



# 信用等级通知书

信评委函字 号  
[2011] 跟踪276

宁波交通投资控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司发行的2011年度第一期3亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信国际信用评级委员会最后评定，维持贵公司AA<sup>+</sup>的主体信用等级和A-1的债项信用等级。

特此通告



## 宁波交通投资控股有限公司 2011 年度跟踪评级报告

发行主体 宁波交通投资控股有限公司

本次主体信用等级 AA<sup>+</sup>  评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA<sup>+</sup>  评级展望 稳定

### 存续短期融资券列表

债券简称	发行额(亿元)	存续期	上次债项信用等级	本次债项信用等级
11 宁交投 CP01	3	2011/2/14~2012/2/14	A-1	A-1

### 概况数据

宁波交投	2008	2009	2010	2011.6
总资产(亿元)	239.61	337.00	513.33	531.32
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	56.75	84.12	136.99	140.72
总负债(亿元)	182.86	252.88	376.34	390.60
总债务(亿元)	157.98	214.96	333.84	359.62
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	16.99	28.35	35.03	18.75
EBIT(亿元)	6.72	11.10	14.05	8.80
EBITDA(亿元)	7.68	12.84	16.08	--
经营活动净现金流(亿元)	5.35	17.79	9.66	4.38
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	22.26	27.75	26.05	40.74
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	45.24	45.30	45.90	--
总资产收益率(%)	3.23	3.85	3.30	--
资产负债率(%)	76.31	75.04	73.31	73.51
总资本化比率(%)	73.57	71.87	70.91	71.88
总债务/EBITDA(X)	20.56	16.74	20.76	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	1.16	1.12	--

注：公司 2008 年财务报告按旧会计准则编制并于 2009 年对新增 6 家子公司进行了追溯合并，2009~2011.6 财务报告依据新会计准则编制，2011 年上半年财务报告未经审计。

### 分析师

陈志新

[zhhchen@ccxi.com.cn](mailto:zhhchen@ccxi.com.cn)

李悦

[yli01@ccxi.com.cn](mailto:yli01@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2011 年 10 月 21 日

### 基本观点

中诚信国际维持宁波交通投资控股有限公司（以下简称“宁波交投”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>+</sup> ，评级展望为稳定，维持 11 宁交投 CP01 的信用等级为 A-1。

2011 年以来，宁波市继续保持了良好的地区经济和交通量增长。公司控股杭州湾大桥后路产质量得到提升，作为宁波市收费路桥行业唯一的市属投资平台持续获得很强的政府支持。同时，中诚信国际也关注公司未来面临收费政策变化以及资金支出压力较大等风险因素对公司信用状况的影响。

### 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。2010 年宁波市分别实现 GDP 和地方财政收入 5,125.82 亿元和 530.9 亿元，同比分别增长 12.40% 和 22.70%，总量在浙江省排名第二，在全国同级别城市中处于中上水平。
- **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支持和财政补贴。“十二五”期间财政补贴不低于 24 亿元，2011 年上半年为 2.9 亿元，政府支持力度很强。
- **控股杭州湾大桥使公司路桥业务迅速扩大。**由于杭州湾大桥于 2010 年 12 月 31 日并入公司，2011 年上半年公司通行费收入为 8.64 亿元，大幅超过 2010 年 4.23 亿元的年收入水平，同比增长率为 321%，公司路桥收费业务实现快速扩张。
- **未来在建路桥投入运营后，通行费收入将逐渐增加。**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 2011 年 6 月底总债务达到 359.62 亿元，资产负债率为 73.51%。未来公司在建项目尚需投入建设资金，偿债压力较大。
- **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给公司经营带来影响。

