

# 信用等级公告

联合〔2020〕1762号

---

联合资信评估有限公司通过对宁夏交通投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁夏交通投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“07 宁交通债”的信用等级为 AAA，“11 宁交通债/11 宁交通”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十九日



# 宁夏交通投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

## 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
07 宁交通债	AAA	稳定	AAA	稳定
11 宁交通债 /11 宁交通	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

## 跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
07 宁交通债	8 亿元	3.5 亿元	2022/9/6
11 宁交通债 /11 宁交通	15 亿元	15 亿元	2021/4/27

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 19 日

## 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果:

指示评级	a	评级结果	AA <sup>+</sup>	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由			调整子级	
政府支持			4	

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

宁夏交通投资集团有限公司(以下简称“公司”)是宁夏回族自治区(以下简称“自治区”)高速公路建设、管理、养护及运营的唯一实施主体,区域垄断优势明显。跟踪期内,公司继续得到自治区政府在资金拨付、资产注入及财政补贴等方面的大力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到期间费用对公司利润侵蚀严重、资产流动性弱、未来项目投资规模大、业务经营受新冠疫情影响大等可能对其信用水平产生不利的影响。

“07 宁交通债”由中国工商银行股份有限公司(以下简称“工商银行”)提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,工商银行的主体长期信用等级为 AAA,其担保有效提升了“07 宁交通债”的偿付安全性。

未来,随着自治区高速公路路网的持续完善及公司在建项目的陆续建成通车,公司通行费收入有望增长。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>,维持“11 宁交通债/11 宁交通”的信用等级为 AA<sup>+</sup>,“07 宁交通债”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

## 优势

- 跟踪期内,自治区经济稳步发展,持续获得中央政府大规模补助,公司的外部发展环境良好。
- 公司作为自治区高速公路建设、管理、养护及运营的唯一实施主体,区域垄断优势明显,并持续获得自治区政府在资金拨付、资产注入及财政补贴等方面的支持。
- “07 宁交通债”由工商银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提升了“07 宁交通债”的偿付安全性。

## 关注

- 公司资产构成以固定资产和在建工程为主,其他应收款对公司资金占用明显,流动性弱,资产质量一般。
- 公司未来投资规模大,存在较大的资本支出压力。
- 公司期间费用对利润侵蚀严重。
- 受疫情期间免收高速公路车辆通行费影响,2020 年上

半年公司收入规模降幅明显。

分析师：文中 章进

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	7.84	29.84	28.89
资产总额(亿元)	702.43	798.08	894.62
所有者权益(亿元)	30.41	326.81	366.61
短期债务(亿元)	0.44	13.95	13.75
长期债务(亿元)	382.43	427.81	486.59
全部债务(亿元)	382.87	441.77	500.34
营业收入(亿元)	2.82	25.28	28.39
利润总额(亿元)	0.33	0.66	4.25
EBITDA(亿元)	1.25	13.83	17.95
经营性净现金流(亿元)	1.53	10.66	8.83
现金收入比(%)	110.65	58.45	95.59
营业利润率(%)	33.55	52.55	60.02
净资产收益率(%)	0.71	0.13	1.08
资产负债率(%)	95.67	59.05	59.02
全部债务资本化比率(%)	92.64	57.48	57.71
流动比率(%)	2945.16	327.35	403.17
速动比率(%)	2945.12	327.34	402.43
经营现金流流动负债比(%)	53.87	28.43	28.39
现金短期债务比(倍)	17.82	2.14	2.10
全部债务/EBITDA(倍)	306.52	31.94	27.86
EBITDA利息倍数(倍)	5.05	0.71	0.94
公司本部(母公司)			
项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	688.18	781.10	873.09
所有者权益(亿元)	28.52	324.16	363.51
全部债务(亿元)	16.15	433.59	493.78
营业收入(亿元)	0.00	21.96	23.67
利润总额(亿元)	0.09	0.21	3.56
资产负债率(%)	95.86	58.50	58.37
全部债务资本化比率(%)	36.16	57.22	57.60
流动比率(%)	31365.80	326.70	445.85
经营现金流流动负债比(%)	-30.98	26.28	28.45

