

信用等级通知书

信评委函字 [2011] 跟踪094号

宁波交通投资控股有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2010年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司2008年8亿元公司债券、2011年10亿元公司债券、2011年度第一期3亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，将贵公司主体信用等级由AA调升至AA⁺，评级展望为稳定，维持2008年公司债券AA⁺的债项信用等级，将2011年公司债券债项信用等级由AA调升至AA⁺，维持短期融资券A-1的债项信用等级。

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

二零一一年六月二十九日

宁波交通投资控股有限公司 2011 年跟踪评级报告

发行主体	宁波交通投资控股有限公司		
债券简称	11 宁交投 CP01	11 甬交投债	08 甬交投债
发行规模	3 亿元	10 亿元	8 亿元
债券存续期	2011/2/14~ 2012/2/14	2011/2/10~ 2021/2/10 发行人上调票 面利率选择权、 持有人回售权	2008/7/22~ 2013/7/22
上次主体信用等级	AA	AA	AA
上次债项信用等级	A-1	AA	AA+
跟踪主体信用等级	AA+	AA+	AA+
跟踪评级展望	稳定	稳定	稳定
跟踪债项信用等级	A-1	AA+	AA+
08 公司债担保主体	宁波城建投资控股有限公司		
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保		

概况数据

宁波交投	2008	2009	2010	2011.3
总资产(亿元)	239.61	337.00	513.33	522.75
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	56.75	84.12	136.99	138.28
总负债(亿元)	182.86	252.88	376.34	384.47
总债务(亿元)	157.98	214.96	333.84	353.01
营业总收入(亿元)	16.99	28.35	35.03	11.59
EBIT(亿元)	6.72	11.10	14.05	--
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	--
营业毛利率(%)	22.26	27.75	26.05	42.14
EBITDA/营业总收入(%)	45.24	45.30	45.90	--
总资产收益率(%)	3.23	3.85	3.30	3.52
资产负债率(%)	76.31	75.04	73.31	73.55
总资本化比率(%)	73.57	71.87	70.91	71.85
总债务/EBITDA(X)	20.56	16.74	20.76	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	1.16	1.88	--

宁波城投	2008	2009	2010
总资产(亿元)	280.41	419.21	664.24
所有者权益(亿元)	68.23	99.54	167.29
总负债(亿元)	212.18	319.67	496.94
总债务(亿元)	190.97	284.15	406.42
营业总收入(亿元)	38.36	28.55	50.38
资产负债率(%)	75.67	76.25	74.81

注：公司财务报表按照新会计准则编制，2011 年一季度未经审计。

基本观点

2010 年以来宁波市继续保持了良好的经济与交通运输业的发展前景。在宁波市很强的财政实力背景下、宁波交通投资控股有限公司（简称“宁波交投”或“公司”）收购杭州湾大桥后路产质量不断提升以及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。担保主体宁波城建投资控股有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保继续对 08 甬交投债的本息偿付提供有力担保。

综上，中诚信国际调升宁波交投主体信用等级至 AA+，评级展望为稳定，调升 11 甬交投债的信用级别为 AA+，维持 08 甬交投债的信用级别为 AA+，维持 11 宁交投 CP01 的信用等级为 A-1。

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。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，同比增长 12.40% 和 22.70%，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。
- **强有力的政府支持。**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。十一五期间共收到财政补贴 20 亿元，其中 2010 年为 25,944 万元，预计十二五期间财政补贴有望超过 20 亿元，政府支持力度很强。
- **收购杭州湾大桥使公司路桥业务迅速扩大。**2011 年公司收购杭州湾大桥后将实现通行费收入近 20 亿元，大幅超过当前 4 亿多元的年收入水平，使公司路桥收费业务实现快速扩张。
- **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。

分析师

陈志新

zhxchen@ccxi.com.cn

李悦

yli01@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2011 年 6 月 29 日

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 年底总债务达到 333.84 亿元，资产负债率为 73.31%。未来公司尚需投入建设资金 127.56 亿元，公司未来资本支出压力较大。
- **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对公司经营形成不确定性的影响。

