

跟踪评级公告

联合[2014] 1036 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将宁夏交通投资有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定,将“11宁交通债/11宁交通”的信用等级由AA调整为AA⁺,维持“07宁交通债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

宁夏交通投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 宁交通债	8 亿元	2007/9/6-2022/9/6	AAA	AAA
11 宁交通债 /11 宁交通	15 亿元	2011/4/27-2021/4/27	AA ⁺	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	20.24	20.94	25.78
资产总额(亿元)	183.06	213.83	260.77
所有者权益(亿元)	80.76	94.70	120.30
短期债务(亿元)	0.65	0.50	0.50
全部债务(亿元)	96.88	113.05	135.77
营业收入(亿元)	31.67	31.82	29.10
利润总额(亿元)	15.28	14.06	10.75
EBITDA(亿元)	27.83	27.91	24.53
经营性净现金流(亿元)	18.65	22.92	27.22
营业利润率(%)	66.15	62.77	57.46
净资产收益率(%)	18.83	14.82	8.90
资产负债率(%)	55.88	55.71	53.87
全部债务资本化比率(%)	54.54	54.42	53.02
流动比率(%)	800.05	815.79	1004.81
全部债务/EBITDA(倍)	3.48	4.05	5.53
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	4.18	3.35
经营现金流流动负债比(%)	331.56	400.03	580.45

分析师

王玮 王冰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

宁夏交通投资有限公司(以下简称“公司”)是宁夏回族自治区(以下简称“宁夏”或“宁夏自治区”)唯一的收费公路运营公司。跟踪期内,公司资产总额、所有者权益及经营净现金流持续稳步提升。但同时公司营业收入及利润总额有所下降。未来随着宁夏自治区区域经济的不断发展,区域内路网建设将进一步完善,公司有望凭借良好的区域垄断优势,继续保持良好的发展态势。

此外,根据宁交函【2013】431号文,宁夏回族自治区交通运输厅(以下简称“宁夏交通厅”)对于公司在经营过程中形成的债务,在到期偿还出现困难时,宁夏交通厅将组织协调各类资金、资源予以支持,以保证公司日常经营以及保障及时足额还本付息顺利进行。

中国工商银行股份有限公司对公司2007年9月发行的8亿元企业债券“07宁交通债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任担保。经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)公开评级,确定中国工商银行的主体长期信用等级为AA^{api},具备很强的担保实力,有效提升了“07宁交通债”的信用水平。

综合分析,联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定,将“11宁交通债/11宁交通”的信用等级由AA调整为AA⁺,维持“07宁交通债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,公司资产及所有者权益规模快速提升,债务负担有所下降。
2. 跟踪期内,公司经营性净现金流持续提高。
3. 宁夏交通厅对公司提供的流动性支持将提高公司的偿债能力。

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产生影响。
2. 跟踪期内，公司营业收入及利润总额受宁夏交通厅划拨的其他公路通行费收入下降影响有所下降。

信用评级报告声明

一、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、评级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。

二、联合资信与评级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。

三、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。

四、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。

五、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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于宁夏交通投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至2013年底，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运输厅（以下简称“宁夏交通厅”）。

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2013年底，公司拥有高速公路里程合计1012.2公里，约占宁夏回族自治区高速公路总里程的76.47%；拥有5家全资子公司（宁夏同元交通资产管理有限公司、宁夏同融小额贷款有限公司、宁夏同程广告公司、宁夏东和交通工程开发有限公司、宁夏交通三方物流有限公司）和1家控股子公司宁夏交通物流集团有限公司（91.05%）。

截至2013年底，公司合并资产总额260.77亿元，所有者权益120.30亿元；2013年实现营业收入29.10亿元，利润总额10.75亿元。

公司注册地址：宁夏银川市北环西路27号；法定代表人：许学民。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平

稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究

推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、

城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继

续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

从造价看，高速公路是使用周期长、技术标准高和投资巨大的基础性设施，高速公路行业属于资金密集型行业。为保证行车速度和行车安全，高速公路的路线线形和建筑材料都有严格的标准和要求。在高速公路的造价中，仅材料费用就占到 40%~50%，高速公路征地拆迁补偿费用、通讯监控等交通设施费用在造价中也占有很大比重。

从周期看，高速公路建设周期和投资回收期均较长。高速公路建设周期，一般为 3~5 年，有的则长达 5~8 年。建设周期长，而贷款偿还一般是依靠通行费收入或者是政府财政收入，这决定了高速公路投资回收期较长。现阶段，中国高速公路的投资回收期一般为项目建成后的 8~10 年；特许经营经营期一般为 25~30 年，具体由政府与投资者协商确定。

