

信用等级通知书

联合信评字[2007]296 号

宁夏交通投资有限公司：

受贵公司委托，联合资信评估有限公司从基础素质、经营管理、财务状况和债权保护条款等方面对贵公司拟发行的 2007 年 8 亿元企业债券进行了分析和评估，经本公司资信评估委员会审定，本期债券的信用等级为 AAA。

特此通告。

联合资信评估有限公司

信评委主任(签字): 
资信评估委员会

二零零七年六月七日

信用等级公告

联合[2007]296 号

联合资信评估有限公司通过对宁夏交通投资有限公司 2007 年 8 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

宁夏交通投资有限公司
2007 年 8 亿元企业债券的信用等级为
AAA

特此公告。



宁夏交通投资有限公司

2007年8亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期企业债券信用等级: AAA

评级时间:

2007年6月7日

主要数据:

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	62.29	76.56	80.12
所有者权益(亿元)	18.97	25.23	25.54
主营业务收入(亿元)	4.46	5.04	7.15
利润总额(亿元)	3.00	3.74	4.82
资产负债率(%)	69.54	67.04	68.12
全部债务资本化比率(%)	69.54	66.98	68.05
净资产收益率(%)	15.84	14.84	18.87
流动比率(%)	1592073	2734	4400
EBITDA 利息倍数(倍)	8.05	9.93	5.56
债务保护倍数(倍)	0.08	0.08	0.10

注: 财务数据引自母公司(公司本部)报表

分析员

刘雪城

电话: 010-85679696-8853

邮箱: lxc@lianheratings.com.cn

王 佳

电话: 010-85679696-8876

邮箱: wangjia@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

公路行业是国民经济的基础性产业, 受益于国民经济的快速发展, 车辆保有量和车流量的不断增长对公路, 特别是对高等级公路的需求不断增加, 收费公路行业发展前景良好。

宁夏交通投资有限公司是宁夏交通厅直属的国有独资企业, 是宁夏自治区唯一一家经营收费公路的企业。近年, 公司收费公路里程数、通行费收入不断增长, 并有望在未来继续保持增长, 公司发展前景良好。

目前, 公司资产结构较合理, 质量较好, 债务负担较重; 主营业务突出, 盈利能力强, 经营现金流状况较好。总体上, 公司主体信用风险较小。

中国工商银行股份有限公司为公司本期债券提供的全额连带责任担保, 对本期债券的信用水平提升作用大。总体看, 公司本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 国民经济的快速增长和国家产业政策的支持, 为公路行业提供了良好的发展空间。

2. 公司是宁夏自治区唯一一家收费公路运营公司, 具有绝对的区域垄断性, 能够得到地方政府的大力支持。

3. 公司主营业务突出, 通行费收入增长较快, 盈利水平较高。

关注

1. 收费公路的运营具有较强的政策性, 收费标准、收费期限的变化将对公司业绩影响较大。

2. 公司资产负债率较高, 债务负担较重。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与宁夏交通投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与宁夏交通投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因宁夏交通投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由宁夏交通投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 宁夏交通投资有限公司 2007 年 8 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

宁夏交通投资有限公司（以下称“公司”）系经宁夏回族自治区人民政府宁政函〔1998〕147号文《自治区人民政府关于成立交通投资有限责任公司的批复》批准成立的国有独资公司。1998年11月24日，公司在宁夏回族自治区工商行政管理局取得注册号为6400001201572的企业法人营业执照，公司注册资本14.30亿元。公司实际控制人为宁夏回族自治区交通厅。

公司经营范围为：独资或参股投资进行公路交通工程项目的建设及项目建成的经营管理；与公路建设投资相关的业务。

截至2006年底，公司拥有公路共21条，公路总里程1284公里，其中高速公路里程590公里；拥有一家全资子公司宁夏同元交通资产管理有限公司（以下称“同元公司”），经营范围为高速公路服务区及附属设施、拌和站及设备、通讯管道及匝道土地的经营、公路绿化、设计、制作、代理、发布户外广告业务；拥有一家控股子公司宁夏长宁天然气有限公司（公司持股55%，以下称“长宁公司”），经营范围为天然气化工和民用天然气工程。

截至2006年底，公司合并资产总额802709.48万元，负债总额547309.00万元，所有者权益255400.48万元；2006年实现主营业务收入73119.91万元，利润总额48230.58万元；经营活动产生的现金流量净额27284.34万元，现金及现金等价物净增加额为-17488.21万元。

公司注册地址：宁夏银川市北环西路27号；公司法定代表人：周舒。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2007年发行额度为8亿元，期限为15年的人民币债券（以下称“本期债券”），本期债券已经国家发展和改革委员会发改财金

〔2007〕602号文批准。本期债券利息采用固定利率，按年计息，不计复利，最后一期利息随本金支付。

本期债券同时附加投资人回售选择权。本期债券的投资人在本期债券的回售日（即本期债券存续期内的第十个付息首日）有权选择：

（1）按本期债券面值回售全部或部分本期债券给发行人；或者（2）继续持有本期债券到期。

本期债券由中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）授权其宁夏分行提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元，全部用于盐池至中宁高速公路项目和同心至沿川子高速公路项目。

盐池至中宁高速公路（盐中高速）

该高速公路起自盐池，接已建成的青岛至银川国道主干线王圈梁（宁陕界）至银川高速公路，经青山、马儿庄、惠安堡、红寺堡，止于中宁县恩和镇，接已建成的丹东至拉萨国道主干线银川至中宁至郝家集（宁甘界）高速公路。该高速公路全长约160公里，建设期3年，计划总投资43亿元，国家发改委已以发改交运〔2006〕277号文件批复可研。

同心至沿川子高速公路（同沿高速）

该高速公路起自同心，接桃山口至同心高速公路，经李旺、三营、固原、什字、下寺，止于泾源沿川子（宁甘界）。该高速公路项目是国家规划建设的西部开发八条公路干线银川至武汉公路在宁夏回族自治区境内的一段。该高速公路全长约185公里（目前已建成114公里），建设期4年，计划总投资54亿元，国家发改委已以发改交运〔2003〕494号文件批复可研。

盐中高速与同沿高速均为宁夏回族自治区交通厅“十一五”规划中重点建设项目，符合国家公路网规划的要求，目前均处于在建状态。盐中高速与同沿高速建成后，将进一步完善宁夏高速公路网络，增加公司的通行费收入。

三、产业分析

(1) 公路交通

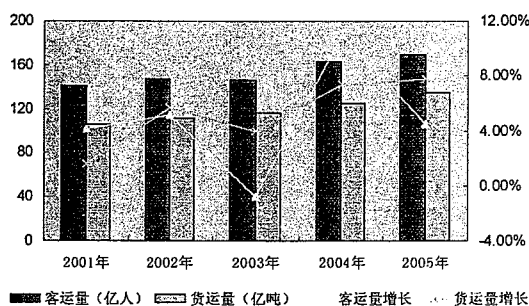
公路行业隶属于交通运输业，是国民经济的基础性产业，一直受到国家政策的重点扶持和优先鼓励。

公路交通是我国交通运输体系中的重要组成部分。根据交通部的统计，“十五”期间，我国公路客运量年均增长4.88%(见图1)，在综合运输体系中所占比重一直在90%以上；我国公路货运量年均增长6.17%，在综合运输体系中所占比重一直在70%以上。

2006年1至11月，全社会公路客运量和旅客周转量分别达到167.56亿人和9280.05亿人公里，同比分别增长8.60%和9.30%；全社会公路货运量和货物周转量分别达到129.29亿吨和8625.5亿吨公里，同比分别增长9.10%和12%。

随着我国经济的快速发展和人民生活水平的不断提高，全社会对公路运输的需求将不断增长。根据交通部的相关预测，至2010年，我国公路客运量、货运量将分别达到240亿人次和160亿吨，由此预计，“十一五”期间，我国公路客运量、货运量的年均增长率将分别约为7.10%和3.30%。