注：公司未提供2017年财务数据，2017年数据为2018年度审计报告期初数，利息支出为分配股利、利润或偿付利息支付的现金；其他非流动负债、长期应付款中有息部分已调入长期债务核算。

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
07宁交通债	AAA	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/6/20	文中章进	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
11宁交通债/11宁交通	AA <sup>+</sup>						
07宁交通债	AAA	AA <sup>+</sup>	稳定	2014/6/27	王玮王冰	<a href="#">收费公路、桥梁和隧道项目债券评级方法研究(2014年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
11宁交通债/11宁交通	AA <sup>+</sup>						
11宁交通债/11宁交通	AA	AA	稳定	2010/1/2/2	刘雪城潘诗湛	<a href="#">《资信评级原理》企业主体评级方法(2009)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
07宁交通债	AAA	AA	稳定	2010/6/21	潘诗湛	<a href="#">《资信评级原理》企业主体评级方法(2009)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
07宁交通债	AAA	AA <sup>-</sup>	稳定	2007/6/7	刘雪城王佳	<a href="#">债券资信评级方法(2003)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由宁夏交通投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性和完整性的要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 宁夏交通投资集团有限公司2020年跟踪评级报告

## 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（以下简称“联合资信”）关于宁夏交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为200.00亿元，宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）是公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司对组织架构进行了优化。截至2019年底，公司内设党群人事部、综合办公室、财务资金部、工程管理部、法审风控部、战略发展部、经营管理部、安全应急部等8个职能部门；拥有纳入合并范围一级子公司7家。

截至2019年底，公司资产总额894.62亿元，所有者权益366.61亿元（其中少数股东权益1.36亿元）；2019年，公司实现营业收入28.39亿元，利润总额4.25亿元。

公司注册地址：银川市金凤区北京中路175号交通厅办公楼4、5、7、9层；法定代表人：勾红玉。

## 三、存续债券及其募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券“07宁交通债”和“11宁交通债/11宁交通”余额合计18.50亿元，详见表1。跟踪期内，公

司已按时足额支付存续债券当期利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
07宁交通债	3.50	2007/9/6	10+5	5.35
11宁交通债/11宁交通	15.00	2011/4/27	5+5	6.10

资料来源：联合资信整理

“07宁交通债”募集资金8.00亿元，全部用于同心至沿川子公路项目和盐池至中宁公路项目；“11宁交通债/11宁交通”募集资金15.00亿元，其中12.00亿元用于孟家湾至营盘水（宁甘界）公路项目、同心至沿川子公路项目、盐池至中宁公路项目，3.00亿元用于补充营运资金。截至报告出具日，募集资金均已按照计划使用完毕；募投项目均已完工。

## 四、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016-2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8

规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅**

**下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落

3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改

革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再

贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实

施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

### (1) 行业概况

依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量

136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2% 和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0% 和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4% 和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，同比增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占比 93.08%。

### (2) 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017 年 7 月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019 年，中国收费公路专项债发行规模同比增长 103.51% 至 1525.51 亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018 年 12 月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、

二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

### （3）行业特点

**行业周期性较弱，抗风险能力较强。**从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

**投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。**高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

**行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。**高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

**收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。**2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增加 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

### （4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通

行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自2020年5月6日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划(2013—2030年)》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

## 2. 区域经济环境

**跟踪期内，宁夏回族自治区经济稳步发展，产业结构不断优化，但固定资产投资下降，其中基础设施投资降幅较大；2019年自治区财政自给率进一步下降，税收收入降幅较大，财政资金平衡对中央补助及政府债务收入依赖明显；自治区整体债务负担重。**

公司是宁夏回族自治区（以下简称“自治区”）范围内高速公路建设、管理、养护及运营的唯一主体，区域垄断优势显著；自治区的经济发展水平及未来规划对公司发展影响大。

根据《2019年宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2019年自治区实现地区生产总值(GDP)3478.48亿元，按可比价计算，比上年增长6.5%。分产业看，第一产业增加值279.93亿元，增长3.2%；第二产业增加值1584.72亿元，增长6.7%；第三产业增加值1883.83亿元，增长6.8%。三次产业结构调整为7.5：42.3：50.2。2019年，自治区全体居民人均可支配收入24412元，比上年增长9.0%。