从收益看，高速公路收益一般都比较稳定。这主要是因为，一是各国都建立相关的法律、法规，从制度上确保了高速公路健康稳定的发展空间。二是高速公路使用周期长，资产折旧缓慢，维修费用不高，即使大修，亦不影响功能；三是具有稳定的营运创收体系，除了具有通行费收入外，还有服务区的维修、加油、

加水、餐饮等服务项目以及广告收入；四是随着国民经济发展和生活水平的不断提高，汽车保有量逐渐上升，客运、货运需求不断增长，为高速公路提供了稳定的市场增长空间，确保了通行费收入的稳定性和增长性。

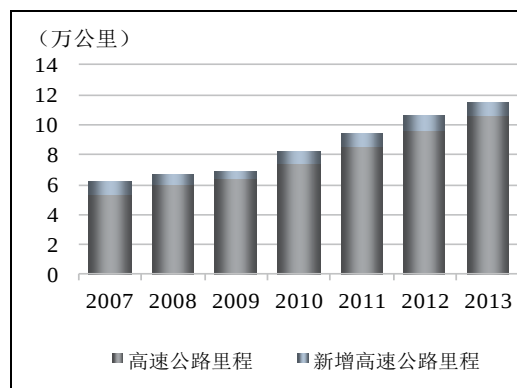
2. 高速公路行业发展现状

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自 1988 年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992 年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在 50~250 公里之间；1993~1997 年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在 450~1400 公里之间；1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由 1998 年底的 6258 公里发展为 2013 年底的 10.45 万公里。

继“五纵七横”国道主干线于 2007 年全线贯通，2009 年中国高速公路通车里程达 6.51 万公里后，2010 年，中国高速公路通车里程达 7.41 万公里，比“十一五”规划目标增加 9108 公里。2012 年和 2013 年，中国新增高速公路通车里程分别 1.13 万公里和 0.83 万公里；截至 2013 年底总里程达突破 10.00 万公里，居世界第二位，中国高速公路网络更加完善。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展,物流、人流大幅度增加,提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看,中国现有的高速公路仅能满足 30% 的需求,应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区,高速公路的建设和发展速度最快,同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此,在今后的经济发展中,这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距,主要表现在:从高速公路密度看,目前中国高速公路密度远低于发达国家水平;从连通城市看,中国目前仅连通 50 万人以上的城镇,而美国、德国已连通国内所有 5 万人以上的城镇,日本已连通所有 10 万人以上的城镇;从便捷性和通畅性看,中国高速公路建设初期以连接主要城市为主,最近几年才转向大规模跨省贯通,网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与 GDP 增速高度相关。

2010 年,随着中国公路建设的不断发展,公路运输也呈稳定增长态势。根据交通运输部公布的统计数据,2010 年全国公路客运量和货运量增速分别为 10.2% 和 14.0%;公路客运周转量和货运周转量增速分别为 10.4% 和 15.6%。

2011 年,受宏观经济增速持续放缓、国家加大收费公路专项清理等因素影响,公路行业景气度有所下滑,但受年末节假日客流刺激以及冬季煤运和货运需求带动,公路客货运量仍保持较快增长。2011 年全年,全国公路客运量和货运量分别达 327.9 亿人和 281.3 亿吨,同比增速分别为 7.4% 和 14.9%;公路客运周转量和货运周转量分别为 16732.6 亿人公里和 51333.2 亿吨公里,分别同比增长 11.4% 和 18.3%,公路客、货运增速均较上年同期有不

同程度提高。

2012 年全年,全国公路客运量和货运量分别达 355.70 亿人和 318.85 亿吨,同比增速分别为 8.24% 和 13.06%;公路客运周转量和货运周转量分别为 18467.55 亿人公里和 59534.86 亿吨公里,分别同比增长 8.2% 和 15.9%。2012 年,受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响,公路行业景气度有所下滑,公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日面收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动,公路客货运量仍保持较快增长。

2013 年全年,全国公路客运量和货运量分别达 374.70 亿人和 368.60 亿吨,同比增速分别为 5.34% 和 14.50%;公路货运周转量为 70328.0 亿吨公里,同比增长 17.60%,2013 年 1~9 月,公路客运周转量为 14553.06 亿人公里,同比增长 6.80 %。2013 年,随着国内宏观经济将进一步温和回升,原煤、原油、钢铁等能源及工业原料的运输需求增长,刺激公路货运需求回暖,从而为公路货运量增速上升提供有利条件。