图1 “十五”期间我国公路运输量

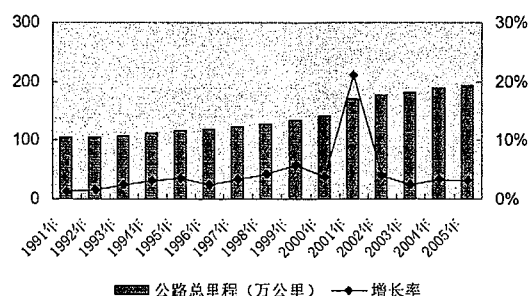


数据来源：交通部统计公报

不断增长的公路运输需求也要求公路里程数不断地增长。1991~2005的15年间，我国公路里程保持了年均4.51%的增长速度(见图2)，至2005年底我国公路总里程达到193.05万公里，其中等级公路里程达到159.18万公里，占公路总里程的82.46%。根据公路水路交通发展

规划纲要，至“十一五”末期，我国公路总里程将达到230万公里，预计“十一五”期间，我国公路总里程年均增长率约为3.6%。

图2 1991~2005我国公路里程变化



数据来源：中国证券报、交通部统计公报

(2) 高速公路

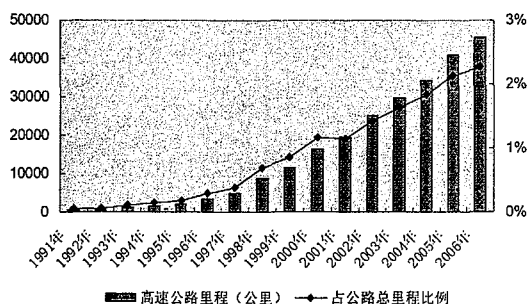
高速公路是我国公路体系的重要组成部分，具有行车速度快、通过能力大、行车安全等优点。高速公路的发展在促进国民经济增长、提高生活质量、维护国家安全等方面具有重要意义。

相比于西方发达国家，我国的高速公路建设起步较晚。1984年，沈阳—大连高速公路开工建设，成为我国最早开工建设的高速公路（1990年全线通车）；1988年10月31日，上海—嘉定高速公路全线通车，实现了我国高速公路里程为零的突破（1985年开工建设）。我国的高速公路里程数不断创出新高，1991~2006年，年均增长33.84%。2006年，我国新增高速公路4460公里，高速公路总里程达到4.54万公里(见图3)。“十五”期间是我国高速公路历史上的大发展时期，高速公路年均增长超过4000公里，至2005年底，我国已有19个省或自治区的高速公路里程数突破1000公里。

尽管我国高速公路的建设取得了令人瞩目的成就，但我国的高速公路目前只能覆盖省会城市、城镇人口超过50万人的大城市和60%的城镇人口超过20万人的中等城市；同时，我国的高速公路网络尚未完全形成，规模效益还无法充分发挥。以国土面积和人口数量作为衡量

标准,我国高速公路的密集程度与西方发达国家相比还有较大的差距。

图3 1991~2005我国高速公路里程变化



数据来源: 中国证券报、交通部统计公报

(3) 未来发展

根据国民经济和社会发展统计公报提供的资料,“十五”期间,我国民用汽车保有量年均增长速度超过15%。截至2006年底,全国民用汽车保有量4985万辆,同比增长15.2%,其中私人汽车保有量2925万辆,同比增长23.7%;全国民用轿车保有量为1545万辆,同比增长27.2%,其中私人轿车保有量1149万辆,同比增长33.5%。汽车保有量的大幅增长,特别是民用轿车的大幅增长,客观上要求更为方便快捷的高速公路网络尽快形成;国民经济的增长和人民生活水平的提高,也要求更为畅通和高效的物流和人流环境,对高速公路的需求也在大幅增长。

根据《国家高速公路网规划》,我国国家高速公路网(简称“7918网”)由7条首都放射线、9条南北纵线和18条东西横线组成,总规模约8.5万公里,其中主线6.8万公里,地区环线、联络线等其它路线约1.7万公里。根据《公路水路交通“十一五”发展规划》,2007年,将全面完成“五纵七横”国道主干线系统中的高速公路;2010年,将基本贯通“7918网”中的“五射两纵七横”14条路线,完成“7918网”60%以上的里程建设任务,总体上实现“东网、中联、西通”的目标。

总体上看,社会对高速公路有着旺盛的需求,未来高速公路的建设也是大幅增长,预计

“十一五”期间,我国的高速公路行业将保持良好的发展态势。

(4) 行业关注

收费政策

国家对高速公路的建设持有支持和鼓励的政策,但由于高速公路是资金密集型行业,国家对高速公路的投入尚存在较大的资金缺口,因此,我国对高速公路一直保持着收费政策。2004年12月,交通部与发改委联合下发了《关于降低车辆通行费收费标准的通知》,文件要求分别对第四类、第五类货车的通行费下调20%~30%,这次收费调整引起了投资者对高速公路收费政策是否会变化的猜测。2006年,交通部下发了《公路水路交通“十一五”发展规划》,该规划中对公路收费事项的论述表明,高速公路收费在“十一五”期间还不存在取消的可能性。但是,我们依然关注国家对高速公路收费管理方式的变化,以及各种政策显示出的高速公路收费标准降低、收费期限延长的趋向性。

计重收费

长期以来,我国的收费公路一直按照车型分类的方式收取车辆通行费,但这种收费方式具有一定的弊端,以车型为依据收取的车辆通行费与车辆对公路造成的磨损具有一定的不对称性。2005年10月,交通部下发了《关于收费公路试行计重收费指导意见》,积极推进计重收费工作,目前全国已有河南、山东、安徽、湖北等诸多省市实行了计重收费制度。短期看,计重收费制度将会带来通行费收入的增长;长期看,也有可能因超载的减少或消失而带来维护费用的下降,以及车流畅通所带来的车流量的增加。但是我们注意到,计重收费制度影响最大的是货运车辆,由于地区间经济发展的不平衡,各省份高速公路所承载的货运车辆具有较大的差异,计重收费制度可能对部分省市的高速公路通行费收入并无明显的积极影响。同时,我国的公路网络不断完善,特别是其他

等级公路覆盖范围不断扩大，乡村城镇公路的扩建与改建，以及其他等级公路收费标准的降低或取消，都可能分流部分高速公路的货运车辆，部分地区高速公路实施计重收费的预期效果将有可能降低。

铁路竞争

根据铁路发展规划，“十一五”期间，我国将建设铁路新线17000公里，其中客运专线7000公里；既有线增建二线8000公里；既有线电气化改造15000公里。至2010年，我国铁路营运里程将达到90000公里，复线和电气化比例分别达到45%以上。

铁路运输具有速度快、运力大和成本低的优势，尽管铁路建设周期长，最近二、三年内尚不具有分流公路运输的能力，但随着铁路线路的增加，铁路运输网络的完善，我国铁路运输能力、运输效率在“十一五”末期将有大幅提升，对我国的公路运输将形成一定的冲击。

燃油税开征

燃油税改革是指停止征收养路费、客运附加费等费用，而对汽油、柴油开征燃油税。财政部在年度预测报告草案中称，2007年我国将完善燃油税改革方案并择机实施。由于2007年养路费已征缴，所以，2007年已不可能实施燃油税改革方案。但是，燃油税改革已蕴酿多年，改革方案终将实施。

燃油税的开征可能会促使部分车辆为节省燃油消耗而选择高速公路，但目前高速公路一直实行收费政策，所以，由于燃油税的开征而使高速公路车流量提高的可能性较小。然而，明确的是，燃油税的开征将明显提高车辆的运行成本，可能会抑制车辆的出行需求或降低出行的距离。

(5) 区域经济与交通

宁夏位于我国西北部，土地面积6.64万平方公里，2006年底全区常住人口603.73万人，是中国面积最小的省区之一。

宁夏交通运输方式齐全，水路运输、管道运输、民航运输、铁路运输和公路运输构成了宁夏的综合交通运输体系。铁路运输和公路运输是宁夏最主要的运输方式，两者承担了宁夏约99%的客运量和约93%的货运量，其中，公路运输承担了宁夏约95%的客运量和约65%的货运量，公路运输在宁夏交通运输体系中占有重要地位。