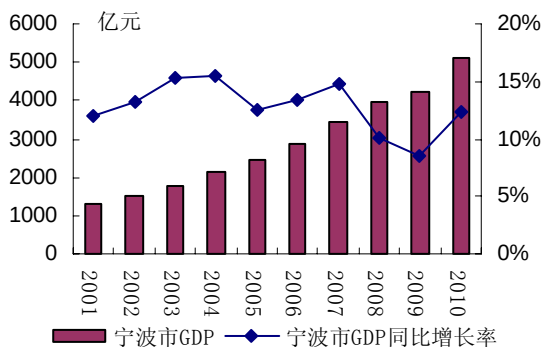
基本分析

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。

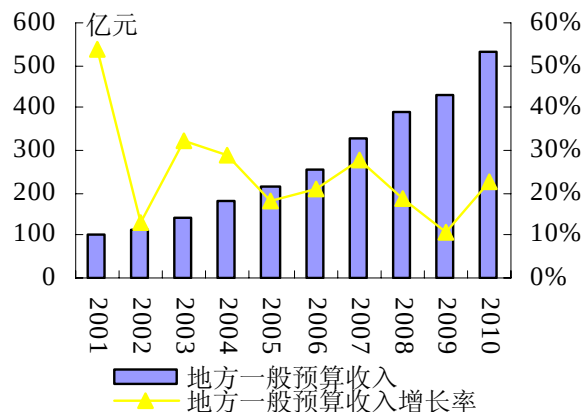
图 1：2001~2010 年宁波市 GDP 情况



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%。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前期处于亏损状态，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资金支持。

图 2：2001~2010 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%。其中集装箱吞吐量完成 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，吞吐量排名打破了连续 6 年位居大陆港口第 4 的格局，首次跃居第 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

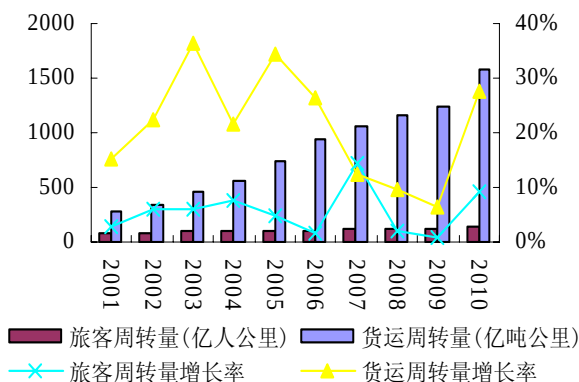
指标	累计	同比增速
港口货物吞吐量(亿吨)	4.1	7.4%
集装箱吞吐量(万标准箱)	1,300.4	24.8%
货运量		
1、铁路发送量(万吨)	2,059.9	20.8%
2、水路货运量(亿吨)	1.2	11.0%

3、公路货运量(亿吨)	1.6	3.9%
4、民航货运吞吐量(万吨)	8.1	18.2%
客运量(亿人次)	3.4	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枢纽，加之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的市场需求，推动了宁波市公路和海运行业市场需求的不断增长。

公司路产的逐渐成熟，路网效应的发挥以及计重收费政策的调整促进了通行量的增长，收购杭州湾大桥将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，占营业总收入的 12.06%。考虑到杭州湾大桥于 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 2011 年通行费收入将增加 13 亿元左右，有望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）

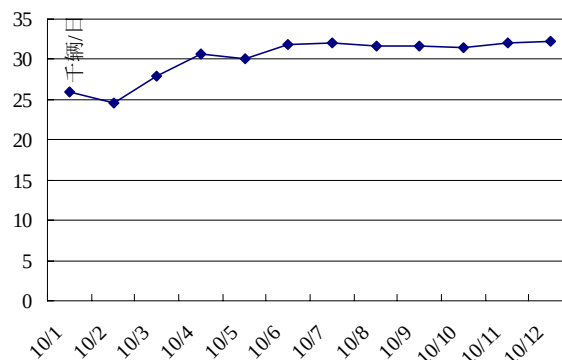
运营路段名称	2009 年通行费	2010 年通行费
杭州湾跨海大桥南连接线	2.61	3.69
宁波大碇疏港公路延伸段	0.10	0.21
杭州湾跨海大桥	--	--
合计	2.71	3.90