3. 高速公路收费政策

中国高速公路收费始于 20 世纪 80 年代初期,1981 年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路,开创了中国“贷款修路,收费还贷”的先河。1984 年,国务院通过了加快公路建设的三大政策:一是适当提高公路养路费征收标准,二是开始征收车辆购置附加费,三是允许集资、贷款修建公路,并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此,中国收费公路开始迅速发展,公路交通建设出现跨越式发展。

据交通运输部统计,中国自实施收费公路政策以来,共筹集了 8000 多亿的建设资金,目前已建成的所有高速公路、70% 的一级公路、50% 的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道

都是使用贷款修建的,没有收费公路政策中国公路和国民经济的健康发展势必将受到较大影响。

2004年12月,交通部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的通知》,要求各省对10吨以上货车收费下调20%~30%,这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出,未来二十年中国将新建高速公路4万公里,静态投资需求约为2万亿元(其中政府投资的比例预计为10%左右,其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现)。从投资主体来看,一方面,地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款;另一方面,公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此,从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看,国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大,未来一段时间内,高速公路收费模式仍将存在。

2008年12月18日,国务院印发了关于实施成品油价格和税费改革的通知,决定从2009年1月1日起实施成品油税费改革,取消公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等六项收费,逐步有序取消政府还贷二级公路收费;同时,将汽油消费税单位税额由每升0.2元提高到1元,柴油消费税单位税额由每升0.1元提高到0.8元。燃油税的征收将可能增加公路运输成本,抑制人们的出行欲望并导致客货流转移到其他运输方式。但另一方面,燃油成本的上升将使得高速公路的节油优势得到明显体现,部分车辆会从普通公路分流到高速公路上来。

2010年11月26日,交通运输部联合国家发展改革委及财政部出台《关于进一步完善鲜活农产品运输绿色通道政策的紧急通知》(交公路发[2010]715号)(以下简称“绿

色通道免费政策”),将全国所有收费公路全部纳入鲜活农产品运输“绿色通道”网络范围,并增加鲜活农产品品种。该政策的实施对高速公路的通行费收入产生一定的负面影响。

根据2011年8月19日国务院办公厅下发的《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》,国务院再次提出要进一步降低过路过桥收费,控制收费公路规模,优化收费公路结构,收费公路标准下调有望得到进一步落实。2011年6月10日,交通运输部、国家发展改革委、财政部、监察部、国务院纠风办联合下发《关于开展收费公路专项清理工作的通知》,全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费,坚决撤销收费期满的收费项目,取消间距不符合规定的收费站(点),纠正各种违规收费行为。2011年9月,全国收费公路专项清理工作第一阶段的调查摸底工作已基本完成。目前已有9个省区市采取了降低收费标准、回购撤销一些收费站等措施对部分路段做出整改,其中,降低标准的有北京、山东、河南、江西、江苏;回购的有山西和黑龙江;撤销站点的有河北、陕西等。

2012年8月,国务院发布了《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》(国发[2012]37号),通知规定,春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日,以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担,具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天,占全年的5.5%,且节假日均为车流量大的时期,免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响,一方面,影响企业收入及利润,另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵,增加高速通行管理难度。同时,由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车,属于“一类车”,因此企业一类车收入占比越高,所受影响越大。

4. 高速公路发展前景

2005 年 1 月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均 30 分钟上高速，中部地区平均 1 小时上高速，西部地区平均 2 小时上高速，2020 年高速公路总里程达到 8.5 万公里，连接所有人口在 20 万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918 网¹）。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目。按照国务院公布的高速公路网发展规划，中国将加快国高网主骨架建设，预计到“十二五”末 7918 路网将基本建成，届时，中国高速公路通车总里程将有望达到 10 万公里，超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里。根据各省“十二五”高速公路规划，到 2015 年底，高速公路通车里程超过 5000 公里的省份将达到 16 个，3000-5000 公里的将达 9 个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设规模更大，比如：新疆、青海、内蒙古、

广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。

总体看，交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大，高速公路发展前景良好。

5. 区域环境

公司公路资产位于宁夏回族自治区境内，宁夏回族自治区国民经济的发展为公司提供了良好的发展机遇。根据《2013年宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2013年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值 2565.06 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.8%。其中，第一产业增加值 222.98 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 1264.96 亿元，增长 12.5%；第三产业增加值 1077.12 亿元，增长 7.5%。按常住人口计算，全区人均生产总值 39420 元，增长 8.6%。三次产业增加值构成由 2012 年的 8.5:49.5:42.0 调整为 2013 年的 8.7:49.3:42.0。三次产业对经济增长的贡献率分别由 2012 年的 4.5%、61.8% 和 33.7% 转变为 2013 年的 3.8%、66.6% 和 29.6%。