“十五”期间，宁夏全区公路里程数年均增长5.39%，其中高速公路里程数年均增长68.56%。2005年末，宁夏公路总里程达到13078公里¹，二级及二级以上公路里程所占比重达到22.92%，高级、次高级路面比重达到66.20%，全区公路密度达到19.7公里/百平方公里。总体上看，宁夏自治区公路交通基础设施的质量和规模都得到了提高，公路运输的主导性和基础性地位逐渐加强，有效提升了宁夏全区的公路交通运输条件和运输效率。

宁夏自治区的公路建设取得了显著的成绩，但仍存在着不足：（1）公路总量低。2005年底，宁夏公路总里程仅占全国的0.68%，19.7公里/百平方公里的公路密度远低于东部地区，也低于大多数中西部地区。目前，宁夏公路网还未完善，重要区域的公路交通还非常落后，并成为区域经济发展的“瓶颈”。（2）公路等级低。2005年底，宁夏自治区二级及二级以上公路里程占全国的0.92%，高速公路里程占全国的1.63%，高速公路里程数在全国各省份的排名中处于较落后位置。公路技术等级低直接影响着车辆的通行能力和交通安全。总体上，宁夏公路建设与社会的需求还有一定的差距。

四、企业素质

1. 企业规模

公司主营业务为宁夏回族自治区范围内收费公路的投资、建设和运营。截至2006年底，公司

¹ 注：文中所述的宁夏公路总里程或宁夏通车总里程或宁夏公路密度，均未包含农村公路里程数。

合并资产总额 801230.89 万元，公司经营的公路总里程 1284 公里，其中高速公路通车里程 590 公里，国道通车里程 191 公里，省道 428 公里，县道 75 公里，公司整体规模较大。同时，公司是宁夏回族自治区范围内唯一一家经营收费公路的公司，处于绝对垄断地位。

2. 公司高管

公司董事长兼总经理周舒先生，53 岁，工学士、法学士，高级工程师，先后任宁夏交通厅副总工程师、工程管理处处长，宁夏交通厅副厅长、党组成员，2003 年至今任宁夏交通厅党组书记、厅长。

宁夏交通厅党组书记、厅长担任公司的董事长及总经理，将在最大程度上保障公司经营业务的垄断性和稳定性，有利于公司未来的长期发展，但同时也可能受到政府部门行政决策的影响。

3. 外部环境

“十五”期间，我国车辆保有量年均增长率超过 15%，不断增长的车辆客观上增加了对公路的需求。近年，宁夏回族自治区车辆保有量也在不断增长，年增长速度约为 10%，据不完全统计，目前宁夏回族自治区的车辆保有量约为 19~20 万辆。不断增长的车辆为公司的发展提供了有利的保证。

公司严格按照国家和宁夏回族自治区交通厅的规划进行相关投资建设，在收费公路的投资、建设和运营方面，得到了国家和宁夏回族自治区政府的大力支持，在重点建设项目上得到了宁夏回族自治区政府特别优惠政策的支持。

公司取得的通行费收入纳入财政专户，实行“收支两条线管理”，根据财税[2000]139 号文件《关于车辆通行费有关营业税等税收政策的通知》和宁夏回族自治区相关政策，公司不缴纳营业税和企业所得税。

五、经营管理

1. 企业管理

公司设董事会，董事会由 7 人组成，其中 6 名董事（含董事长）由宁夏回族自治区人民政府委派。董事会为公司的最高权力机构，行使投资决策权、融资决策权、管理层任免权等。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理、副总经理、总工程师和总会计师共同组成公司的管理机构，总经理负责日常行政和经营管理工作。

公司设监事会，监事会成员（含监事会主席）3 人，由自治区人民政府委派。监事会根据规定行使对公司财务、公司管理层的监督权，对自治区人民政府或其授权部门负责并报告工作。

作为宁夏回族自治区政府授权的组织，公司具有国有交通资产的经营管理权，并承担国有交通资产的保值增值责任。

总体上看，公司建立起了董事会、监事会和管理层等职能明确、相互监督的权力机构和管理机构，但由于公司大部分董事、监事和高管人员全部由宁夏交通厅相关成员组成，公司的法人治理结构仍需进一步完善。

2. 经营分析

（1）业务流程

公司核心业务为宁夏回族自治区收费公路的运营管理。

公司收费公路建设运营管理的实际流程是：宁夏交通厅根据国家和自治区的交通规划进行具体公路项目的立项、可研；公路项目被批准后，宁夏交通厅公路建设局接受公司委托进行具体施工建设和施工管理；公路建设完成后，宁夏交通厅公路管理局和交通规费征收稽查局接受公司委托负责公路养护和公路收费等日常运营管理工作，其中各收费站负责具体的通行费收费工作。目前，公司具体承担公路建

设资金的融通功能和收费公路收入成本费用的核算功能。

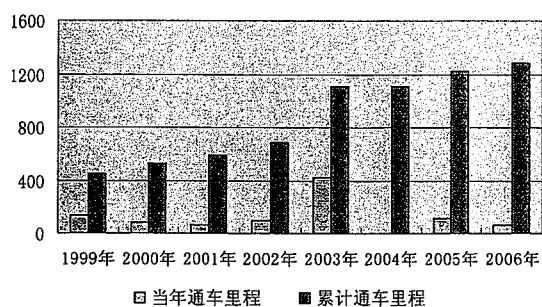
根据宁交投〔2005〕6号文《宁夏交通投资有限公司财务管理办法》，公司的通行费收入为行政事业性收费，按自治区有关政策规定，实行部门预算和收支两条线管理，公司依据交通厅编制的通行费收入报表来确认收入。公司的主营业务成本包括收费人员的工资和公路的养护成本，公司的利润在弥补以前年度亏损后，按照行政事业性收费（政府还贷公路）的有关规定全部用于归还银行贷款。

（2）经营现状

2006年，公司实现合并主营业务收入73119.91万元，其中通行费收入为71462.59万元，占97.73%，公司主营业务突出。

“十五”期间是公司收费公路里程数增长最快的时期，2005年底达到1222公里，是2000年末里程数的2.33倍（见图4）。2001年~2005年新增的698公里收费公路中，高速公路新增447公里，占新增总里程的64.04%。

图4 1999年~2006年公司收费公路里程数



资料来源：根据公司年报整理

2006年底，公司收费公路总里程达到1284公里，其中，高速公路590公里、国道191公里、省道428公里、县道75公里（见表1）。

宁夏自治区于2005年开始计重收费方式的试点，目前公司按照宁价费发〔2005〕130号文件制定的标准进行收费。根据宁政函〔2004〕14号文和宁政函〔2005〕4号文，宁夏高速公路的收费年限暂定至2025年，其他公路的收费期限不得超过2020年。

表1 公司拥有的收费公路资产

公路名称	属性	里程	通车年份
姚叶高速	高速	81	1999
麻姚高速	高速	63	2001
叶中高速	高速	96	2002
古王高速	高速	141	2003
桃同高速	高速	33	2003
同沿公路（同心-固原段）	高速	114	2005
中营公路	高速	62	2006
银灵吴一级公路	国道	32	1998
109线中宁过境段	国道	51	1998
312线蒿店段	国道	17	1998
110国道石嘴山段	国道	16	1998
石营公路高家闸段	国道	52	1999
六盘山隧道	国道	8	1997
石嘴山黄河桥	国道	15	1998
石营公路	省道	54	1995
银平公路	省道	37	1995
中卫黄河桥	省道	8	1997
石营公路甘塘段	省道	78	2000
盐兴路	省道	251	2003
吴惠路	县道	21	1991
汝西路	县道	54	1994
合计		1284	

资料来源：根据公司年报整理

随着经济的增长以及公路通车里程数的增加，公司收费公路的车流量也在快速增长，2004年~2006年车流量年均增长43.38%，2006年达到9965.34万辆。古王高速、叶中高速、姚叶高速、麻姚高速和石嘴山黄河桥是车流量最大的五条公路，2006年五条公路的车流量合计达到5173.84万辆，占公司公路总车流量的51.92%。其中，古王高速、叶中高速和姚叶高速的日均车流量分别达到3.56万辆、3.21万辆和3.15万辆。

