



信用等级通知书

信评委函字 [2010] 366号

宁波交通投资控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2011年宁波交通投资控股有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一零年十一月二十六日

2011 年宁波交通投资控股有限公司公司债券信用评级报告

主体级别 AA

债项级别 AA

评级展望 稳定

发行主体 宁波交通投资控股有限公司

发行规模 10 亿元

债券期限 10 年期 (5+5)

概况数据

宁波交投	2007	2008	2009	2010.9
总资产(亿元)	176.69	239.61	337.00	382.35
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	50.67	56.75	84.12	94.60
总负债(亿元)	126.02	182.86	252.88	287.74
总债务(亿元)	112.02	157.98	214.96	248.45
营业总收入(亿元)	28.76	16.99	28.35	16.31
EBIT(亿元)	4.94	6.72	11.10	7.01
EBITDA(亿元)	5.72	7.68	12.84	-
经营活动净现金流(亿元)	7.96	5.35	17.79	0.70
营业毛利率(%)	21.89	22.26	27.75	21.89
EBITDA/营业总收入(%)	19.88	45.24	45.30	-
总资产收益率(%)	2.80	3.23	3.85	2.60*
资产负债率(%)	71.32	76.31	75.04	75.26
总资本化比率(%)	68.85	73.57	71.87	72.42
总债务/EBITDA(X)	19.59	20.56	16.74	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.88	0.78	1.16	-

注: 公司 2007 年至今财务报表按照新会计准则编制, 2010 年三季度财务报表未经审计, 带“*”数据经过年化处理。

分析师

陈志新

zhxchen@ccxi.com.cn

沈裕

yshen@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2010 年 11 月 26 日

基本观点

中诚信国际评定 2011 年宁波交通投资控股有限公司(以下简称“宁波交投”或“公司”)10 亿元公司债券的信用等级为 AA, 评定宁波交通投资控股有限公司的主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了宁波市未来经济与交通运输业的发展前景、宁波市很强的财政实力、公司路产质量不断提升以及公司作为宁波市收费路桥行业唯一的市属投资平台获得很强的政府支持。同时, 中诚信国际也关注到公司收费路桥的整体规模较小, 未来面临一定收费政策变化风险, 以及未来资金支出压力较大等因素对公司未来发展的影响。

优 势

- **发达并快速增长的区域经济为交通运输业需求的长期稳定增长提供了支撑。**宁波市经济实力近年来不断增强, 交通运输业需求受到地区经济发展的拉动而持续增长。2009 年宁波市实现 GDP 和地方一般预算收入分别为 4,214.6 亿元和 432.8 亿元, 同比增长 8.60% 和 10.90%, 在浙江省排名第二, 在全国同级别城市中处于中上水平。
- **宁波市唯一的收费路桥建设和投融资主体。**公司作为宁波市唯一的市属收费路桥建设和投融资主体, 拥有收费公路、机场等宁波市最重要的交通资产, 已运营和在建的收费路桥在浙江省和宁波市内的交通干线网络中具有重要地位。
- **强有力的政治支持。**宁波市财政实力很强, 近年来政府对公司建设项目提供了较多的资本金支持和财政补贴。2010~2011 年政府给予公司建设项目资本金将分别为 10.15 亿元、10.05 亿元; 此外, “十一五”期间宁波市政府将给予公司财政补贴 22 亿元, 政府支持力度很强。
- **未来随着在建路桥投入运营, 路产规模不断扩大, 现金流入逐渐增加。**随着公司在建收费路桥的不断投入运营以及路网效应的进一步体现, 未来通行费收入和现金流入将逐渐增加。

关注

- **负债水平较高，未来资本支出压力较大，将进一步推高负债水平。**随着公司收费路桥项目的逐步开工建设，加上拆迁安置成本上升较快以及原材料涨价等因素，公司债务规模持续扩大，截至 2010 年 9 月底达到 248.45 亿元，资产负债率为 75.26%。2010~2011 年公司主要在建项目预计将投入建设资本金 14.22 亿元，公司未来资本支出压力较大。
- **公司主业盈利能力尚待提高。**由于目前公司运营路产规模较小，在建路产投资规模和债务压力较大，2009 年公司营业利润仅为-1.87 亿元。公司主业盈利能力尚待提高。
- **收费政策的不确定性。**高速公路的建设经营具有较强的政策性，未来国家及省市相关政策的变化将对公司经营形成不确定性的影响。

概况

发行主体概况

宁波交通投资控股有限公司是宁波市国资委授权的国有资产经营公司，原名为宁波市交通投资开发公司，成立于1993年5月，注册资本为0.3亿元，由宁波市交通委员会出资组建。1998年7月21日，经宁波市国有资产管理局批准，同意将宁波市财政局和宁波港务局拨入的0.7亿元划入公司增加实收资本，公司实收资本增至3.2亿元。2005年5月31日由宁波市交通局出资，将经审计后的资本公积和留存收益转增注册资本，公司变更后的注册资本为25亿元，原公司名称宁波市交通投资开发公司变更为宁波交通投资控股有限公司。

公司主要对授权范围内的国有资产实施经营管理；从事交通基础设施及其它交通项目的投资、建设、经营和管理；实业项目投资；房地产开发。

公司作为宁波市唯一的市属收费路桥建设和投融资主体，承担着宁波市交通基础设施建设和投融资职责，拥有收费公路、机场等宁波市最重要的交通资产，已运营和在建的收费路桥是浙江省和宁波市重要的交通干线。

截至2009年末，公司资产总额337.00亿元，负债总额252.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.12亿元，资产负债率75.04%；2009年公司实现营业总收入28.35亿元，净利润2.88亿元，经营活动净现金流17.79亿元。截至2010年9月末，公司资产总额382.35亿元，负债总额287.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.60亿元，资产负债率75.26%；2010年1~9月公司实现营业总收入16.31亿元。

本期债券概况

公司计划于2011年发行10亿元公司债券。本期公司债券的10年期（5+5）品种附发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权。在债券存续期前5年固定不变；在本期债券存续期的第5年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前5年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后5年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期

不另计利息。债券还本付息方式采用每年付息一次、到期一次还本。

募集资金用途

本期债券募集资金10亿元人民币，所募资金将全部用于国道主干线宁波绕城高速东段工程。

行业分析

区域经济

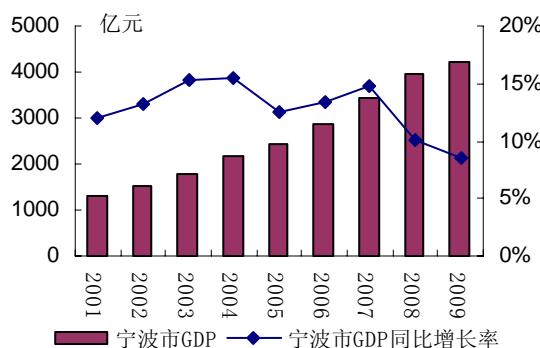
长三角地区由上海以及江、浙两省的16个经济发达城市组成，是我国经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具发展潜力的经济区域，其经济总量和产业层次均处于国内领先地位，起着带动长江流域经济发展、连接国内外市场、吸引海外投资、推动产业与技术转移并参与国际竞争与区域重组的重要作用。

宁波市地处杭州湾南岸，是我国东南沿海重要的港口城市、长三角南翼经济中心和国家历史文化名城。根据宁波市“十一五”规划，宁波市在“十一五”期间将保持年均11%的国民经济增速，预计2010年全市国民生产总值有望超过4,500亿元，宁波市港口货物吞吐量有望达到4亿吨，跻身世界港口前列，作为上海国际航运中心重要组成部分、华东地区重要对外贸易口岸和浙江省重要综合物流中心的地位将得到进一步巩固。

通过近几年大规模的交通基础设施建设，尤其是杭州湾跨海大桥的通车，宁波市正逐步由交通末梢走向沿海交通枢纽，社会经济的快速发展和交通网络的进一步完善为宁波交通基础设施建设的良性发展带来新的机遇。

宁波交投作为宁波市国资委授权的国有资产经营公司，承担着宁波市交通基础设施建设和投融资职责。公司的发展直接接受地区经济和交通运输业发展状况的影响，并与城市规划、当地房地产市场的发展密切相关。

图 1：2001~2009 年宁波市 GDP 情况



资料来源：中国统计年鉴和宁波市统计公报

近年来，宁波市经济保持了持续、快速的发展势头，2001~2009 年 GDP 复合增长率达到 15.72%，2009 年宁波市实现国民生产总值 4,214.60 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.60%；人均生产总值为 73,998 元，仅次于杭州排名浙江省第二位。宁波及其周边地区居民已经进入消费升级阶段，这将成为汽车保有量和客货运流量持续增长的重要动力之一。

