

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2005)035号

大众交通(集团)股份有限公司 2006年10亿元 短期融资券评级结论通知

大众交通(集团)股份有限公司:

受贵公司委托,我们对贵公司的短期融资券进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司2006年拟发行的10亿元短期融资券信用等级为A-1⁺级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《大众交通(集团)股份有限公司2006年10亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇五年十二月十三日



大众交通（集团）股份有限公司 2006 年 10 亿元短期融资券信用评级报告

评级结果：A-1⁺

评级结果释义：具备极强的短期债务偿还能力，几乎不受外部环境的影响

发行主体：大众交通（集团）股份有限公司
发行规模：人民币 10 亿元
发行期限：365 天

主要财务指标

人民币：百万元	2002	2003	2004	2005.06
营业额	1955.53	2719	3178.66	1833.26
EBIT	306.03	308.49	378.87	234.69
总债务	1500.81	1752.64	2262.62	2739.01
净债务	1036.07	1184.44	1679.45	1993.48
资本总额	3805.08	4324.98	4979.8	5515.2
毛利率 (%)	26.98	24.83	23.07	22.63
EBIT 收益率 (%)	15.65	11.35	11.92	12.80
EBIT 利息偿付 (x)	6.68	4.08	4.19	5.13
净债务/EBITDA (x)	1.49	1.52	1.82	1.92*
总债务/资本总额 (%)	39.44	40.52	45.44	49.66

注：2002-2004 年数据来源为境内审计报告，2005 年中期报表未经审计。表中数据计算公式参见附录一。

*为年化数据

分析员：施建军 李红 江艺 褚锐

评级机构：上海远东资信评估有限公司
电话：0086-021-53061122（总机）
传真：0086-021-63848585
网址：www.fareast-cr.com
E-mail: fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本融资券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

大众交通（集团）股份有限公司（以下简称“大众交通”或“公司”）本次短期融资券获得上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）A-1⁺级资信等级是基于：

- 大众交通所从事的城市公共交通运输产业，受经济波动的影响很小且行业集中度较高，未来具有稳定的增长前景。
- 大众交通的核心业务在行业内处于领先地位，品牌优势明显。
- 大众交通围绕核心业务进行适度多元化和策略投资，在风险可控的情况下对核心业务起了支持和补充作用。
- 大众交通的经营风格趋于稳健，总部集权管理的模式（包括财务、资金、投资决策集中管理）有助于公司防范资金风险和经营风险。
- 核心业务充足而稳定的经营性净现金流和良好的财务弹性对公司偿债能力提供了有力的保障，并有能力支持后续的各类项目投资。

上海远东资信评估有限公司同时关注大众交通本次短期融资券评级中的风险因素。油价上涨是公司经营中面临的重大风险；上海地区加大对轨道交通的建设力度，会对公司公交业务产生一定的分流影响；未来公司进行的多元化经营以及产业升级也可能会增加公司运营过程中的不确定性。

特别风险提示

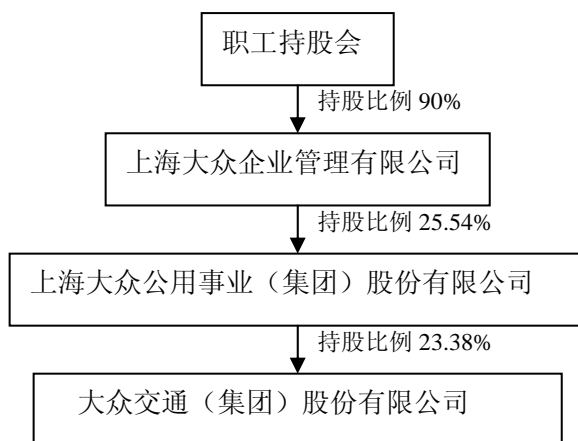
- 燃油价格的持续上涨使公司运营成本增加，尽管政府给予了适度补贴，但公司的盈利能力仍受到影响。
- 城市轨道交通将一定程度分流公司公交客运量，公司传统的公共交通运输业面临挑战。
- 公司高档租赁用车市场价格目前有所下跌，面临一定的资产减值风险。
- 大众交通在旅游餐饮服务、汽服、物流业务上的投资将适度加大，尽管公司拥有一定的资源优势，但其所面临的市场风险、经营风险在逐步提高。

公司概况

大众交通的前身系上海市大众出租汽车公司，系从事城市公共交通运输的上市公司，其 A、B 股分别于 1992 年在上海证券交易所上市（SHA 600611、SHB 900903）。目前，上海大众公用事业（集团）股份有限公司（以下简称“大众公用”）是大众交通第一大股东。大众公用成立于 1991 年 12 月 24 日，于 1993 年 3 月 4 日在上海证券交易所上市（SHA 600635），是以发展城市燃气产业、城市交通产业、市政环境产业等城市公用事业基础设施产业的企业集团。2004 年末大众公用总资产余额为 56.90 亿元，净资产为 16.75 亿元，主营业务收入为 18.72 亿元。

大众交通目前实际控制人为大众职工持股会（见图表 1），主要由大众交通和大众公用的职工以及管理层组成。通过将经营者的个人利益与公司整体利益紧密结合在一起，职工持股会在一定程度上激发了管理人员和员工的积极性，降低了人员的流动性。

