、一通道”的高速公路主骨架, 全市公路总里程达到 7360 公里, 其中高速公路达到 625 公里; 一级公路达到约 900 公里, 二级公路 1800 公里, 市境内国省道区域干线公路基本达到二级以上公路, 县乡公路全部达到准四级以上。尽管现阶段杭州市公路建设已取得了显著成效, 但高等级公路总里程未达到规划要求, 未来中短期内杭州市高等级公路建设力度将加大。

从长远来看, 杭州市较大规模的汽车保有量和不断增长的车流量, 将推进公路运输体系的不断完善, 并对经营性路桥的收费能力起到支撑作用。根据杭州市统计局数据显示, 近年来杭州市机动车辆持续增长, 2009 年末全市社会机动车拥有量达 157.89 万辆, 其中私人汽车 71.87 万辆, 比上年末分别增长 13.2% 和 27.2%。此外, 浙江省以及周边江苏、上海等省市的汽车保有量也呈现明显的上升趋势, 在一定程度上促进了杭州市经营性路桥企业的发展。

3. 房地产行业

受益于国家多项经济刺激政策以及购房优惠政策, 2009 年我国房地产市场迅速复苏; 但在房价上涨过快、住房投机增加等因素影响下, 自 2009 年底政府对房地产调控政策趋紧, 短期内房地产市场调整压力加大。

2009 年国家出台了一系列金融、财税和土地等方面的优惠政策, 鼓励房地产行业的发展, 宽松的政策环境为 2009 年我国房地产市场的复苏创造了有利的条件。2009 年, 我国房地产开发投资为 36232 亿元, 同比增长 16.1%, 但增速较上年回落了 4.8 个百分点; 当年商品房销售面积为

9.37 亿平方米，同比增长 42.1%；商品房销售金额为 43995 亿元，同比增长 82.8%。

为抑制我国房价持续高涨，规范房地产市场秩序，中央人民政府于 2009 年底开始陆续出台了多项控制居民购房需求的措施，2009 年 12 月 14 日国务院提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措；2010 年 4 月 15 日又推出“国四条”，提高了居民购房首付比例。房地产市场调整力度不断加大，短期内房地产市场面临一定调整压力。

2009 年杭州市房地产市场迅速升温，当年商品房销售面积为 1441.18 万平方米，同比增长 86.0%，其中住宅销售面积为 1300.99 万平方米，同比上升 92.2%。在国家抑制高房价、打击住房投机、促进房地产市场健康稳定发展的政策指引下，2010 年 1 月杭州市政府出台了《关于加强保障性住房建设，支持自住型和改善型住房消费，促进房地产市场健康稳定发展的若干意见》，减小了购房补贴力度，并缩小了惠及人群范围。2010 年第一季度杭州市房地产开发投资 123.78 亿元，较去年同期增长 30.3%，同期全市实现新建商品房销售面积 150.21 万平方米，较去年同期增长 10.5%，但增幅比上年同期回落 24.5 个百分点。随着房地产市场调整力度的加大，2010 年第二季度以来杭州市房地产市场成交量有所下降，房价也略有回落，调整态势渐显。

4. 物流行业

2009 年物流业被列入我国十大产业振兴规划，杭州市政府也先后出台相应行业扶持政策，为大中型物流企业的发展提供了良好的政策环境。

现代物流业发展水平是衡量一个国家和地区综合竞争力的重要标志，加快发展现代物流业，有助于降低物流成本，提高物流效率，改善发展环境，提高经济竞争能力。随着国民经济的发展，我国政府越来越重视促进物流业的发展。自 2001 年起，政府陆续出台了《关于加快我国现代物流发展的若干意见》（2001）、《关于开展试点设立外商投资物流企业工作的有关问题的通知》（2002）、《关于促进运输企业发展综合物流服务的若干意见》（2002）、《关于促进我国现代物流业发展的意见》（2004）等政策及意见，对物流业的发展起到了一定的促进和指引作用。

近年来，我国物流业得到了较大发展，物流业与零售业、制造业的合作日益紧密，业务市场不断扩大，物流业自身专业化分工加快，增值

型物流业务迅速发展。但同时，物流业也存在市场运营不规范、物流成本过高、第三方物流发展滞后、配套政策不合理等问题，限制了物流业的快速发展。2009年，物流业被列入十大产业振兴规划，2月25日国务院常务会议审议并原则通过了《物流业调整振兴规划》，物流业面临着良好的发展机遇。

杭州市政府为了促进物流业发展，于2006年制定的《杭州市现代物流发展规划》并出台了针对上述规划的实施意见，杭州市物流业得到了较快发展。2008年12月，杭州市政府出台《关于进一步加快现代物流业发展的若干意见》，加大对物流业的财务支持及政策扶植。2009年8月，杭州市政府出台《杭州市物流业调整和振兴三年行动计划(2009-2011年)》，明确提出了杭州市物流业中短期发展计划及目标，2009-2011年杭州市物流业增加值年均增速保持在11%以上，到2011年，物流业增加值占服务业增加值的比重提高至13.5%，并初步形成“两圈六带五园十心多点”的物流发展空间框架体系。随着物流业扶持政策的逐步落实，杭州市物流业将得到较快发展，大中型物流企业将获得良好的发展机遇。

(二) 经营状况

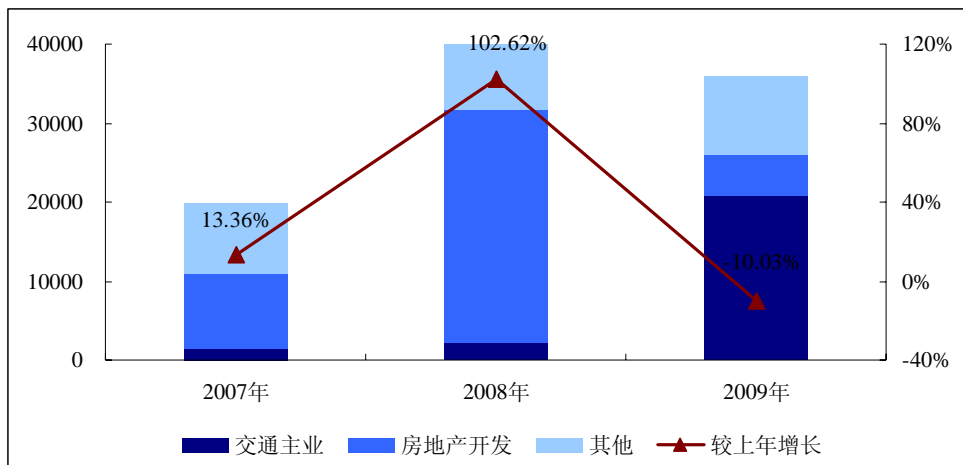
从该公司近年来主要投资方向、资产分布及未来发展规划来看，公司主要业务可分为交通基础设施业务、房地产开发及物流三大业务板块，以交通基础设施业务为中心，房地产开发和物流板块依托交通主业开展业务并反哺于交通主业，总体上业务结构呈现“一主两翼”的形式。

由于2005年该公司转让了绕城高速公路，2006-2008年，公司合并范围内的主要交通基础设施项目处于建设期，因此公司账面反映的交通主业收入较少。2009年公司开始着手对原参股投建的经济效益较好的交通资产实施收购，目前已实施了杭千高速及石大公路股权收购，预计未来公司交通主业收入将可得到明显增长。