2013 年宁夏全社会完成固定资产投资 2681.14 亿元，比上年增长 27.1%。其中，基本建设投资 1728.40 亿元，增长 26.9%；更新改造投资 302.86 亿元，增长 27.2%；房地产开发投资 558.97 亿元，增长 30.2%。分投资主体看，国有及国有经济控股完成投资 1143.13 亿元，增长 30.5%；非国有经济完成投资 1538.01 亿元，增长 24.7%，其中，民间投资 1514.75 亿元，增长 26.8%。

2013 年全年，宁夏全区全年完成公共财政预算总收入 528.22 亿元，比上年增长 14.8%，完成地方公共财政预算收入 308.14 亿元，增长 16.7%。

¹ “7918”：7 条以北京为起点的高速公路放射线，9 条南北纵向高速公路，18 条东西横向高速公路。

6. 宁夏公路及运输概况

随着宁夏经济的不断发展，公路通车里程呈增长态势，2013年底，宁夏全区公路总里程26522公里，较2012年底增长8.2%；其中高速公路合计1323.6公里，同比增长1.3%。全年各种运输方式完成货物周转量1101.99亿吨公里，增长14.6%；完成旅客周转量144.10亿人公里，增长7.6%；机场旅客吞吐量380.96万人，增长12.8%。

整体来看，近年来，宁夏经济持续快速增长，全社会固定资产投资继续保持稳定增速，政府财政实力及居民收入稳定增长。公司作为宁夏高速公路建设与运营主体，外部区域发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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。截至2013年底，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运输厅。

2. 企业规模与竞争力

多年来，公司获得来自交通厅的持续支持，公司核心资产为宁夏交通运输厅无偿划拨的宁夏自治区内全部高速公路及其他主要交通道路，贯穿宁夏东西南北方向，并覆盖了宁夏自治区主要城市。2013年底，公司公路总里程合计2267公里，其中高速公路里程1012.2公里。公司作为宁夏高速公路唯一运营主体，区域垄断地位显著。

3. 政府支持

公司作为宁夏回族自治区高速公路的建设主体，在资产注入方面受到了宁夏交通厅的有力支持，公司的公路资产全部为宁夏交通厅划转。

2013年，宁夏交通厅将盐中高速资产、国道211部分资产划转公司，分别为12.50亿元和10.39亿元。

此外，宁夏回族自治区交通运输厅（以下简称“宁夏交通厅”）对于公司在经营过程中形成的债务，在到期偿还出现困难时，宁夏交通厅将组织协调各类资金、资源予以支持，以保证公司日常经营以及保障及时足额还本付息顺利进行。

整体看，政府对公司的资产注入及流动性支持对公司的经营业务提供了有效保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制没有重大变化。

七、经营分析

1. 业务流程

公司主营业务为宁夏自治区收费公路的运营管理，主要流程为由公司融资（或由宁夏交通厅直接融资），交由宁夏交通厅进行公路建设，此后根据宁夏交通厅将的具体规划，将公路资产划拨至公司，由公司负责运营管理。

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固定资产折旧、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

公司所辖的9条高速公路分别为银古、古王、石中北、石中南、姚叶、同沿、盐中、中郝和211高速，以上9条（段）经营性高速公路总里程1012.2公里，总投资约239.62亿元。

表 1 公司公路资产（亿元）

道路名称	投资额
银古	15.7
古王	10.6
石中北	14.2
姚叶	15.4
石中南	22.9
同沿	36.0
盐中	43.0
中郝	20.7
211 国道	61.1
合计	239.6

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司所辖 9 条高速公路通行费收入分别为 18.67 亿元、17.94 亿元和 19.84 亿元，年均增长率为 3.09%。受宏观经济影响，2013 年部分路段通行费收入相比 2012 年有所下降。

分路段来看，2013 年，古王、石中北和中郝高速通行费有所下降，主要是受宏观经济影响。此外，2011~2013 年，银古、姚叶和石中南、盐中高速通行费收入体现为持续增长，2013 年同沿高速通行费收入大幅增长，主要由于 2013 年同沿高速全程通车，通行量增加。

表 2 高速公路通行费收入情况

序号	公路名称	通行费收入（万元）			2011-2013 年复合增长率（%）	2013 年在通行费收入中的占比（%）
		2011 年	2012 年	2013 年		
1	银古	27383	29841	30971	6.35	15.61
2	古王	40353	32665	33343	-9.10	16.81
3	石中北	32278	28663	25097	-11.82	12.65
4	姚叶	32373	33295	33713	2.05	16.99
5	石中南	17363	19495	18105	2.11	9.13
6	同沿	11471	11358	31196	64.91	15.73
7	盐中	7597	7443	9356	10.97	4.72
8	中郝	17848	16603	16603	-3.55	8.37
9	211 国道	--	--	--		
小计		186666	179363	198384	3.09	100.00