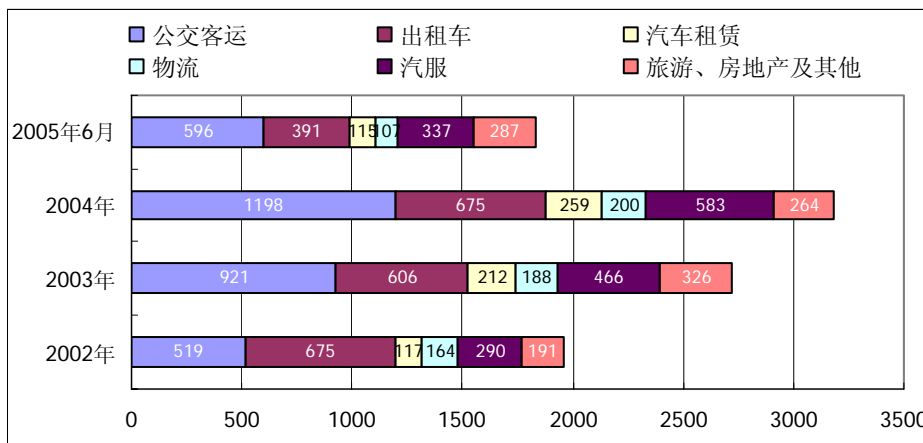
图表 1：大众交通股权结构简图



资料来源：公司 2004 年年报

大众交通在整合资源的过程中，逐步确立以交通运输为核心产业，同时围绕主业进行适度多元化（包括汽车服务以及旅游餐饮服务）以及包含策略性投资（包括房地产和股票战略投资）的产业格局（见图表 2 和图表 3）。

图表 2：2002-2005.6 年公司主营业务收入构成 单位:百万元



资料来源：公司提供

图表3： 大众交通各产业板块的经营内容

板块	经营内容
交通运输	上海出租车运营及其他地区出租车联营
	上海城市公交运营、客运及专线运输
	汽车租赁业务
	物流及城市配送等
汽车服务	汽车及配件销售
	汽车修理、检测、保养等
	试车、汽车培训、汽车俱乐部等
	汽车广告业务
旅游餐饮服务	旅游及会务业务
	酒店、餐饮、物业等
策略投资	房地产投资
	企业股权投资
	股票债券投资

资料来源：公司提供

经济环境和行业分析

城市公共交通行业受经济波动的影响很小，主要影响因素为能源涨价以及重大突发事件，但政府的政策支持有利于该行业保持平稳增长

城市公共交通是城市建设和发展的重要组成部分，也是影响国民经济和社会发展的主要产业。尽管公共交通业属于公共事业范畴，盈利能力受到一定的限制，但因为具有一定的垄断经营性质，需求相对稳定，受宏观经济波动的影响很小。影响公共交通业最主要的因素为能源涨价以及重大突发事件，由于公益性质决定其难以通过市场化途径规避风险，因此政府往往对此提供较大的政策支持。比如 2003 年非典疫情期间，政府就给予了较大力度的专项补贴，使该行业能够保持较为平稳的发展。目前，由建设部起草的中国首部《公共交通条例》已经上报国务院法制办，预计短期内即将推出实施。该条例废除了公交公司“市场化运作”的提法，将其定位为“公益性企业”，并且明确提出地方政府要把公交的投资、补贴、补偿列入公共财政预算，政府有建设公交基础设施的任务。该条例的实施将为公共交通业带来更为明确和具体的政策支持。

而从上海市公交行业的发展来看，政府给予了适度支持。针对目前油价上涨较快导致公共交通业盈利能力下降的情况，上海市政府给予了适度补贴；另上海市地铁价格的直接上调和结构性调整，使得公交车票的价格未来也有较大的上调预期。

2002 年 6 月，上海市政府编制了《上海市城市交通白皮书》，内容主要包括公共交通优先政策、交通区域差别政策及车辆协调政策，将优先发展公共交通作为重大政策，鼓励市民更多选用公共交通方式出行。2004 年上半年，建设部发布《关于优先发展城市公交的意见》，也明确提出

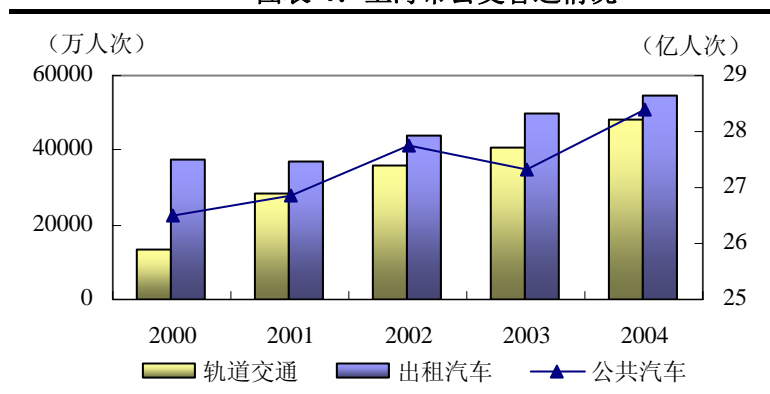
了“优先发展城市公共交通的发展战略”。作为上海地区主要的公共交通业之一，大众交通将直接受益于政府对公共交通业的大力扶持，保持其业务持续且稳定的增长。