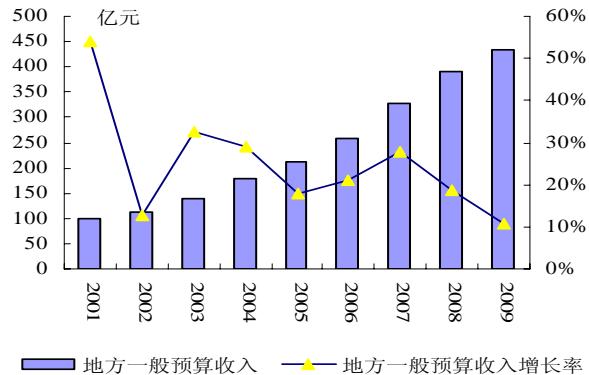
表 1：2009 年部分城市人均 GDP 及可支配收入

	人均 GDP (元)	市区人均可支 配收入(元)	农村居民人 均纯收入(元)
宁波	73,998	27,368	12,641
杭州	74,924	26,864	11,822
浙江省	44,335	24,611	10,007

资料来源：各省市 2009 年统计公报

发达的地方经济支撑了宁波市很强的财政实力。宁波市财政近年来保持高速增长，2009 年实现地方一般预算收入 432.80 亿元，同比增长 10.90%，在浙江省排名第二。由于公司承担了宁波市大量的路桥基础设施建设任务，而基础设施建设投资规模大、投资回收慢，这使部分路桥在建成后的前几年处于亏损状态，但宁波市雄厚的财政实力为路桥等基础设施建设提供了强有力的支持。

图 2：2001~2009 年宁波市财政实力情况



资料来源：根据宁波市统计年鉴、统计公报整理

总体来看，宁波市经济发展速度较快，综合经济实力在全国同级别城市中处于中上水平。预计未来几年，宁波市经济增长的内生性将得到提高，服务业和工业的快速发展能够弥补投资及出口增幅下滑对经济的不利影响。未来，宁波市经济将保持较快的增长速度，快速发展的地区经济为当地交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础。

区域交通

地方经济的持续快速发展支撑了当地交通运输业的发展。自 2000 年以来，随着宁波市经济持续快速发展，物流和人流需求大幅增长，交通运输业迎来了新一轮的发展。更重要的是，宁波市经济具有很强的外向性，港口经济腹地宽阔，并且宁波港与上海港存在较好的互动性，港口经济对当地交通运输业的发展具有极其重要作用。

从 2001 年开始，宁波市港口货物吞吐量一直保持较高增长速度，港口建设发展迅速。2009 年宁波市港口货物吞吐量达到 3.80 亿吨，增长 6.07%，继续保持中国大陆港口第二位，全球排名第四位，其中集装箱吞吐量再次跨上 1,000 万标准箱大关，达到 1,042.30 万标准箱。2009 年，宁波市政府加大集装箱海铁联运扶持力度，出台了《关于加快宁波港海铁联发展若干扶持政策的意见》。宁波市港口局会同市财政局出台了《宁波港航发展专项资金使用管理办法》，设立宁波港航发展资金，专项用于发展宁波港口海铁联运。在政策的大力扶持下，宁波港未来几年仍将保持较快增长，将为本地区交通运输业发展奠定良好的基础。

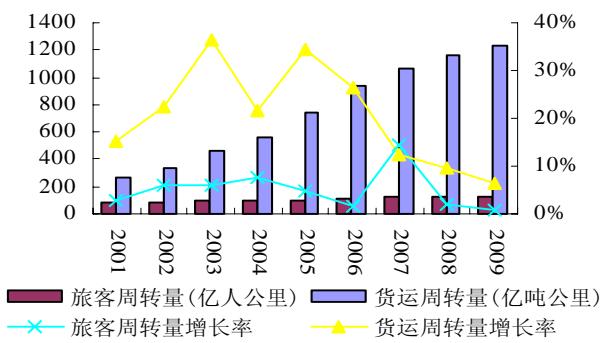
表 2: 2009 年宁波市港口生产及交通运输量

指标	累计	同比增速
港口货物吞吐量(亿吨)	3.80	6.07%
集装箱吞吐量(万标准箱)	1,042.30	-3.90%
货运量		
1、铁路发送量(万吨)	1,705.80	25.90%
2、水路货运量(亿吨)	1.10	10.08%
3、公路货运量(亿吨)	1.53	9.29%
4、民航货运吞吐量(万吨)	6.90	14.5%
客运量(亿人次)	3.30	4.40%

资料来源：宁波市统计局

2009 年，宁波市完成货运量 2.80 亿吨，同比增长 11.50%，货物周转量 1,235 亿吨公里，同比增长 6.5%。2009 年宁波市旅客运输量 3.30 亿人次，旅客周转量 124.6 亿人公里，分别比上年增长 4.4% 和 0.8%。从宁波市客货运结构来看，公路运输在客货运中处于主导地位，因此公路运输在提升区域竞争力，改善投资环境方面发挥着重要作用。同时，近年来宁波市加大了路网建设力度，2009 年全市实现公路建设投资 87.6 亿元，其中高速公路 52.99 亿元，全年新增公路 311.90 公里，累计达 9,883.90 公里。根据宁波市交通建设局规划，2020 年底全市公路网总里程将达到 11,100 公里，其中高速公路总里程达到 758 公里，是 2009 年底通行高速公路总里程的约 2 倍。宁波市高速公路建设将在未来几年持续快速发展。

图 3: 2001~2009 年宁波客货运输及周转量情况

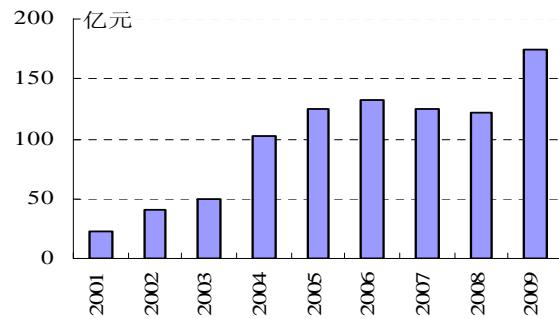


资料来源：宁波市统计公报

交通基础设施建设方面，“十一五”时期由于地方交通运输业的快速发展，宁波市交通基础设施建设投资保持较大幅度的增长。2009 年宁波市交通基础设施建设投资为 174.17 亿元，同比增长 43.82%。按照宁波市交通规划，2010 年宁波市交通基础设施

投资将达到 180 亿元，其中公路 97 亿元，铁路 45 亿元，水运 37 亿元和民航 0.68 亿元。

图 4: 2001~2009 年宁波市交通基础设施投资情况



资料来源：宁波市统计公报

综上所述，宁波市作为长三角地区的重要纽带，加之宁波市港口的强劲发展态势巩固了该市作为沿海重要交通枢纽的地位，以上因素直接促进了当地物流和人流的大幅增长，拉动了公路航空和海运行业的市场需求，推动了宁波市公路、航空和海运行业市场需求的不断增长。

行业规划

国务院 2004 年底审议通过了《国家高速公路网规划》，该规划明确了“国家高速公路网规划采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横连东西、纵贯南北的大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为‘7918 网’，总规模约 8.5 万公里，其中主线 6.8 万公里，地区环线、联络线等其他路线约 1.7 万公里”的布局规划；提出了“计划用 30 年的时间完成全部规划，在 2010 年以前国道主干线规划有望实现，在 2020 年，中国将建成国家骨架公路网”的时间规划。该路网规划的关键核心是通过高速路网的规划建设突出服务经济、强化高速公路对于国土开发、区域协调及对社会经济发展的促进作用。

2008 年面对全球经融危机，国务院常务会议推出了扩大内需、促进经济增长的 4 万亿经济刺激计划，其中 2010 年投入金额将有望达到 1 万亿元水平。国家拉动内需的政策将加速国家高速公路网、农村公路建设以及国省干线公路扩容，同时将重点发展与区域经济相适应的区域间通道，如珠三角、

长三角、长株潭、成渝经济区、辽宁沿海经济带等。

根据《宁波市交通“十一五”规划》，“十一五”期间宁波市交通发展的总体目标是继续加快交通基础设施建设，进一步发展壮大交通运输业，大力推进现代物流业和交通信息化，到 2010 年基本完成宁波交通现代化建设的主要任务，基本确立长江三角洲南翼交通枢纽的地位，力争高速公路总里程达到 500 公里，基本形成“一环五射”高速公路网主骨架，实现以宁波市区为中心的“213”高速交通圈。