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司一般公路通行费收入分别为 7.19 亿元、6.60 亿元、6.03 亿元。

近几年，公司通行费收入变化较小。2013 年，公司实现营业收入 29.10 亿元，其中通行费收入合计 28.30 亿元（除公司负责运营的公路通行费收入，其他通行费收入来自于宁夏交通厅下辖的其他公路），同比分别下降 8.52% 和 8.35%。

总体看，近年来，受益于宁夏区域经济和交通的不断发展，公司下辖的收费公路的通行费收入稳步增，公司整体继续保持稳健的经营态势。

八、募集资金使用情况

公司于 2007 年发行 8 亿元企业债券，募集资金用于盐池至中宁公路项目和同心至沿川子公路项目。截至 2013 年底，募集资金已全部完成使用。

公司于 2011 年发行 15 亿元企业债券“11 宁交通债/11 宁交通”，其中 5 亿元用于孟家湾至营盘水（宁甘界）公路项目，1 亿元用于同心至沿川子项目，6 亿元用于盐池至中宁公路项目，其余 3 亿元将用于补充公司营运资金。截至 2013 年底，募集资金中约 71% 已按计划完成使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年审计报告经北京兴华会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司审计报告合并范围包括2家二级子公司，4家三级子公司，合并范围无变化。

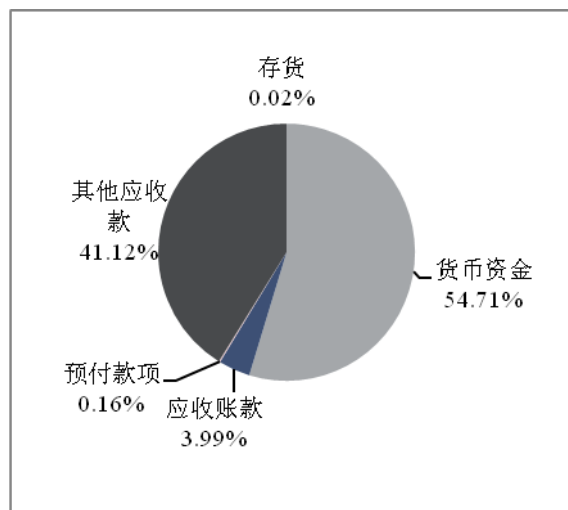
截至2013年底，公司合并资产总额260.77亿元，所有者权益120.30亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2013年实现营业收入29.10亿元，利润总额10.75亿元。

1. 资产质量

2011~2013年均，公司资产总额不断增长，年均增长19.35%，截至2013年底公司资产合计260.77亿元，其中流动资产占18.07%，非流动资产占81.93%，资产构成以非流动资产为主，符合该行业企业特征。

流动资产

图2 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2011~2013年，公司流动资产有所波动，年均增长率2.33%。截至2013年底公司流动资产合计47.13亿元，同比增长0.82%。从结构看，公司流动资产主要由货币资金（占54.71%）和其他应收款（占41.12%）构成。

2011~2013年，公司货币资金不断增长，年

均增长12.87%，截至2013年底为25.78亿元，其中银行存款占41.82%，其他货币资金占58.18%，主要为理财产品和定期存单。

截至2013年底，公司其他应收款余额19.38亿元，较2012年下降19.18%。公司其他应收款中主要为拨付宁夏回族自治区交通厅的公路基建往来款等，此款项将于相关公路资产决算完成拨入公司时予以冲销。

非流动资产

截至2013年底，公司非流动资产合计213.65亿元，较2012年底增长27.86%。从结构看，公司非流动资产固定资产（占57.14%）和在建工程（占41.51%）构成。

2011~2013年，公司固定资产波动中有所下降，年均下降5.21%，截至2013年底账面原值155.10亿元，计提累计折旧33.03亿元，固定资产净值129.23亿元，同比下降25.07%，其中公路资产占比95.64%。

2011~2013年，公司在建工程快速增长，年均增长率5086.25%，截至2013年底为88.68亿元，同比增长5740.58%，主要原因系自治区交通厅分别于2012年将同心至沿川子高速公路划转至公司、2013年将盐池至中宁高速公路和国道211线灵武至甜水堡段及联络线古窑子至青铜峡段高速公路划转至公司。

总体看，公司资产构成以固定资产、在建工程、其他应收款和货币资金为主，非流动资产构成较为稳定；流动资产中货币资金充足，流动性较好；公司整体资产质量较好。

3 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益快速增长，合计年均增长22.06%，截至2013年底，公司所有者权益合计120.30亿元（含少数股东权益0.04亿元），较2012年增长27.05%。主要源自资本公积增加。公司所有者权益中实收资本占11.89%、资本公积占71.00%、盈余公积占6.30%、未分配利润占10.81%。