尽管轨道交通对传统地面公交有一定的分流影响，但上海城镇化进程的不断推进以及世博会引发的新一轮基础设施建设使城市公共交通业面临持续增长的市场需求

近年来轨道交通、出租汽车以及公共汽车的客运量均保持增长（2003 年由于非典导致公共汽车客运量比上年有所下滑），其中公共汽车在整个公交运输方式中占据绝对优势，其次为出租车和轨道交通（见图表 4）。由于近年来轨道交通发展十分迅速，分流了一部分地面公交客流，导致公交客运量所占比重有所下降。

然而，根据《上海市城市总体规划（1999~2020 年）》，未来上海要严格控制中心城人口规模，中心城常住人口 2010 年控制在 850 万人以内，2020 年控制在 800 万人以内，2000 年第五次人口普查的结果显示为 915 万人，对外疏解人口的压力仍旧很大。因此未来上海要大力发展市域交通系统，使中心城市的人口疏解能够跨越中心城市的边缘区域直接进入郊区城市，这种城市交通规划仅依赖轨道交通网络建设是难以完成的，必须配合多种形式的地面公交方式予以完善。因此，尽管在一定意义上轨道交通对公共汽车具有替代作用，但同时轨道延伸的发展相应激发了部分交通枢纽站以及偏远地区的公交需求。

图表 4：上海市公交客运情况



数据来源：2004 年上海统计年鉴

此外，为了配合 2010 年世博会的召开，上海近几年在重大市政交通设施方面投入巨大，地面道路、轨道交通以及高架道路的增长速度都相当快，而且已经拥有越江大桥 6 座以及越江隧道 5 条（见图表 5），这些交通基础设施建设有助于引发对公交运输的新需求。未来仍有多条轨道交通处于在建或规划之中，内环、中环以及外环的建设也在逐步完善中，届时对地面公共交通还会有相当大的带动作用。而且上海市政府正在积极推进公交车专用道的建设，以缓解市内交通拥堵的现状，提高车辆运行的速度。因此未来，公交业务的需求仍将保持适度增长，公交业务作为大众交通主要业务之一，未来在持续增长的市场需求的带动下，仍将保持较为平稳的发展。

图表 5：上海交通市政设施建设情况

	2001	2002	2003	2004
道路长度（公里）	9225	9562	10451	11825
轨道交通长度（公里）	62.92	62.92	108.65	121.23
高架道路长度（公里）	62	71	76	77
越江大桥数（座）	5	5	6	6
越江隧道数（条）	2	2	4	5

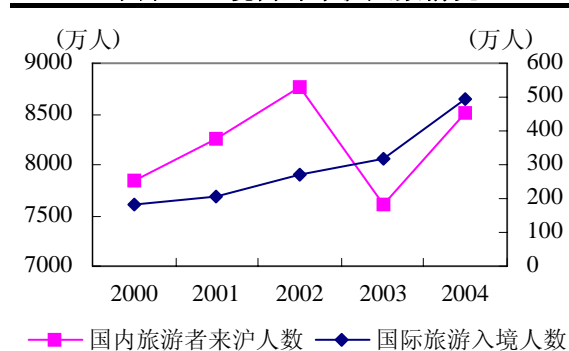
数据来源：2004 年上海统计年鉴

市政府对私人汽车的限制以及上海日益增强的影响力和吸引力使城市租赁汽车业面临较大的发展机遇

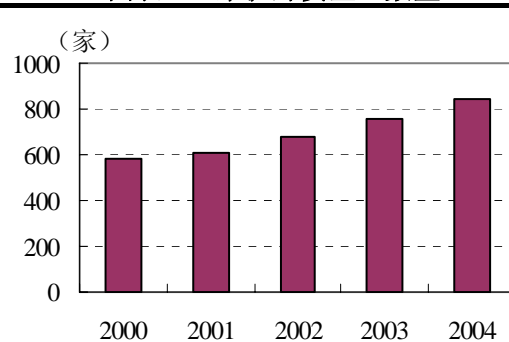
随着国民经济的稳步增长，居民的储蓄水平和消费能力逐步提高，对汽车的需求增长很快。但目前城市汽车发展环境使汽车租赁与个人拥有汽车相比，具有更大的优势。一些大中型城市如上海受人口、交通和停车场地的限制，使政府对私人汽车消费采取限制性措施。而居民的汽车需求和苛刻的消费环境之间的矛盾越来越突出，汽车租赁的优势得到越来越充分的体现。

此外，上海作为全国经济的中心城市之一，其影响力和吸引力日益增强，吸引了大量外资企业进驻，大型国际赛事（如 F1、特奥会、女足世界杯以及世乒赛）以及外事活动（APEC）的规格也在逐渐提高，带动了上海的旅游、酒店、会展等市场需求的持续增长，使得境内外来沪旅游人数持续攀升（见图表 6 和图表 7）。这部分人群对租赁车辆的需求比较旺盛，为上海地区汽车租赁业尤其是高档车租赁的发展提供了广阔的消费群体。汽车租赁业务未来面临较为有利的发展环境，有望保持较快增长。