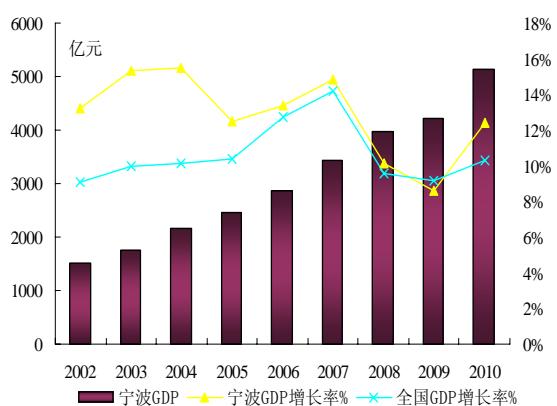
## 基本分析

### 宁波市经济快速发展为公司奠定了良好的经济基础

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。“十一五”期间，宁波市国民经济平均增速超过10%，2010年宁波市港口货物吞吐量突破4亿吨，完成4.1亿吨，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得到进一步巩固。

近年来，宁波市经济保持了持续、快速的发展势头，2001~2010年GDP复合增长率达到16.36%，2010年宁波市国民生产总值达到5,125.82亿元，比上年增长12.4%；人均生产总值为68,162元，位居浙江省前列。宁波及其周边地区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。

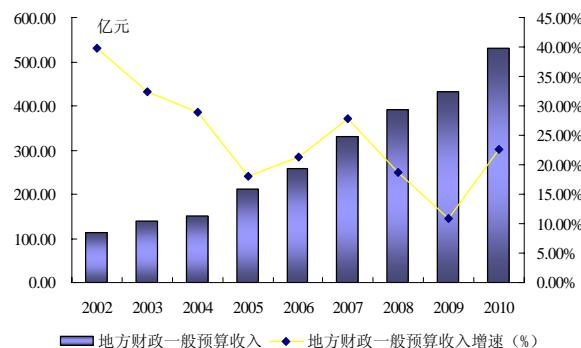
图1：2002~2010年宁波市GDP情况



资料来源：宁波市统计公报

发达的地方经济支撑了宁波市很强的财政实力。宁波市财政收入近年来保持高速增长，2010年实现地方一般预算收入530.90亿元，同比增长22.67%。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资金支持。

图2：2002~2010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较高水平。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。

### 长三角地区和宁波市发达的贸易物流业为公司发展提供了保障

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。2010年宁波市港口货物吞吐量达到4.1亿吨，增长7.4%，继续保持中国大陆港口第2位，全球排名第4位；集装箱吞吐量完成1,300.4万标准箱，增长24.8%，增幅位居我国8大港口和全球30大港口之首，集装箱吞吐量排名打破了连续6年位居大陆港口第4的格局，首次上升至第3位，并进入世界港口前6强，实现了新的跨越。

表1：2010年宁波市港口生产及交通运输量

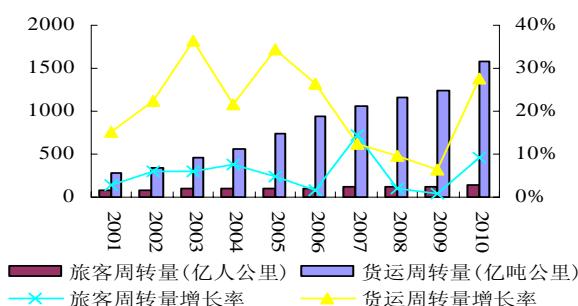
指标	累计	同比增速
港口货物吞吐量(亿吨)	4.10	7.4%
集装箱吞吐量(万标准箱)	1,300.40	24.8%
货运量及货物周转量		
1、铁路发送量(万吨)	2059.9	20.8%
2、水路货运量(亿吨)	1.20	11.0%

3、公路货物周转量(亿吨公里)	246.5	25.5%
4、民航货运吞吐量(万吨)	8.1	18.2%
客运量(亿人次)	3.40	3.0%

资料来源：宁波市统计局

2010 年，宁波市完成货运量 3.0 亿吨，同比增长 10.0%，货物周转量 1,575.3 亿吨公里，同比增长 27.6%。2010 年宁波市旅客运输量 3.4 亿人次，旅客周转量 136.2 亿人公里，分别比上年增长 3.0% 和 9.4%。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，2010 年交通基础设施建设投资完成 192.6 亿元，比上年增长 9.6%，全年新增公路 314.4 公里，公路里程累计达 10,198 公里。