2011~2013年,公司资本公积快速增长,年均增长33.76%,截至2013年底,公司资本公积85.39亿元,同比增长37.88%,主要系公路资产注入。

负债

2011~2013年,随着公路建设逐步开展,公司资金需求快速增长,负债合计年均增长17.18%,截至2013年底,公司负债合计140.47亿元,其中流动负债占3.34%,非流动负债占96.66%,构成以非流动负债为主,公司负债总额呈上升趋势。

2011~2013年,公司流动负债波动中有所下降,年均下降8.69%,截至2013年底,公司流动负债合计4.69亿元,主要由短期借款(占10.66%)、应付账款(占49.93%)、应付利息(占13.01%)和其他应付款(占14.83%)构成,公司流动负债构成较上年变化不大。

截至2013年底,公司短期借款余额0.50亿元,为公司子公司宁夏同融小额贷款有限公司提供担保从国家开发银行股份有限公司取得的借款,用于放小额贷款。

2011~2013年,公司应付账款波动中有所下降,截至2013年底,公司应付账款2.34亿元。

2011~2013年,公司其他应付款波动下降,年均下降28.41%,截至2013年底为0.70亿元,同比下降65.32%,主要系与交通运输厅往来款减少。

2011~2013年,公司非流动负债年均增长18.51%,截至2013年底,公司非流动负债合计135.78亿元,主要由长期借款(占82.74%)和应付债券(占20.21%)构成。其中长期借款主要为质押借款,以公路收费权作为质押;应付债券主要是公司分别于2007年、2011年发行的2期合计23亿元的企业债券。

有息债务方面,2011~2013年公司全部债务年均增长18.38%,截至2013年底,公司全部债务合计135.77亿元,较2012年增长20.10%;其中长期债务占99.63%,公司有息债务结构符合行业特点。2011~2013年,公司长期债务资本化

比率、全部债务资本化比率和资产负债率均值分别为53.63%、53.74%和54.82%,截至2013年底分别为52.93%、53.02%和53.87%,较2012年均有所下降。

总体看,近三年公司所有者权益稳定增长,有息债务规模快速增长,债务负担有所加重,但仍处于适宜水平。

4 盈利能力

2011~2013年,公司营业收入年均下降4.13%,2013年实现营业收入29.10亿元,同比下降2.72%;其中通行费收入合计28.28亿元。同期,公司营业成本合计12.33亿元,较2012年增长0.54%。2011~2013年公司营业利润率逐年有所下降,三年分别为66.15%、62.77%和57.46%,但仍公司保持很强的盈利能力。

期间费用方面,公司期间费用主要为财务费用,近三年分别为5.48亿元、5.62亿元和5.92亿元。2013年公司期间费用合计5.78亿元,较2011年增长2.47%;其中财务费用合计5.92亿元,较上年增加5.28%。非经常性损益对公司利润总额影响小。

盈利指标方面,2011~2013年,公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为8.82%和12.66%,2013年分别为6.97%和8.90%,均有所下降,但仍维持在较好水平。

总体来看,近三年公司营业收入增长较快,盈利指标略有下滑,但整体盈利能力仍较强。

5 现金流

近三年,随着通行费收入的增加,公司经营活动产生的现金流入量逐年增长。从经营活动来看,2013年公司经营活动产生的现金流入34.66亿元,较上年增长7.57%;其中销售商品、提供劳务收到的现金29.41亿元,较2012年增长1.61%,收到其他与经营活动有关的现金5.25亿元。公司收到的其他与经营活动有关的现金以及支付的其他与经营活动有关的现金主要包括公司与宁夏交通运输厅、宁夏公路管理局等相

关往来款，此往来款包含因公路建设筹集资金的款项以及因债务偿还发生的往来款项。

公司公路资产的实际建设所产生的现金流入流出不在公司的现金流量表投资活动中反映，而是计入支付其他与经营活动有关的现金科目。2013年，公司经营活动现金流出合计7.44亿元，较2012年下降1.86%。

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，年均增长率20.81%，2013年为27.22亿元，较2012年增加4.30%，表现为现金净流入。2011~2013年，公司现金收入比均值100.75%，2012年为101.05%，逐年有所提高，公司现金收入实现质量较好。

投资活动方面，2012年和2013年，投资活动产生的现金流入主要为收回投资收到的现金，分别为16.45亿元和16.64亿元；公司投资活动产生的现金流出主要为投资支付的现金（购买理财产品），三年分别为15.00亿元、16.24亿元和17.50亿元。