表 3：宁波市 2020 年高速公路布局规划

“一环”	绕城高速公路
“五射”	往上海方向—规划建设杭州湾跨海大桥及南岸连接线、往杭州方向—现有的杭甬高速公路拟扩建为 8 车道、往金华方向—甬金高速公路、往温州方向—同三国道主干线、往舟山方向—甬舟高速公路
“三复”	杭甬复线高速公路、甬舟复线高速公路、甬台温复线宁波段
“三连”	朝阳—西坞连接线、杭州湾大桥慈溪余姚连接线、石浦连接线
“三疏港”	穿山疏港高速公路、大碶疏港高速公路、象山湾疏港高速公路

资料来源：宁波市交通局

按照宁波市 2020 年高速公路布局规划，到 2020 年年末，全市高速公路密度将达到 7 公里/百平方公里，形成宁波市“213”高速交通圈，即至上海、杭州、金华、温州的 2 小时交通圈，市域 1 小时交通圈，都市区 30 分钟交通圈，并把宁波、舟山和象山的港区连成有机整体，对外进一步拓展港口腹地，使主要港区的集疏运车辆在离开港区分界线后 10 分钟之内到达疏港高速公路。

行业关注

计重收费政策

超载运输大幅提升了养护及大中修成本，目前养护成本占主要高速公路公司总成本的比重约在 30-50% 之间。自 2004 年 6 月治理超载活动后，计重收费制度作为一种治理超载方式为经营高速公路的公司广泛采用，这一政策降低了大型货车的收费额，但同时提高超重部分的收费额。目前，多数省份都已经陆续实施计重收费工作，浙江省于 2010 年 4 月

16 日零时起实施。计重收费对降低超载率和维修成本将发挥积极作用，短期而言可能造成部分车辆分流而影响通行费收入，但从长期来看，超载车辆的减少将带来公路大修周期的逐渐延长、维护成本的不断下降和车辆运行畅通。

表 4：各省实施计重收费情况

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
吉林	安徽	山东	山西	广西	辽宁	广东	浙江
江苏			宁夏	河北			
河南			湖北	四川			
青海			天津	黑龙江			
			江西	重庆			
			陕西	内蒙古			
				云南			
				福建			
				贵州			
				湖南			

注：广东 2009 年开始实行部分路段计重收费

资料来源：中诚信国际整理

铁路运输分流影响

铁路建设加快未来将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在运输成本上，尤其是长途运输上要远远低于公路，未来铁路将是公路直接的竞争对手。目前，铁路行业由于效率较低，且处于严重供不应求状态，很多货物被迫分流到高速公路上。

随着《中长期铁路网规划（2008 年调整）》的颁布实施，铁道部将加快铁路投融资体制改革步伐。根据调整方案，2010 年全国铁路网营业里程将达 90000 公里以上，其中客运专线建设规模 7000 公里。方案对铁路路网结构进行了进一步强化，扩大了西部路网规模，将规划中的西部开发性新线由计划的 16000 公里调整为 41000 公里，区际联系通道加强，路网覆盖全国 20 万人口以上城镇，运输效率也将得到加强。而且，新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输周转时间，某种程度上增强了铁路运输的竞争力，对公路及航空运输形成一定冲击。

在总运输需求一定的情况下，如果铁路运输能力短时间内大大提高，就会对高速公路行业带来较大冲击。但从我国目前经济增速的情况来看，对运输的整体需求增长将高于铁路建设增长的速度，而且铁路建设投资周期长，因此未来二、三年内对高

高速公路运输的分流影响不大。另外，铁路提速对高速公路的影响程度还需进一步考察。

“十一五”期间宁波市将建设“一环三线”铁路主干线，建成甬台温铁路，建设杭甬客运专线、市区铁路货运北线等，形成干支相连、客货分流的铁路网络。2008年12月18日，宁波市轨道交通一号线一期工程可行性研究报告获得国家发改委批复。宁波市轨道交通一号线一期工程为市区东西向的骨干线，工程线路总长21.3公里，其中高架线5.63公里、地下线路15.32公里，工程总投资额123.88亿元，于2009年6月开工，预计2014年通车。铁路和城市轨道交通的建设可能对宁波市高速公路，特别是绕城高速造成一定的分流影响。

燃油税费改革方案实施

燃油税费改革将从2009年1月1日起正式实施，根据《成品油价税费改革方案（征求意见稿）》，此次燃油税费改革主要包含两方面的内容，一是取消公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费，并逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费；二是提高成品油单位税额。该改革方案的实施，无疑将对消费领域的汽车行业，运输领域的高速公路、海运、航运，以及能源领域的石油石化行业产生重大影响。

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。

竞争地位

优秀的地理位置

公司控股和参股的收费路桥北连上海等长三角经济发达城市，南接浙江省东南部，是国家规划建设的“五纵七横”主干线同三高速公路的重要组成

部分。同时，周边港口快速发展也给公司控股和参股的收费路桥带来巨大的发展契机。

图5：公司主要收费路桥的地理位置分布图



资料来源：中诚信整理

具体来看，公司控股的收费路桥是杭州湾跨海大桥南连接线和大碶疏港公路延伸段，分别于2007年12月和2008年12月通车。其中，杭州湾跨海大桥南连接线是连接杭州湾跨海大桥与宁波市的高速公路通道，与宁波绕城高速西段连接，实现了宁波市与杭州湾跨海大桥的无缝对接。公司运营管理的大碶疏港公路延伸段起于同三高速公路大碶收费站以北约500米，向北经北仑城区，终点与北仑港二、三期集装箱码头外的保税路相交，全长5.04公里，包括两座互通立交和一座高架桥，高架桥长度4,251米，该公路主要承担北仑港二、三期集装箱码头的集疏运功能，是宁波市高速公路网和集疏运交通体系的重要组成部分，未来具有较大的发展潜力。

表5：公司控股及参股收费路桥情况

运营路段名称	所占权益（%）	性质	路况	长度（公里）	通车时间
参股杭州湾跨海大桥	40.5	收费路桥	六车道高速	36.00	2008.5
甬台温高速宁波二期	25	高速公路	四车道高速	73.00	2001.12
甬金高速宁波段	10	高速公路	四车道高速	42.25	2005.12

宁波绕城 高速西段	49	高速 公路	六车道 高速 (前洋 至朝阳 八车 道)	43.00	2007.12
舟山跨海 大桥	12	收费 路桥	四车道 高速	36.13	2009.12
杭州湾跨 海大桥南 股连接线	100	高速 公路	六车道 高速	57.43	2007.12
宁波大碶 疏港公路 延伸段	50	高速 公路	四车道 高速	5.04	2008.12

资料来源：公司提供

公司参股的收费路桥主要有杭州湾跨海大桥、甬台温高速宁波二期、甬金高速宁波段、宁波绕城高速西段和舟山跨海大桥。杭州湾跨海大桥于2008年5月通车，北起浙江嘉兴海盐郑家埭，南至宁波慈溪水路湾，是宁波与上海最快捷的公路通道，缩短宁波与上海间约120公里的交通距离，大幅提升了宁波与上海两地的物流和人流，有利于促进江、浙、沪经济的发展。甬台温高速公路于2001年12月通车，北起宁波，途经台州、温州至浙江与福建省交界，是国家规划国道主干线同江至三亚在浙江省境内的一段，是连接中国最具经济活力的长三角、珠三角地区的重要纽带。甬金高速公路于2005年12月通车，东起宁波鄞州区，与宁波绕城高速西段相接，途经鄞州、奉化、新昌、嵊州、东阳、义乌、金华、金东等七个县（市）区，终于傅村枢纽，接杭金衢高速公路，与上三高速互通，横贯浙江省中东部，是连接宁波、绍兴、金华三市的大动脉。宁波绕城高速西段于2007年12月通车，与沪杭甬高速、甬金高速等高速公路连接，完善了宁波城市交通结构，拓展了宁波都市发展空间。舟山跨海大桥于2009年12月通车，起自舟山本岛329国道鸭蛋山的环岛公路，经舟山群岛中的里钓岛、富翅岛、册子岛、金塘岛至宁波镇海区，与宁波绕城高速公路和杭州湾跨海大桥相连接，是国家高速公路网甬舟高速公路的主要组成部分，实现了舟山海岛与大陆的连接，对进一步开发舟山海洋资源，推动浙江省经济发展具有深远的意义。