图 3：2001~2010 年宁波客货运输及周转量情况



资料来源：宁波市统计公报

综上所述，宁波市是长三角地区的重要交通纽带，宁波市港口的强劲发展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，拉动了公路和海运行业的市场需求的不断增长。

### 公司路产逐渐成熟，路网效应的发挥以及计重收费政策的调整促进了通行费收入增长，控股杭州湾大桥大幅提高公司通行费收入

2010 年宁波交投实现通行费收入 4.23 亿元，占营业收入的 12.06%。2011 年上半年公司实现通行费收入 8.64 亿元，同比增长 321%。由于杭州湾大桥于 2010 年 12 月 31 日并入公司，当年的通行费收入并未合并报表，因此公司的通行费收入规模并未较 2009 年明显增长。根据公司提供资料，杭州湾跨海大桥 2010 年实现通行费收入 12.10 亿元，同时考虑其自然增长，预计杭州湾跨海大桥

2011 年通行费收入将达到 13 亿元以上，通行费收入成为公司收入构成中占比最高的部分，届时公司收费路桥的主业地位将更加突出。

表 2：公司控股路产通行费收入情况表（单位：亿元）

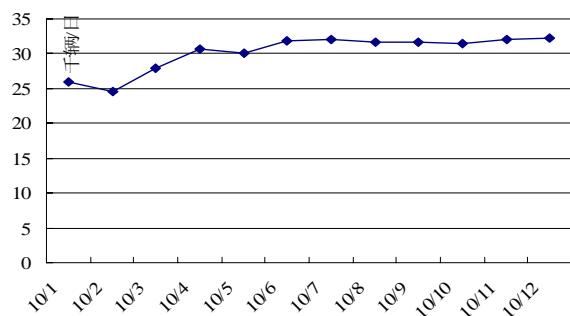
运营路段名称	2009	2010	2011.6
杭州湾跨海大桥南连接线	2.61	3.69	2.02
宁波大碶疏港公路延伸段	0.10	0.21	0.11
杭州湾跨海大桥	-	-	6.52
<b>合计</b>	<b>2.71</b>	<b>3.90</b>	<b>8.64</b>

资料来源：公司提供

注：高速公路收入合计与通行费收入差异主要来自于政府还贷公路收费

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增长，该路段收入增长明显。2010 年杭州湾跨海大桥南连接线通行费收入为 3.69 亿元，增长率达到 41.38%。2011 年上半年，杭州湾跨海大桥南连接线通行费收入为 2.02 亿元，同比增长率为 18.20%。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 2010 年实现通行费收入 0.21 亿元，2011 年上半年实现通行费收入 0.11 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。此外，公司于 2010 年底控股了杭州湾跨海大桥，2011 年上半年，杭州湾跨海大桥共实现通行费收入 6.52 亿元，同比增长 13.80%，由于杭州湾跨海大桥 2011 年开始纳入公司合并报表，因此促进公司通行费收入大幅增长。此外，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，有利于增加公司未来的投资收益。

图 4：2010 年杭州湾跨海大桥南连接线日均车流量



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，收费标准参见下表；货运方面，浙江省于2010年4月16日开始实施计重收费政策，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。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3：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4：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）	按照正常标准
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）	10%以上部分0.108元/吨公里
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）	30%以上部分0.18元/吨公里
大于30吨	0.06元/吨公里	50%-100%（含）	30%以上部分0.27元/吨公里
		100%以上	30%以上部分0.36元/吨公里