在车流量增长的同时，公司的通行费收入也在不断地增长。2004年~2006年，公司通行费收入年均增长26.57%，2006年达到71462.59万元；其中通行费收入最高的前五条路段全部为高速公路，2006年高速公路通行费收入占到

公司通行费收入总额的 58.58%。

2004 年~2006 年, 公司资产总额年均增长 13.41%, 股东权益年均增长 16.02%; 管理费用率连续保持极低的状态, 三年平均为 0.06%; 总资产周转率也小幅上升, 2006 年为 0.09 次。

总体上看, 公司公路资产、车流量的不断增长为公司带来了通行费收入增长, 高速公路逐渐成为公司快速发展的主要推动力量, 公司整体经营状况较好, 经营稳定。

3. 未来发展

作为宁夏收费公路的具体运营组织, 公司未来投资将按照宁夏自治区的交通规划进行具体实施。

根据宁夏交通厅制定的宁夏自治区公路交通“十一五”规划, 至 2008 年末, 宁夏自治区公路密度将达到每百平方公里 22.59 公里, 全区公路通车里程将达到 15000 公里, 其中高速公路通车里程 1000 公里, 一级公路 240 公里, 二级公路 2300 公里, 二级以上公路比重达到 23.6%; 至 2010 年末, 宁夏自治区公路密度将达到每百平方公里 24.85 公里, 全区公路通车里程将达到 16500 公里, 其中高速公路通车里程 1100 公里, 一级公路 270 公里, 二级公路 2550 公里, 二级以上公路比重达到 23.76%。为实现以上目标, 预计“十一五”期间的公路建设投资将达到 185.13 亿元, 其中国家高速公路网项目 7 个, 计划投资 128.16 亿元; 省高速公路项目 2 个, 计划投资 1.5 亿元; 国、省经济干线项目 12 个, 计划投资 14.22 亿元。宁夏交通厅预计, 185.13 亿元的预计总投资中, 约 37% 的资金将通过申请交通部和中央财政的专项资金解决, 约 43% 的资金将通过银行贷款解决, 其他资金将通过地方及其他方式解决。

“十一五”期间, 宁夏自治区重点建设的收费公路项目 9 个, 建设总里程 594.1 公里, 计划总投资 135.86 亿元 (见表 2)。

表 2 “十一五”期间重点建设项目

建设项目	建设规模	计划投资
福银公路同心经固原至沿川子段	81	40
青银公路定边至武威联络线中宁至孟家湾段	63	7.31
青银公路银川绕城西北段	52	12.75
青银公路定边至武威联络线盐池至中宁段	160	44
青银公路定边至武威联络线孟家湾至营盘水段	60	13.1
青岛至兰州公路下寺至毛家沟段	51	10
国道 309 线马成河至硝口段	109	3
国道 109 线石嘴山黄河大桥	9.6	2.7
吴忠黄河大桥	8.5	3
	594.1	135.86

资料来源: 根据宁夏交通厅公路交通“十一五”规划整理。

从宁夏自治区公路交通“十一五”规划重点建设项目中可以看到, “十一五”期间重点建设项目的建成通车将会使许多重要的交通干线连成一体, 部分地区的交通“瓶颈”被打通, 高等级公路的覆盖范围将明显扩大, 宁夏高等级公路网络进一步完善。总体上看, 重点建设项目的建成通车, 将会明显增加公司的收费公路里程数, 相应车流量的增长也将带动公司通行费收入的增长。

公司提供了未来五年经营状况的简单预测数据 (见表 3), 公司未来的投资额符合宁夏交通厅的公路发展规划; 根据公司目前拥有的公路类别、相应的里程数, 以及未来的增长情况, 考虑到经济增长所带动的车流量增加, 预计公司预测的收入、利润等经营数据基本可以实现。同时, 由于公司的收费公路投资大部分采用贷款形式完成, 考虑到公司未来较多的收费公路建设项目, 投资额度较大, 我们预计公司的债务负担仍会保持较高水平, 债务比率亦有可能维持现有水平。

表3 公司对未来五年的经营预测

项目(亿元)	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
计划投资		26	27	28	29	30
销售收入	7.1	9	11	13	15	17
利润总额	4.82	7	8	9	11	12
净利润	4.82	7	8	9	11	12
预计折旧	0.58	2.5	3.2	3.9	4.7	5.6
利息支出	1.18	1.6	1.8	2	2.2	2.4
EBITDA	6.58	11.1	13	14.9	17.9	20
短期债务	0	1	1	1	1	1
长期债务	54	65	65	65	65	65
所有者权益	25.5	38	51.5	65.5	80	95
资产总额	80.1	106	133	161	190	220
指标	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
全部债务资本化比率%	67.9	63.5	56.2	50.2	45.2	41.0
净资产收益率%	18.9	18.4	15.5	13.7	13.8	12.6
EBITDA 利息倍数	5.58	6.94	7.22	7.45	8.14	8.33
债务保护倍数	0.10	0.14	0.17	0.20	0.24	0.27

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司2004~2006年财务报表按照《企业会计准则》和《公路经营企业会计制度》及其补充规定的要求编制。

深圳天健信德会计师事务所对公司提供的2004~2006年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

公司持有宁夏长宁天然气有限公司55%股权，由于未准备长期持有，公司按成本法核算，未将其纳入合并范围。

近三年，公司采用的会计政策和会计核算方法未发生变化，合并范围也未发生变化，整体上，公司财务报表连续可比性强。

截至2006年底，公司合并资产总额802709.48万元，负债总额547309.00万元，所有者权益255400.48万元；2006年实现主营业务收入73119.91万元，利润总额48230.58万元；

经营活动产生的现金流量净额27284.34万元，现金及现金等价物净增加额为-17488.21万元。

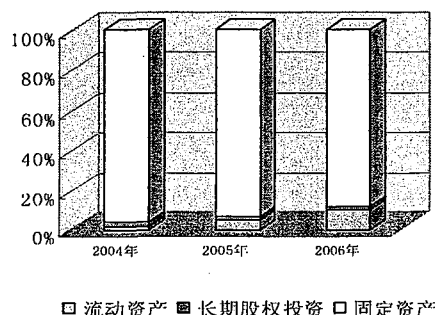
截至2006年底，公司本部资产总额801230.89万元，负债总额545830.40万元，所有者权益255400.48万元；2006年，公司本部实现主营业务收入71462.59万元，利润总额48184.04万元；经营活动产生的现金流量净额26864.42万元，现金及现金等价物净增加额为-17900.56万元。

公司本期债券募集资金将全部用于盐中高速公路和同沿高速公路的建设；公司收费公路业务的资产总额和通行费收入总额在合并资产总额和合并主营业务收入中所占的比重均超过97%；鉴于以上原因，以下财务分析所引数据全部来自母公司（公司本部）报表。

2. 资产构成及资产质量

近三年，公司资产总额年均增长13.41%，其中流动资产年均增长168.28%，固定资产年均增长8.89%；近三年，公司资产结构小幅变化，固定资产所占比重连续小幅下降，流动资产所占比重连续小幅上升。截至2006年底，公司资产总额801230.89万元，其中固定资产占比88.68%，流动资产占比9.61%，公司资产以固定资产为主。

图5 近三年公司资产结构



资料来源：根据公司年报整理

公司流动资产由货币资金、应收账款和其他应收款三项构成。近三年，应收账款年均增长35.48%，其他应收款年均增长883.46%，至2006年底，分别为4173.72万元和55218.79万

元。应收账款主要为各收费站尚未缴纳的通行费款项，其他应收款主要是公司在 2006 年暂借给宁夏交通厅的往来款。公司认为，公司发生的应收账款和其他应收款均无任何风险，所以未对应收款项计提坏账准备。

近三年，公司长期股权投资的年均增长率为 2.46%，公司对长宁公司的投资采用成本法核算，所以长期股权投资的增长全部来自全资子公司同元公司。

近三年，随着部分高速公路的建成，公司固定资产原值有较快增长，近三年年均增长率为 11.74%。

公司拥有的收费公路大部分在“十五”期间建成，路龄较低，需要的养护费用相对较少。总体上看，公司拥有的资产主要是收费公路，资产结构较为稳定，资产整体质量较好，但资产流动性较弱。