此外，公司目前主要在建公路包括宁波绕城高速东段、象山港大桥及连接线和穿山疏港高速公路

等。宁波绕城高速东段与甬台温高速公路等互通，建成后与宁波绕城西段贯通，将实现宁波市“一环”绕城公路的全线畅通，将很大程度上减轻市区交通压力，促进宁波、舟山港口一体化发展。象山港大桥及连接线北起宁波绕城高速东段，向南跨象山港，终于戴港，象山港大桥的建成将使得象山县城与宁波两地的陆路距离由120公里缩短至47公里。穿山疏港高速公路总体呈东西走向，起点位于穿山四期港区的港前道路白中线，途经白峰、柴桥、霞浦、大碶，终于宁波市绕城高速东段。以上路段的建成，可将宁波、北仑和象山三地串点成线，促进相关区域交通与经济的发展。

总体来看，公司的路产都具备很好的地理位置优势，在其所属区域中发挥了重要的干线交通作用，尤其是已运营和在建的高速公路和桥梁，改变了宁波市交通末端的劣势，有助于宁波成为长江三角洲南翼重要的交通枢纽。

分流影响

公路竞争方面，与杭州湾跨海大桥毗邻的另一条杭州湾跨海通道嘉绍跨江大桥及其连接线已于2008年底正式开工，计划于2012年开通，大桥起自沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终点位于杭甬高速和上三高速交叉处的沽渚枢纽，连同上三高速形成贯通杭州湾南北的另一条大动脉。其开通可能会对公司收费路桥杭州湾跨海大桥及南岸连接线，甬台温高速宁波至三门段形成一定分流影响。此外，浙江省规划建设的甬台温高速公路复线有望在今年开工建设，其通行将在一定程度上对甬台温高速产生分流影响，但考虑到甬台温高速已经处于饱和状态，影响相对较小。我们将对甬台温高速复线对公司的影响予以持续关注。

图 6：在建高速公路竞争分布图



资料来源：中诚信整理

铁路竞争方面，甬台温高速公路与 2009 年 9 月 28 日开通的甬台温高铁形成平行竞争，尤其是在客运方面。甬台温高铁全长 268 公里，设计时速为 200 公里，预留时速可提升到 250-300 公里。由于甬台温高铁以客运为主，未来将对甬台温高速公路的客运形成一定分流影响。具体来看，2010 年以来甬台温高速公路车流量同比没有明显变化。甬台温高铁对其分流并不明显，主要是因为甬台温高速公路已经处于饱和状态，同时甬台温高铁开通时间相对较短，目前两者的竞争尚未达到结构平衡。我们将持续关注二者之间的竞争情况。

总体来看，对公司收费路桥形成一定分流影响的主要是在建的嘉绍跨江大桥、甬台温高速复线以及尚处于运营初期的甬台温高铁。由于在建路桥建设时间较长，且未来开通后步入成熟期需要一段时间，公司收费路桥短期内面临的竞争压力不大，甬台温高铁对公司参股路产的分流影响有待进一步观察。

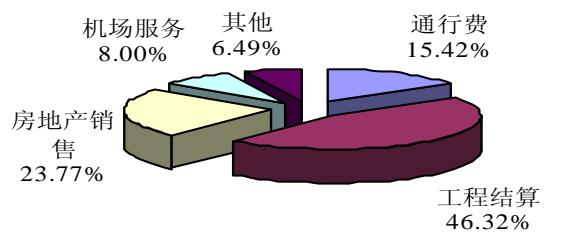
业务运营

宁波交投是宁波市最大的交通基础设施建设投资公司。除了对公路、桥梁和机场等交通基础设施进行建设、经营和管理，承担宁波市内大部分收

费路桥的投融资任务外，公司业务还拓展至房地产开发、工程施工等领域。随着规划期内绕城高速东段、象山港大桥及连接线和穿山疏港高速等建设加快，公司收费路桥业务将进一步扩大。

2009 年宁波交投实现营业收入 28.35 亿元，同比增长 66.90%，主要是通行费收入、房地产销售和工程建设收入增长很快，分别同比增长 109.97%、146.16% 和 45.99%。其中通行费收入 4.37 亿元，占营业收入的 15.42%；房地产销售收入 6.74 亿元，占营业收入的 23.77%；工程建设收入 13.13 亿元，在营业收入中所占比例最高，为 46.32%。同时，机场服务收入略有增长，2009 年收入达 2.27 亿元，增长率为 3.71%。长期来看，尽管公司目前通行费收入占比不高，但随着公司资源逐步向收费路桥业务集中、在建收费路桥未来逐步投入运营，公司收费路桥的主业地位将更加突出。

图 7：2009 年公司营业收入构成情况



资料来源：企业提供

收费路桥

2009 年公司收费路桥业务实现收入 4.37 亿元，在公司营业收入中占比 15.42%，同比增长 109.97%。由于浙江省二级公路已于 2010 年 2 月底统一取消收费，预计 2010 年通行费总收入将有所下降。

公司经营和管理的公路分为政府还贷公路和高速公路两部分，其中政府还贷公路包括 329 国道镇海、慈溪段（包含杭甬高速公路慈溪连接线）、通途路、34 省道鄞县段及延伸段和甬江隧道等，高速公路包括杭州湾跨海大桥南连接线和宁波大碶疏港公路延伸段。从 2009 年通行费收入占比来看，高速公路通行费收入占比为 62.01%，随着 2010 年 2 月末浙江省二级公路收费政策的取消，未来公司

通行费收入将全部来自于高速公路。

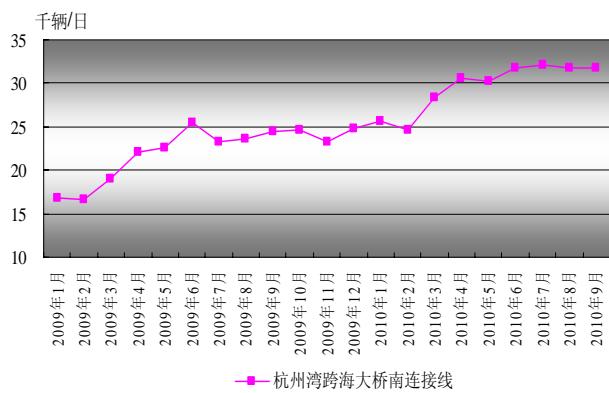
表 6：公司控股路产通行费收入情况表

运营路段名称	(单位：亿元)	
	2009年通行费	2010年1~9月通行费
329 国道镇海段	0.30	0.03
329 国道慈溪段 (包含杭甬高速公路慈溪连接线)	0.38	0.08
甬江隧道	0.52	0.13
通途路	0.39	0.07
34 省道鄞县段及延伸段	0.07	0.02
二级公路小计	1.66	0.33
杭州湾跨海大桥南连接线	2.61	2.69
宁波大碶疏港公路延伸段	0.10	0.15
高速公路小计	2.71	2.84
合计	4.37	3.17

资料来源：公司提供

具体来看，杭州湾跨海大桥南连接线的经营情况直接受到杭州湾跨海大桥的影响，随着杭州湾跨海大桥车流量的迅速增长，该路段收入增长明显。2009 年杭州湾跨海大桥南连接线通行费收入为 2.61 亿元，增长率达到 103.91%。随着路网效应的逐步发挥，预期未来杭州湾跨海大桥南连接线通行费收入和通行量都将快速增长。大碶疏港公路延伸段 2009 年实现通行费收入 0.10 亿元，未来随着北仑港港口贸易的进一步增长，该高速公路通行费收入有望随之增长。

图 8：2009~2010.9 杭州湾跨海大桥南连接线日均车流量

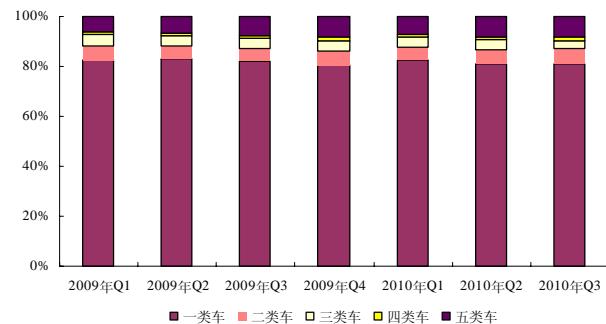


资料来源：公司提供

车型结构方面，杭州湾跨海大桥南连接线相对稳定，主要以一类车为主，反映了该路段车型结构小型化特征明显。同时由于杭州湾跨海大桥安装的先进设备杜绝了任何超限超载车辆的通行，使得与之连接的杭州湾跨海大桥南连接线超载货车得到有效控制，小型车所占比例较高的特点更加明显。