资料来源：浙江省交通厅

在公路养护方面，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，公路养护费用有较大减少。同时，计重收费的实施也减轻了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，2010年公司养护费用支出2,143万元。2011年上半年，公司控股杭州湾跨海大桥后养护费用有所增加，达2,936.42万元。

**表6：截至2011年6月底公司在建项目情况表**

项目名称	所占权益	概算总投资 (亿元)	资本金(亿元)	公司已投入资本 金(亿元)	政府已到位补 助资金	里程 (公里)
绕城高速东段	100%	86.85	38.70	30.74	7.38	43.50
象山港大桥及连接线	90%	68.87	24.10	7.38	6.68	46.93
穿山疏港公路	65.88%	72.36	25.36	7.71	1.78	33.50
合计	—	228.08	88.16	45.83	15.84	123.93

资料来源：公司提供

## 房地产业务规模较小，土地成本较低，经营风险较小

**表5：2008~2011.6公司收费公路养护费用**

	2008	2009	2010	2011.6
养护费用 (万元)	2,626.6	2,479	2,143	2,936.42

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前的控股路产仅有3条，通行费收入规模较小，在建路桥项目将在未来2年左右竣工通行，届时公司通行费收入将有较大增长。

## 未来建设规模较大，公司面临一定资金压力，但有力的财政补贴为公司提供了一定的支持

公司目前正处于项目建设高峰期。在建项目包括宁波绕城高速东段、象山港大桥及连接线、穿山疏港高速公路。截至2011年6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6所示。从投资规划来看，公司在建项目投资金额较大，公司将面临较大的资金压力。

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”期间宁波市政府为公司补贴共计20亿元，其中2010年补贴5.90亿元，补贴形式以专项补助金和贷款贴息为主。2011年上半年，公司收到政府补贴2.90亿元。考虑到“十二五”期间公司仍将保持一定规模的建设力度，公司预计政府补贴将不低于24亿元，这将有利于公司获取更为充足的建设资金。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。

2010年，公司房地产业务实现收入10.62亿元，较2009年增长3.88亿元，主要得益于公司部分房地产项目2010年开盘销售。目前公司在售项目是

BOBO 城国际、BOBO 城二期 AB 区、BOBO 城二期御府及宁海自在城一期。其中 BOBO 城国际为办公楼，该项目位于宁波市海曙区二类地段，已于 2007 年 11 月竣工，2009 年 9 月正式对外销售，预计全部售罄可实现销售总收入 3.13 亿元；BOBO 城二期 AB 区为民用住宅，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，已于 2010 年 10 月竣工，预计全部售罄可实现收入 9.64 亿元；BOBO 城二期御府为民用住宅，已于 2010 年 12 月竣工，2011 年 1 月交付，预计全部售罄可实现收入 9.34 亿元。宁海自在城一期项目 11.54 万平方米已于 5 月底预售，预计销售总额达 15.19 亿元，项目将于 2012 年 10 月份竣工交付，该项目成本相对较低，是公司房地产板块目前的销售重点。

表 7：公司房地产项目（截至 2011 年 6 月底）

名称	可售面积 (万 m <sup>2</sup> )	已售面积 (万 m <sup>2</sup> )	预计收入 (亿元)
BOBO 城二期 AB 区	9.77	9.73	9.64
BOBO 城国际	2.18	1.81	3.13
BOBO 城二期御府	4.29	1.56	9.34
宁海自在城一期	11.54	2.99	15.19

资料来源：公司提供

土地储备方面，主要是宁海地块，该地块规划建筑面积 35 万平方米，折合楼面价 3,322 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。宁海项目分二期开发，二期项目已于 2011 年 6 月份开工，预计 2012 年上半年可预售，2013 年竣工交付。

