

跟踪评级公告

联合[2015]1055号

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

特此公告。



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公司债券跟踪评级报告

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：2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	20.94	25.78	22.99
资产总额(亿元)	213.83	260.77	255.35
所有者权益(亿元)	94.70	120.30	113.48
短期债务(亿元)	0.50	0.50	0.00
全部债务(亿元)	113.05	135.77	136.57
营业收入(亿元)	31.82	29.10	28.44
利润总额(亿元)	14.06	10.75	4.81
EBITDA(亿元)	20.74	17.90	11.26
经营性净现金流(亿元)	22.92	27.22	14.49
营业利润率(%)	62.77	57.46	39.43
净资产收益率(%)	14.82	8.90	4.14
资产负债率(%)	55.71	53.87	55.56
全部债务资本化比率(%)	54.42	53.02	54.62
流动比率(%)	815.79	1004.81	1008.11
全部债务/EBITDA(倍)	5.45	7.59	12.13
EBITDA 利息倍数(倍)	3.11	2.50	1.75

分析师

李苏磊 李毅婷

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

跟踪期内，宁夏交通投资有限公司（以下简称“公司”）作为宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”或“宁夏自治区”）唯一的收费公路运营公司，在外部经营环境、区域垄断地位和政府支持力度方面具备良好的经营优势。未来随着宁夏回族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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司资产总额、所有者权益、营业收入及利润总额等指标均有所下降，可能对公司未来经营带来不利影响。

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8亿元公司债券“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，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11宁交通债/11宁交通”AA⁺的信用等级，维持“07宁交通债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，宁夏回族自治区经济持续增长，城乡交通建设发展前景良好，公司具有良好的外部发展环境。
2. 公司作为宁夏回族自治区内唯一的收费公路运营公司，在区域垄断地位和政府

支持力度方面具备良好的经营优势。

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下属多条高速公路大幅整修影响，有所下降。
3. 公司资产中与交通局往来款占比高，资金占用多。

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2014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2014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75.31%；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（83.33%）。

截至2014年底，公司合并资产总额255.35亿元，所有者权益113.48亿元；2014年实现营业收入28.44亿元，利润总额4.81亿元。

公司注册地址：宁夏银川市北环西路27号；法定代表人：张彪。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提

升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵

押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量M2余额同比增长12.2%;人民币贷款余额同比增长13.6%,比年初增加9.78万亿元,同比多增8900亿元;全年社会融资规模为16.46万亿元;12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%,比年初下降0.42个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

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;特许授权经营期一般为25~30年,具体由政府与投资者协商确定。

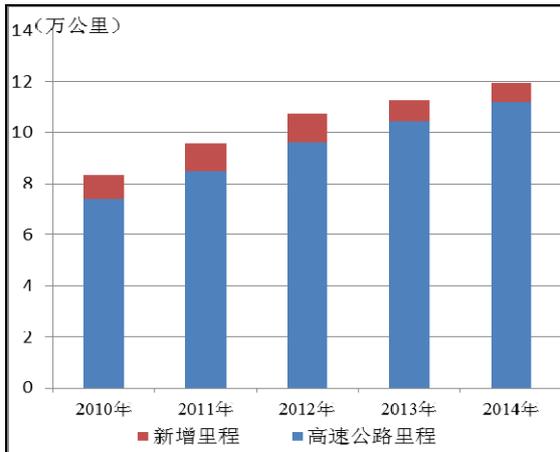
从收益看,高速公路收益一般都比较稳定。这主要是因为,一是各国都建立相关的法律、法规,从制度上确保了高速公路健康稳定的发展空间。二是高速公路使用周期长,资产折旧缓慢,维修费用不高,即使大修,亦不影响功能;三是具有稳定的营运创收体系,除了具有通行费收入外,还有服务区的维修、加油、加水、餐饮等服务项目以及广告收入;四是随着国民经济发展和生活水平的不断提高,汽车保有量逐渐上升,客运、货运需求不断增长,为高速公路提供了稳定的市场增长空间,确保了通行费收入的稳定性和增长性。

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2014年底的11.19万公里,年均复合增幅19.75%。目前中国高速公路总里程已超过美国居世界第1位。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50% 以上。根据交通运输部发布的 2014 年交通运输行业发展统计公报显示，2014 年全年完成公路建设投资 15460.94 亿元，比上年增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7818.12 亿元，增长 7.1%。普通国省道建设完成投资 4611.82 亿元，增长 18.9%。截至 2014 年底，全国公路总里程达 446.39 万公里，比 2013 年底增加 10.77 万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路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。