2011~2013年，公司筹资活动现金流入流出主要表现为公路建设向银行贷款筹集资金、偿付到期贷款及利息以及公司分配利润所涉及的现金流出。同期，公司筹资活动现金流入量波动下降，筹资活动现金流出不断增长，公司筹资活动现金流量净额分别为-3.86亿元、-22.89亿元和-21.06亿元，表现为净流出。

总体看，公司经营活动获现能力强，能够满足公司投资资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年公司流动比率和速动比率不断升高，三年均值分别为907.15%和906.95%，截至2013年底分别为1004.81%和1004.70%。同期，公司经营现金流动负债比为580.45%，同比增加180.42个百分点。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年公司EBITDA均值为26.20亿元，2013年公司EBITDA为24.53亿元，EBITDA利息倍数三年

均值为3.91倍，2013年为3.35倍；同期全部债务/EBITDA倍数均值为4.68倍，2013年为5.53倍。公司整体偿债能力较强。

截至目前，公司待偿还的债券为“07宁交通债”和“11宁交通债/11宁交通”余额合计23.00亿元。2013年，公司EBITDA为24.53亿元，为上述待偿还债券的1.07倍；2013年，公司经营活动现金流入量和现金净流量分别为34.66亿元和27.22亿元，分别是待偿还债券的1.51倍和1.18倍。考虑到“07宁交通债”和“11宁交通债/11宁交通”期限分布较为合理，以及公司较强的盈利能力，公司对待偿还债券的保障能力好。

截至2013年底，公司无对外担保。

截至2013年底，公司共拥有银行授信90.12亿元，其中未使用0.00亿元，融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1064010100125420M），截至2014年4月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司为宁夏自治区的高速公路投、融资主体，得到股东资产无偿划转，所辖路产质量优良，具备很强的收费能力，公司所辖高速公路车流量稳定，盈利能力较强，整体经营态势良好。

整体看，公司抗风险能力强。

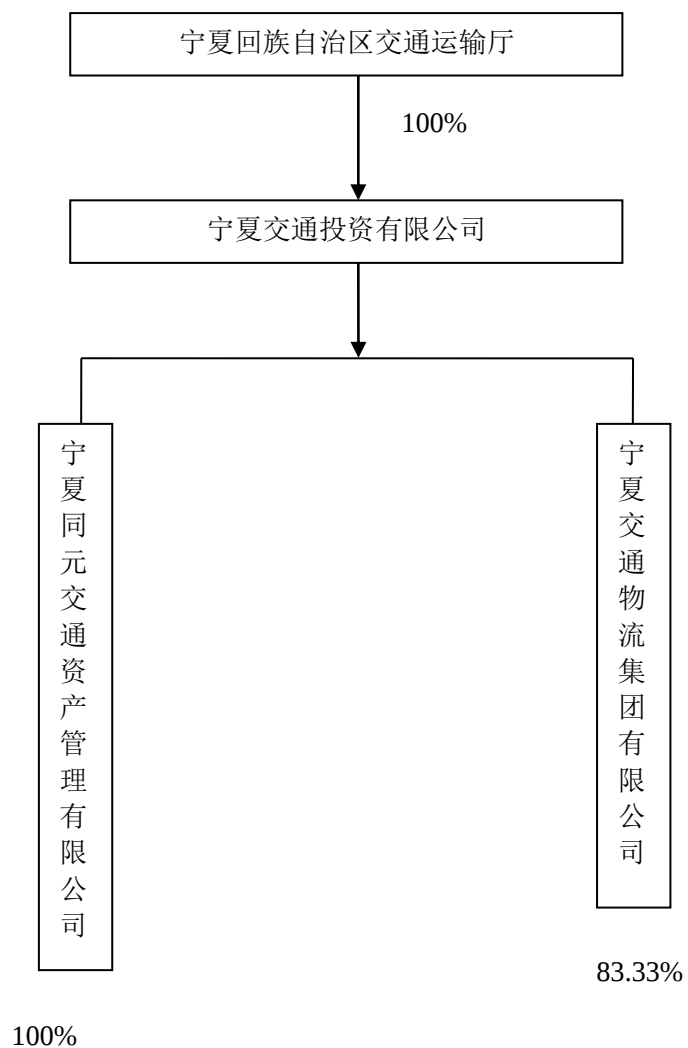
十、债权保护条款

“07宁交通债”由中国工商银行股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任担保。经联合资信公开评级，中国工商银行股份有限公司主体长期信用等级为AAApi，具有很强的担保能力，其提供的连带责任担保可有效提升“07宁交通债”的信用水平和偿还能力。