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。

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，经营风险相对较小。

### 主要业务板块收入增长较快，较强的政府支持和补贴力度使得公司盈利水平得到提升

公司营业收入主要来自自工程建设、房地产、和路桥通行费等，2010 年公司实现营业总收入 35.03 亿元，同比增长 23.55%，其中工程建设、房地产销售收入分别增长 19.33% 和 57.57%，是公司营业收入增长的重要原因。2011 年上半年宁波交投实现营业收入 18.75 亿元，同比增长 71.89%，其中通行费收入 8.64 亿元，同比增长 321%；房地产销售收入 4.5 亿元，同比增长 971%，大大带动了公司营业收入增长。

表 8：公司主要业务板块收入增长情况

	2009	2010		2011.6	
	收入	收入	同比增长	收入	同比增长
通行费	4.37	4.23	-3.35%	8.64	321%
工程建设	13.13	15.67	19.33%	3.92	-44%
房地产	6.74	10.62	57.57%	4.50	971%

资料来源：公司财务报告

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 2010 年实现毛利润 9.13 亿元，比 2009 年增长 1.26 亿元，增幅为 16.01%，其中对毛利润贡献最大的分别是房地产业务和通行费收入，二者 2010 年分别贡献了毛利润的 39.59% 和 25.19%。2011 年上半年，公司毛利润达到 7.64 亿元，毛利率为 40.74%，通行费收入与房地产业务毛利润持续上涨，并且在总收入中占比越来越大，拉升了公司整体毛利率水平。

表 9：公司 2010 年主要业务板块营业成本和毛利润情况  
(单位：亿元)

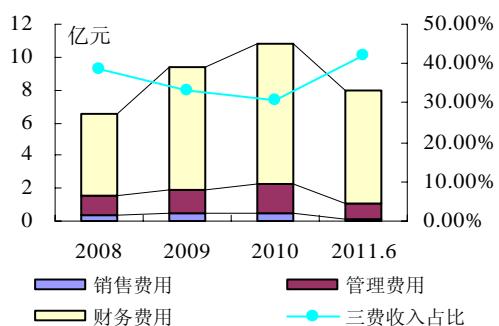
项目	营业 收入	营业 成本	毛利润	毛利占比
通行费	4.23	1.93	2.30	25.19%
工程建设	15.67	14.78	0.90	9.81%
房地产	10.62	7.00	3.61	39.59%

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2010 年公司三费合计为 10.80 亿元，占收入比例为 30.83%；2011 年上半年期间费用为 7.92 亿元，占收入比例为 42.25%，占比大

幅增加。财务费用在三费中占比最高，2010 年达到 79.52%，为 8.59 亿元，同比增长 15.18%，2011 年上半年财务费用占比升至 86.87%，而管理费用和销售费用相对较少，仅为 0.93 和 0.12 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，中诚信国际对公司财务费用的增长予以关注。

图 5：2008~2011 年 6 月公司三费支出情况

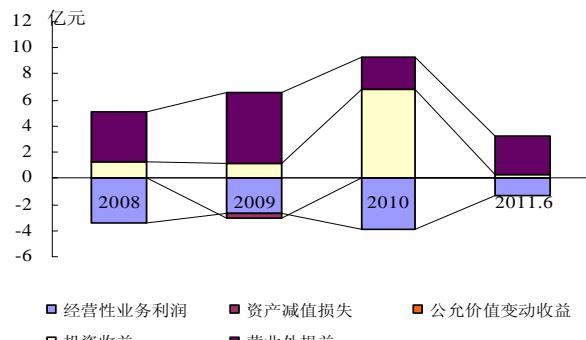


资料来源：根据公司财务报表计算

营业利润方面，虽然公司营业收入有所增长，但由于营业成本增长较快，2010 年经营性业务利润为 -3.86 亿元，同 2009 年的 -2.65 亿元相比亏损有所增加，公司业务的总体盈利能力仍然较弱。2011 年上半年，公司经营性业务利润为 -1.29 亿元。