近三年来该公司营业收入分别为2.03亿元、4.09亿元和3.74亿元，其中主营业务收入分别为1.97亿元、4.00亿元和3.60亿元，2009年主营业务收入下滑主要是由于房地产开发收入减少导致。在2009年主营业务收入中，交通主业收入为2.08亿元，占比为57.78%，主要来源于通行费收入及航道施工收入，当年因杭千高速的并入而有较大增长；房地产开发收入为0.52亿元，占比为14.44%；其他收入为1.00亿元，主要来源于宾馆经营及商品销售等业务。公司的物流业务还处于培育和起

步阶段，2009 年尚未产生大额经营收入。

图表 10. 公司 2007-2009 年主营业务收入构成 (单位: 万元)



资料来源: 杭交投

1. 交通主业

➤ 交通基础设施投建

该公司是杭州市主要交通基础设施投资、建设和运营主体之一，主要承担收费性交通基础设施的投建任务，履行建设、管理、营运、投资四大职能。公司投建的项目主要通过设立项目公司实施具体运作，此外公司还参股投资了部分路桥项目。

2003-2008 年，该公司按照杭州市“交通西进”、“东网加密”、“黄金水道”等交通建设工程的具体部署，先后全资或控股投建了杭州绕城高速、德胜互通、杭甬运河杭州段、千汾公路等项目，参股投建了杭千高速、杭徽高速、杭浦高速、05 省道等项目，投资的重大交通基础设施项目达 20 多项，项目总投资达 268 亿元，为杭州市构建市域一小时半交通圈、全省四小时交通圈和长三角半日交通圈“三圈叠加”，以及杭州交通发展从相对滞后到基本适应的第一次历史性跨越作出了积极贡献。

2009 年，为实现交通发展从基本适应到适度超前的第二次历史性跨越，杭州市政府向该公司下达了《主攻资本运作、决战九大项目，市交投集团跨越发展三年行动计划》(以下简称“三年行动计划”)。公司将根据三年行动计划的安排，投资建设钱江大道、京杭运河二通道、绕城高速公路西复线、杭长高速公路二期及延伸段、之江大桥等 9 个重点交通基础设施项目。9 大项目总投资 446.2 亿元，其中，资本金投入 189.91

亿元（公司出资 57.82 亿元，其余由区县政府出资），项目建设融资由公司承担。这些项目均为经营性项目，建成后由公司负责运营，公司计划主要以土地开发收益及政府补贴收入进行资本金投入，建成后以通行费收入等运营收益偿还银行借款。目前之江大桥、钱江大道、东洲综合码头等项目已启动，截至 2010 年 3 月末已投入建设资金 12.45 亿元，后续资金将主要来自公司自有资金、银行借款及其他渠道融资。具体项目情况如图表 11 所示：

图表 11. 公司目前主要交通基础设施在建项目情况（单位：亿元、公里）

项目名称	总投资	已投资金	总里程	预计工期	目前建设进度
之江大桥	30	3.03	4.69	2009-2012 年	正在进行征地和拆迁工作，主桥已进场施工
钱江大道	78.7	8.42	27.7	2009-2012 年	项目处于征地和拆迁阶段
东洲综合码头	3.00	1.00	--	2008-2011 年	施工单位已进场施工
合计	111.7	12.45	--	--	--

资料来源：杭交投（截至 2010 年 3 月末）

上述项目除客运站场外，其余 8 个项目均采用与区县政府共同出资的投资方式，且各个项目中区县政府的出资比例已在三年行动计划中明确规定，预计 8 个项目区县政府共将出资 132.09 亿元，大大减轻该公司资金投入负担。尽管如此，公司依然面临较大的融资压力，公司计划主要利用收费权质押融资的方式筹集资本金以外的建设资金，并配合以引进战略投资者、土地开发、发行债券等多种途径弥补资金缺口。

为筹集和平衡项目资金，杭州市政府批准该公司进行土地一级开发，并协助公司落实项目沿线地块。公司目前拥有三墩北吉鸿路南地块、钱江北岸清江路 1 号地块、长运石桥路地块、汽车东站地块等七宗土地，土地面积共 156.77 万平方米，目前上述地块的开发工作尚未正式启动。由于这些地块主要位于杭州市主城区及周边，地理位置较好，增值前景较乐观，公司预计可获得土地开发收益 43.22 亿元，从而将在较大程度上缓解公司交通主业资本金投入压力。

2009 年该公司着手实施资产优化，增持和回购杭千高速、石大公路等优质项目股权，并剥离劣质项目股权和不良资产。公司先后于 2009 年 8 月和 11 月分别完成了对杭千高速 26% 的股权及石大公路 50% 的股

权收购，实现对杭千高速的股权控股²。杭千高速于 2006 年底全线建成通车，经过近三年的运营，收费逐渐提高，2009 年收费能力已达到 170 万元/天，初步实现盈亏平衡，预计 2010 年将可实现盈利；根据规划，未来杭千高速将连接江西省，届时车流量还将有较大提高。石大公路于 1998 年建成通车，并于 2008 年完成拓宽改造，作为杭州市城市快速路网的重要干线，石大公路车流量较大，经营效益较好。2009 年杭千高速营业收入为 5.79 亿元，其中纳入公司合并范围收入为 1.90 亿元，对公司交通主业收入增长贡献较大，主业经营效益得到显著改善。

在剥离效益不佳的项目股权方面，公司已拟定千汾公路、杭甬运河杭州段等亏损项目的退出方案，其中：千汾公路计划列入政府回购项目，并通过土地开发收益补偿资金差价；杭甬运河杭州段计划列入政府还贷项目，并通过收费平衡运营成本。此外，公司还将择机退出部分持股比例偏低且成长性一般的项目，将资金投向优势项目。

总体上看，该公司交通基础设施投建业务为杭州市交通体系的建设和完善发挥了重要作用，2009 年因杭千高速的并入，业务经济效益得到提升，随着未来资产优化的推进，以及土地开发等资金平衡措施的实施，业务的收益性将可得到进一步提高。公司未来三年间项目建设投入较大，将面临较大的融资压力。

➤ 航道施工

该公司的子公司杭州港航工程公司（以下简称“港航公司”）具有港口与航道工程施工总承包贰级、港口与海岸工程专业承包贰级、桥梁工程专业承包贰级及航道工程专业承包贰级资质，主业为航道施工。2009 年公司施工收入为 1270.03 万元，主要来源于港航公司施工业务。

该公司的航道施工业务可分为水上工程施工业务和水上工程代建业务。2009 年公司主要进行了鸦雀漾二期、平水江拓浚工程、余杭港区石化作业区南港池码头、余杭仁和码头、杭甬运河 11 标、杭甬运河上虞项目、云和南北交通码头等水上施工项目的建设，当年承接施工项目总合同金额为 1.48 亿元，完成约 8800 万元。水上工程施工利润空间较低，主要依靠扩大业务规模来提高收入水平，公司计划通过发展海上施工项目，实现收入的进一步增长。

² 公司原持有杭千高速 28% 的股权，2009 年 8 月，公司以 4.3 亿元的转让价格取得原由上海工业投资（集团）有限公司持有的 26% 股权，持股比例达到 54%。2009 年 11 月，公司以 4.2 亿元的转让价格取得原由浙江沪杭甬高速公路股份有限公司持有的 50% 股权。

水上工程代建业务是港航公司的新开展业务，目前仅承接了本部投资的杭州东洲综合码头代建工程项目。该项目总投资约 3 亿元，已于 2009 年全面开工建设，计划于 2010 年底建成运营。由于代建项目利润水平高于单纯施工业务，代建业务的发展将使航道施工业务的收益水平得到一定改善。