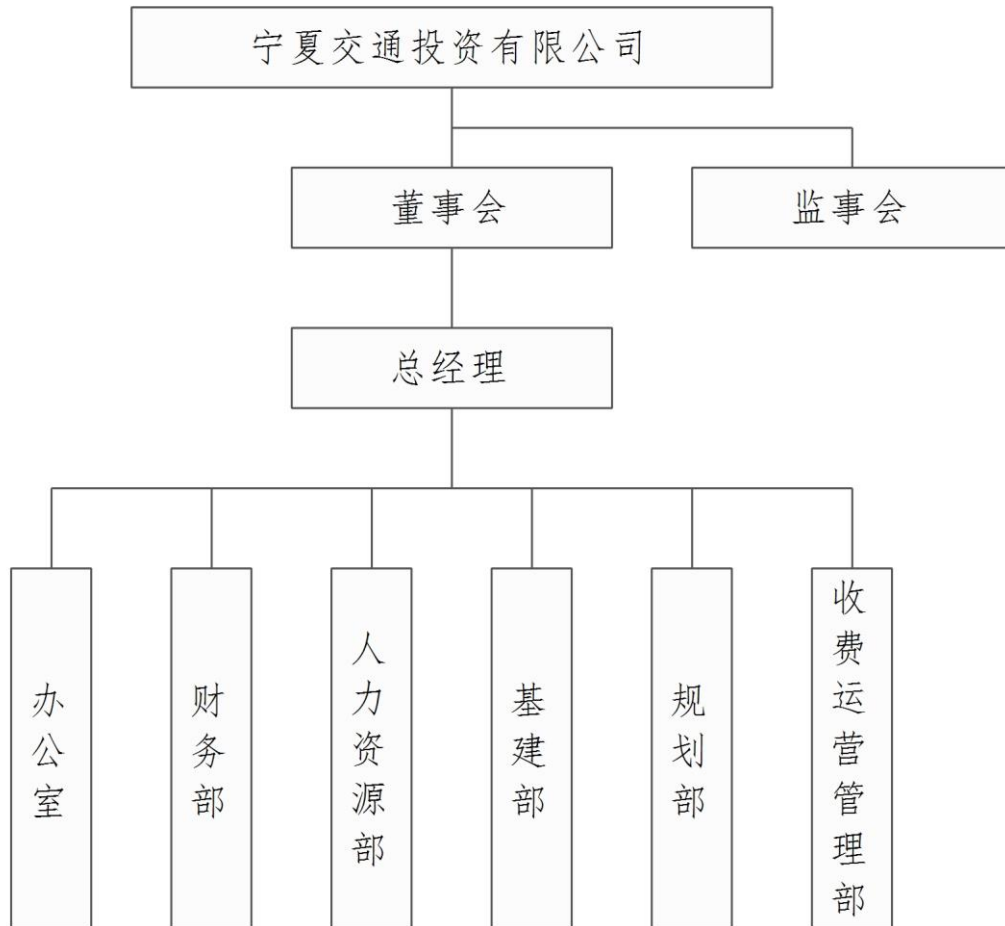
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，将“11宁交通债/11宁交通”的信用等级由AA调整为AA⁺，维持“07宁交通债”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.24	20.94	25.78
资产总额(亿元)	183.06	213.83	260.77
所有者权益(亿元)	80.76	94.70	120.30
短期债务(亿元)	0.65	0.50	0.50
长期债务(亿元)	96.23	112.55	135.27
全部债务(亿元)	96.88	113.05	135.77
营业收入(亿元)	31.67	31.82	29.10
利润总额(亿元)	15.28	14.06	10.75
EBITDA(亿元)	27.83	27.91	24.53
经营性净现金流(亿元)	18.65	22.92	27.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	15.29	16.41	15.78
存货周转次数(次)	322.53	617.64	2399.83
总资产周转次数(次)	0.17	0.16	0.12
现金收入比(%)	99.77	100.90	101.05
营业利润率(%)	66.15	62.77	57.46
总资本收益率(%)	11.69	9.97	6.97
净资产收益率(%)	18.83	14.82	8.90
长期债务资本化比率(%)	54.37	54.31	52.93
全部债务资本化比率(%)	54.54	54.42	53.02
资产负债率(%)	55.88	55.71	53.87
流动比率(%)	800.05	815.79	1004.81
速动比率(%)	799.46	815.70	1004.70
经营现金流流动负债比(%)	331.56	400.03	580.45
EBITDA 利息倍数(倍)	4.99	4.13	3.35
全部债务/EBITDA(倍)	3.48	4.05	5.53

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级