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宏观经济形势高度相关。

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。但受重大节假日免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。2012 年，全国公路客运量和货运量分别为 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%。

2013 年，根据交通运输业经济统计专项调查，对公路水路运输量的统计和推算方法进行了调整。2013 年全年全国营业性客运车辆完成公路客运量 185.35 亿人、旅客周转量 11250.94 亿人公里，按可比口径比上年分别增长 4.2% 和 1.0%，平均运距 60.70 公里。全国营业性货运车辆完成货运量 307.66 亿吨、货物周转量 55738.08 亿吨公里，按可比口径比上年分别增长 10.9% 和 11.2%，平均运距 181.16 公里。

2014 年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12084.10 亿人公里，比上年分别增长 3.0% 和 7.4%，平均运距 63.33 公里。全国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61016.62 亿吨公里，比上年分别增长 8.3% 和 9.5%，平均运距 183.08 公里。

整体看，宏观经济增长放缓导致公路行业景气度下降，但受益于私家车保有量增长和公路通车里程增长，公路客货运依然维持增长态势。

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“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意见的通知》，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。自2010年12月1日起，公司全部高速公路项目均执行此政策，对合法装载鲜活农产品的运输车辆免收车辆通行费。该政策对公司高速公路的营运收入产生一定的负面影响。

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。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准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”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，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管理。

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。根据各省市“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，高速公路建设欲望尤其强力，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，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

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《宁夏回族自治区2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年，全区实现生产总值2752.10亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值216.84亿元，增长5.4%；第二产业增加值1343.13亿元，增长9.2%；第三产业增加值1192.13亿元，增长6.9%。按常住人口计算，全区人均生产总值41834元，增长6.8%。三次产业增加值构成由2013年的8.2:48.9:42.9调整为2014年的7.9:48.8:43.3。三次产业对经济增长的贡献率分别由2013年的3.4%、66.5%和30.1%转变为2014年的5.1%、61.6%和33.3%。

2014年，全区完成固定资产投资3200.98亿元，比上年增长19.4%。其中，基本建设投资2084.60亿元，增长20.6%；更新改造投资363.80亿元，增长20.1%；房地产开发投资654.80亿元，增长17.1%。

2014年，全年完成公共财政预算总收入565.02亿元，比上年增长6.9%，完成地方公共财政预算收入339.81亿元，增长10.2%。

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，2014年底，宁夏全区公路总里程31276.23公里，较2013年底增长9.5%；其中高速公路合计1344公里，与上年持平。全年货物

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。

运输总量4.24亿吨，比上年增长0.9%。货物运输周转量877.33亿吨公里，下降3.9%。全年旅客运输总量0.92亿人，比上年增长10.1%；旅客运输周转量146.84亿人公里，增长13.6%。机场旅客吞吐量479.07万人次，增长10.3%。

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2014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。截至2014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，占宁夏高速公路总里程的75.31%。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。

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，公司管理体制无重大变化。

公司主要管理人员变动方面：2014年3月起，许学民同志不再担任公司董事长兼总经理。张彪同志接任公司董事长兼总经理。张彪，男，1964年11月出生，大学学历，汉族，中共党员。曾任宁夏汽车运输总公司工程师，宁夏自治区交通厅计划财务处科员、副处长、处长。现任宁夏交通投资有限公司董事长、总经理、法定代表人。

本次人事变动不会影响公司正常经营。

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 国道，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。

中郝	20.7
211 国道	61.1
合计	239.6

资料来源：公司提供

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

2012~2014 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 17.69 亿元。受宏观经济影响，2014 年部分路段通行费收入相比 2013 年有所下降。其中，姚叶、古王、石中南等高速公路因在夏季大幅度施工修整，对公路车流量影响较大，造成通行费收入下降较大。

表 2 公司主要公路 2013~2014 年车流量观测（单位：万辆次）

公路名称	2013 年 流量合计	2014 年 流量合计	2014 年 日均流量增长（%）
银古	1676	1975	17.84
古王	685	536	-21.75
石中北	542	446	-17.71
姚叶	1050	577	-45.05
石中南	670	510	-23.88
同沿	1486	1815	22.14
盐中	184	172	-6.52
中郝	359	384	6.96
合计	6652	6415	-3.56