随着江浙地区经济的发展，居民可支配收入的增加，民用汽车保有量的持续增长，该路段以小型车为主的车型结构特点将继续得以保持。大碶疏港公路延伸段主要连接同三高速与北仑港，大型车占比较高，未来仍将延续该趋势。

图 9：2009~2010.9 杭州湾跨海大桥南连接线季度车型结构



资料来源：公司提供

在收费标准方面，公司高速公路客运通行费采取按里程、分车型收费的方式，收费标准参见表 7；货运方面，浙江省于 2010 年 4 月 16 日开始实施计重收费政策，收费标准参见表 8，计重收费政策实施后，公司的高速公路通行费收入得到提高，超载现象也得到了明显抑制。同时，浙江省已于 2010 年 2 月末取消政府还贷二级公路的收费。总体来看，高速公路的收费政策具有很强的政策性，未来国家及省市相关政策的变化将对公司经营形成较大的影响。

表 7：浙江省高速公路客运收费标准

车型	车公里费率 (元/车公里)
20 座 (含) 以下客车	0.40
20 座以上 40 座 (含) 以下客车	0.80
40 座以上客车 (含 32 座以上卧铺车)	1.20

资料来源：公司提供

表 8：浙江省计重收费政策征收标准

正常标准	超载比例	超载标准
小于 5 吨 (含)	0.09 元/吨公里	小于 10% (含)
5 吨-15 吨 (含)	0.135 元/吨公里线性递减到 0.09 元 / 吨公里	10%-30% (含)
15 吨-30 吨 (含)	0.09 元/吨公里线性递减到 0.06 元/吨公里	30%-50% (含)
大于 30 吨	0.06 元/吨公里	30% 以上部分 (含)
		0.27 元/吨公里
	50%-100% (含)	30% 以上部分
	100% 以上	0.36 元/吨公里

资料来源：浙江省交通厅

在公路养护方面，高速公路 2009 年养护费为 1,122 万元，占总养护费的 45%。2010 年随着政府还贷公路停止收费，公司不再承担相应养护费用，公路养护费用将有较大减少。同时，计重收费的实施也将减轻现有路产的路面养护负担，减少公司在道路养护方面的支出，预计 2010 年公司养护费用支出有望小于 1,100 万元。

表 9：2007~2009 年公司收费公路养护费用

	2007	2008	2009
养护费用（万元）	1,777	2,626.6	2,479

资料来源：公司提供

此外，公司还参股杭州湾跨海大桥等收费路桥项目，2009 年参股项目共实现通行费收入 15.15 亿元，通行量 1,333.25 万辆，同比大幅增长。考虑到公司参股路产中甬台温高速和甬金高速都较为成熟，宁波绕城高速西段、杭州湾跨海大桥和舟山跨海大桥尚处于培育期，未来 2-3 年内仍将保持快速增长，有利于公司未来获取更多的投资收益和现金分红。

公司目前正处于项目建设高峰期，主要在建项目包括象山港大桥及连接线和穿山疏港高速公路。

表 10：截至 2010 年 9 月底公司主要在建项目情况表

项目名称	所占权益	计划总投资（亿元）	已完成投资（亿元）	公司需投入资本金（亿元）	政府未来补助资金	里程（公里）	预计竣工时间
象山港大桥及连接线	90%	68.87	27.68	8.34	5.43	46.93	2011.12
穿山疏港公路	65.88%	72.36	19.17	5.88	6.64	33.34	2011.12
合计	—	141.23	46.85	14.22	12.07	80.27	—

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前的控股高速公路仅有 2 条，通行费收入规模较小，但在建路桥项目都将在未来 2 年左右竣工通行，同时宁波市良好的区域经济以及宁波市在长江三角洲南翼交通枢纽的作用日益凸显，未来公司通行费收入将有较大增长。公司目前路产质量优良，且在未来几年基本不会发生大中修费用，公司高速公路业务整体投资运营维护处于较低水平。

房地产开发

公司房地产业务主要由控股子公司宁波市交通房地产有限公司运营管理，公司持股比例 52%。宁波市交通房地产有限公司于 1995 年 7 月成立，注册资本 5,500 万元，是具备一级资质的房地产开

截至 2010 年 9 月底，公司上述项目的投资规划、投资进度及资本金情况如表 10 所示。从投资规划来看，公司主要在建项目已完成投资 46.87 亿元，尚需投入资金 94.38 亿元，除上述公司及政府补贴资本金共计 26.29 亿元外，后续建设资金将主要依靠债务融资，公司将面临较大的资金压力。

政府补贴方面，由于公司承担着宁波市主要交通基础设施的投资建造，宁波市政府每年以财政补贴、资本金补助和交通基础设施项目贴息补助等方式扶持公司的发展，为公司未来在交通基础设施建设领域业务的不断拓展创造了积极有利的条件。“十一五”期间宁波市政府计划为公司补贴 22 亿元，截至 2009 年底已到位 13.96 亿元。其中 2007~2009 年，公司每年以专项补助金和贷款贴息的形式获得的财政补贴分别为 0.41 亿元、3.92 亿元和 5.47 亿元。2010~2011 年，政府针对上述在建项目的补贴资本金将分别为 10.15 亿元和 10.05 亿元。总体来看，政府对公司的项目建设予以大量资金支持，反映了政府对公司发展的大力支持。

发商。2009 年，公司房地产业务实现收入 6.74 亿元，较 2008 年增长 4 亿元，主要得益于 2009 年国内房地产市场的迅速发展。

目前公司在售及在建项目是 BOBO 城二期 AB 区，该项目地处宁波市繁华的江东区和东部新城之间，地理位置优越，销售情况良好。BOBO 城二期 AB 区建筑面积 24.31 万平方米，总投资 10 亿元。截至 2010 年 9 月底该项目已经售出 11.14 万平方米，可售面积 13.19 万平方米，预计未来可实现收入约 19 亿元。

表 11：公司房地产项目（截至 2010 年 9 月底）

名称	可售面积（万 m ² ）	已售面积（万 m ² ）	预计收入（亿元）
BOBO 城二期 AB 区	13.19	11.14	19.12

资料来源：公司提供

土地储备方面，主要是宁海地块，该地块总面积为 11.58 万平米，规划建筑面积 35 万平方米，折合楼面价 2425 元/平方米，在该区域处于较低水平。该地块的土地成本为 8.49 亿元，公司分别于 2009 年及 2010 年支付土地款 8.20 亿元和 0.29 亿元。由于宁海当地在建工程较少，土地获得较早，成本相对较低，且公司品牌实力较强，面临竞争压力不大，是公司房地产板块未来的建设及销售重点。

目前宁波市房地产市场开放程度较高，经营性用地都采用公开招标、拍卖、挂牌出让的市场化运作模式，有利于资金实力雄厚、经营能力较强的房地产开发公司。公司在资金实力和经营规模上并不具备明显优势，未来将面对大型房地产商较强的竞争压力。

2004 年 12 月公司的子公司宁波大通开发股份有限公司投资的子公司宁波通泰房地产有限公司以 5900 万元向宁波泰山房地产有限公司购入位于小港红联的土地使用权，用于开发“君临江南”房地产项目。因宁波泰山房地产有限公司在上述土地使用权转让前与部分自然人签订了房产销售协议，2006 年宁波泰山房地产有限公司债权人向宁波市中级法院提起诉讼要求撤销该土地转让行为。2007 年 11 月 26 日宁波市中级人民法院判决撤销“君临江南”项目土地转让。宁波通泰房地产有限公司向省高院提起上诉，2008 年 7 月 25 日经浙江省高级人民法院判决，维持中级人民法院判决，本判决为终审判决。目前宁波泰山房地产有限公司已经进入破产程序，宁波通泰房地产有限公司已经申报债权并要求优先受偿，破产程序尚在进行中，破产债权尚未受偿。我们将持续关注该事项对宁波通泰房地产有限公司运作带来的影响。

总体来看，受房地产调控政策影响，目前房地产市场走势仍不明朗。但公司房地产业务规模较小，土地储备不多，从短期来看由于土地储备获得时间较早有一定成本优势。同时根据公司战略规划，公司将把主要资源集中投向收费路桥业务，房地产业务将继续保持稳健的经营原则，适度发展，经营风险相对较小。

工程建设

公司工程建设业务主要由宁波交通工程建设集团有限公司（简称“交工集团”）运营管理，是公司全资子公司。交工集团前身是始建于 1958 年的宁波公路总段工程队和浙江海港工程队，1995 年 4 月合并组建为宁波交通工程（集团）公司，2002 年 4 月经过改制，公司变更为现名，注册资本为 6,000 万元。2009 年，公司工程建设收入达 13.13 亿元，同比增长 45.99%。