从利润总额的构成来看，财政补贴收入对公司利润作了有益的补充，2008~2010 年公司每年收到的财政补贴收入分别为 3.92 亿元、5.47 亿元和 2.59 亿元，主要来自政府对贷款的贴息补贴。虽然贴息补贴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一，2010 年公司取得投资收益 6.81 亿元。随着杭州湾大桥的收购，2011 年公司投资收益将大幅减少，但因合并杭州湾大桥带来的收入和盈利将在公司的营业收入和营业毛利润中反映，将增加公司的收入、提高盈利水平。

图 6：2008~2011 年 6 月公司利润构成



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，未来公司高速公路的经营情况将逐渐得到改善。

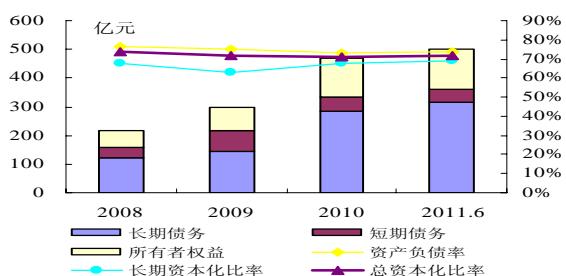
**随着杭州湾跨海大桥的收购以及建设进度的推进，公司资产规模不断上升，资产负债率和总资本化比率因杭州湾大桥的收购略有降低**

近年来，公司不断增加路桥建设投资，2010 年杭州湾跨海大桥的收购使资产规模增大，为 513.33 亿元，2011 年 6 月末上升到 531.32 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，2010 年末固定资产达到 209.86 亿元，占总资产的比重为 40.88%；同时，由于公司在建项目投资大，2010 年底在建工程达到 113.20 亿元，占总资产的比重为 22.05%，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，2010年末总负债增至376.34亿元。同期，公司所有者权益(包含少数股东权益)增至136.99亿元，同比增长62.85%，主要是杭州湾跨海大桥合并所致。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，公司的总资本化比率和资产负债率一直保持在较高水平。截至2011年6月底，公司总资本化比率和资产负债率分别达到71.88%和73.51%，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比率有进一步增长的趋势。

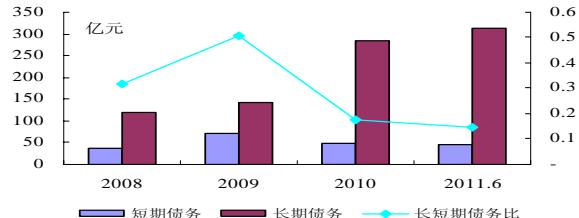
图7：2008~2011年6月公司资本结构分析



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。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2011年6月底达到近三年的最低点0.15倍。

图8：2008~2011年6月公司长短期债务结构



资料来源：根据公司财务报表计算

公司目前在建项目包括宁波绕城高速东段、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228.08亿元，尚需投入大量建设资金，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。

## 公司现金流获取能力增强，偿债能力得到提升

从现金流来看，2010年公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为9.66亿元、-60.83亿元和43.92亿元，2010年经营活动净现金流下降主要是房地产项目预售在2009年收到现金较多导致的高基数所致。投资活动净现金流出升高至60.83亿元，这与公司不断扩大建设规模，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2010年达到43.92亿元，主要用于满足建设资金需求，从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，与公司的经营模式相符。从中长期看，随着宁波市“一环六射”的高速公路格局的确立，公司未来经营活动净现金流有望增长，但公司未来建设投资仍然较大，仍将具有较大的对外融资需求。

表10：2008~2011.6公司现金流变化情况

	2008	2009	2010	2011.6	(单位：亿元)
经营活动现金流入	32.19	48.01	36.91	19.51	
经营活动现金流出	26.84	30.22	27.25	15.13	
经营活动净现金流	5.35	17.79	9.66	4.38	
投资活动现金流入	1.19	2.34	5.78	2.79	
投资活动现金流出	33.44	60.10	66.61	25.33	
投资活动净现金流	-32.25	-57.76	-60.83	-22.54	
筹资活动现金流入	88.88	118.01	97.47	52.33	
筹资活动现金流出	47.40	66.20	53.55	34.85	
筹资活动净现金流	41.48	51.81	43.92	17.48	