2. 房地产开发

该公司的子公司杭州市交通置业有限公司（以下简称“置业公司”）具有房地产开发贰级资质，是公司房地产开发业务的运作主体。公司房地产开发可分为商品房开发和政府投资项目代建两类业务，均通过投资设立项目公司实施具体项目的开发建设。

该公司的商品房开发依托于交通主业开展，利用交通主业获得的补偿性质的土地进行房产开发，由于土地成本较低，公司开发的商品房利润空间较大。近年来，公司主要进行了翡翠岛别墅项目、九龙湾项目及天际大厦的开发。翡翠岛别墅项目为高档别墅项目，项目位于千岛湖东南湖区，占地 483 亩，建筑面积达 7.24 万平方米，总投资 4.68 亿元，项目一期工程已于 2008 年交付；二期工程已于 2010 年 6 月验收交房。九龙湾项目情况包括别墅、公寓及少量商铺，建筑面积为 3.82 万平方米，总投资 2.59 亿元，计划于 2012 年完工。天际大厦项目为甲级写字楼，位于杭州市黄龙商业圈，建筑面积为 5.69 万平方米，总投资为 4.40 亿元，项目因土地变性等事宜在建成后未进行销售，现土地性质已变更为商业用地，计划于 2010 年分层销售。

该公司的房产代建项目主要为安置房项目，建设用地位于政府划拨地块，开发成本较低，且项目为定向销售，通过与政府协商定价，因此项目销售风险较低，收入较为稳定。2009 年香北安置房项目开工，项目总投资 3.2 亿元，预计 2011 年完工。

图表 12. 公司主要房产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资金	预计工时	建筑面积	目前建设进度
天际大厦	4.40	4.03	2006-2009 年	5.69	已经完工
香北安置房	3.20	1.57	2008-2011 年	8.49	形象进度完成 60%
翡翠岛别墅	4.68	3.61	2004-2010 年	7.24	形象进度完成 90%
九龙湾	2.59	1.22	2008-2012 年	3.82	形象进度完成 32.18%
合计	14.87	10.43	--	25.24	--

资料来源：杭交投（截至 2010 年 3 月末）

该公司主要在建项目总投资 14.87 亿元，截至 2010 年 3 月末已投入 10.43 亿元，后续资金将主要来源于前期项目销售资金及银行借款。2009 年因项目销售及结转周期因素影响，房地产开发收入明显减少；预计 2010 年开始公司的房产项目将集中进入结转期，可为公司房地产业务收入带来较大增长。

该公司的房地产业务自 2006 年实现盈利以来，每年均会反哺交通主业，随着未来房地产业务收入的提高，反哺资金将有较大增长，预计至 2012 年，房地产业务可累计为交通主业提供资金 7 亿元。房地产业务的健康发展，可为交通主业提供有力的资金支持，对公司整体发展和综合实力的提高具有重要意义。

图表 13. 主要房产项目资金回笼及反哺资金预测³（单位：万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	合计
天际大厦	--	55000	32500	32500	120000
香北安置房	--	20000	30000	9074	59074
翡翠岛别墅	5742	16000	16000	21182	58924
九龙湾	--	--	5000	33066	38066
合 计	5742	91000	83500	95822	276064
反哺交通主业	720	22000	25000	19000	66720

资料来源：杭交投

3. 物流业

该公司的物流业务目前尚处于培育阶段，以杭州货运管理服务中心（简称“货管中心”）为主要业务主体。货管中心拥有 2 个物流基地及 3 个货运市场，停车场面积 10 万余平方米、仓库面积 5 万余平方米。公司目前仅从事停车场经营、仓储业务及货运代理等简单物流业务，资产规模及收入规模均较小。2008 年末，杭州市提出要加快现代物流业发展，为物流企业提供了多项扶持政策，为公司物流业务发展创造了良好的机遇，公司将借此机会提升物流业务的规模和经营层次。

该公司在建的东洲综合码头将于 2010 年建成，并交由货管中心运营，发展港口物流业务，预计届时物流业务收入将得到较大提高，物流业反哺交通主业的作用也将逐步得到体现。此外，公司还计划对杭州市五大车站进行整合，组建站场公司，发展客运物流。总体来看，尽管现阶段公司的物流业务规模较小，但业务发展前景较好。

³ 2009 年数据为实际发生数。

(三) 主要经营优势与风险

1. 主要经营优势

(1) 所在区域经济发展情况良好

杭州市是浙江省的省会，也是长三角地区重要中心城市之一，随着浙江省以及长三角地区经济的发展，杭州市 GDP 连续多年保持两位数增长，区域地位日益显著，可为该公司的经营和发展提供良好的区域经营环境。同时，杭州市财政收入不断提高，2007-2009 年财政总收入分别为 788.42 亿元、910.55 亿元和 1019.43 亿元，持续增强的地方财政实力可为杭州市经济发展和建设提供有力支撑。

(2) 公司交通投建及运营主体地位显著

该公司是杭州市交通基础设施两大主要投资、建设和运营主体之一，主要负责杭州市与外部连接的城际公路等收费交通基础设施的投建。截至 2008 年末，公司已累计完成交通基础设施项目总投资 268 亿元，2009 年 7 月-2012 年间还将完成投资 346 亿元（包括 9 大建设项目的大部分资本金及建设融资）。公司交通主业的健康发展对杭州市交通从基本适应到适度超前的第二次历史性跨越具有重要意义。

(3) 受政府支持力度较大

该公司承担了杭州市交通基础设施的投资、建设、运营和管理职能，鉴于公司的经营和发展对杭州市交通的重要影响，杭州市政府对公司的支持力度较大，不仅通过增加注册资本、提供财政补贴、公路转让收益返还等方式提升公司的资金实力，还通过授予公司土地开发资格、协助公司获取优质土地、提供融资便利及下达文件要求区县政府配合项目投资等方式支持公司交通业务的开展。政府的大力支持，为公司未来发展提供了有效保障。

2. 主要经营风险

(1) 车流量不能达到预期的风险

2009 年杭千高速并入后，该公司交通主业收入主要来自杭千高速通行费收入。若杭千高速车流量增长不能达到预期水平，公司的营业收入及盈利情况均将受到较大影响。

(2) 经济周期波动影响

该公司的交通基础设施投建业务与地方经济增长情况以及国家宏观经济联系较为紧密，较易受到经济周期波动的影响。尽管杭州市财政实力较强，能够给予公司较有力的资金支持，但经济周期波动势必引起杭州市地方财政收入增长的放缓，从而使公司面临财政支持力度减轻的风险。此外，经济周期波动也会对交通及房产项目的经营及收益情况造成冲击。

(3) 集中投入风险

根据三年行动计划，该公司9大建设项目总投资446亿元，其中346亿元需在2009年7月-2012年间完成投入，其余部分在2013年底前完成投入，公司面临较大的资金投入压力。此外，交通基础设施项目建设周期及运营培育期较长，项目收益具有一定不确定性。因此公司未来三年面临较大的融资压力和集中投入风险。

(4) 宏观政策变动风险

该公司三年行动计划的资金筹集有赖于当前道路收费政策、土地开发政策及宏观货币政策的持续性，如相关政策出现重大不利变动，将有可能导致项目建设投入增加或收益减少等问题。

(四) 发展战略

根据三年行动计划，该公司将在三年内完成总投资346亿元，公路建设里程新增270公里，航道建设里程新增35.7公里；同时，做大公司规模，力争净资产达到60亿元，总资产达到300亿元。公司将陆续实施九大工程，形成交通基础设施建设业务优势突出、房地产和物流业初具规模的产业格局，成为区域内具有较强资本运作能力的企业。