3. 负债构成及负债水平

近三年，公司股东权益年均增长 16.02%，其中资本公积年均增长 29.97%，盈余公积年均增长 74.59%。近三年，公司股本未发生变化，资本公积的增加主要来自宁夏交通厅的拨款转入，盈余公积的增长主要来自公司的盈利。根据财企（2006）67 号文，公司从 2006 年开始不再计提法定公益金，原结存的法定公益金全额转入法定盈余公积。

近三年，公司负债总额年均增长 12.25%，其中流动负债 2006 年底合计 1750.81 万元，在负债总额中所占比重仅为 0.32%，流动负债主要是应返还给各收费站的路政赔偿和罚款。

长期借款是公司长期负债的主要部分，近三年年均增长 12.07%。2006 年底，公司长期借款总额为 544051.82 万元，在负债总额中所占比重达到 99.68%，其中 89.67%为质押借款。总体上看，公司负债结构符合公司的资产构成特点。

公司资产负债率和全部债务资本化比率相对稳定，近三年均维持在 67%~70%之间，资产

负债率三年加权平均值为 68.08%，全部债务资本化比率三年加权平均值为 68.03%。根据统计，已经公布 2006 年度年报的 12 家公路类上市公司，其资产负债率平均为 31.84%上。与此相比，公司负债水平偏高、债务负担较重（见表 4）。

表 4 部分上市公司 2006 年资产负债率

股票代码	公司简称	2006 年资产负债率
600377	宁沪高速	41.50%
600269	赣粤高速	49.01%
600350	山东高速	25.64%
600548	深高速	35.34%
600012	皖通高速	31.07%
000429	粤高速 A	34.41%
600033	福建高速	22.66%
600106	重庆路桥	64.33%
000916	华北高速	4.56%
000828	东莞控股	16.43%
600368	五洲交通	16.28%
000776	S 延边路	40.86%
	平均值	31.84%
宁夏交通投资有限公司		68.12%

数据来源：根据上市公司年报整理

4. 盈利能力

受益于国民经济增长所带动的车流量增加，以及公司管理的收费公路里程的增加，公司通行费收入和利润额都有了较快增长。近三年，公司主营业务收入、主营业务利润年均增长率分别为 26.57%和 32.01%；公司主营业务利润率也逐年增长，2006 年达到 79.93%，三年加权平均值为 76.96%，公司主营业务具有很强的盈利能力。

近三年，公司投资收益年均下降 63.34%，主要原因是公司对长宁公司的投资采用成本法核算，待股利实际入账时才作为投资收益进行会计处理，公司 2006 年未收到长宁公司分配的 2005 年股利。2004 年、2005 年公司实际收到长宁公司分配的上一年度股利分别为 1542.69 万元和 2243.74 万元，公司预计长宁公司分配

的 2005 年、2006 年股利将于 2007 年收到，预计额度为 4000 万元。目前，长宁公司经营状况良好，总体上看，公司对长宁公司的投资回报状况良好。

近三年，公司管理费用年均下降 44.43%，而财务费用年均增长 39.74%，财务费用增长的主要原因是部分公路建设完工，其所承担的银行借款利息不再资本化。

近三年，公司总资产收益率分别为 6.72%、6.45%和 7.51%；净资产收益率分别为 15.84%、14.84%和 18.87%。已经公布 2006 年度年报的 12 家公路类上市公司，其净资产收益率最高为 15.03%，平均值为 9.12%。与此相比，公司盈利能力较高（见表 5）。随着公司管理的收费公路不断完工，预计公司的收入规模和利润规模有望继续保持增长态势。

表 5 部分上市公司 2006 年净资产收益率

股票代码	公司简称	2006 年净资产收益率
600377	宁沪高速	7.30%
600269	赣粤高速	14.15%
600350	山东高速	11.69%
600548	深高速	8.48%
600012	皖通高速	15.03%
000429	粤高速 A	7.57%
600033	福建高速	11.51%
600106	重庆路桥	7.63%
000916	华北高速	8.13%
000828	东莞控股	7.80%
600368	五洲交通	5.39%
000776	S 延边路	4.72%
	平均值	9.12%
宁夏交通投资有限公司		18.87%

数据来源：根据上市公司年报整理

5. 现金流分析

近三年，公司销售商品提供劳务收到的现金年均增长 26.07%，与公司主营业务收入的增速基本保持一致。近三年，公司的现金收入比均高于 98%，三年加权平均值为 99.30%，由于享受的优惠政策，公司的通行费收入没有

任何税费负担，所以现金收入比这一指标显示了公司较好的收入质量。

由于 2006 年公司支付了部分暂借款给交通厅，其他与经营活动有关的现金出现大幅增长，导致经营活动产生的现金流出增长较快。

2006 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 26864.42 万元，较以前年度有较大幅度的下降，主要是受到上述暂借款项的影响。

公司投资活动产生的现金流入全部为长宁公司支付的利润分配额，而现金流出则主要为建设收费公路而支付的款项。2005 年~2006 年，公司固定资产原值增加 145332.42 万元，而为购建固定资产支付的现金只有 68993.16 万元。主要原因是，公司的大部分公路资产是以宁夏交通厅建设完成后直接划拨转入的形式增加，所以公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与公司固定资产的增加有较大的差异。

银行借款是公司公路建设最主要的资金来源，公司筹资活动产生的现金流入基本来自借款收到的现金，近三年公司借款收到的现金年均增长 31.02%，2006 年为 103000 万元。随着前期借入的款项逐渐到期，以及公司利润的增加，公司每年偿付的银行借款也较多，2006 年偿还的借款为 70800 万元。

根据宁政函〔2004〕14 号文《自治区人民政府关于公路建设贷款实行统借统还政策的批复》，宁夏自治区所有收费公路实行统一规划、统一建设、统一管理，公路建设贷款实行统借统还政策。受上述政策的影响，近三年，公司每年均将一定数量的利润分配给宁夏交通厅，用于偿付正在建设中尚未划拨入公司的收费公路所承担的银行贷款。

总体上看，公司经营活动具有很强的现金获取能力，由于公司管理的收费公路大部分是建设完成后由交通厅划拨转入，公司经营活动产生的现金流量净额基本能够满足公司自身建设所需的现金，而筹资活动产生的现金流入主要用来偿付到期的银行贷款。

6. 偿债能力

由于没有存货，公司流动比率指标与速动比率相等，近三年分别为 1592073%、2734% 和 4400%，公司对流动负债具有很强的偿付能力。

2004 年~2005 年，公司筹资活动前现金流量净额为负值，对利息支出不具备保障能力，筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为 -0.47 倍、-0.96 倍；2006 年，公司筹资活动前现金流量净额由负转正，筹资活动前现金流量净额利息偿还能力为 1.46 倍，总体上看，公司筹资活动前现金流量净额对利息支出的保护能力较强。

2004~2005 年，利润额及折旧额的增长，使公司 EBITDA 利息倍数保持较高水平；2006 年部分公路的完工使利息不再资本化，公司利息支出增加较多，公司 EBITDA 利息倍数因此出现下降，2006 年为 5.56 倍，近三年加权平均值为 7.73 倍。

近三年，公司债务保护倍数也小幅提高，分别为 0.08 倍、0.08 倍和 0.10 倍；公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为 -0.01 倍、-0.01 倍和 0.01 倍。

综合看，公司目前的短期偿债能力正常，长期偿债能力一般。

7. 本期债券偿还能力

2007 年公司将发行 15 年期企业债券 8 亿元，以公司 2006 年底财务数据为基础，不考虑其他因素的变化，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 70.82% 和 70.96%，预计公司债务负担进一步加重。

公司 2006 年的 EBITDA、经营活动产生的现金流量净额，分别是本期债券额度的 0.82 倍和 0.34 倍，对本期债券本金具有一定的偿还能力；分别约是本期债券年利息（以 5% 利率率计算）的 16.46 倍和 6.72 倍，对本期债券利息具有很强的保护能力。