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 2010 年前两个月政府还贷公路收费。

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迅速增长，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%。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。大碇疏港公路延伸段 2010 年实现通行费收入 0.21 亿元，未来随着北仑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等收费路桥项目，2010 年杭州湾跨海大桥共实现通行费收入 12.10 亿元，通行量超过 1,000 万辆，同比大幅增长。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、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，有利于增加公司未来的通行费收入。

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，2010 年公司养护费用支出约 2,000 万元。

表 5：2008~2010 年公司收费公路养护费用

	2008	2009	2010
养护费用（万元）	2,626.6	2,479	2,000

资料来源：公司提供

表 6：截至 2011 年 3 月底公司在建项目情况表

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%	88.50	38.68	8.34	8.59	46.93	2012.12
穿山疏港公路	65.88%	72.37	26.94	5.88	3.71	33.34	2012.12
合计	—	160.87	65.62	14.22	12.3	80.27	—

资料来源：公司提供

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、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，有利于公司获取更多投资收益和现金分红。

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，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。在建项目包括象山港大桥及连接线、穿山疏港高速公路。截至 2011 年 3 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，公司在建项目已完成投资 65.62 亿元，尚需投入资金 95.25 亿元，未来政府将补贴公司建设资本金共计 12.3 亿元外，公司将提供资本金和债务融资共计 82.95 亿元，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 2.59 亿元，补贴形式以专项补助金和贷款贴息为主。考虑到“十二五”期间公司仍将保持一定规模的建设力度，公司预计政府仍将补贴不低于 20 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。

房地产规模较小，土地成本较低，经营风险较小

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 年开盘销售所致。目前公司在售及在建项目主要是 BOBO 城二期 AB 区，该项目地处宁波市繁华的江东区 and 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 2011 年 3 月底该项目已经售出 11.24 万平方米，可售面积 13.21 万平方米，预计未来可实现收入约 4 亿元。

表 7：公司房地产项目（截至 2011 年 3 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	13.21	11.24	4.00
BOBO 城国际	2.34	1.81	0.70

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。

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。

主要业务板块收入增长较快，财务费用有所增加，较强的政府支持和补贴收入使得公司

盈利水平得到提升

公司营业收入主要来自于工程建设、房地产、路桥通行费和机场服务等。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。

表 8：公司主要业务板块收入增长情况

	2009 (亿元)	2010 (亿元)	同比增长
通行费	4.37	4.23	-3.35%
工程建设	13.13	15.67	19.33%
房地产	6.74	10.62	57.57%
机场服务	2.27	2.63	16.00%

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 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销售和通行费收入，二者 2010 年分别贡献了毛利润的 39.59% 和 25.19%。

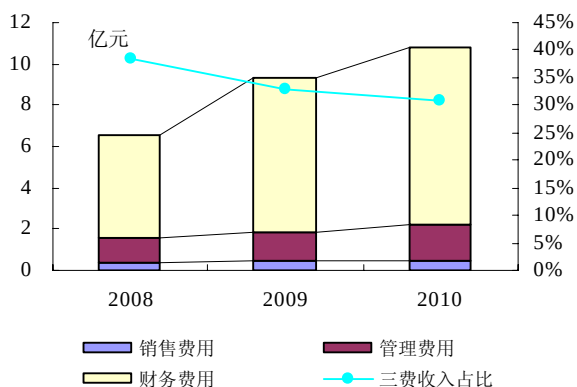
表 9：公司 2010 年主要业务板块营业成本和毛利润情况
(单位：亿元)

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%
机场服务	2.63	1.44	1.19	13.05%

资料来源：公司审计报告

2010 年，公司三费为 10.80 亿元，占收入比例为 30.83%。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%，而管理费用和销售费用相对较少，2010 年仅为 1.70 和 0.51 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 5：2008~2010 年公司三费支出情况