图表 6：境内外来沪人数情况



图表 7：来沪外资企业数量



数据来源：2004 年上海统计年鉴

上海地区城市公共交通业形成了较高的市场集中度，政府设置行业壁垒有利于企业保持稳定的盈利能力，尽管部分行业面临市场开放后的竞争，但短期内较难形成

直接冲击

公共交通运输业不是一个纯粹竞争性的行业，政府主要通过资质鉴定、牌照发放以及特许线路经营权实行管制，从而形成较高的行业进入壁垒，从而基本形成了寡头垄断的市场格局。

上海市政府从 1999 年开始对出租汽车行业实行严格的“总量控制”政策，目前上海市出租车行业基本形成了七大品牌垄断市场的局面，其中大众以 20% 左右的市场份额位列第一；巴士和大众是上海市场最主要的公交运营商，大众在运营车辆规模以及市场份额方面均居于第二；汽车租赁业务也基本上集中于大众、安吉、锦江、巴士以及强生等几家企业。较高的市场集中度使上海地区交通运输企业原有的盈利模式可以在较长时间内得以维持，而政府对行业规模的宏观调控政策和服务价格的规制管理，在一定程度上进一步保障了该行业运营的稳定性。

不过，我国加入 WTO 后部分交通运输的子行业将面临开放后的竞争局面，比如汽车租赁业的保护期只有 3 年，从 2005 年开始跨国企业已在中国以合资方式设立汽车租赁企业；从 2004 年 12 月起，外资物流企业也可以在中国设立独资的物流公司，到 2005 年 12 月，国内物流快运市场还将对外资独资企业正式开放。不过，由于上海地区汽车租赁以及物流市场具有相当大的发展潜力，目前市场仍未达到饱和，而且外商独资企业完全适应国内市场尚待时日，目前本地企业尚具备一定优势，因此短期来看较难形成直接冲击。

公司经营管理分析

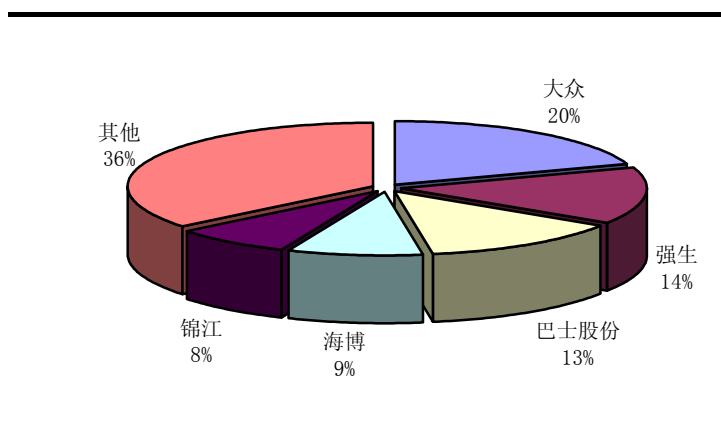
公司的核心业务在上海地区交通运输行业具有突出的市场地位和品牌优势

大众交通的核心业务为城市交通运输，主要包括出租车、公交车以及租赁车等。经过十余年的培育和发展，大众交通的这三项主要业务目前在上海地区的交通运输业均处于前列，具有一定的竞争优势。

公司出租车业务在上海市场占有率位列第一，收取管理费的操作模式确保公司盈利稳定

自 1996 年开始，为了促进出租车行业规范发展，上海市对该行业开始实行总量控制，不再发放新的出租车牌照，各出租车运营公司均通过收购牌照或并购其他公司扩展出租车业务规模。目前上海市共有出租车 45000 辆，主要车辆集中在大众交通、强生、巴士股份、海博和锦江等公司，共占据 64% 以上的市场份额，其中大众交通拥有约 20% 的市场份额，市场占有率位列上海市出租车行业第一。大众交通出租车业务的具体操作模式为：公司与出租车司机签订合同，司机每月向公司交纳管理费（目前标准是每台车每月交纳 9800 元管理费+1000 元修理费），因而出租车单车收入非常稳定。在目前出租车单车盈利保持相对稳定的营运模式下，出租牌照数量就成为决定整体利润水平的重要因素。由于市区的牌照从 1999 年开始受到总量限制，目前市区牌照价格上升很快，成为出租车业务成本上升的重要因素。由于郊区以及外地暂时还不受此限制，因此大众交通在实行市内存量并购的同时逐渐加大了在郊县和其他省区的市场开发。