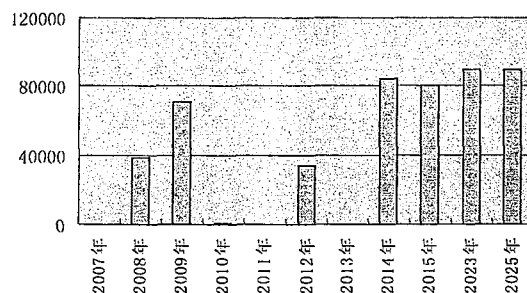
公司本期债券全部投向盐中高速与同沿高速的建设，项目为宁夏自治区交通厅“十一

五”规划中的重点建设项目，符合国家公路网规划的要求，并已获得国家发改委的批准。随着盐中高速与同沿高速的通车，以及规划中其他重点高速公路项目的陆续通车，公司的通行费收入和利润额均会有较大幅度的提升，对公司本期债券的偿还能力将明显提高。

公司获得的银行授信全部为项目授信，截至 2006 年底，公司获得的授信额度已全部使用完毕。根据公司的陈述，随着其他公路建设项目的启动，公司将获得多家国有商业银行的建设项目专项授信。

截至 2006 年底，公司长期借款余额为 544051.82 万元，其中银行长期借款为 487870 万元，偿还期限分布见图 6。公司本期债券预计 2022 年到期，公司目前的银行长期借款需在 2022 年之前偿还的为 307870 万元，占全部银行长期借款的 63.10%，总体上看，公司的银行长期借款偿还期分布较为均匀，有利于公司为本期债券的到期偿付提前做出安排。

图 6 公司银行借款偿还期分布



资料来源：根据公司年报整理

七、担保能力分析

1. 担保条款

根据公司与工商银行宁夏回族自治区分行签订的担保协议书和工商银行出具的担保函，工商银行宁夏回族自治区分行为公司发行的 8 亿元企业债券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的

费用。

2.担保概况

中国工商银行成立于 1984 年 1 月 1 日, 1984 年至 1993 年, 工行同中国农业银行、中国银行、中国建设银行等银行同属于国家专业性银行。1994 年, 工行与其他三家银行转型为国有大型商业银行。随着我国金融体制改革的不断深化, 工商银行的改制也取得积极成果。2005 年 4 月中央汇金公司向工行注入 150 亿美元资本金, 同年 10 月整体改组为股份有限公司。2006 年工行引入高盛、安联和美国运通公司等战略投资者, 同年 10 月以 A+H 方式在上交所和香港联交所同时上市。

截至 2006 年底, 工商银行共设有 17095 家分支机构, 其中境内机构 16997 家, 境外机构 998 家。工商银行已在境内 30 个省、自治区、直辖市设立一级分行, 并设立 5 家直属分行、8 家境外分行、4 家境外子公司以及 3 家直属控股机构。全行员工 35 万人。

截至 2006 年底, 工商银行资产 75091.18 亿元, 其中贷款 35339.78 亿元; 负债 70376.85 亿元, 其中存款 63514.23 亿元; 股东权益 4668.96 亿元; 2006 年实现净利润 487.19 亿元; 不良贷款率 3.79%; 资本充足率 14.05%。

表6 2006年末五大股东表 单位:亿股, %

股东名称	持股总数	占比
中华人民共和国财政部	1180.06	35.33
中央汇金投资有限责任公司	1180.06	35.33
香港中央结算(代理人)有限公司	432.22	12.94
高盛集团	164.76	4.93
全国社会保障基金理事会	141.02	4.22

资料来源: 工商银行 2006 年报

3.担保行业分析

银行业在我国金融业中处于主体地位。2006 年底, 银行业金融机构境内本外币资产总额达到 43.95 万亿元, 约占全部金融资产的 73.25%。截至 2007 年 3 月底, 我国共有各类银

行业金融机构 3 万多家。

在全部银行业金融机构资产中, 国有商业银行资产总额占比为 51.3%, 呈逐步下降趋势, 但仍处于行业领导地位, 对银行业的稳定和发展起着举足轻重的作用。股份制商业银行持续快速发展, 资产总额占比达到 16.2%, 已成为银行业中一支不可忽视的重要力量; 城市商业银行作为区域性的银行业金融机构, 竞争力受到地域限制, 但增长速度较快, 已经成为银行业中一个生力军。我国银行业金融机构市场准入政策逐步放宽, 近日允许股份制商业银行在商业可持续的原则和“风险可控”的前提下, 在县域设立支行, 打破了传统的按行政区划设置分支机构模式。随着市场参与主体的增多, 银行业竞争也越来越激烈。

从 2003 年开始, 我国经济增长一直保持在 10% 左右平台上运行, 2006 年 GDP 总量 20.94 万亿元, 增长率为 10.7%。这个时期, 信贷增速过快是金融运行的一个突出特点。政府适时出台了一系列宏观调控政策措施, 有效地避免了经济运行由偏快转向过热, 以保持经济平稳增长。2007 年有利于我国经济发展的积极因素仍将占主导地位, 预计国民经济仍将保持平稳发展。

国民经济持续快速发展, 消费需求的逐步增长, 企业效益的明显改善, 城乡居民收入的不断提高等, 均为银行业的持续良性发展提供了坚实的基础。

新的《企业所得税法》实施后, 对提升银行的盈利能力、改善银行业绩有着积极的作用。

在此背景下, 再加上国家对银行业的大力支持, 监管力度的加大、监管水平的提高, 以及银行业自身的努力, 我国银行业资产质量持续提升, 资本充足率不断提高。截至 2006 年底, 主要商业银行(指 4 家国有商业银行和 12 家股份制商业银行)按贷款五级分类的不良贷款余额为 11701.8 亿元, 比年初减少 494.6 亿元; 不良贷款率为 7.51%, 比年初下降 1.38 个百分点。商业银行不良贷款不仅总体上保持余额和比例

“双下降”的趋势，而且实现了各类商业银行不良贷款的全面“双降”。资本充足率达标银行达到 100 家，比 2006 年增加 47 家，达标率为 66.7%，资本充足率达标银行资产占商业银行总资产的 77.4%，比 2005 年末提高 2.3 个百分点。

总体看，目前我国经济运行良好，银行业稳定发展，国家对银行业给予了大力支持，商业银行的整体行业经营风险较低。

在对中国银行业积极评价的同时，我们也看到存在的一些问题。如部分商业银行和信用社依然处于改制阶段，不可预期因素依然很多。通过政府注资获得盈利能力的银行如何把这种能力内生，股份制银行如何克服发展中的瓶颈，使自身的发展具有可持续性，是这些银行需要继续面对的挑战。一些银行的改制初始于本轮经济周期上升阶段，还没有接受一个完整经济周期的考验。银行业的创新方兴未艾，未来的几年对银行的发展至关重要。

4. 担保人长期信用分析

公司治理与战略分析

工商银行遵照《公司法》、《商业银行法》等相关法律及监管法规的要求，建立并不断完善由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构建的现代股份制公司治理架构。工商银行的各治理主体职责明确，董事会的战略决策职责、监事会的监督职责和高级管理层的经营管理职责都得到应有的发挥，各层级相互制衡，公司治理处于良好状态。

工商银行的战略目标是巩固在我国银行业市场领导地位并致力于转型为国际一流的金融机构，终极目标是股东价值最大化和实现持续增长。为实现这一目标，工商银行积极实施战略转型：在业务经营方面，积极改善信贷结构，发展高增长的非信贷业务及实现收入和资产的多元化，分散经营风险，同时，加强目标市场营销和电子银行业务；在风险管理方面，强化风险管理和内部控制能力；在激励机制方面，建立“管理、专业、销售、操作”为主线的