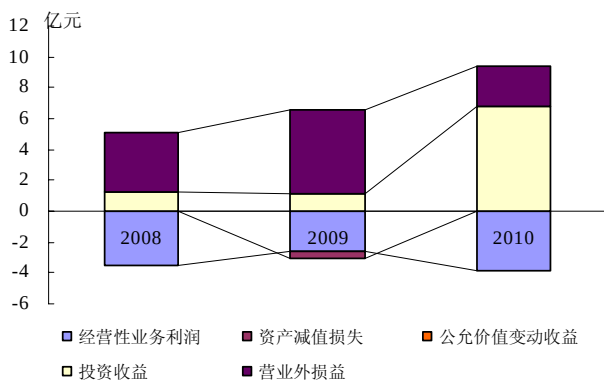


资料来源：根据公司财务报表计算

营业利润方面，受公司营业收入增长的影响，2010 年经营性业务利润为-3.86 亿元，尽管同 2009 年的-2.65 亿元相比相对亏损有所减少，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。2010 年，公司收到的财政补贴收入为 2.59 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一，2010 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，从实质上增加了公司的收入和盈利水平。

图 6：2008~2010 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。

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受房地产项目预售在 2009 年收到现金较多导致的高基数所致。投资活动净现金流由 2008 年的-32.25 亿元提高至-60.83 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 2010 年达到 43.92 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”的高速公路格局的确立，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。

表 10：2008~2010 年公司现金流变化情况

	(单位: 亿元)		
	2008	2009	2010
经营活动现金流入	32.19	48.01	36.91
经营活动现金流出	26.84	30.22	27.25
经营净现金流	5.35	17.79	9.66
投资活动现金流入	1.19	2.34	5.78
投资活动现金流出	33.44	60.10	66.61
投资净现金流	-32.25	-57.76	-60.83
筹资活动现金流入	88.88	118.01	97.47
筹资活动现金流出	47.40	66.20	53.55
筹资净现金流	41.48	51.81	43.92

资料来源：公司年报

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 年末公司的总资本化比率和长期资本化比率分别达到 70.91% 和 67.49%。

表 11：2008 年~2011 年 3 月公司主要偿债能力指标

	2008	2009	2010	2011.3
长期债务(亿元)	119.98	142.43	284.39	306.34
总债务(亿元)	158.32	214.96	333.84	353.01
EBITDA(亿元)	7.49	12.84	16.08	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.77	1.16	1.88	-
总债务/EBITDA(X)	21.15	16.74	20.76	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.52	1.60	1.13	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.08	0.03	-

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，2010 年总债务/EBITDA 指标为 20.76 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 1.88 倍和 1.13 倍，偿债能力低于 2009 年。公司整体偿债能力不强，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仍有下降的趋势。

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 12：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 年底，公司共有对外担保 22.13 亿元，占净资产的 16%，主要系为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 12.50 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。十一五期间共获得补贴 20 亿元。公司预计“十二五”期间宁波市政府仍将为公司补贴约 20 亿元用于公路建设，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 3 月底，公司从各银行获得综合授信总额为 104.27 亿元，尚未使用余额 29.20 亿元。

表 13：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	36.00	36.00	0.00
工商银行	6.65	4.83	1.82
建设银行	12.00	5.00	7.00
中信银行	4.00	3.50	0.50
浦发银行	5.00	3.10	1.90
深发展银行	4.00	3.00	1.00
交通银行	1.00	1.00	1.00
光大银行	5.00	1.00	4.00
民生银行	2.00	0.00	2.00
浙商银行	2.00	2.00	0.00
农业银行	3.00	3.00	0.00
宁波银行	3.00	2.50	0.50
广发银行	1.00	1.00	0.00
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
新华信托	5.00	5.00	0.00
鲲鹏信托	2.00	2.00	0.00
四川信托	1.79	0.00	1.79
合计	104.27	76.07	29.20