图表 8：上海出租车行业市场份额情况

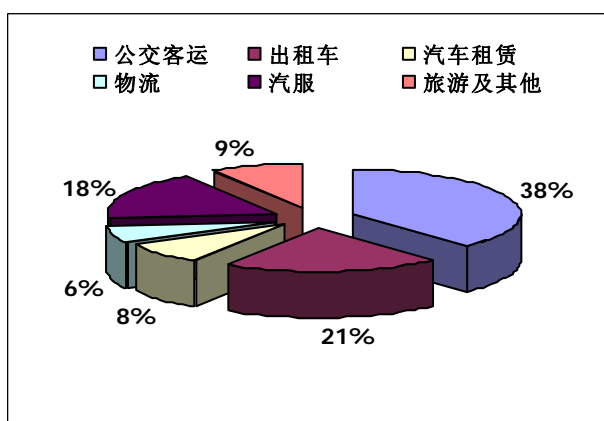


数据来源：远东资信行业研究

公司公交业务在上海地区排名第二，政府扶植对业绩稳定性有一定保障，但因其属于公用事业范畴，盈利空间较为有限

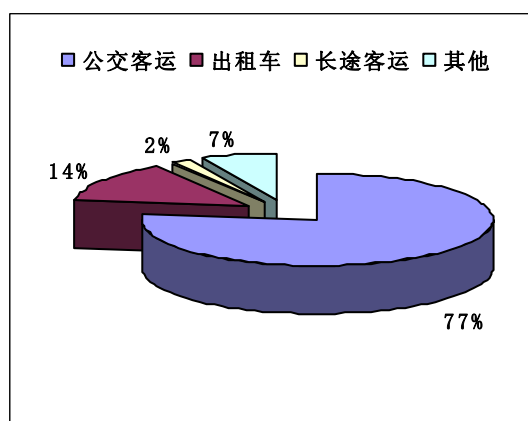
上海的公交客运模式是不同公交运营商按所拥有的不同线路单独运营。目前上海公交车辆达到 18300 辆，日均客流量达 700 余万人次，巴士股份和大众交通是上海市场最主要的公交运营商，分别拥有公交车辆 9000 辆和 6000 辆，以客流量计算市场份额，两家公司的公交运输业务市场占有率分别为 55%和 30%左右，在上海基本形成了巴士股份和大众交通共同垄断的局面，巴士股份和大众交通约 77%和 38%的主营业务收入来自公交业务（图表 9、图表 10）。但因为大众交通的公交经营线路多在郊县，巴士股份的公交经营线路多在市區，因而巴士股份的公交业务毛利率略高（图表 11）。

图表 9：大众交通主营业务收入构成



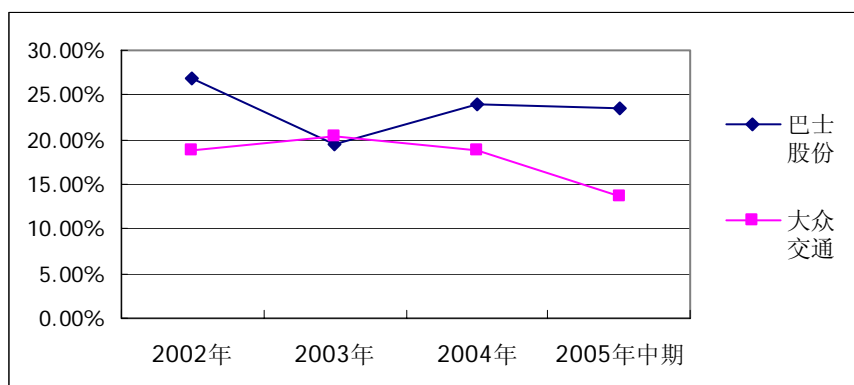
数据来源：公司 2004 年度报告

图表 10：巴士股份主营业务收入构成



数据来源：巴士股份 2004 年度报告

图表 11：大众交通与巴士股份公交客运毛利率对比



数据来源：巴士股份各年度报告，大众交通数据由公司提供

公交客运属于公用事业范畴，出于社会公益性考虑，政府核定的票价决定了公交运营业务盈利空间受限，而近来油价上涨和人员成本刚性增长直接导致大众交通该行业的盈利空间进一步受到挤压。未来政府的支持力度能在一定程度上化解外部环境波动对公司的不利影响，此外公司正在寻求通过内部公交板块的整合，使人、车、站、线四方面资源得到更为合理的配置，通过改善流程提高运作绩效，通过专业经营降低营业成本，进一步提高运营效率。

公司租赁车业务在规模以及档次上处于行业领先地位，已成为公司盈利的重要补充

大众交通作为国内从事汽车租赁业务较早的公司之一，目前共有 2250 辆租赁车，在上海市汽车租赁行业处于领先地位。大众交通的汽车租赁业务定位为外企长包业务，酒店、机场接送业务，国际性会议、重大赛事订车业务等，其中 70% 以上的主营业务收入来自于外企长包业务，服务对象为 GM、GE、摩托罗拉以及爱立信等跨国企业；20% 左右的主营业务收入来自酒店配套及国际性会议、重大赛事租车。由于这些业务稳定性较强、空车率较低，因而收益较为稳定，有效地避免了零租业务存在的车辆损失风险。大众交通的汽车租赁业务主要是依托公司实力和品牌而发展，伴随着上海与国际交流的增强，在未来的几年仍将有一个较好的发展。

由于政府管制和较高的市场集中度使服务因素成为决定公司竞争力的主要因素，因此大众交通非常注重通过提升自身的管理和服务质量来巩固其市场地位和竞争优势，在上海地区的交通运输行业具有极高的品牌认知度。

图表 12：大众交通核心业务行业地位以及对公司盈利的贡献

	出租车	公交车	租赁车
运营车辆规模 (辆)	8821	约 6000	2250
占上海地区运营车辆比重 (%)	约 20%	约 30%	约 10%
2004 年占公司主营业务收入比重 (%)	21.24	37.67	8.14
2004 年占公司利润比重 (%)	52.04	8.45	13.53

数据来源：公司提供

依托突出的品牌优势，公司围绕核心业务进行了适度的多元化经营，而房地产以及股权等策略投资业务也即将进入投资回报期，对公司盈利形成有益补充

大众交通在稳固大众品牌在交通运输业领先地位的同时，围绕大众品牌，在与核心板块具有较大关联度的商业以及旅游饮食服务业等领域进行了多元化拓展。例如，汽车销售、汽车修理和广告业务都在一定程度上服务于集团内成员公司，而旅游和会展业务则可以进一步带动对公司出租车和租赁车的需求。通过围绕核心领域的相关多元化，集团对现有资源进行了整合，进一步促进资源的合理配置。大众交通目前已经意识到交通运输业同时具备资金和劳动密集型的特征可能给公司后续发展带来不确定性，因此未来将致力于交通运输产业升级，围绕汽车服务进行产业链的布局，提升核心产业竞争力。