职务体系，完善与绩效挂钩的激励机制。从公布的 2006 年年报看，工商银行的战略转型已取得了一定成果。

业务发展与风险控制

工商银行近三年资产、负债和存贷款业务均实现了两位数的增长，呈现了良好的发展前景。

从资产业务来看，近年来工商银行总生息资产中，贷款占绝大比重，但贷款比例呈小幅下降的趋势，证券投资比例不断提高，2006 年贷款占比 47.1%，下降了 2.5 个百分点，证券投资占比 38.1%，同比提高了 2.4 个百分点；在贷款资产中，贴现和制造业贷款下降，个人贷款、房贷比例上升。从负债业务来看，在总计息负债中，存款比例略有下降，存放同业和拆入款项比例有所上升，2006 年，工商银行存款占总负债比例为 90.3%，下降了 2.3 个百分点，存放同业及拆入占比为 5.7%，上升了 2.9 个百分点。在存款业务中，个人存款有所下降，公司存款比例有所上升。以上信息表明，工商银行近年来以实现资产多元化、发展非信贷业务和强化零售业务为主要任务的业务转型战略已取得一定成效。

工商银行作为全国最大的商业银行，业务布局比较均衡，而且比较稳定。目前业务主要集中在环渤海地区、长三角和珠三角等地区，这三个地区的贷款余额和存款余额都占其相应总额的 60% 左右，其余的部分在中西部和东北地区；从贷款行业看，分布广泛，但比较集中于制造业（26.6%）、交通和物流（20.7%）、发电和供电（13.6%）以及零售、批发和餐饮业（10.1%）。同其他银行相比，在贷款业务中，房地产开发贷款比例较小，占比仅为 9% 左右，因此受国际宏观调控政策的影响较小，有利于工商银行稳定经营。

近年来工商银行不断完善全面风险管理体制，2006 年实施组织机构改革和风险管理流程再造，设立首席风险官，协助行长进行风险监督和决策。同时进一步完善信用风险管理、市

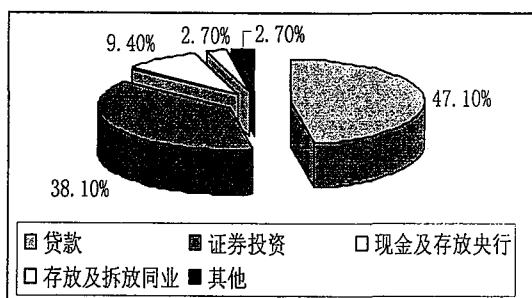
场风险管理以及操作风险管理和内部控制流程，以构建集中独立的风险管理体系，提升风险管理能力。

表 7 工行近年资产负债增长情况

项目	2004	2005	2006
资产总额	11.24%	27.29%	16.29%
客户贷款及垫款净额增长率	12.40%	3.11%	10.23%
证券投资净额增长率	17.78%	87.39%	24.04%
负债总额增长率	9.45%	11.10%	13.58%
存款增长率	9.97%	10.83%	10.71%

资料来源：根据工商银行年报数据整理

图 8 2006 年工商银行资产结构



资料来源：根据工商银行年报数据整理

资产质量分析

截至 2006 年底，以贷款五级分类口径计算，工商银行正常类贷款 31665.86 亿元，占贷款总额的 87.18%，较上年增加 1.03 个百分点；关注类贷款 3278.1 亿元，占比 9.03%，下降 0.13 个百分点；不良贷款 1377.45 亿元，不良贷款率为 3.79%，下降 0.9 个百分点。在不良贷款结构中，制造业不良贷款占比较大，不良贷款率较高的有水泥、机械、化学以及纺织和服装行业。

工商银行证券投资主要包括应收款类投资和债务工具投资，2006 年底分别占证券投资总额的 38.7%和 61.1%。其中应收款类投资包括华融债券、应收财政部款项、央行票据、特别国债和政策性金融债，其中华融债券利息支付得到财政部的支持；债务工具主要以政府债券、政策性金融债和中央银行债券为主，2006 年底

三种债券合计占债务工具总额的 85.2%。上述信息表明，工商银行证券投资所形成的资产质量很高。

同时，2006 年，工商银行贷款损失准备金余额为 971.93 亿元，拨备覆盖率为 70.56%，比年初增加 16.36 个百分点，贷款总额准备金率为 2.68%，上升 0.14 个百分点。但与上市的其他银行相比，工商银行拨备覆盖率处于较低水平，表明拨备的力度不如其他银行。

总体来看，工商银行的资产质量较高。

表 9 2006 年上市银行不良贷款及拨备情况

项目	不良贷款率	拨备覆盖率
工商银行	3.79%	70.56%
中国银行	4.04%	96%
交通银行	2.01%	72.83%
建设银行	3.29%	110%
深发展	7.98%	48%
华夏银行	2.73%	84.15%
民生银行	1.23%	102.05%
招商银行	2.12%	135.61%
兴业银行	1.53%	126.02%

数据来源：各银行财务报表

盈利能力分析

2006 年，工商银行公司营业净收入 1788.89 亿元，同比增长 30.3%，其中净利息收入 1631.18 亿元，增长 10.2%，占营业净收入 91.2%，非利息收入 157.71 亿元，增长 9.6%，占营业净收入 8.8%。利息和非利息收入占比基本与去年持平。

在具体收入结构中，公司贷款利息收入 1393.12 亿元，增长 4.6%，个人贷款增长较快，06 年个人贷款利息收入 311.69 亿元，增长 7.3%；同工行的资产结构调整相适应，06 年证券投资利息收入增长迅猛，达到 668.83 亿元，增长 45.8%，在总利息收入中的比例为 24.5%，提高了 5 个百分点；存放央行、存放和拆放同业及其他金融机构利息收入也有较大幅度的增长。

近年来，工商银行成本收入比基本保持稳定，2004、2005、和 2006 年的数据分别是 33.8%、

37.7%和 36%，显示工商银行能够较好地控制成本费用。2006 年实现税前利润 715.21 亿元，实现净利润 487.19 亿元。净利润比上年增长 30.24%，在同业处于较好水平；2006 年平均总资产回报率为 0.71%，同比增加 0.5 个百分点，加权平均净资产收益率 15.16%。以上数据表明工商银行盈利能力较强。

资本充足性和偿债能力分析

截至 2006 年底，工商银行人民币流动性比例为 48.9%，外币流动性比例为 84.8%，本外币贷存款比例为 50.5%，这些指标均远高于监管标准，表明工商银行短期支付能力较强。

工商银行通过国家外汇储备注资和资本市场发行上市，资本实力大大增强，资本充足率得到大幅提高。截至 2006 年底，工商银行资本充足率为 14.05%，核心资本充足率为 12.23%，分别比上年提高了 4.16 和 4.12 个百分点，在上市银行中处于最高水平。

工商银行 2006 年经营性现金净流入为 3962.21 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2123.70 亿元，现金流量较为充裕。

总体来看，工商银行偿债能力很强。

表 10 2006 年底上市银行资本充足情况

项目	资本充足率	核心资本充足率
工商银行	14.02%	12.23%
中国银行	13.59%	11.44%
交通银行	10.83%	8.52%
建设银行	12.11%	9.92%
深发展	3.71%	3.68%
华夏银行	8.28%	4.82%
民生银行	8.12%	4.35%
招商银行	11.4%	9.58%
兴业银行	8.71%	4.8%

数据来源：各银行财务报表

综合看，工商银行是目前中国规模最大的商业银行，在资本实力、资产规模、分支机构数量等方面都在我国银行业中居领先地位，在国民经济中具有突出的地位和重要的作用。同

时，工商银行具有深厚的政府背景，能够获得政府的重要支持。

经联合资信评估有限公司公开评定，担保人 2007 年主体长期信用等级为 AAA。

5. 本期债券的担保能力分析

本期债券额度为 8 亿元，相当于工商银行 2006 年底资产总额的 0.0107%，所有者权益的 0.1713%；相当于工商银行 2006 年度利息收入的 0.2931%，营业利润的 0.7767%。立即偿还担保的本期债券对工商银行的影响很小。

本期债券由中国工商银行提供无条件不可撤销连带责任的担保，整体担保实力很强，可有效提升本期债券的信用状况。

八、综合评价

宁夏交通投资有限公司是宁夏交通厅直属的国有独资企业，是宁夏回族自治区唯一一家经营收费公路的企业。近年，公司收费公路里程数、通行费收入不断增长，并有望在未来继续保持增长，公司发展前景良好。