2019年，自治区固定资产投资比上年下降11.1%；其中，固定资产投资（不含农户）下降10.3%。固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资较上年下降8.2%；第二产业投资下降3.9%；第三产业投资下降14.7%；工业投资较上年下降3.9%，基础设施投资下降11.2%，民间固定资产投资下降13.6%。

2019年，自治区全年货物运输总量4.37亿吨，货物运输周转量710.31亿吨公里；其中公路运输总量3.44万吨，运输总周转量437.39万吨。全年全区旅客运输总量0.61亿人，较上年下降5.6%，旅客运输周转量158.57亿人公里，增长4.7%；其中公路旅客运输总量和运输周转量分别为4905.00万人和46.01亿人公里，比上年分别下降8.18%和3.06%。截至2019年底，全区民用汽车保有量158.58万辆，比上年末增长8.9%。其中，私人汽车保有量143.81万辆，增长8.5%；民用轿车保有量76.17万辆，增长8.0%。

根据《宁夏回族自治区2019年预算执行情况报告和2020年预算草案的报告》，2019年自治区一般公共预算收入完成423.6亿元，剔除减税降费因素，同口径增长7%以上；其中，税收收入267.5亿元（占63.15%），较上年下降10.3%；同期一般公共预算支出完成1438.4亿元，比上年增长1.4%；财政自给率较上年下降1.62个百分点至29.45%，主要依靠上级补助和政府债务收入平衡。2019年，自治区收到中央补助收入890.2亿元，政府债务收入375亿元，中央政府支持力度大。2019年自治区政府性基金收入完成118.4亿元，较上年下降2.3%；其中，国有

土地使用权出让收入完成82.4亿元,增长0.9%。

截至2019年底,自治区政府债务限额1867亿元,债务余额1654.9亿元;其中一般债务占71%,专项债务占29%。2019年底自治区政府债务率为115.55%,政府债务负担重。

## 六、基础素质分析

**公司是宁夏自治区唯一高速公路建设、管理、养护及运营主体,跟踪期内继续得到政府在资金拨付、资产注入和财政补贴等方面的支持。**

公司是经自治区政府批准成立,宁夏国资委履行出资人职责的自治区唯一高速公路建设、管理、养护及运营主体,其业务在自治区范围内具有天然垄断性。截至2019年底,公司下辖已建成通车高速公路30条(国高网22条、省网8条),合计通车里程1857.95公里。

根据财建〔2018〕595号、财建〔2019〕725号,自治区政府将中央财政提前下达的2019年车辆购置税交通专项预算资金合计15.56亿元拨付公司,用于项目建设、取消高速公路收费省界收费站和系统建设改造补助;根据宁审企调报〔2019〕4号,移交公路资产合计20.12亿元,系竣工决算报告差额调整;上述拨付资金、资产注入均计入“资本公积”。

根据宁财(建)指标〔2019〕115号、447号,自治区财政厅拨付公司政府专项债券资金合计45.38亿元,用于项目建设,上述资金未来需公司还本付息,计入“长期借款”。

2019年,公司收到自治区交通运输厅拨付的资金1.06亿元,冲减“应收账款及其他应收款”;收到财政补贴资金96.10万元,计入“营业外收入”。

根据公司提供的截至2020年5月8日中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码G10370102004708300),公司本部无未结清的关注类和不良/违约类信贷信息,存在4笔已结

清不良/违约类贷款(最近一笔结清日期为2006年3月10日)。

## 七、管理分析

**跟踪期内,除高管变更,公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。**

跟踪期内,公司副总经理和财务总监履新。

涂克成先生,1971年生,在职大学学历。历任湖南省岳阳经济开发区副调研员、通海路工委书记、武广铁路客运专线岳阳站工程建设指挥部副指挥长、开发区工委委员、管委会副主任,湖南省岳阳市水利建设投资有限公司董事长等职务,银川经济技术开发区管委会副主任(挂职),湖南省岳阳市城市建设投资集团有限公司党委副书记、总经理;现任公司副总经理。