此外，由于近几年房地产市场进入景气周期，大众交通适当增加了对房地产行业的策略投资，但是为了控制风险，大众交通在房地产业务领域投资实行总量控制、中低价房地产业务为主的策略，房地产业务只是作为集团业绩的补充。集团对房地产业务投资总额控制在 3-5 亿元间，可以较大程度抵制因房地产行业波动所带来的资金风险。目前房地产业务包括哈尔滨大众新城项目、上海大众金融大厦项目和其他零散性项目。其中哈尔滨大众新城建筑面积共 60 万平方米，其中一期多层、小高层住宅已实现销售，预期二、三期也将在 2006 至 2007 年完成销售。上海大众金融大厦地处长宁、静安、徐汇交界的区域，已于 2005 年 5 月 13 日开盘销售。虽然目前房地产市场面临较大的市场风险，但大众交通将这些业务作为策略性投资，投入有限，而且项目选择较为谨慎，以自主开发中低价房或低价收购烂尾楼为主，因此，公司在这方面的风险并不大，项目正逐步进入投资回报期。

此外，在上市公司法人股投资方面，由于一些上海本地股上市公司在发起设立时会引入与自己公司有一定业务关系或关系密切的企业进行参股，大众交通因此分别持有了 20 多家上海本地股上市公司的法人股，这也是大众交通策略投资的重要组成部分。大众交通在这 20 多家上市公司法人股上的投资成本非常低^①。随着中国证券市场股权分置改革的逐步深入，公司所持有的这些上市公司法人股将会陆续上市流通，将对公司盈利形成有益补充。

公司整体经营风格趋于稳健，具备较强的内部管理和控制能力

大众交通对整体风险的控制，一方面体现在围绕核心业务的适度多元化和较为稳健的策略投资，另一方面则体现在对下属公司的严格控制。从股权结构情况来看，公司倾向采用扁平化的控制结构，对控股公司的层级一般都保持在三级以内，而且多数二级控股的公司都是全资子公司，避免出现控股公司控制权和资金权严重分离的情况。控制层级的减少，虽然在一定程度上影响了集团利用股权以及财务杠杆进行扩张的速度，但对于公司整体的经营风险以及信用风险都是有效的控制途径：首先由于代理层次较少，决策较为集中，信息渠道通畅，大众交通对下属公司的经营活动可以全面管控；其次，没有仅仅为实现控股功能而设立的投资性公司，公司的经营重点将更加倾向于产业经营而非资本运作。

在对下属分公司以及子公司的控制方面，公司采用总部集权的管理模式，对财务、资金、投

^①截止 2004 年 12 月底，公司拥有的 23 家上市公司法人股初始投资成本合计 1.47 亿元，包括 4009.46 万股光明乳业、3600 万股交大昂立、3124.8 万股巴士股份、1950 万股交运股份等，其中光明乳业的原始投资成本为 3097 万元。2005 年公司以 7814 万元转让了光明乳业部分股份，剩余股份将于 2006 年以 7221 万元价格转让完毕。

资均高度集中管理。大众交通控股子公司所有的经营者均全部由集团聘任，并对集团负责；而控股子公司的财务主管采用财务委派制，由集团聘任，对集团负责。大众交通通过业务和资金两个方面对下属公司进行控制，从而有效控制公司经营风险；同时大众交通的实际控制人为职工持股会，能够较好激发管理人员的积极性，一定程度上减低了代理风险。大众交通通过多种控制手段，对下属企业的经营进行了有效的控制，促进了公司业务良好发展。

大众交通经过十余年的发展，已经基本形成了较为稳定的管理团队，其管理层主要人员（包括董事、监事、财务总监、董事会秘书等）基本保持稳定状态，而且公司主要业务部门的高管均在各自行业内从业多年，具有丰富的经营和管理经验。稳定的管理团队既保持了公司管理体制的连续性，也使其长远战略目标得以逐步实施，与国内大多数企业集团相比，大众交通的整体经营风格相当稳健，对风险的控制能力较强。

财务分析

公司整体盈利能力相对稳定，受外部环境波动影响较小

大众交通主营城市交通运输业据有一定垄断的经营特性，该公司基本业务如出租车经营、公交运营、租赁车业务等经营均相对稳定（参见图表 2）。

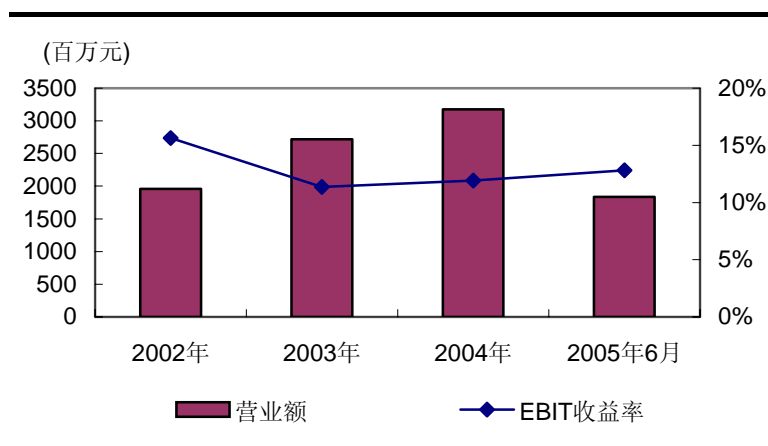
从各板块的盈利情况来看，交通运输业尽管近年受能源价格上涨和人工成本刚性增长影响，毛利率略有波动，但仍对整个集团盈利能力起到了极大的支撑作用。随着集团外业务的拓展，汽车服务业的主营业务收入和毛利率有望进一步提高，从而对集团利润的贡献率逐渐上升。旅游、房地产及其他业务的主营业务收入和毛利率均呈现比较明显的波动，是由于新开发会议业务尚在培育期，但房地产业务经营状况良好。以上业务板块之间的交互作用使集团的获利能力基本保持稳定，主营业务收入和主营业务利润都呈现稳定增长的趋势。