目前，公司资产结构较合理，质量较好，债务负担较重，主营业务突出，盈利能力强，经营现金状况较好。总体上，公司主体信用风险较小。

中国工商银行股份有限公司为公司本期债券提供的全额连带责任担保，对本期债券的信用水平提升作用大。总体看，公司本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件1 资产负债表（单位：元）

资产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率%
流动资产：				
货币资金	78,584,481.48	355,447,028.04	176,441,422.98	49.84
应收账款	22,738,223.58	17,332,782.83	41,737,223.70	35.48
其他应收款	5,709,171.71	11,173,327.48	552,187,914.74	883.46
流动资产合计	107,031,876.77	383,953,138.35	770,366,561.42	168.28
长期投资：				
长期股权投资	130,118,872.97	133,264,009.94	136,593,589.60	2.46
长期投资合计	130,118,872.97	133,264,009.94	136,593,589.60	2.46
固定资产：				
固定资产原值	5,848,557,591.39	7,077,476,144.70	7,301,881,820.70	11.74
减：累计折旧	102,800,255.11	138,365,987.31	196,533,121.13	38.27
固定资产净值	5,745,757,336.28	6,939,110,157.39	7,105,348,699.57	11.20
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	5,745,757,336.28	6,939,110,157.39	7,105,348,699.57	11.20
在建工程	246,231,675.92	199,701,676.00	-	-100.00
固定资产合计	5,991,989,012.20	7,138,811,833.39	7,105,348,699.57	8.89
资产总计	6,229,139,761.94	7,656,028,981.68	8,012,308,850.59	13.41
负债及股东权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率%
流动负债：				
应付账款	775.68	775.68	775.68	0.00
预收账款	-	2,212,319.21	-	
应付福利费	4,509.98	4,509.98	4,509.98	0.00
其他应付款	1,437.14	11,827,661.82	17,502,848.14	10935.83
流动负债合计	6,722.80	14,045,266.69	17,508,133.80	5003.23
长期负债：				
长期借款	4,331,518,181.82	5,118,518,181.82	5,440,518,181.82	12.07
其他长期负债	277,718.00	277,718.00	277,718.00	0.00
长期负债合计	4,331,795,899.82	5,118,795,899.82	5,440,795,899.82	12.07
负债合计	4,331,802,622.62	5,132,841,166.51	5,458,304,033.62	12.25
股东权益：				
股本	1,430,000,000.00	1,430,000,000.00	1,430,000,000.00	0.00
资本公	468,440,034.59	790,811,285.68	791,337,863.87	29.97
盈余公积	60,094,736.18	134,990,621.14	183,174,663.50	74.59
其中：法定公益金	30,047,368.09	67,495,310.57	-	-100.00
未分配利润	-61,197,631.45	167,385,908.35	149,492,289.60	
股东权益合计	1,897,337,139.32	2,523,187,815.17	2,554,004,816.97	16.02
负债和股东权合计	6,229,139,761.94	7,656,028,981.68	8,012,308,850.59	13.41

注：附件1至附件3-2，均为公司本部报表。

附件2 利润及利润分配表（单位：元）

资产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率%
主营业务收入	46,090,734.58	503,903,187.70	714,625,915.82	26.57
减：主营业务成本	18,313,855.85	129,376,488.58	143,448,017.25	10.11
主营业务税金及附加				
主营业务利润	327,776,878.73	374,526,699.12	571,177,898.57	32.01
其他业务收入				
其他业务支出				
加：其他业务利润				
减：营业费用				
管理费用	337,118.00	443,049.80	104,100.00	-44.43
财务费用	47,080,000.00	25,186,810.75	91,936,376.43	39.74
营业利润	280,359,760.73	348,896,838.57	479,137,422.14	30.73
加：投资收益	20,113,920.17	25,582,586.19	2,703,001.47	-63.34
减：营业外支出				
利润总额	300,473,680.90	374,479,424.76	481,840,423.61	26.63
减：所得税				
净利润	300,473,680.90	374,479,424.76	481,840,423.61	26.63
加：年初未分配利润	-60,208,266.17	-61,197,631.45	167,385,908.35	
可供分配的利润	240,265,414.73	313,281,793.31	649,226,331.96	64.38
减：提取法定盈余公积	30,047,368.09	37,447,942.48	48,184,042.36	26.63
提取法定公益金	30,047,368.09	37,447,942.48		-100.00
可供股东分配的利润	180,170,678.55	238,385,908.35	601,042,289.60	82.65
减：应付普通股股利	241,368,310.00	71,000,000.00	451,550,000.00	36.78
未分配利润	-61,197,631.45	167,385,908.35	149,492,289.60	

附件3-1 现金流量表（单位：元）

	2004 年	2005 年	2006 年	变动率%
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品提供劳务收到的现金	444,107,290.63	503,903,187.70	705,883,387.43	26.07
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	119,532,092.34	23,271,321.13	26,474,478.24	-52.94
现金流入小计	563,639,382.97	527,174,508.83	732,357,865.67	13.99
购买商品接受劳务支付的现金	87,261,425.72	94,115,316.38	85,357,383.43	-1.10
支付给职工以及为职工支付的现金				
支付的各项税费				
支付的其他与经营活动有关的现金	4,207,997.49	9,220,841.16	378,356,282.74	848.23
现金流出小计	91,469,423.21	103,336,157.54	463,713,666.17	125.16
经营活动产生的现金流量净额	472,169,959.76	423,838,351.29	268,644,199.50	-24.57
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金	15,426,949.75	22,437,449.22		
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	15,426,949.75	22,437,449.22	-	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	543,338,311.07	490,227,612.50	199,704,000.00	-39.37
投资支付的现金			100,000.00	
现金流出小计	543,338,311.07	490,227,612.50	199,804,000.00	-39.36
投资活动产生的现金流量净额	-527,911,361.32	-467,790,163.28	-199,804,000.00	-38.48
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
取得借款收到的现金	600,000,000.00	527,000,000.00	1,030,000,000.00	31.02
收到的其他与筹资活动有关的现金	161,099,280.00	20,707,892.47		
现金流入小计	761,099,280.00	547,707,892.47	1,030,000,000.00	16.33
偿还债务所支付的现金	669,149,408.18	181,000,000.00	708,000,000.00	2.86
分配股利或利润所支付的现金	47,080,000.00	45,893,533.92	451,550,000.00	209.70
偿付利息所支付的现金			118,295,804.56	
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	716,229,408.18	226,893,533.92	1,277,845,804.56	33.57
筹资活动产生的现金流量净额	44,869,871.82	320,814,358.55	-247,845,804.56	
四、汇率变动对现金的影响额				
五、现金及现金等价物净增加	-10,871,529.74	276,862,546.56	-179,005,605.06	305.78

附件3-2 现金流量表（单位：元）

	2004 年	2005 年	2006 年	变动率%
1、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	300,473,680.90	374,479,424.76	481,840,423.61	26.63
加：计提的资产减值准备				
固定资产折旧	31,356,990.13	5,565,732.20	58,167,133.82	36.20
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
待摊费用的减少（减：增加）				
预提费用的增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产及其他长期资产的损失				
固定资产报废损失				
财务费用	7,080,000.00	25,186,810.75	118,295,804.56	58.51
投资损失（减：收益）	-20,113,920.17	-25,582,586.19	-2,703,001.47	-63.34
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少（减：增加）				
经营性应收项目的减少（减：增加）	115,565,204.44	-58,815.02	-390,419,427.13	
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2,195,995.54	14,038,543.89	3,462,867.11	
其他	4,000.00	209,240.90	399.00	-68.42
经营活动产生的现金流量净额	472,169,959.76	423,838,351.29	268,644,199.50	-24.57
2、现金及现金等价物净增加				
现金的期末余额	78,584,481.48	355,447,028.04	176,441,422.98	49.84
减：现金的期初余额	89,456,011.22	78,584,481.48	355,447,028.04	99.33
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-10,871,529.74	276,862,546.56	-179,005,605.06	

附件4 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

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；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

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。

企业主体长期信用等级的含义同长期债。