资料来源：公司年报及半年报

公司 2010 年债务规模持续上升，当年末公司总债务为 333.84 亿元，其中短期债务为 49.45 亿元，短期债务有所减少，2011 年上半年，短期债务继续下降至 45.92 亿元。

从短期偿债能力来看，由于公司经营活动现金流大幅下降以及短期债务的小幅减少，2010 年经营活动现金流对短期债务和利息支出的覆盖能力降低，经营活动净现金流对短期债务和利息支出的覆盖倍数分别为 0.20 倍和 0.67 倍。同期 EBITDA 对短期债务和利息支出的覆盖倍数分别为 0.33 倍和 1.12 倍。尤其是随着 2011~2013 年路桥建设投资的逐步增加，公司未来的偿债能力指标仍有下降的趋势。同时中诚信国际也注意到，随着信贷规模的收紧和人民银行多次上调基准利率，经营活动产生的净现金流对利息的覆盖程度存在下降的可能性。考虑到宁波市政府很强的财政实力，而公司是宁波市唯一的交通基础设施投资平台，预计将得到政府在偿还债务及利息等方面较强的资金支持，公司债务偿还具有一定保证。

**表 11：2008~2011.6 公司短期偿债能力指标**

	2008	2009	2010	2011.6
货币资金(亿元)	30.68	42.53	35.26	34.58
短期债务(亿元)	38.00	72.54	49.45	45.92
总债务(亿元)	157.98	214.96	333.84	359.62
经营净现金流(亿元)	5.35	17.79	9.66	4.38
EBITDA(亿元)	7.68	12.84	16.08	--
资产负债率(%)	76.31	75.04	73.31	73.51
总资本化比率(%)	73.57	71.87	70.91	71.88
经营现金流/短期债务(X)	0.14	0.25	0.20	0.19*
经营现金流/利息支出(X)	0.54	1.60	0.67	0.64
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.18	0.33	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	1.16	1.12	--

资料来源：根据公司财务报表计算，带“\*”号数据已年化处理

或有负债方面，截至 2011 年 6 月底，公司共有对外担保 23.37 亿元，占净资产的 16.61%，主要为宁波海运集团有限公司 0.08 亿元、宁波城市建设有限公司 5.28 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 12.50 亿元（10 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，对此中诚信国际将予以持续关注。

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”期间共获得补贴 20 亿元。公司预计“十二五”期间宁波市政府仍将对公司补贴不低于 24 亿元，这将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 2011 年 6 月底，公司从各银行获得综合授信总额为 432.50 亿元，尚未使用余额 85.11 亿元。

**表 12：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	241.27	201.73.	39.54
工商银行	57.33	55.43	1.90
建设银行	30.13	26.16	3.97
中信银行	5.50	4.92	0.58
浦发银行	9.30	5.58	3.72
深发展银行	4.00	3.00	1.00
交通银行	2.50	1.60	0.90
光大银行	7.00	1.63	5.37
民生银行	2.90	1.80	1.10
浙商银行	2.50	2.08	0.42
农业银行	28.47	11.67	16.8
宁波银行	6.00	5.80	0.20
广发银行	4.50	3.15	1.35
华夏银行	2.00	0.80	1.20
兴业银行	7.00	0.51	6.49
华商银行	1.83	1.83	0.00
中国银行	10.27	9.70	0.57
邮储宁波分行	10.00	10.00	0.00
<b>合计</b>	<b>432.50</b>	<b>347.39</b>	<b>85.11</b>

资料来源：公司提供

整体来看，公司 2010 年底短期债务规模较小，在公司继续保持与银行良好的合作关系的前提下，中诚信国际认为公司未来一定期限内偿债风险很小。

## 结论

综上，中诚信国际维持宁波交投主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持 11 宁交投 CP01 的信用等级为 A-1。