交工集团经营范围主要是公路工程施工总承包一级，港口与航道工程施工总承包一级，市政公用工程总承包三级，政府投资项目代建，承包境外公路工程和境内国际招标工程及工程所需的设备、材料出口，公路交通工程专业承包交通安全设施制作及安装等。

2009 年交工集团共中标工程项目 41 个，承接工程业务总量达 32.47 亿元。其中，公路工程项目 31 个，合同金额 28.33 亿元，航务工程项目 10 个，合同金额 4.14 亿元。省外项目共 9 个，分布在福建、江苏、江西、四川、河北。截至 2009 年末，公司累计储备的跨年度业务超过了 30 亿元。公司计划未来三年工程总承包施工年产值均达到 15 亿元，业务经营在宁波市场处于领先地位，同时巩固江苏、江西、福建市场，未来重点开拓湖南、四川、安徽和重庆等市场。

总体来看，随着宁波市及周边省市交通基础设施建设的蓬勃发展，交工集团工程建设收入有较大增长空间。

机场运营

宁波栎社国际机场是公司的全资控股子公司，2009 年公司机场服务收入达 2.27 亿元，比上年增长 4%，占宁波交投营业收入总额的 8%。

宁波栎社机场是浙江省第一座民用机场，自 1990 年 6 月 30 日正式投入使用，经过十几年的发展，已经成为我国民用航空业发展速度最快的机场之一，但机场客货运容量趋于饱和。2009 年完成国内国际航班 3.75 万架次，客货吞吐量分别为 403.1 万人次和 6.87 万吨，同比均略有增长。

近年来，随着栎社机场航班量的大幅增长，原飞行区容量不足的问题逐渐显现。2006年12月，机场二期建设投资1.94亿元的栎社国际机场滑行道系统扩建工程正式动工。该工程包括新建一条长3200米、宽23米的平行滑行道和三条与跑道连接的垂直联络道、一条快速脱离滑行道以及相应配套的道面灯光等附属工程。项目已于2009年底竣工，于2010年3月10日正式投运，为机场增加航班、提升公司的营业收入和利润创造了条件。

总体来看，宁波交投近年来收费路桥业务快速发展，公司将大部分资源投入收费路桥的建设、运营与管理；此外，公司对房地产、工程建设和机场业务也予以支持，作为收费路桥业务的重要补充。未来，宁波交投仍将以收费路桥作为主业，不断做大做强。

战略规划

近年来，公司确立了以收费路桥为主的发展定位，公司的主要资源集中投向收费路桥业务，大力巩固收费路桥的主业地位。2009年底，公司控股及参股的高速公路占全市高速公路一半以上，且宁波市主要收费路桥的在建项目将由公司完成，目前公司在建的象山港大桥及连接线、宁波绕城高速东段以及穿山疏港等项目均是宁波市路桥建设的重点工程，反映了宁波市对公司收费路桥业务的发展支持以及公司未来的发展方向。

除收费路桥业务外，公司的工程建设业务也得到了大力发展。控股子公司交工集团是公司工程建设业务的运营主体，交工集团在宁波市同类企业中资质较好，有着较为丰富的行业积累。目前，交工集团的主要业务集中在宁波市，依托母公司在宁波市路桥建设领域的优势，公司取得了大量的路桥建设项目。此外，公司还积极拓展宁波周边省市的业务，计划三年后宁波以外的业务占比达到30%，这将在一定程度上提高公司的业务竞争力，有利于工程建设业务的发展。

房地产业务方面，公司本着稳健发展的经营原则，以“开发一块、交付一块、储备一块”为经营理念，在房地产领域注重对品牌形象的培养，不单纯追求规模的扩大。经营过程中，储备土地和开发

项目都要经过管理层严格评估，风险控制十分严格，经营风险相对较小。由于土地取得较早，加之公司与地方政府保持了良好的合作关系，公司土地的取得成本较低，能带来较高的经营利润。

总体来看，公司的收费路桥业务发展较快，未来需要大量的资金支持；对收费路桥之外的投资，公司较为稳健，其风险规避能力很强。目前公司投资重点是收费路桥，收费路桥的主业地位将得到巩固。

管理

宁波交通投资控股有限公司成立于1993年5月，是宁波市国资委授权的，按《公司法》组建的国有独资有限公司。公司自成立以来，不断完善法人治理结构，规范公司运作。公司按照现代企业制度建立和健全了董事会和监事会，董事会由5人组成，经营班子为总经理1人，3名副总经理，监事会成员中包括宁波市国资委专职监事，公司组织机构设置较为精简、高效。

为保证工程质量及维护良好路况，公司严格执行《交通部公路建设监督管理办法》《交通部公路工程施工招标投标管理办法》、《浙江省高速公路项目业主招标投标暂行办法》、《浙江省道路运输管理条例》等规定，规范代建施工、监理单位的行为，并通过推广标准化施工力求消除工程质量隐患。为了在保证工程质量的基础上节约成本，公司采取项目业主责任制、招标投标制、工程监理制、合同管理制和目标管理制。

公司的财务管理制度较为健全。根据国家相关政策法规并结合自身的实际情况，公司在内部建立了规范有序的财务管理体系，制定并完善了一系列的财务管理制度。目前公司已经制定实施的财务管理制度有《宁波交通投资控股有限公司内部财务管理制度》、《宁波交通投资控股有限公司对外担保管理办法》和《宁波交通投资控股有限公司对外投资决策管理办法》等制度，以规范公司财务行为和会计核算办法，加强公司内部的经营、财务与对外投资管理。

在审计管理方面，公司所有建设项目均由宁波市交通局和审计局进行联合审计，下属公司主要领导人离任审计由交通局执行。在内部审计方面，审计部门按照《宁波交通投资控股有限公司内部审计管理制度》要求，对下属企业及本级企业审计，重点侧重于对下属公司的程序及管理制度环节的完善。

目前公司全资、控股或相对控股子公司 15 家，总部对下属子公司的投资项目、对外担保等方面实行较为严格的管理。由于下属企业较多，公司制订了《宁波交通投资控股有限公司控参股企业管理办法》和《宁波交通投资控股有限公司外派产权代表管理办法》，规定由宁波交投委派产权代表参加控、参股企业董事会、监事会，并对控股企业委派财务总监；在下属企业对外投资方面要求编制年度投资计划并严控跨行业投资，在制度上遏制了不合规投资行为的产生；此外，下属企业未经股东会同意不得为其他公司提供担保。

总体看，公司的管理体制与管理制度比较完善。但是由于公司是宁波市唯一的交通基础设施投资主体，在某些重大项目决策上受政府影响较大，投资决策的自主权方面存在一定欠缺。

财务分析

以下财务分析基于宁波交通投资控股有限公司提供的 2007~2009 年经中磊会计师事务所有限公司审计并出具无保留意见的审计报告以及 2010 年三季度未经审计财务报表。

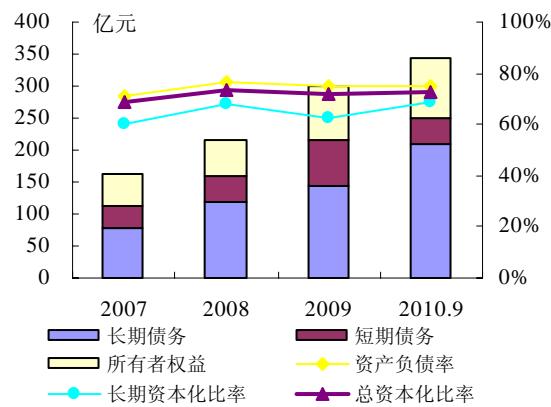
资本结构

近年来，公司不断增加路桥建设投资，资产规模不断增大，2007~2009 年分别为 176.69 亿元、239.61 亿元和 337.00 亿元，2010 年三季度进一步上升至 382.35 亿元，随着公司在建路桥工程的推进，公司的总资产将进一步增加。从公司资产构成来看，受公司所属行业的影响，公司固定资产所占比重一直相对较大，2009 年固定资产达到 84.95 亿元，占总资产的比重为 25.21%；同时，由于公司在建项目投资大，2009 年底在建工程达到 56.56 亿元，

占总资产的比重为 16.78%，在建项目完工后，公司的固定资产规模将快速上升。由于路桥建设投资规模大且主要依靠债务融资，公司负债规模保持快速增长，总负债由 2007 年的 126.02 亿元增至 2010 年三季度的 287.74 亿元。同期，公司所有者权益（包含少数股东权益）由 50.67 亿元增至 94.60 亿元，其中 2009 年同比增长 27.37 亿元主要是因为象山县人民政府划拨价值 19.30 亿元的土地以及宁波市政府补贴 5.69 亿元所致。总体来看，公司资产和负债结构与其所属行业特征相吻合，随着路桥工程的推进，资产和负债将进一步上升。