该公司未来三年内的工程建设目标为：确保钱江大道、杭长高速公路二期及延伸段、之江大桥、杭新景高速公路二期建德段、东洲综合码头、客运站场等项目全面完工，京杭运河二通道、绕城高速公路西复线、嘉兴独山港码头等项目有序推进。

未来五年内，该公司的经营目标为：实现九大项目全面完工，完成总投资446亿元，净资产达到80亿元，总资产达到350亿元。

（五）评价

该公司是杭州市交通基础设施建设的主要投资、建设和运营主体之一，通过大力投建交通项目，为杭州市交通发展作出了重要贡献。公司主营业务呈“一主两翼”结构，以交通主业为中心，房地产开发和物流业务依托交通主业开展，并以资金形式反哺交通主业，目前房地产开发业务经营情况较好，物流业务还处于培育期。2009 年公司实现了对杭千高速的控股，未来交通主业收入有望得到较大增长。

该公司未来三年内将投建九大交通基础设施项目，并在政府的支持下，主要通过收费权质押、土地开发等方式进行融资。公司未来三年资金需求较大，面临较大的投融资压力和很大的集中投入风险。

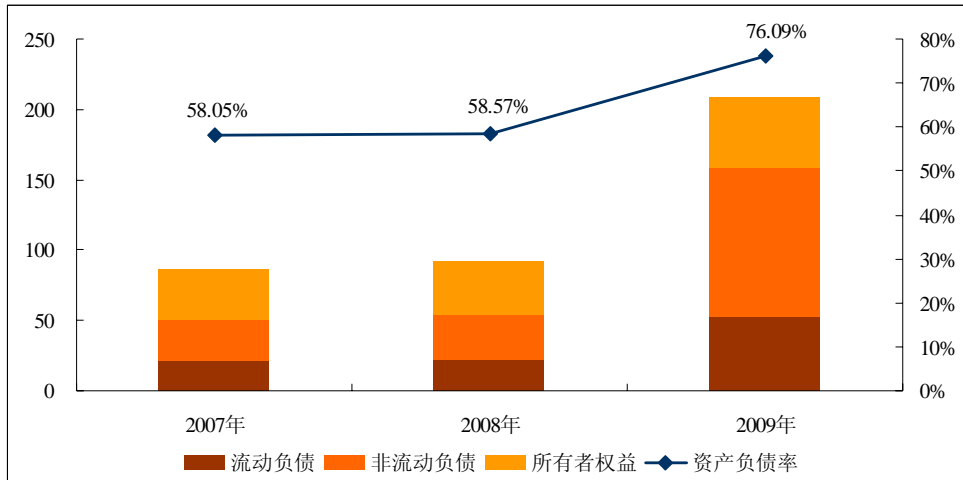
五、财务分析

（一）债务分析

1. 债务结构

2007 年，杭州市国资委为该公司增资至 20 亿元，公司资本实力得到增强，降低了交通基础设施投资建设对外部债务的依赖。2007-2008 年公司负债规模基本保持稳定，负债总额分别为 49.85 亿元和 53.90 亿元，资产负债率分别为 58.05% 和 58.57%。2009 年，公司收购了杭千高速，因杭千高速银行借款规模较大，达 80.30 亿元，年末公司负债总额增至 158.96 亿元，较上年末增长 194.92%，资产负债率上升至 76.09%。目前公司资产负债水平偏高，且随着三年行动计划的推进和资金需求的持续增加，公司债务规模还将进一步扩大。

图表 14. 公司负债规模及资产负债率变化情况（单位：亿元）



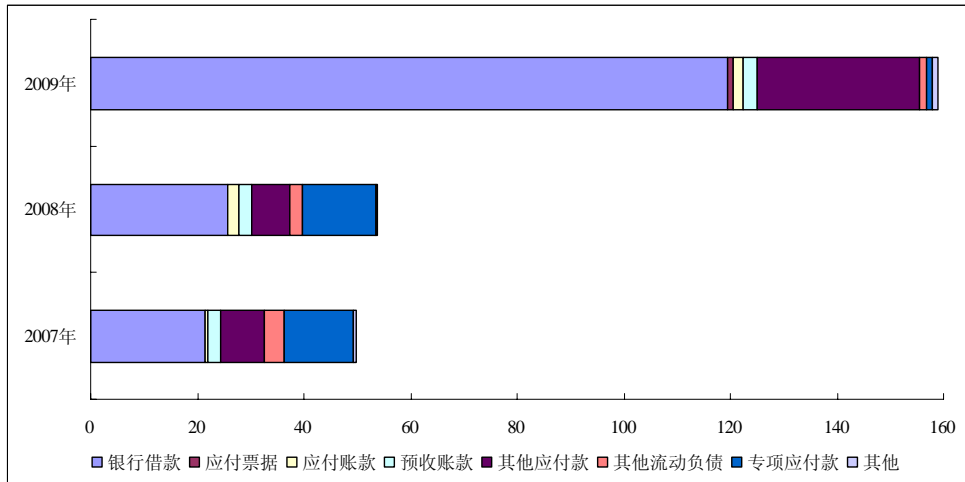
资料来源：杭交投

从负债构成看，该公司 2009 年末负债主要由银行借款和其他应付款构成，在负债总额中占比分别达到 75.16% 和 19.23%。其中，其他应付款年末余额为 30.57 亿元，主要包括与建设工程相关的往来款项、已从杭州市土地储备中心收回的 7.54 亿元土地开发代垫款项⁴、尚未支付完毕的 2.30 亿元杭千高速股权转让价款和 1.92 亿元石大公路股权转让价款等，2009 年其他应付款大幅增长主要是由于部分与公司有大额往来的下属公司因清算而不再纳入合并范围导致⁵。此外，公司预收账款年末余额为 2.55 亿元，主要为房产项目预售款项；其他流动负债为绕城高速公路转让收入中计划用于项目建设的资金，因根据政府要求逐年确认为补贴收入而逐渐减少，2009 年末余额为 1.16 亿元，将于 2010 年确认为补贴收入。可见，公司的其他应付款及预收账款等债务具有一定的偿付弹性，刚性偿债压力主要来自银行借款。

⁴ 公司与杭州市土地储备中心合作进行土地一级开发，公司先行垫付土地开发费用，待杭州市财政局、土地局核实后予以结算。2009 年末公司为杭州市土地储备中心代垫的土地开发费用共 8.62 亿元，计入其他应收款中。因项目未结算，该款项收回后暂计入其他应付款，待项目结算后冲抵。

⁵ 公司的孙公司杭州绕城高速公司发展有限公司（简称“绕城发展”）与杭州绕城高速公司西段有限公司（简称“绕城西段”）因进入清算程序，2009 年末未纳入合并范围。2009 年末公司其他应付款中应付绕城发展往来款 9.16 亿元，应付绕城西段往来款 6.37 亿元。此外，2009 年公司专项应付款大幅减少也是由于绕城发展和绕城西段不再纳入合并范围导致。原专项应付款主要是绕城高速公路转让收入中，财政划拨款项大于建设成本的部分。

图表 15. 公司 2007-2009 年末债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 杭交投

从债务期限结构看, 2009 年随着杭千高速的并入, 长期借款大幅增长, 年末该公司非流动负债达到 106.48 亿元, 长短期债务比为 202.91%, 长期借款及专项应付款等非流动负债占比较高, 与公司以长期股权投资、固定资产及在建工程等非流动资产为主的资产结构较为匹配, 债务的期限结构较合理。

由于该公司未来两至三年投资力度较大, 资金缺口较明显, 需较大程度地依赖外部融资。随着三年行动计划的逐步推进, 公司负债规模将不断增大, 负债经营程度将会进一步提高。