图表 13：各业务板块的销售毛利率情况 单位：%

业务板块	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年中期
出租车	41.25	46.98	42	43.24
公交客运	18.80	20.45	18.70	13.76
汽车租赁	41.49	41.89	38.27	36.81
物流	19.55	16.37	19.77	20.80
汽服	6.83	6.59	7.05	6.63
旅游、房地产及其他	26.30	15.10	19	26.50
整体	26.98	24.83	23.07	22.63

数据来源：公司 2002~2004 年度报告以及 2005 年中期报告

图表 14：大众交通 2002-2005.6 收益情况



数据来源：公司 2002~2004 年度报告以及 2005 年中期报告

2005 年以来，受燃油价格上涨因素影响，公司公交业务的毛利率有一个较大幅度的下滑，但旅游、房地产及其他业务的盈利补充使集团整体盈利能力仍较平稳。

公司目前最大的经营风险在于油价上涨，但政府补贴提供了一定的缓冲，比如针对公交运营成本增加的问题，上海市政府采取油价适度补贴办法。政府扶持使大众交通业绩稳定性有保障，而公司也采取与中石油集团签订集中供油协议来降低运营成本（燃油平均价格低于市场价格 0.27 元/升）。

受经营特性影响，公司长期资产比重较高，流动性偏弱；未来在固定资产以及无形资产方面仍需要一定的资本性支出，但压力不大

从公司的资产构成来看，固定资产主要是各类运营车辆，而出租车牌照、公交线路运营权等无形资产也是重要的组成部分，加之公司持有的法人股，使得长期投资总额也较大。上述原因使得公司长期资产比重较大，流动性略有欠缺。

图表 15：公司主要资产构成状况

(百万元)	2002	2003	2004	2005.6
总资产	4764.51	5630.92	6122.18	6951.4
固定资产	1921.6	2313.75	2567.88	2623.6
无形资产	683.50	766.32	796.29	786.21
长期投资	1096.12	1036.2	1137.33	1057.13
其中长期股票投资：	369.67	289.17	283.67	265.54

数据来源：公司 2002~2004 年度报告以及 2005 年中期报告

注：长期股票投资为账面余额

未来车辆的更新使得公司的预期资本性支出较大。公司各类车辆综合更新率在 20% 左右，直接导致近三年现金流支出规模在 6~7 亿元左右。从投资方面看，大众交通后续几年投资将更为稳健谨慎，这一方面是上海市出租车经营市场目前已呈现为数不多的几家寡头企业垄断经营局面，

再实行简单数量扩张，其成本效益比率将出现下降；另一方面，上海市政府将对市内交通定位于特大规模城市，因而在规划之中准备大量引入快速地下和地上的立体轨道交通，这样势必将影响市区内地面公共交通的发展势头。

图表16：公司近年及未来主要资本性支出状况

(万元)	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	68344	62717	79609	81000	61280	38650

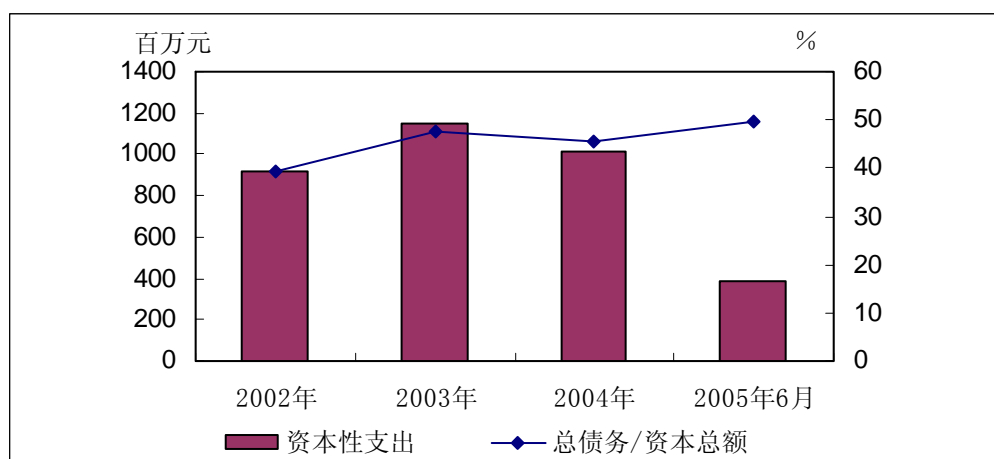
数据来源：公司提供

大众交通目前拥有超过5亿元的现金储备，其持有的一些法人股权未来也具备一定的增值空间。同时考虑到大众交通的稳定经营状况，远东资信认为，大众交通拥有较强的资金能力和财务弹性支撑起后续投资，未来资金需求压力不大。