由于公司债务规模很大，公司的总资本化率和资产负债率一直保持在较高水平。截至 2010 年三季度，公司总资本化比率和资产负债率分别达到 72.42% 和 75.26%，在同行业中处于较高水平。未来，随着公司项目建设进度的加快，在总债务增长的同时，公司的资产负债率和总资本化率有进一步增长的趋势。

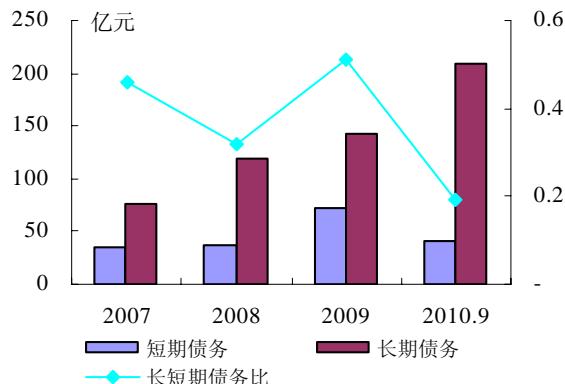
图 10：2007 年~2010 年 9 月公司资本结构分析



资料来源：根据公司财务报表计算

从债务结构来看，公司主要从事宁波市收费路桥的投资建设，公司债务一直以长期债务为主，这与公司公路项目资金回收期较长相匹配。2007 年以来，随着公司投资支出的增加，公司长期借款规模不断扩大，长短期债务比也在 2010 年 9 月底达到近三年的最低点 0.19。

图 11：2007 年~2010 年 9 月公司长短期债务结构



资料来源：根据公司财务报表计算

公司目前主要在建路桥包括象山港大桥及连接线以及穿山疏港公路，项目规划总投资为 141.23 亿元，截至 2010 年 9 月底除公司及政府补贴资本金共计 26.29 亿元外，后续建设资金将主要依靠债务融资。同时宁波绕城高速东段投资规模预期将超过概算，超概算部分将由公司自行承担，预计公司债务压力将继续加大。

受二级公路收费政策取消的影响，政府将对公司的 329 国道等五条二级公路的负债予以偿还，经公司测算该部分债务总额约为 18.88 亿元，因此公司的真实负债率低于合并报表的负债率，但目前政府尚未出台具体的偿还方案及偿还比例。此外，偿还期内公司须负担上述债务的利息支出，因此利息支出造成的现金流出短期内不会明显减少。

总体来看，公司未来几年收费路桥项目仍有较大投资，公司资产负债率将继续保持较高水平，债务压力仍将逐步增大。

盈利能力

公司营业收入主要来自工程建设、房地产、路桥通行费和机场服务等，2009 年公司实现营业总收入 28.35 亿元，同比增长 66.90%，其中工程建设、房地产销售和通行费收入分别增长 45.99%、146.16% 和 109.97%，是公司营业收入增长的重要原因。

表 12：公司主要业务板块收入增长情况

	2009 (亿元)	2008 (亿元)	同比增长
通行费	4.37	2.08	109.97%
工程建设	13.13	9.00	45.99%
房地产	6.74	2.74	146.16%

机场服务	2.27	2.19	3.71%
------	------	------	-------

资料来源：公司审计报告

从营业成本和毛利润方面看，受益于通行费收入和房地产业务的毛利润的快速增长，公司 2009 年实现毛利润 7.87 亿元，比 2008 年增长 4.09 亿元，增幅为 108.06%，其中对毛利润贡献最大的分别是房地产销售和通行费收入，二者 2009 年分别贡献了毛利润的 36.40% 和 31.46%。

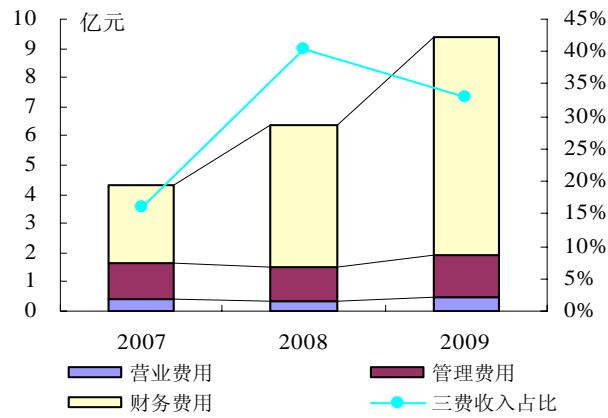
表 13：公司 2009 年主要业务板块营业成本和毛利润情况
(单位：亿元)

项目	营业收入	营业成本	毛利润	毛利占比
通行费	4.37	1.90	2.47	31.46%
工程建设	13.13	12.41	0.72	9.24%
房地产	6.74	3.88	2.86	36.40%
机场服务	2.27	1.26	1.01	12.85%

资料来源：公司审计报告

三费方面，2007~2009 年公司三费分别为 4.46 亿元、6.55 亿元和 9.34 亿元，占收入比例分别为 15.51%、38.57% 和 32.95%。财务费用在三费中占比最高，2009 年达到 79.79%，为 7.45 亿元，同比增长 49.48%，而管理费用和销售费用相对较少，2009 年仅为 1.40 和 0.49 亿元。从公司的发展规划来看，公司未来仍需大量路桥建设资金，且以银行债务融资为主的特征将导致公司的财务费用总额及占比逐渐增加，我们对公司的财务费用的增长予以关注。

图 12：2007 年~2009 年公司三费支出情况



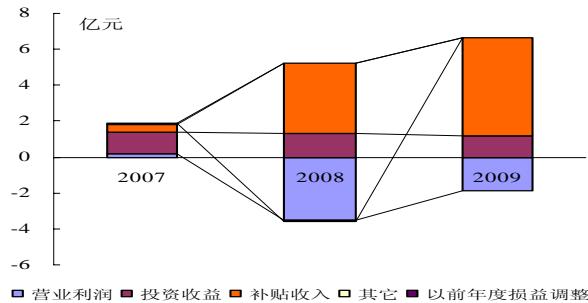
资料来源：根据公司财务报表计算

营业利润方面，受公司财务费用大幅增长的影响，2009 年营业利润仅为-1.87 亿元，尽管同 2008 年的-2.15 亿元相对亏损有所减少，但公司业务的总

体盈利能力仍然较弱。

从利润总额的构成来看，财政补贴收入是公司利润的重要组成部分，2007~2009年公司每年收到的财政补贴收入分别为0.41亿元、3.92亿元和5.47亿元，主要来自政府对贷款的贴息补贴。虽然贴息补助金额每年由市政府决定，但由于公司从事政府重点工程，预计此项支持还将在未来一段时期内得以保持。此外，由于公司参股路段盈利能力较强，投资收益也是公司利润的主要来源之一，2009年公司取得投资收益1.17亿元。预计杭州湾跨海大桥等五条参股路桥2010年通行费收入有望超过20亿元，同比增长30%以上。参股公司的盈利能力将得到增强，公司的投资收益也将有所增长。

图13：2007~2009年公司利润构成



资料来源：根据公司财务报表计算

未来，公司路桥业务的投入将继续加强，路桥的主业特征将日趋明显，未来营业收入的增长将主要来源于新建路产的通车，这些项目现金回流能力很强，尽管在运营初期车流量难以达到设计水平，盈利指标将受到影响，但公司的获现能力将呈现持续上升的态势。

整体来看，公司路桥业务突出，但由于路桥的投资回收期长、平均投资收益率偏低，而公司在路桥大规模投资中产生大量债务，财务费用支出较高，导致公司目前收费路桥业务整体盈利水平不高。但宁波市地处我国经济最发达的长江三角洲，经济的持续发展将带动区域内客流量和货流量稳定增长，未来高速公路的经营情况将逐渐得到改善。

现金流和偿债能力

从现金流来看，2007~2009年公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流整体呈增长态势，反