2. 银行借款结构

该公司银行借款资金主要投向交通基础设施建设项目及房产项目, 借款规模随投资规模的扩大而不断增长, 2007-2009 年末借款余额分别为 21.34 亿元、25.58 亿元和 119.47 亿元, 2009 年银行借款的迅速扩大主要是由于当年并入借款余额较大的杭千高速所致。

从承贷主体来看, 该公司主要借款主体子公司杭千高速及公司本部。2009 年末杭千高速借款余额为 80.30 亿元, 占总借款的 67.21%; 本部借款余额为 17.92 亿元, 占总借款的 15.00%。从借款期限结构看, 公司的银行借款以长期借款为主, 2009 年末长期借款 (包含一年内到期的长期借款) 占借款总额的 88.46%。

2009 年末, 该公司信用借款、保证借款和质押借款分别为 17.65 亿元、18.53 亿元和 81.12 亿元, 其中质押借款占比达到 67.90%, 主要依靠交通资产收费权质押取得。

图表 16. 公司 2009 年末银行借款情况 (单位: 亿元)

	信用借款	保证借款	抵押借款	质押借款	合计
短期借款	51000	40900	--	46000	137900
一年内到期的长期借款	500	6000	--	--	6500
长期借款	125000	138445	21700	765200	1050345
合计	176500	185345	21700	811200	1194745

资料来源: 杭交投

根据三年行动计划, 该公司未来银行借款规模还将有较大增长。公司将通过收费权质押、土地抵押及与优质资产经营公司订立互保协议等方式提高公司的银行借款融资能力。

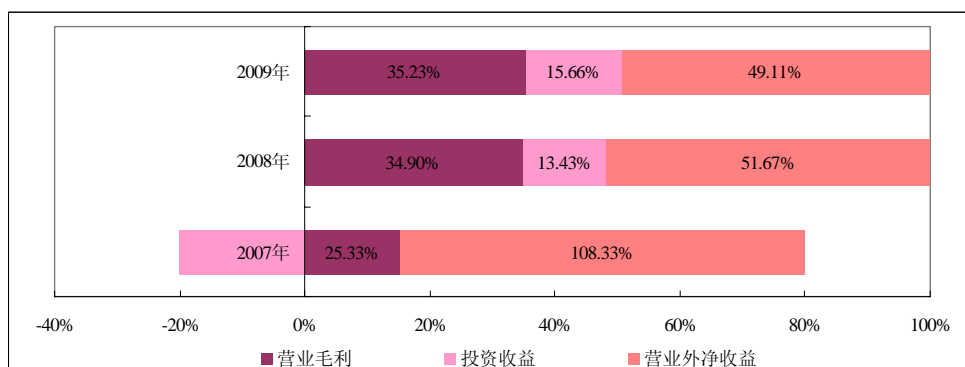
3. 或有负债

截至 2009 年末, 该公司对外担保余额为 2.08 亿元, 为公司向原下属公司杭州市交通工程集团有限公司提供的 0.30 亿元借款担保和 1.78 亿元保函担保。公司对外担保审批较为严格, 因担保引起的或有损失风险可控。

(二) 盈利性分析

2007 年由于该公司参股的大量交通基础设施项目仍处于在建状态, 投资收益为负, 公司利润主要来源于营业毛利和营业外净收益。2008-2009 年钱江三桥等项目分红, 投资收益对公司利润的贡献得到增长, 2009 年营业毛利、投资收益及营业外净收益对利润的贡献分别占 35.23%、15.66% 和 49.11%⁶。

图表 17. 公司 2007-2009 年利润构成情况

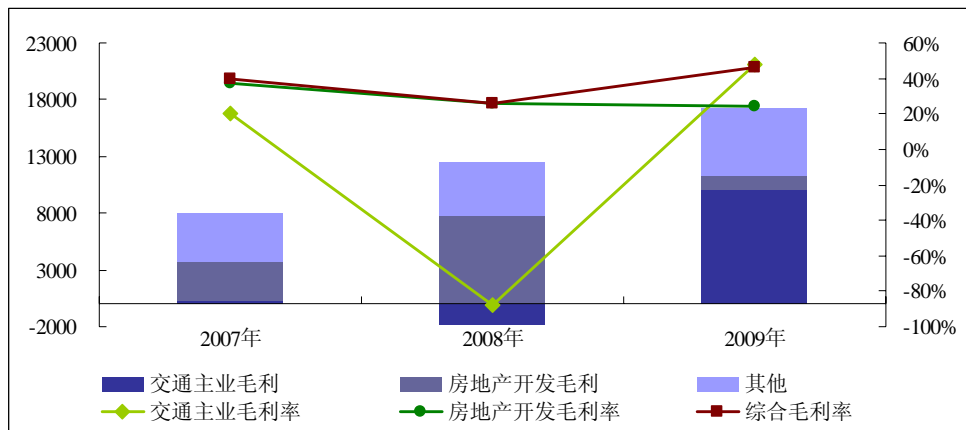


资料来源: 杭交投

⁶ 营业毛利 = 营业收入 - 营业成本, 营业外净收益 = 营业外收入 - 营业外成本, 营业毛利、投资收益或营业外净收益对利润的贡献 = 营业毛利、投资收益或营业外净收益 / (营业毛利 + 投资收益 + 营业外净收益)。

从各业务板块毛利看，2007-2008 年该公司营业毛利主要来自房地产开发业务，2009 年随着杭千高速的并入，交通主业盈利能力明显提高，交通主业毛利成为当年营业毛利的主要来源。2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 39.49%、25.74%和 46.35%，存在一定波动。2008 年由于千汾公路投入运营，公路折旧及运营成本的大幅提高，而通行量未达到设计流量，导致交通主业毛利为负，并影响了当年综合毛利水平；2009 年公司杭千高速并入后，通行费收入明显增长，交通主业毛利率达到 47.99%，拉升了公司综合毛利率。预计随着杭千高速运营的逐步成熟，公司交通主业收入还将有较大增长，同时公司在积极推进千汾公路等亏损项目的政府回购，未来公司交通资产质量将得到提高。

图表 18. 公司 2007-2009 年各类业务毛利情况（单位：万元）

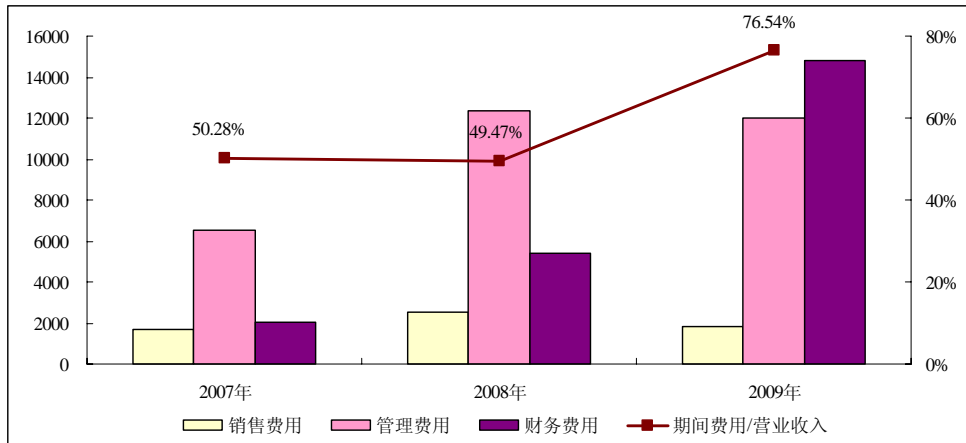


各类业务毛利率	2007 年	2008 年	2009 年
交通主业毛利率	19.83%	-87.68%	47.99%
房地产开发业务毛利率	36.98%	26.26%	24.63%
综合毛利率	39.49%	25.74%	46.35%