大众交通财务结构较为稳健，但长短期债务结构不尽合理，少部分资产面临一定的减值风险

近年来大众交通财务杠杆水平始终维持在较合理的水平，波动幅度不太大。截至2005年6月末，公司银行借款总额为23.87亿元，总债务与资本总额的比率为49.66%。但是，公司的银行借款多为短期借款，长短期债务结构不尽合理，给公司带来一定的短期偿债压力。

图表17：大众交通2002-2005.6资本性支出与杠杆水平



数据来源：公司 2002~2004 年年报以及 2005 年中报

需要指出的是，考虑到汽车市场竞争愈加激烈，整体价格呈下降态势，大众交通对其部分车辆（主要是租赁车辆）不计提减值准备可能导致其面临一定的资产减值风险——公司在处置车辆时，市场价格可能低于账面价值。

公司主营业务获现能力很强，经营性现金流相对稳定，而较高的现金储备和较强的融资能力有助于缓解其短期偿债压力

由于前述的行业特点和较强的市场地位，公司经营状况保持稳定，且在运营环境发生变化时又可以获得政府的政策或资金支持，因此其受外部环境波动的影响相对较小。同时，公司的主营业务获现能力很强，近三年来，大众交通的经营性净现金流均保持在 4 亿元以上。2005 年以来，由于燃料价格及汽车配件价格大幅上涨，导致公司经营性现金流出较多，同比呈大幅上升态势，而政府补贴尚未及时兑现，使公司相关财务指标呈弱化趋势。但截止 2005 年 9 月，公司经营性现金净流入已达 3.46 亿元。

图表 18：2002-2005 相关公司有关流动性指标数据

	2002 年	2003 年	2004 年
主营业务收入现金率 (%)	113.50	111.55	107.42
经营性现金净流入 (亿元)	4.11	8.75	4.33
经营性现金净流入/流动负债	17.45	32.56	13.82
净债务/ EBITDA (x)	1.49	1.52	1.82

数据来源：公司 2002~2005 年报，*为年化数据

大众交通在与银行的长期合作中形成了良好的银企合作关系。截止 2005 年 11 月，大众交通已获得主要商业银行共计 41 亿元的综合授信额度，其中尚未支用额度为 20 亿余元，有能力对本次短期融资券的到期偿还进行资金安排。且公司始终保持较高的现金储备，对其短期偿债能力也形成一定支持。

图表 19：大众交通现金及易变现资产对银行借款保障能力及 EBIT 利息保障倍数

(万元)	2002	2003	2004	2005 中期
银行债务				
利息支出	4580.00	7562.40	9045.95	4577.27
银行借款	141958.27	166836.00	208948.44	238687.05
现金及易变现资产				
货币资金	46474.44	56819.77	58317.26	74553.35
短期投资	7972.56	33703.11	22674.83	9869.78
对短期银行债务覆盖率	37.16%	51.91%	37.15%	34.70%
EBIT 利息偿付(X)	6.68	4.08	4.19	5.13

数据来源：公司2002~2004年年报以及2005年中报

债项分析

大众交通本次拟发行10亿元的365天期企业短期融资券，主要用于补充公司的流动资金。本次融资券发行成功后，公司的财务杠杆仍将维持在适中的水平，对公司整体财务风险不会产生根本的影响，同时将在一定程度上降低公司的财务成本，拓展公司的融资渠道，使公司的财务运作具有更大的灵活性。从近期市场情况看，短期融资券的融资成本低于银行借款利率，通过发行短期融资券来补充流动资金，从而减少短期借款需求，将降低公司的融资成本，提高企业的竞争能力。

从发展趋势来看，公司的核心业务交通运输业将保持稳定的发展态势，能为公司带来稳定的现金流入。虽然受燃料价格上涨的影响，预计公司公共交通运输业2005年盈利水平与2004年相比将略有下降，但旅游、房地产及其他业务的盈利补充使集团整体盈利能力仍较平稳。公司财务结构较为稳健，财务弹性较好，货币资金存量一直保持在相对较高的水平。考虑到公司良好的经营情况和资金回笼能力，远东资信认为该公司未来现金流量将对短期融资券的到期偿付提供很强的保障，大众交通具备很强的偿还即期负债能力。

附录 1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 应付票据 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额
+ 年末应付票据余额 + 年末应付债券余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = 毛利 / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与上海大众交通（集团）股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与上海大众交通（集团）股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对上海大众交通（集团）股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售上海大众交通（集团）股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

大众交通(集团)股份有限公司 2006 年 10 亿元短期融资券

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求,上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在初次评级结束后,将对大众交通(集团)股份有限公司(以下简称“大众交通”)进行定期和不定期的跟踪评级,持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时,大众交通需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对大众交通进行电话访谈或实地调查并据此综合分析,决定是否调整其信用等级,并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告,并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内,将持续关注大众交通的经营情况及相关信息,对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现大众交通发生影响短期融资券信用等级的重大事项,远东资信将要求大众交通提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用级别,并按照主管部门的要求进行信息披露。大众交通在发生上述重大事项时,应及时通知远东资信并详细说明情况,提供相关资料,配合远东资信进行跟踪评级工作。

如大众交通未能及时提供上述资料,远东资信将根据收集的公开材料进行分析,并据此调整信用等级。必要时,远东资信可宣布信用等级暂时失效直至大众交通提供上述资料。

每期跟踪评级结束后,远东资信会将跟踪评级结果通知大众交通,并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇五年十二月十三日