资料来源：公司提供

担保实力

宁波城建投资控股有限公司（以下简称“宁波城投”）成立于 1999 年 12 月，由宁波市人民政府授权市建委设立。公司注册资本为人民币 5.08 亿元，为宁波市国资委直接管理的国有独资企业。

宁波城投主要职能是履行政府部分投资职能，依照国家有关规定，按效益、效能的原则，授权对所属的国有存量资产进行管理和经营，为城市建设筹融资、区域开发建设、城建资产经营和公共服务，灵活运用参股、控股、投资等多种方式，对市政府确定的城市基础设施项目、城市建设的政策性投资项目和符合政策导向并具有良好的经济效益和发展前景的其他相关项目进行开发、投资和管理，确保

国有资产的保值、增值。

目前，宁波城投经营领域主要涉及城市基础设施建设、区域性开发、房地产和公用事业等 4 大业务板块。2010 年公司实现营业总收入 50.38 亿元，较上年的 28.55 亿元大幅提高，其中占收入比重较大的是公用事业板块下的燃气业务收入¹、房地产销售收入、持有型物业相关业务收入和水泥销售收入，分别为 24.45%、21.12%、22.35%和 21.68%。

综合来看，宁波城建投资控股有限公司实力很强，对 08 甬交投债的还本付息起到有力担保作用。

结 论

2010 年以来宁波市经济与交通运输业的发展前景良好，地方财政实力不断增强，公司路产质量不断提升，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。此外，担保主体宁波城建投资控股有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保继续对 08 甬交投债的本息偿付提供有力担保。

综上，中诚信国际调升宁波交投主体信用等级至 AA+，评级展望为稳定，调升 11 甬交投债的信用级别为 AA+，维持 08 甬交投债的信用级别为 AA+，维持 11 宁交投 CP01 的信用等级为 A-1。

¹ 燃气业务包括天然气和液化气业务；持有型物业相关业务包括商品销售、租赁、物业、酒店业务；垃圾发电业务包括垃圾处理和发电业务；其余业务并入其他业务。

附一：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)	2008	2009	2010	2011.3
货币资金	300,322.94	425,254.65	352,640.68	365,180.75
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	52,571.41	60,928.52	77,728.74	60,097.92
存货净额	130,632.81	376,423.18	382,770.63	391,223.23
其他应收款	153,068.51	156,874.95	145,541.23	146,319.76
长期投资	444,539.16	439,622.65	250,820.29	251,985.90
固定资产(合计)	1,027,239.70	1,415,695.12	3,230,601.83	3,340,212.69
总资产	2,368,952.86	3,369,994.82	5,133,280.42	5,227,497.26
其他应付款	93,569.66	126,337.79	175,344.39	140,611.60
短期债务	383,412.71	725,354.18	494,465.18	466,707.00
长期债务	1,199,828.09	1,424,279.91	2,843,944.73	3,063,433.59
总债务	1,583,240.80	2,149,634.09	3,338,409.91	3,530,140.59
净债务	1,282,917.87	1,724,379.44	2,985,769.23	3,164,959.84
总负债	1,812,465.45	2,528,799.11	3,763,425.77	3,844,672.47
财务性利息支出	48,915.62	75,393.56	85,579.24	-
资本化利息支出	48,159.74	35,555.48	0.00	-
所有者权益（含少数股东权益）	556,487.41	841,195.71	1,369,854.64	1,382,824.79
主营业务收入（营业总收入）	157,491.84	283,515.47	350,273.11	115,938.59
主营业务利润（三费前利润）	25,404.40	66,919.61	69,411.81	41,982.43
投资收益	13,427.89	11,724.19	68,053.05	1,285.62
EBIT	65,897.93	110,960.48	140,487.65	-
EBITDA	74,867.88	128,425.38	160,771.14	-
经营活动产生现金净流量	50,828.23	177,936.89	96,557.34	-
投资活动产生现金净流量	-319,769.68	-577,634.85	-608,309.93	-
筹资活动产生现金净流量	413,485.96	518,149.77	439,232.69	-
现金及现金等价物净增加额	144,542.95	118,447.29	-72,613.97	-
资本支出	250,040.51	525,274.79	652,033.89	-
财务指标	2008	2009	2010	2011.3
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	20.10	27.75	26.05	42.14
三费收入比(%)	40.36	32.95	30.83	31.35
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	47.54	45.30	45.90	-
总资产收益率(%)	3.21	3.85	3.30	3.52*
流动比率(X)	1.46	1.37	1.66	2.01
速动比率(X)	1.24	1.02	1.23	1.50
存货周转率(X)	0.99	0.81	0.68	0.69*
应收账款周转率(X)	3.35	5.16	5.05	6.73*
资产负债率(%)	76.51	75.04	73.31	73.55
总资本化比率(%)	73.99	71.87	70.91	71.85
短期债务/总债务(%)	24.22	33.74	14.81	13.22
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.08	0.03	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.13	0.25	0.20	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.52	1.60	1.13	-
总债务/EBITDA(X)	21.15	16.74	20.76	-
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.18	0.33	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.77	1.16	1.88	-