资料来源：杭交投

从期间费用支出情况看，该公司因固定资产折旧较大、利息支出较高等原因导致期间费用较高，2007-2008 年期间费用在营业收入中占比为 50%左右。2009 年尽管公司压缩了销售费用及管理费用，但随着银行借款规模扩大，财务费用大幅增加，期间费用在营业收入中占比提高至 76.54%。较高的期间费用水平影响了公司的盈利能力，公司费用控制有待加强。

图表 19. 公司 2007-2009 年期间费用情况 (单位: 万元)



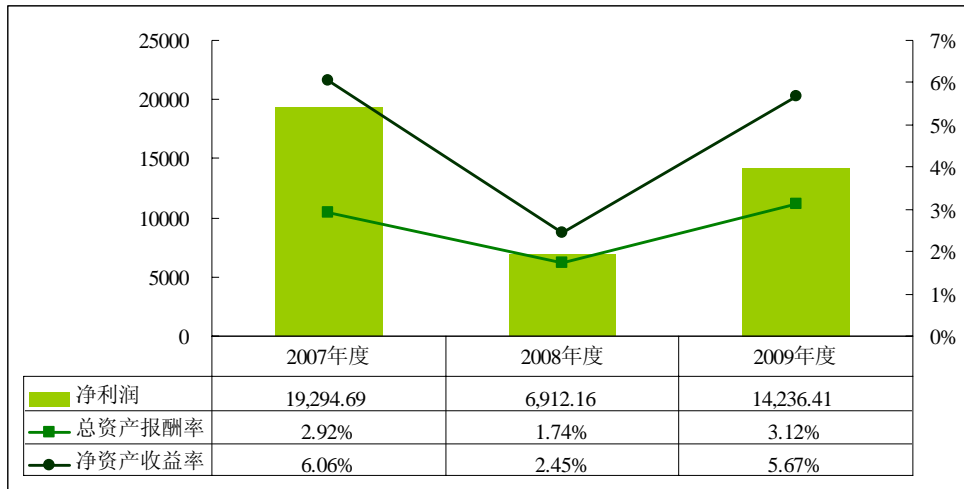
资料来源: 杭交投

2009 年, 该公司获得参股的钱江三桥等项目分红, 当年投资收益为 7700.26 万元。目前公司已收购石大公路 50% 股权, 并计划溢价出售杭浦高速等公司持股比例较低、收益一般的公路股权, 因此未来投资收益可能会出现较大波动, 但是这些措施将提高公司交通主业的资产质量, 并促进资金回笼, 以推进新项目建设。

该公司的营业外收入主要为政府补贴。2005 年公司溢价出让了绕城公路, 杭州市政府将应上交溢价收益中的 6.18 亿元作为政府补贴于“十一五”期间逐年返还给公司, 用于交通基础设施投资。2007-2009 年公司获得的政府补贴 (包括其他政府补贴) 分别为 3.56 亿元、1.54 亿元和 2.40 亿元, 三年累计共为 7.50 亿元, 绕城公路的溢价补贴将于 2010 年返还完毕, 以后年度杭州市政府还将通过其他方式为公司提供一定补贴。由于近三年来政府补贴对公司利润的贡献较为突出, 未来政府补贴的不确定性很有可能导致公司利润的波动。

2007-2009 年, 该公司净利润分别为 1.93 亿元、0.69 亿元和 1.42 亿元, 利润的波动主要是因业务毛利波动及政府补贴的年度不均衡所致。2009 年, 在毛利水平提高、政府补贴增加等因素影响下, 公司总资产报酬率及净资产收益率分别提高至 3.12% 和 5.67%, 但资产收益水平仍然较低。预计随着资产优化措施的逐步推行, 公司资产质量将得到一定提高, 资产收益水平有望得到改善。

图表 20. 公司 2007-2009 年度利润及资产收益情况 (单位: 万元)



注：1、根据杭交投 2007-2009 年度审计报告计算、绘制
2、净资产收益率为归属于母公司所有者的净资产收益率

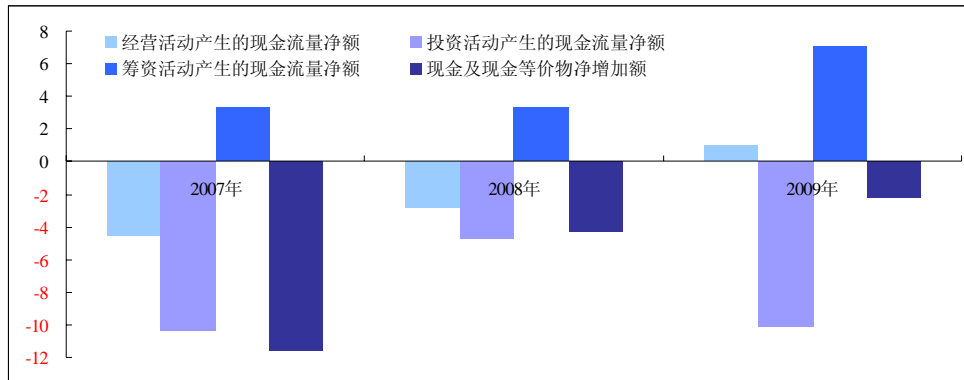
(三) 现金流分析

该公司交通主业的通行费收入现金回笼较为稳定；但航道施工业务及房地产开发业务存在周期性，并且现金回笼与收入结转之间往往存在一定的时间间隔，造成现金流量与收入的不匹配。2007-2009 年公司营业收入现金率分别为 194.66%、87.66%和 104.51%。

近三年来，由于该公司收入规模较小，而为项目建设提供的往来款金额较大，导致经营性现金流状况不佳。2007-2009 年经营性现金净流量分别为-4.54 亿元、-2.81 亿元和 0.95 亿元，2009 年经营性现金流情况好转主要是由于当年杭千高速并入带来的通行费现金回笼增长。

因该公司交通基础设施建设力度较大，投资环节现金支出较多，2007-2009 年投资性现金净流量分别为-10.36 亿元、-4.74 亿元和-10.14 亿元。2009 年公司因收购杭千高速及石大公路股权支付了较多现金，同时绕城西段不再纳入合并范围，导致当年投资环节现金缺口扩大。随着资产的正常运营及筹资力度的加大，近三年现金缺口逐年减小，但三年行动计划中九大项目的陆续开工将使投资性现金支出大幅增加，融资力度也将进一步加强。

图表 21. 公司 2007-2009 年度现金流量变化趋势 (单位: 亿元)



资料来源: 杭交投

2007-2009 年度, 该公司 EBITDA 分别为 2.58 亿元、2.40 亿元和 6.09 亿元, 主要来源于利润总额和利息支出。2009 年由于利润及利息支出均有较大增长, 当年 EBITDA 水平明显提高, 但因债务规模增幅更大, EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所下降。

图表 22. EBITDA 对债务覆盖情况

指标名称	2007 年	2008 年	2009 年
EBITDA (亿元)	2.58	2.40	6.09
EBITDA/利息支出(倍)	1.65	0.88	1.90
EBITDA/刚性债务(倍)	0.14	0.10	0.08