资料来源：公司提供。

表 3 高速公路通行费收入情况

序号	公路名称	通行费收入（万元）			2012-2014 年复 合增长率（%）	2014 年在通行费收 入中的占比（%）
		2012 年	2013 年	2014 年		
1	银古	29841	30971	36488	10.58	20.62
2	古王	32665	33343	26087	-10.63	14.74
3	石中北	28663	25097	20650	-15.12	11.67
4	姚叶	33295	33713	18514	-25.43	10.46
5	石中南	19495	18105	13784	-15.91	7.79
6	同沿	11358	31196	38108	83.17	21.54
7	盐中	7443	9356	5526	-13.84	3.12
8	中郝	16603	16603	17792	3.52	10.05
9	211 国道	--	--	--	--	--
小计		186666	179363	176949	-2.64	100.00

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司一般公路通行费收入分别为 6.60 亿元、6.03 亿元和 6.00 亿元。

跟踪期内,公司通行费收入变化较小。2014年,公司实现营业收入28.44亿元,其中公路运营收入合计28.03亿元(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2.27%和0.88%。

3. 公司主要在建项目投资情况

公司作为宁夏回族自治区唯一的高速公路运营公司,参与建设的重点项目主要是公司下属高速公路的整修和扩建。

截至2014年底,公司主要在施项目主要是211国道整修,同沿、盐中高速整修和扩建项目。上述项目总投资160.74亿元,截至2014年底已投资129.26亿元,尚需投资31.48亿元,资金来源主要是公司经营收入和财政拨款。未来,公司筹资压力较小。

表4 截至2014年底公司代建模式下主要在施及拟建项目情况 (单位:亿元)

项目情况	项目名称	总投资	截至2014年	
			底累计完成投资	预计完工时间
在施项目	211国道	61.16	39.27	2018年
	同沿高速	56.31	56.31	2015年
	盐中高速	43.27	33.68	2017年

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保持较大规模,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2014年底,募集资金已全部完成使用。

公司于2011年发行15亿元公司债券“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2014年底,募集资金中13.01亿元已按计划完成使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014年审计报告经北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)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。

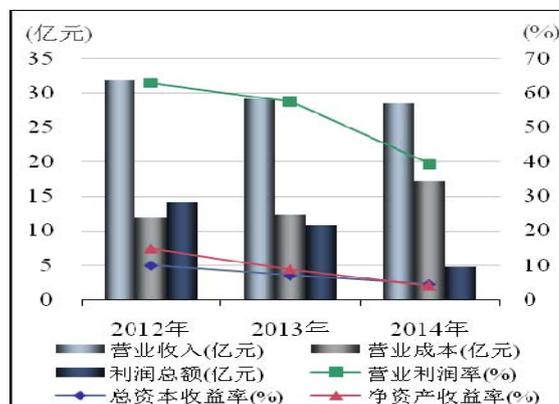
截至2014年底,公司合并资产总额255.35亿元,所有者权益113.48亿元;2014年实现营业收入28.44亿元,利润总额4.81亿元。

2. 盈利能力

2014年公司实现营业收入合计28.44亿元,同比下降2.26%;其中公路运营收入合计28.03亿元。同期,公司营业成本合计17.18亿元,因多条高速公路大修,营业成本较上年大幅增长39.31%。2012~2014年公司营业利润率逐年有所下降,三年分别为62.77%、57.46%和39.43%,公司盈利能力虽然有所下降,但仍然较强。

期间费用方面,公司期间费用主要为财务费用,2014年公司期间费用合计6.26亿元,较2013年增长3.31%;其中财务费用合计6.12亿元,较上年增加3.44%。

图1 公司2012~2014年收入利润变化情况



资料来源:审计报告

盈利指标方面,2012~2014年,公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为6.32%和7.70%,2014年分别为4.46%和4.14%,均有所下降,但仍维持在较好水平。

总体来看,2014年公司在营业收入略有下降的情况下,营业成本较上年大幅增长,造成公司整体盈利能力弱化,但整体仍保持较高水平。

3. 现金流

经营活动方面,2014年公司经营活动产生的现金流入30.38亿元,较上年下降12.36%;其中销售商品、提供劳务收到的现金29.22亿元,较2013年下降0.64%。公司现金收入比为102.73%,较上年提高1.68个百分点,公司收入实现质量较好。收到其他与经营活动有关的现金1.16亿元,较上年大幅下降77.98%。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和流出不在公司的现金流量表投资活动中反映,而是计入收到和支付其他与经营活动有关的现金科目。2014年,公司经营活动现金流出合计15.88亿元,较2013年大幅上升113.55%。2014年,公司经营活动产生的现金流净额为14.49亿元,较上年下降46.76%。