注：公司 2008 年至今财务报表按照新会计准则编制，2011 年一季度财务报表未经审计，带“*”数据经过年化处理。

附二：宁波城建投资控股有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	369,044.67	639,584.45	866,154.93
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	9,861.44
应收账款净额	28,276.96	7,350.18	6,268.63
存货净额	740,163.91	1,099,102.84	3,055,662.83
其他应收款	66,264.05	143,049.39	82,208.51
长期投资	45,228.13	76,197.79	33,924.55
固定资产(合计)	508,990.61	735,935.96	837,062.79
总资产	2,804,087.34	4,192,123.06	6,642,376.88
其他应付款	64,682.04	111,238.63	244,107.05
短期债务	586,171.95	569,713.33	721,635.19
长期债务	1,323,556.26	2,271,825.34	3,342,565.18
总债务	1,909,728.21	2,841,538.68	4,064,200.37
净债务	1,540,683.54	2,201,954.23	3,198,045.44
总负债	2,121,774.61	3,196,691.77	4,969,443.02
财务性利息支出	14,128.26	19,678.17	55,606.14
资本化利息支出	98,192.56	4,618.35	3,591.73
所有者权益(含少数股东权益)	682,312.74	995,431.30	1,672,933.87
主营业务收入(营业总收入)	383,641.00	285,456.94	503,753.73
主营业务利润(三费前利润)	71,613.35	67,550.06	123,765.38
投资收益	-4,550.83	31,736.88	5,230.72
EBIT	47,145.18	72,966.51	130,837.54
EBITDA	68,886.67	102,852.80	200,380.85
经营活动产生现金净流量	35,971.00	-135,205.45	-279,115.71
投资活动产生现金净流量	-361,618.67	-589,306.51	-321,883.14
筹资活动产生现金净流量	495,030.31	1,000,070.94	792,007.31
现金及现金等价物净增加额	169,354.42	275,554.18	190,965.60
资本支出	435,293.54	725,954.21	652,132.01
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	21.23	25.32	30.83
三费收入比(%)	12.24	20.56	28.20
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	17.96	36.03	39.78
总资产收益率(%)	1.68	2.09	2.42
流动比率(X)	1.73	2.21	2.63
速动比率(X)	0.74	0.96	0.68
存货周转率(X)	0.41	0.23	0.17
应收账款周转率(X)	13.57	16.02	73.98
资产负债率(%)	75.67	76.25	74.81
总资本化比率(%)	73.68	74.06	70.84
短期债务/总债务(%)	30.69	20.05	17.76
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	-0.05	-0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.06	-0.24	-0.39
经营活动净现金/利息支出(X)	0.32	-5.56	-4.71
总债务/EBITDA(X)	27.72	27.63	20.28
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.18	0.28
EBITDA 利息倍数(X)	0.61	4.23	3.38

注 1：2009、2010 年资本化利息支出未有完整数据，仅有当年在建工程的资本化利息数。注 2：所有者权益含少数股东权益。

附三：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：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

附六：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：每一个信用等级均不进行微调