映公司的建设和运营规模逐步扩大。具体来看，2007~2009年公司经营活动净现金流分别为7.96亿元、5.35亿元和17.79亿元，2009年经营活动净现金流快速增长主要归因于当年营业收入的迅速提高。投资活动净现金流由2007年的-34.77亿元提高至-57.76亿元，这与公司近三年不断扩大建设规模，大量投资于公路建设密切相关。公司的筹资活动净现金流在2009年达到51.81亿元，公司筹资主要用于满足建设资金需求，从近三年的筹资活动净现金流来看，基本与公司的投资活动净现金流保持匹配，这与公司的经营模式相符。从中长期看，随着宁波市“一环五射”的高速公路格局在2008年确立，公司未来经营活动净现金流和投资活动现金流入有望增长，但公司未来建设投资仍然较大，仍将面临较大的对外融资需求。

在偿债能力方面，尽管公司得到国家和地方政府的资本金支持，但借款的配套压力仍然较大。公司的债务正处于增长期，债务压力有加大的趋势，尤其是公司的长期债务总体规模很大，2010年三季度公司的总资本化比率和长期资本化比率分别达到72.42%和68.74%。

表14：2007年~2010年9月公司主要偿债能力指标

	2007	2008	2009	2010.9
长期债务(亿元)	76.80	119.98	142.43	208.07
总债务(亿元)	112.02	157.98	214.96	248.45
EBITDA(亿元)	5.72	7.68	12.84	-
经营活动净现金流(亿元)	7.96	5.35	17.79	0.70
EBITDA利息倍数(X)	0.88	0.78	1.16	-
总债务/EBITDA(X)	19.59	20.56	16.74	-
经营活动净现金流利息支出(X)	1.23	0.54	1.60	0.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.03	0.08	0.00

资料来源：根据公司财务报表计算

从公司的偿债能力指标来看，2009年总债务/EBITDA指标为16.74倍。此外，公司的EBITDA利息倍数和经营净现金流/利息支出也仅为1.16倍和1.60倍，尽管公司上述财务指标均优于2008年，但从具体财务数值来看，公司整体偿债能力不强，尤其是随着2010~2012年路桥建设投资的逐步增加，公司未来的偿债能力仍有下降的趋势。

截至2009年底，公司的长期债务分布情况看，集中还款压力不大，还款高峰出现在2012年，

2011~2013 年分别需要偿还 10.40 亿元、35.81 亿元和 10.09 亿元。

表 15：公司本部长期借款到期分布

(单位：亿元)

	2011	2012	2013
到期借款	10.40	35.81	10.09

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2010 年 9 月底，公司共有对外担保 21.94 亿元，占净资产的 23.19%，主要系宁波海运集团有限公司 2.20 亿元、宁波城市交通建设有限公司 2.64 亿元、宁波市海城投资开发有限公司 2.00 亿元、宁波通途投资开发有限公司 2.00 亿元和宁波城建投资控股有限公司 12.5 亿元企业债担保，目前被担保公司均处于正常经营状态。由于对外担保金额较大，对此我们将予以持续关注。

作为宁波市国资委下属唯一的高速公路投资主体，公司具有很强的政府支持。“十一五”期间宁波市政府计划为公司补贴 22 亿元，截至 2009 年底已到位 13.96 亿元。2010~2011 年，政府对公司建设项目的资本金将分别为 10.15 亿元和 10.05 亿元，有利于公司业务的发展。

此外，公司与多家金融机构有较好的合作关系，已与国内多家银行签署了综合授信协议截至 2010 年 9 月底，公司从各银行获得综合授信总额为 293.20 亿元，尚未使用余额 59.75 亿元。

表 16：公司银行授信情况

(单位：亿元)

银行名称	授信额度	使用额度	剩余额度
国家开发银行	164.13	140.96	23.17
工商银行	41.03	38.09	2.94
建设银行	30.46	14.72	15.74
中信银行	4.00	3.50	0.50
浦发银行	9.5	5.47	4.03
其他银行	39.08	25.71	13.37
信托公司	5.00	5.00	0.00
合计	293.20	233.45	59.75

资料来源：公司提供

营实力将逐步增强，中长期的投资收益也会增加，这将提升公司的盈利能力，缓解资金压力。另外，公司作为宁波市高速公路等交通基础设施最主要的投资主体，持续得到各级政府在资本金和财政补贴支持。我们认为这种支持将长期得以保持，且将随着宁波市财政实力的增强而不断增强。综合上述因素，我们认为公司未来一定时期的信用水平将保持稳定。

评级展望

总体而言，公司目前盈利能力偏低，由于近年来资本支出维持在高位，因此债务压力较大。但杭州湾跨海大桥与南岸连接线建成通车，未来公司经

附一：宁波交通投资控股有限公司全资和控股企业（截至 2009 年 12 月底）

序号	公司名称	持股比例
1	宁波栎社国际机场	100.00%
2	宁波明州杭甬运河有限公司	100.00%
3	宁通控股有限公司	100.00%
4	宁波绕城东段高速公路有限公司	100.00%
5	宁波交投公路营运服务有限公司	100.00%
6	宁波大通开发股份有限公司	100.00%
7	宁波交通工程建设集团有限公司	100.00%
8	宁波空港包机有限公司	100.00%
9	宁波市象山港大桥开发有限公司	90.00%
10	宁波长三角现代物流投资有限公司	80.00%
11	慈溪慈平公路开发有限公司	70.00%
12	宁波穿山疏港高速公路有限公司	65.88%
13	宁波甬镇交通经营开发有限公司	55.00%
14	宁波市交通房地产有限公司	52.00%
15	宁波市大碶疏港高速公路有限公司	50.00%

附二：宁波交通投资控股有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2007	2008	2009	2010.9
货币资金	161,098.13	306,807.35	425,254.65	351,165.81
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	36,804.75	48,871.52	60,928.52	64,686.26
存货净额	123,058.61	130,632.81	376,423.18	400,672.57
其他应收款	116,621.16	125,533.29	156,874.95	157,458.02
长期投资	363,220.46	433,329.40	439,622.65	494,128.85
固定资产(合计)	873,854.46	1,086,781.09	1,415,695.12	1,750,405.57
总资产	1,766,877.63	2,396,115.79	3,369,994.82	3,823,452.56
其他应付款	74,397.51	105,934.84	126,337.79	108,135.62
短期债务	352,200.83	379,968.18	725,354.18	403,800.00
长期债务	767,996.27	1,199,828.09	1,424,279.91	2,080,728.36
总债务	1,120,197.10	1,579,796.27	2,149,634.09	2,484,528.36
净债务	959,098.97	1,272,988.92	1,724,379.44	2,133,362.56
总负债	1,260,162.36	1,828,590.90	2,528,799.11	2,877,428.24
财务性利息支出	29,481.79	50,362.06	75,393.56	63,621.28
资本化利息支出	35,246.30	48,159.74	35,555.48	32,927.66
所有者权益(含少数股东权益)	506,715.26	567,524.88	841,195.71	946,024.32
主营业务收入(营业总收入)	287,589.85	169,870.00	283,515.47	163,072.59
主营业务利润(三费前利润)	48,077.76	30,984.87	66,919.61	29,987.32
投资收益	12,928.78	12,495.48	11,724.19	14,577.38
EBIT	49,422.39	67,209.80	110,960.48	70,109.65
EBITDA	57,184.59	76,847.44	128,425.38	-
经营活动产生现金净流量	79,621.85	53,459.21	177,936.89	7,011.30
投资活动产生现金净流量	-347,727.43	-322,474.20	-577,634.85	-471,578.01
筹资活动产生现金净流量	306,389.65	414,827.19	518,149.77	390,477.87
现金及现金等价物净增加额	38,167.20	145,709.22	118,447.29	-74,088.84
资本支出	279,096.14	255,386.21	525,274.79	439,245.44
财务指标	2007	2008	2009	2010.9
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	21.89	22.26	27.75	21.89
三费收入比(%)	15.51	38.57	32.95	42.80
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	19.88	45.24	45.30	-
总资产收益率(%)	2.80	3.23	3.85	2.60*
流动比率(X)	1.06	1.39	1.37	1.98
速动比率(X)	0.81	1.18	1.02	1.48
存货周转率(X)	1.83	1.04	0.81	0.44*
应收账款周转率(X)	7.81	3.97	5.16	3.46*
资产负债率(%)	71.32	76.31	75.04	75.26
总资本化比率(%)	68.85	73.57	71.87	72.42
短期债务/总债务(%)	31.44	24.05	33.74	16.25
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.03	0.08	0.00*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.23	0.14	0.25	0.02*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.23	0.54	1.60	0.07
总债务/EBITDA(X)	19.59	20.56	16.74	-
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.20	0.18	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.88	0.78	1.16	-

注：公司 2007 年至今财务报表按照新会计准则编制，2010 年三季度财务报表未经审计，带“*”数据经过年化处理。

附三：评级报告基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 =营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 =营业收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附四：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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。

附五：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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。