吴军先生,1973年生,研究生学历。历任宁夏农垦企业(集团)有限公司财务结算中心副主任、财务结算中心副主任(部门正职级)、资产管理部经理、审计部经理等职务;现任公司财务总监。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司收入以通行费收入为主;2019年受车流量增长及公司新通车高速公路影响,收入规模及综合毛利率水平均有所增长。**

2019年,公司实现营业收入28.39亿元,其中通行费收入23.66亿元(占83.37%),同比增长12.27%,系车流量增长及新通车高速公路影响所致;同期,技术服务、维修保养等业务发展持续向好,分别实现收入1.13亿元和0.59亿元;租赁业务实现收入1.19亿元,较上年降幅较大主要系出租率下降所致;其他业务实现收入1.82亿元,增幅较大主要系公司整合物流资源,运输业务增长较快所致。

表3 公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	--	--	--	21.96	86.87	57.41	23.66	83.37	70.37
租赁	1.34	47.69	42.13	1.49	5.89	38.24	1.19	4.20	17.54
技术服务	0.57	20.35	22.51	0.73	2.90	27.63	1.13	3.98	9.54
维修保养	0.32	11.42	22.51	0.12	0.47	-33.19	0.59	2.07	40.11
其他	0.58	20.54	37.93	0.98	3.88	45.92	1.82	6.41	15.93
<b>合计</b>	<b>2.81</b>	<b>100.00</b>	<b>37.37</b>	<b>25.28</b>	<b>100.00</b>	<b>54.55</b>	<b>28.39</b>	<b>100.00</b>	<b>61.61</b>

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供

毛利率方面,受高速公路业务毛利率增长影响,2019年公司综合毛利率上升为61.61%;同期高速公路、租赁及技术服务业务毛利率分别为70.37%、17.54%和9.54%。

## 2. 业务经营分析

2019年,受公司高速公路车流量增长及新通车高速公路影响,公司通行费收入规模持续增长,已通车高速公路日均车流量较少,收费标准低;公司在建及拟建项目投资规模大,存在较大的资本支出压力。受新冠疫情影响,2020年上半年公司通行费收入规模降幅明显。

公司是自治区高速公路唯一建设、管理、运营及养护的实施主体,核心业务在自治区范围内具有垄断优势。截至2019年底,公司下辖30条高速公路(国高网22条、省网8条),合计通车里程1857.95公里;收费权期限均为20年;其中2019年新通车国高网京藏贺兰互通至永宁、京藏滚泉至小洪沟路段。日均车流量较高的路段主要是姚叶高速公路、银古高速公路、叶中高速公路、古王高速公路、同沿高速公路,2019年日均车流量分别为3.00万辆、8.38万辆、2.44万辆、2.52万辆和4.84万辆,均较上年有所增长。

表4 截至2019年底公司下辖高速公路运营情况(单位:公里、年、万辆)

路段名称	起止点	通车里程	通车时间	高速公路性质	收费权期限	2018年日均车流量	2019年日均车流量
姚叶高速公路	姚伏镇至叶盛西	84.00	1999.11	国高	20	2.70	3.00
麻姚高速公路	麻黄沟至姚伏	74.80	2001.8	国高	20	1.27	1.30
叶中高速公路	叶盛镇至中宁县	95.20	2001.8	国高	20	1.39	2.44
中郝高速公路	中宁至郝家集	99.00	2002.12	国高	20	0.68	0.74
古王高速公路	古窑子至王圈梁	94.00	2001.10	国高	20	1.58	2.52
银古高速公路	古窑子至银川	74.59	2003.8	国高	20	6.70	8.38
同沿高速公路	同心至沿川子	186.56	2007.12	国高	20	3.14	4.84
东毛高速公路	东山坡至毛家沟	50.24	2016.3	国高	20	0.88	1.07
固原至西吉高速	固原至西吉	46.51	2016.12	省高	20	0.62	0.54
银川至中宁高速	银川至中宁	60.97	2016.3	国高	20	1.19	0.95
石嘴山至银川高速	石嘴山至银川	41.44	2010.11	国高	20	0.58	1.13
304盐红高速公路	盐池至红井	18.36	2015.12	省高	20	0.11	0.10
石坝至河东机场高速	石坝至河东机场	23.20	2008.10	国高	20	0.49	0.67
机场至灵武高速公路	机场至灵武			国高	20		
银巴高速公路	银川至巴彦浩特	32.53	2011.11	国高	20	0.29	0.28
盐中高速公路	中宁至盐池	178.47	2008.2	国高	20	0.79	0.71