投资活动方面,2014年,投资活动产生的现金流入合计15.30亿元,较上年下降8.04%,其构成主要为收回投资收到的现金。公司投资活动产生的现金流出合计16.38亿元,构成主要为投资支付的现金(购买理财产品),2014年为15.14亿元。

筹资活动方面,2014年,公司筹资活动现金流主要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。同期,公司筹资活动现金流入合计7.95

亿元,较上年同期上升21.37%。筹资活动现金流出合计24.29亿元,同比下降12.00%。2014年,公司筹资活动现金净流量为-16.34亿元,表现为净流出。

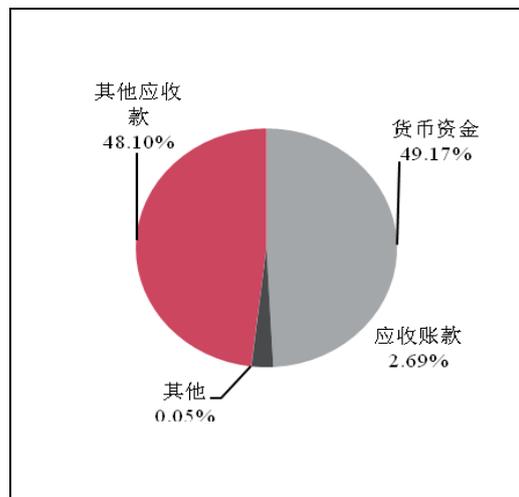
总体看,公司筹资压力不大,经营活动获现能力强,能够满足公司投资资金需求。

4. 资产构成及资产质量

截至2014年底,公司资产总额合计255.35亿元,同比小幅下降2.08%,资产总额中流动资产占18.31%,非流动资产占81.69%,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2014年底公司流动资产构成



资料来源:审计报告

截至2014年底,公司流动资产合计46.76亿元,同比下降0.79%。从结构看,公司流动资产主要由货币资金(占49.17%)和其他应收款(占48.10%)构成。

跟踪期内,公司货币资金有所下降,同比下降10.84%,截至2014年底合计22.99亿元,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。

跟踪期内,公司应收账款同比减少33.18%,截至2014年底合计1.26亿元,主要为应收下属各公路收费站应缴通行费。从账龄来看,公司应收账款全部为账龄一年以内的,账龄较短,但欠款单位较分散,回款有一定难度。公司未计

提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款余额22.49亿元，同比上升16.06%。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，其中合计10.79亿元的款项将于相关公路资产决算完成转入固定资产时予以冲销。公司未对其他应收款计提坏账准备。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产合计208.59亿元，同比下降2.36%。从结构看，公司非流动资产中固定资产（占56.28%）和在建工程（占43.72%）构成。

跟踪期内，公司固定资产有所下降，同比下降4.98%，截至2014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115.99亿元，同比下降4.98%，其中公路资产占比95.64%。

跟踪期内，公司在建工程有所增长，同比增长1.59%，截至2014年底为90.09亿元，主要为同沿、盐中和国道211等高速公路。

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，非流动资产主要为公路资产，构成较为稳定；流动资产中货币资金充足，但受限货币资金占比较高，流动性一般；公司整体资产质量较好。

5. 负债构成及负债水平

截至2014年底，公司所有者权益合计113.48亿元（含少数股东权益0.04亿元），同比下降5.67%。主要是因向自治区交通厅分红，未分配利润下降6.29亿元。公司所有者权益中实收资本占12.61%、资本公积占74.39%、盈余公积占7.09%、未分配利润占5.91%，公司所有者权益稳定性较好。

跟踪期内，公司负债总额有所上升，截至2014年底，公司负债合计141.87亿元，其中流动负债占3.27%，非流动负债占96.73%，构成以非流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债有所下降，同比

下降1.11%，截至2014年底，公司流动负债合计4.64亿元，主要由应付账款（占48.92%）、应付利息（占13.15%）和其他应付款（占26.90%）构成，公司流动负债构成较上年变化不大。