## 附一：宁波交通投资控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010	2011.6
货币资金	306,807.35	425,254.65	352,640.68	345,825.16
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	48,871.52	60,928.52	77,728.74	63,000.07
存货净额	130,632.81	376,423.18	382,770.63	398,568.39
其他应收款	125,533.29	156,874.95	145,541.23	129,430.03
长期投资	433,329.40	439,622.65	250,820.29	252,003.41
固定资产(合计)	1,086,781.09	1,415,695.12	3,230,601.83	3,439,501.14
总资产	2,396,115.79	3,369,994.82	5,133,280.42	5,313,215.93
其他应付款	105,934.84	126,337.79	175,344.39	111,304.22
短期债务	379,968.18	725,354.18	494,465.18	459,207.00
长期债务	1,199,828.09	1,424,279.91	2,843,944.73	3,137,008.86
总债务	1,579,796.27	2,149,634.09	3,338,409.91	3,596,215.86
净债务	1,272,988.92	1,724,379.44	2,985,769.23	3,250,390.71
总负债	1,828,590.90	2,528,799.11	3,763,425.77	3,906,002.39
财务性利息支出	50,362.06	75,393.56	85,579.24	68,759.85
资本化利息支出	48,159.74	35,555.48	57,839.77	31,222.69
所有者权益(含少数股东权益)	567,524.88	841,195.71	1,369,854.64	1,407,213.53
主营业务收入(营业总收入)	169,870.00	283,515.47	350,273.11	187,492.60
主营业务利润(三费前利润)	30,984.87	66,919.61	69,411.81	66,274.65
投资收益	12,495.48	11,724.19	68,053.05	3,013.42
EBIT	67,209.80	110,960.48	140,487.65	87,987.92
EBITDA	76,847.44	128,425.38	160,771.14	-
经营活动产生现金净流量	53,459.21	177,936.89	96,557.34	43,812.63
投资活动产生现金净流量	-322,474.20	-577,634.85	-608,309.93	-225,427.93
筹资活动产生现金净流量	414,827.19	518,149.77	439,232.69	174,799.78
现金及现金等价物净增加额	145,709.22	118,447.29	-72,613.97	-6,815.53
资本支出	255,386.21	525,274.79	652,033.89	237,337.98
财务指标	2008	2009	2010	2011.6
营业毛利率(%)	22.26	27.75	26.05	40.74
三费收入比(%)	38.57	32.95	30.83	42.25
EBITDA/营业总收入(%)	45.24	45.30	45.90	-
总资产收益率(%)	3.23	3.85	3.30	3.37*
流动比率(X)	1.39	1.37	1.66	1.96
速动比率(X)	1.18	1.02	1.23	1.43
存货周转率(X)	1.04	0.81	0.68	0.57*
应收账款周转率(X)	3.97	5.16	5.05	5.33*
资产负债率(%)	76.31	75.04	73.31	73.51
总资本化比率(%)	73.57	71.87	70.91	71.88
短期债务/总债务(%)	24.05	33.74	14.81	12.77
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.08	0.03	0.02*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	0.25	0.20	0.19*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.54	1.60	0.67	0.64
总债务/EBITDA(X)	20.56	16.74	20.76	-
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.18	0.33	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	1.16	1.12	-

注：公司 2008 年财务报告按旧会计准则编制并于 2009 年对新增 6 家子公司进行了追溯合并，2009~2011.6 财务报告依据新会计准则编制，2011 年上半年财务报告未经审计且带“\*”指标均已年化处理。

## 附二：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）= 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（新）= 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（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）= 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(新) = 营业总收入-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

主营业务毛利率（旧） = (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入

营业毛利率（新）= (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比(旧) = (财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）= (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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 = 主营业务成本(营业成本) / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额(营业总收入净额) / 应收账款平均余额

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)

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

### 附三：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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。

#### 附四：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调