资料来源: 杭交投

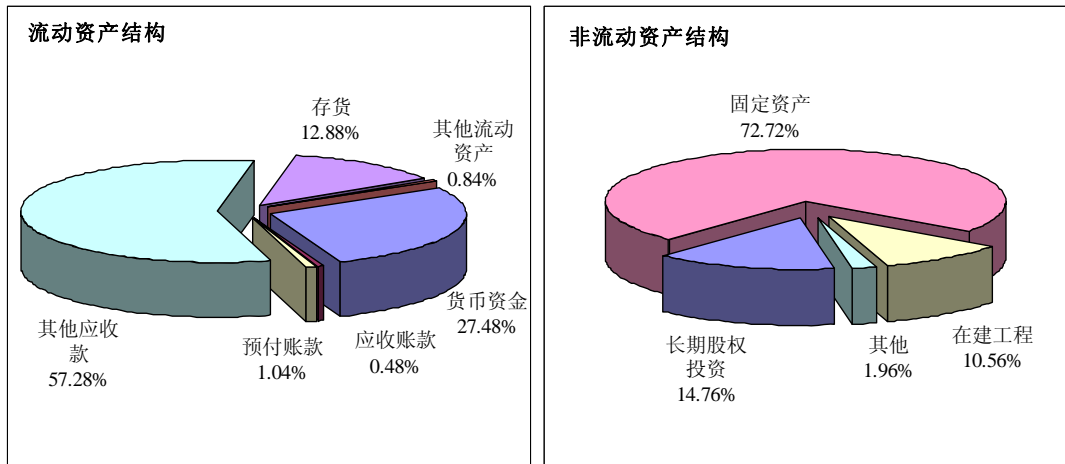
(四) 资产质量分析

由于该公司交通基础设施建设及房地产开发项目在建设初期资金投入量大, 形成了数额较大的历史亏损, 近年来, 项目逐渐产生收益, 历史亏损得到了弥补, 2009 年末未分配利润为 1.77 亿元。公司 2007 年增资后, 资本实力有了较大增强, 2009 年末归属于母公司所有者权益达到 36.87 亿元, 其中实收资本和资本公积分别为 20 亿元和 15.09 亿元, 资本结构稳定。

该公司资产总额不断增长, 2007-2009 年末分别为 85.86 亿元、92.02 亿元和 208.92 亿元, 2009 年随着杭千高速的并入带动了资产总额大幅增长。在 2009 年末资产中, 流动资产为 44.31 亿元, 占总资产的 21.21%。从流动资产构成情况看, 货币资金、其他应收款及存货占比较大, 分别达到 12.18 亿元、25.38 亿元和 5.71 亿元。其中: 其他应收款主要包括应收杭州市土地储备中心的土地开发代垫款以及钱江通道及接线工程、

石大公路改建和香北安置房等项目往来款，约 50% 款项账龄在一年以内，但因部分工程项目建设周期较长，约有 14% 的款项账龄超过三年，公司已按规定计提了坏账准备；存货主要是房产项目开发成本和开发产品。2009 年末公司流动比率和速动比率分别为 84.43% 和 72.68%，流动负债的迅速增长导致公司资产流动性大幅降低。但公司保持了一定规模的货币资金存量，年末现金比率为 23.21%，可为即期债务的偿还提供必要支持。

图表 23. 公司 2009 年末资产构成情况



资料来源：杭交投

2009 年末该公司非流动资产为 164.61 亿元，占总资产的 78.79%，主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成，2009 年末分别为 24.30 亿元、119.70 亿元和 17.38 亿元。其中：长期股权投资主要是参股投建的杭徽高速、杭长高速和杭浦高速等路桥投资，以及杭州长运运输集团公司等物流和运输板块企业；固定资产主要为杭千高速及千汾公路等已建成运营的公路资产；在建工程主要包括杭甬运河杭州段工程、天际大厦及之江大桥等项目。公司的非流动资产反映了公司的资金投向情况，集中体现了公司交通基础设施运营主体的资产结构特征。

（五）评价

由于交通基础设施投建效益尚未得到充分体现，资产整体收益不足，该公司盈利对政府补贴的依赖性较大。随着资产优化和收费路桥运营的逐渐成熟，盈利情况有望得到一定改善。公司的投融资规模较大，现金流情况不佳，存在一定的资金缺口。2009 年由于债务水平较高的杭千高速的并入导致公司负债规模显著上升，资产流动性下降，但存量

货币资金可为即期债务的偿还提供必要支持。随着三年行动计划的推进，中短期内公司负债水平预计将显著上升。

六、募集资金拟投资项目分析

（一）募集资金投向

经董事会审议批准，该公司拟发行 12 亿元的公司债券，所募资金中，9.6 亿元拟用于杭新景高速公路延伸线（之江大桥）工程项目，2.4 亿元拟用于补充公司营运资金。

1. 项目概况

杭新景高速公路延伸线（之江大桥）工程项目拟采用高速公路技术标准，路线全长 4.69 公里，包括 1 座过江桥梁（5078 米），2 处互通和 1 处收费站，项目总投资 27.69 亿元。根据该项目工程可行性研究报告，项目所得税后的财务内部收益率为 7.75%，财务净现值(ic=5.0895%)为 94776 万元，财务投资回收期为 19.71 年，项目在财务上可行。

该项目已经浙江省环境保护厅审查（浙环建[2009]79 号），并已经浙江省发展和改革委员会批复（浙发改函[2009]279 号），在政策上可行。

2. 补充营运资金

该公司拟利用本期债券资金的 2.4 亿元补充营运资金，以满足业务的扩展和投资规模不断扩大后的增量营运资金需求。

（二）项目建设风险

本期债券募集资金拟投资项目为交通基础设施建设项目，开发建设周期相对较长。在项目建设期内，发生原材料价格上涨、劳动力成本上升，以及不可预见的意外事故或不可抗拒的自然灾害、政府政策和利率政策改变，都将会导致项目建设成本增加或者竣工时间拖延，进而影响到项目收益的实现。另外，本期债券募集资金拟投资项目总体上具有较强的公益性，尽管建成后可通过收费实现一定的经济效益，但是投资回收期较长，收益的实现面临较多不确定性。

七、偿债保障分析

在债券存续期内，该公司正常经营盈余可为本期公司债券的到期偿还提供基本保障。此外，公司资信状况良好，具有较强的信贷融资能力；同时通过担保增级安排，可在一定程度上增强本期债券本金及利息到期偿付的可靠性。

（一）公司正常经营盈余可为债务偿还提供基本保证

近年来该公司主营业务保持稳定发展，2007-2009 年营业收入分别为 2.03 亿元、4.09 亿元和 3.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.48 亿元、0.75 亿元和 1.94 亿元。从公司经营活动情况看，最近三年公司年均可分配利润能够支付公司债券一年的利息。

2009 年该公司收购了杭千高速及石大公路，未来交通主业收入有望得到较大增长。随着公司交通主业及房地产开发业务的发展，以及资产的优化，公司资产的整体盈利能力将得到提高，可为本期债券本息偿付提供基本保障。

（二）公司具有较强的外部融资能力

该公司与主要商业银行均建立良好的业务合作关系，资信记录优良。截至 2010 年 3 月末，公司已获得的信用借款的综合授信额度为 31.35 亿元，其中已使用 25.65 亿元⁷，尚未使用的综合授信额度为 5.70 亿元，具有较大的后续融资空间。

（三）信用增级安排

该公司发行的本期债券由杭城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

杭城投成立于 2003 年 6 月 17 日，是经中共杭州市委、杭州市人民政府市委发〔2003〕58 号文批准，由原归属市建委、市政市容局、房管局、经委等部门的 28 家直属企事业单位重组形成的国有独资有限责任公司，注册资本 65 亿元人民币。