跟踪期内，公司应付账款波动中有所下降，同比下降3.12%，截至2014年底，公司应付账款合计2.27亿元。

跟踪期内，公司其他应付款同比上升79.36%，截至2014年底为1.25亿元，公司应付账款主要系与交通运输厅往来款。

跟踪期内，公司非流动负债同比增长1.07%，截至2014年底，公司非流动负债合计137.23亿元，主要由长期借款（占82.80%）和应付债券（占16.72%）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，跟踪期内，公司全部债务同比增长0.59%，截至2014年底，公司全部债务合计136.57亿元，全部为长期债务，公司有息债务结构比较符合行业特点。2012~2014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54.05%、54.10%和55.08%，截至2014年底分别为54.62%、54.62%和55.56%，较2013年均稍有上升。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，有息债务规模有所增长，债务负担有所加重，但仍处于适宜水平。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率同为1008.11%。同期，公司经营现金流流动负债比为312.50%，同比下降267.05个百分点。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为11.26亿元，EBITDA利息倍数三年均值为2.24倍，2014年为1.75倍；同期全部债务/EBITDA倍数均值为9.43倍，2014年为12.13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。2014年，公司EBITDA为11.26亿元，为上述待偿还债券的0.49倍；2014年，公司经营活动现金流入量和现金净流量分别为30.38亿元和14.49亿元，分别是待偿还债券的1.32倍和0.63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。

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。宁夏交通厅对公司提供的流动性支持将进一步提高公司的偿债能力。

截至2014年底，公司无对外担保。

截至2014年底，公司共拥有银行授信90.12亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

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2015年6月17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。

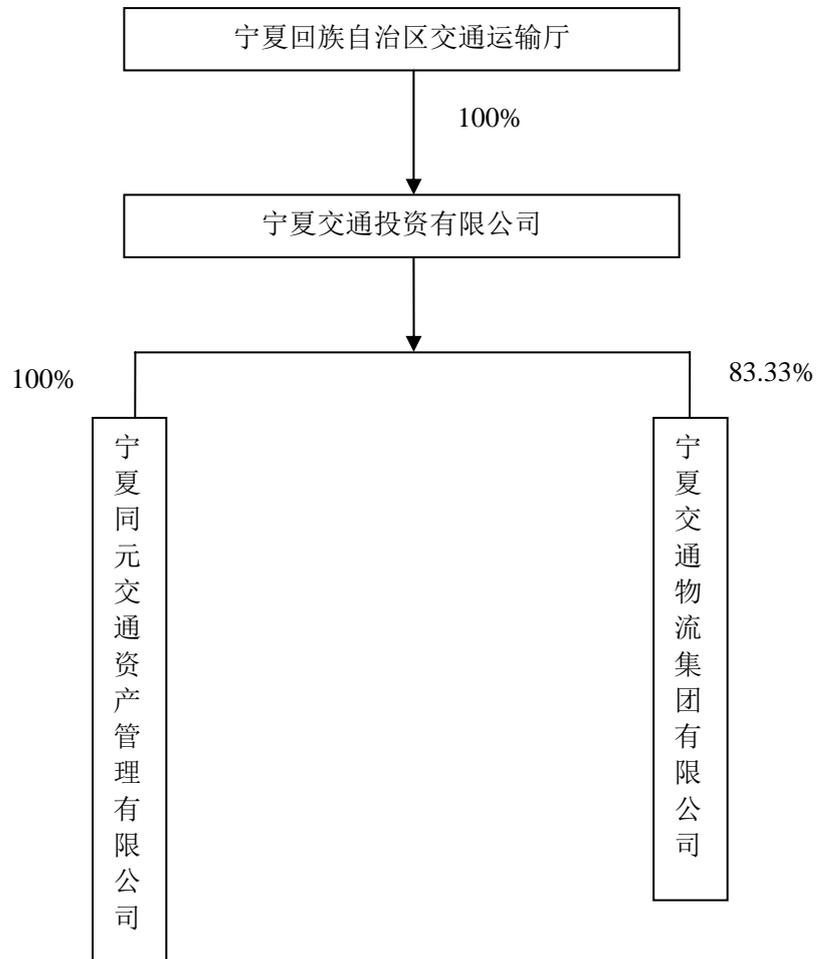
十、债权保护条款

“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。

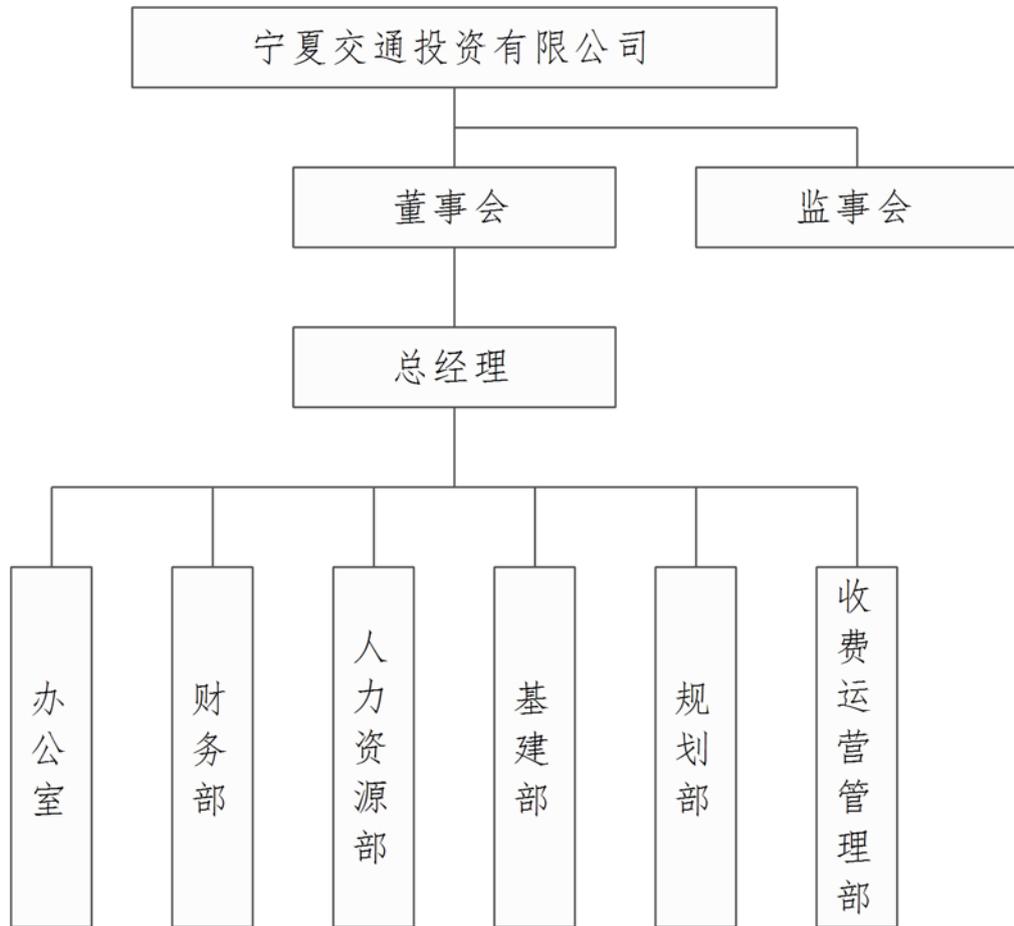
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11宁交通债/11宁交通”AA⁺的信用等级，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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.94	25.78	22.99
资产总额(亿元)	213.83	260.77	255.35
所有者权益(亿元)	94.70	120.30	113.48
短期债务(亿元)	0.50	0.50	--
长期债务(亿元)	112.55	135.27	136.57
全部债务(亿元)	113.05	135.77	136.57
营业收入(亿元)	31.82	29.10	28.44
利润总额(亿元)	14.06	10.75	4.81
EBITDA(亿元)	20.74	17.90	11.26
经营性净现金流(亿元)	22.92	27.22	14.49
财务指标			
销售债权周转次数(次)	16.41	15.78	18.13
存货周转次数(次)	617.64	2399.83	6686.28
总资产周转次数(次)	0.16	0.12	0.11
现金收入比(%)	100.90	101.05	102.73
营业利润率(%)	62.77	57.46	39.43
总资本收益率(%)	9.97	6.97	4.46
净资产收益率(%)	14.82	8.90	4.14
长期债务资本化比率(%)	54.31	52.93	54.62
全部债务资本化比率(%)	54.42	53.02	54.62
资产负债率(%)	55.71	53.87	55.56
流动比率(%)	815.79	1004.81	1008.11
速动比率(%)	815.70	1004.70	1008.11
经营现金流动负债比(%)	400.03	580.45	312.50
EBITDA 利息倍数(倍)	3.11	2.50	1.75
全部债务/EBITDA(倍)	5.45	7.59	12.13

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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