⁷ 该公司的综合授信仅针对信用借款，担保借款和抵押借款不作综合授信，因此已使用的授信额度统计的是 2010 年 3 月末的信用借款余额。

杭城投是杭州市最主要的城市基础设施建设运营主体，承担了杭州市重大城市基础设施建设项目筹措资金和管理资金的职能，业务范围包括城市公交、供气、热电联产、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。截至 2009 年末，杭城投资产总额达到 641.42 亿元，负债总额为 356.32 亿元；当年实现营业收入 62.13 亿元，净利润 1.70 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.95 亿元）。

杭城投的主营业务收入主要来源于城市公交、供气、供水和热电联产等公用事业、房地产业务及工程施工业务。从其 2009 年主营业务构成情况来看，公交运营、燃动力、自来水、天然气销售和垃圾处理收入合计为 37.73 亿元，占主营业务收入的 63.09%；房地产销售收入为 11.04 亿元，占比 18.46%；工程施工收入为 6.19 亿元，占比 10.35%。杭城投的公用事业板块业务在杭州市具有区域垄断性，每年可获得大量的财政拨款和补贴，2009 年补贴收入达到 16.30 亿元，该类业务不仅体现了良好的社会效益，还能够产生持续的现金流入，发展前景较好；房地产业务能够带来较好的经济效益，并且为公用事业板块业务提供资金支持，是其主营业务有效的补充。

近年来，杭城投资产规模不断扩大，但资产负债率一直保持了较低水平，2009 年末为 55.55%，负债经营程度较低，财务结构较稳健。杭城投近三年来资产流动性不断增强，2009 年末流动比率和速动比率分别为 150.22% 和 100.94%，流动资产对流动负债的保障程度较高。随着各项公用事业业务和房地产业务的发展，杭城投经营性现金流情况不断得到改善，2009 年经营性现金净流入为 42.06 亿元，与流动负债的比率为 23.41%。此外，杭城投货币资金充裕，2009 年末货币资金余额达到 115.20 亿元，现金比率为 64.54%，为即期债务偿付提供了有力保障。总体而言，杭城投整体偿债能力较强。

2009 年末，杭城投为关联企业提供担保的余额为 56.00 亿元，对外提供担保的余额为 25.31 亿元，对外担保余额与其 285.10 亿元的净资产相比规模较小，因此不会对本期债券担保的有效性产生重大不利影响。

综合分析，杭城投近年来资产规模不断扩大，自有资本实力强，经营性现金净流量情况不断改善，且货币资金充裕。杭城投为本期债券提供的 12 亿元担保在其净资产中的占比较小，杭城投对本期债券的担保有效性较强。

八、评级结论

该公司不断完善法人治理结构及内部管理体系，运营管理日益规范。公司根据业务需要进行组织机构设置和调整，较好地保障了各项经营活动的顺利开展。公司经营管理团队具有丰富的行业管理经验，员工基本素质较高，能够满足现阶段经营管理需要。

该公司是杭州市交通基础设施建设的主要投资、建设和运营主体之一，通过大力投建交通项目，为杭州市交通发展作出了重要贡献。公司主营业务呈“一主两翼”结构，以交通主业为中心，房地产开发和物流业务依托交通主业开展，并以资金形式反哺交通主业，目前房地产开发业务经营情况较好，物流业务还处于培育期。2009年公司实现了对杭千高速的控股，未来交通主业收入有望得到较大增长。

该公司未来三年内将投建九大交通基础设施项目，并在政府的支持下，主要通过收费权质押、土地开发等方式进行融资。公司未来三年资金需求较大，面临较大的投融资压力和很大的集中投入风险。

由于交通基础设施投建效益尚未得到充分体现，资产整体收益不足，该公司盈利对政府补贴的依赖性较大。随着资产优化和收费路桥运营的逐渐成熟，盈利情况有望得到一定改善。公司的投融资规模较大，现金流情况不佳，存在一定的资金缺口。2009年由于债务水平较高的杭千高速的并入导致公司负债规模显著上升，资产流动性下降，但存量货币资金可为即期债务的偿还提供必要支持。随着三年行动计划的推进，中短期内公司负债水平预计将显著上升。

本期债券募集资金拟用于之江大桥工程项目和补充营运资金，该公司正常经营盈余可为本期公司债券的到期偿还提供基本保障。此外，公司较强的外部融资能力，并且本期债券由杭城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，增强了本期债券本金及利息到期偿付的可靠性。

鉴于上述分析，经本评级机构信用评级委员会评审，确定杭州市交通投资集团有限公司主体长期信用等级为AA级，评级展望为稳定；2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券信用等级为AA级。

新世纪评级
资信评级专用章

附录一

主要财务指标表

主要财务数据或指标	2007年	2008年	2009年
资产总额(亿元)	85.86	92.02	208.92
负债总额(亿元)	49.85	53.90	158.96
归属于母公司所有者权益(亿元)	29.40	31.72	36.87
营业收入(亿元)	2.03	4.09	3.74
EBITDA(亿元)	2.58	2.40	6.09
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	1.48	0.75	1.94
经营性现金净流量(亿元)	-4.54	-2.81	0.95
投资性现金净流量(亿元)	-10.36	-4.74	-10.14
资产负债率(%)	58.05	58.57	76.09
长短期债务比(%)	130.94	138.60	202.91
长期资本固定化比率(%)	74.84	79.31	105.22
有形净值债务率(%)	144.33	151.38	326.59
担保比率(%)	0.00	0.00	4.16
应收账款周转速度(次)	6.30	11.54	13.20
存货周转速度(次)	0.23	0.57	0.37
固定资产周转速度(次)	0.34	0.29	0.05
总资产周转速度(次)	0.03	0.05	0.02
毛利率(%)	39.49	25.74	46.35
营业利润率(%)	-68.38	-19.41	-14.52
利息保障倍数(倍)	1.51	0.57	1.47
总资产报酬率(%)	2.92	1.74	3.12
净资产收益率(%)	6.06	2.45	5.67
流动比率(%)	174.94	163.61	84.43
速动比率(%)	144.42	138.89	72.68
现金比率(%)	81.60	59.12	23.21
营业收入现金率(%)	194.66	87.66	104.51
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-22.69	-12.74	2.54
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-9.03	-5.43	0.89
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-74.42	-34.19	-24.47
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-29.63	-14.56	-8.63
EBITDA/利息支出(倍)	1.65	0.88	1.90
EBITDA/刚性债务(倍)	0.14	0.10	0.08

注：表中数据依据杭交投经审计 2007-2009 年度财务数据整理、计算。

附录二

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
长期资本固定化比率	(期末资产总计 - 期末流动资产合计)/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
有形净值债务率	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益合计+期末归属于母公司所有者权益合计)/2]×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/((期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2)

注：(1)上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

(2)EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

(3)EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

(4)报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

(5)刚性债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 长期借款 + 应付债券

附录三

评级结果释义

本评级机构发行人主体长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录四

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在信用等级有效期内，本评级机构将对发行人及其债券进行持续跟踪评级，持续跟踪评级包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映发行人及其债券的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对发行人的持续跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

本次信用评级报告出具后，本评级机构将在每年发行人公布年报后的1个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次信用评级报告出具之日起进行。由本评级机构持续跟踪评级人员密切关注与发行人有关的信息，当发行人发生了影响前次评级报告结论的重大事项时及时跟踪评级，如发行人受突发、重大事项的影响，本评级机构有权决定是否对原有信用级别进行调整，并在10个工作日内提出不定期跟踪评级报告。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向发行人发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向发行人发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、发行人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告签署之日后十个工作日内，发行人和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2010年7月12日