中孟高速公路	中宁至孟家湾	63.88	2006.10	国高	20	0.67	0.80
孟营高速公路	孟家湾至营盘水	60.29	2006.10	国高	20	0.65	0.81
国道 211 线灵武至甜水堡	灵武至甜水堡	147.72	2011.1	国高	20	2.78	2.24
桃同高速公路	桃山口至同心	26.68	2007.12	国高	20	0.74	0.97
西北环高速公路	银川绕城西北端	35.76	2008.8	国高	20	0.93	1.39
黑海高速公路	黑城至海原	53.46	2016.6	省高	20	0.33	0.54
彭青高速公路	彭阳至青石嘴	33.93	2015.12	省高	20	0.25	0.38
344 线青石嘴至泾源	青石嘴至泾源	27.91	2016.12	国高	20	0.14	0.18
石平路	崇岗至平罗	20.45	2018.9	省高	20	0.43	0.42
同海路	高崖至海原	48.39	2018.9	省高	20	0.25	0.27
京藏贺兰互通至永宁	贺兰至永宁	40.91	2019.11	国高	20	--	0.05
京藏滚泉至小洪沟	滚泉至桃山	69.86	2019.9	国高	20	--	0.09
石平路	崇岗至平罗	20.45	2018.9	省高	20	0.43	0.42
同海路	高崖至海原	48.39	2018.9	省高	20	0.25	0.27
合计		1857.95	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

收费标准方面，根据自治区交通厅网站公开数据，目前自治区高速公路轿车、客车收费标准系根据宁价费发〔2005〕130 号文件执行（详见表 5），至今均未做调整，收费标准全国最低，小轿车为 0.30 元/车·公里，远低于全国平均水平 0.45 元/车·公里以及西部地区平均水平 0.43 元/车·公里；同时对 ETC 缴费车辆给予 5.00% 的优惠。

2019 年 11 月 14 日，自治区交通运输厅下发宁交办发〔2019〕211 号文件，调整高速公路货运车辆按车（轴）型收费标准（见表 5）；车辆的轴型认定标准按照《中华人民共和国交通运输行业标准》（JT/T489—2019）（收费公路车辆通行费车型分类）执行，6 轴以上大件运输货车/专项运输车按照 6 类货车标准计费。根

据《交办公路〔2019〕83 号）文件规定，ETC 车辆通行费计费单位精确到分。上述文件自 2020 年 1 月 1 日起执行。

2019 年 12 月 23 日，自治区交通运输厅下发宁交办发〔2019〕223 号文件，明确宁夏红崖子黄河公路大桥车辆通行费收费标准（见表 6），专业作业车统一按 4 类货车（4 轴）收费标准收费；收费期限拟定为 30 年，每运行 10 年，自治区交通主管部门和价格主管部门可根据该项目实际运营情况，按照相关法律法规程序，对收费标准作出适当调整。上述文件自 2019 年 12 月 25 日起执行。宁夏红崖子黄河公路大桥由控股子公司宁夏红崖子黄河公路大桥建设管理有限公司运营，已于 2020 年 5 月正式通车收费。

表 5 自治区高速公路收费标准

车辆分类	轿车、客车		货车		
	车型规格	收费标准 (元/公里)	总轴数 (含悬浮轴)	总质量限值 (吨)	收费标准(元 /公里)
1 类	≤9 座	0.3	2 轴（车长小于 6 米且最大允许总质量 4.5 吨）	4.5	0.30
2 类	10 座~19 座	0.5	2 轴（车长 6 米以上且最大允许总质量不小于 4.5 吨）	18	0.95
3 类	20 座~39 座	0.7	3 轴	27	1.30
4 类	≥40 座	0.85	4 轴	36	1.65
5 类	--	--	5 轴	43	1.85
6 类	--	--	6 轴	49	2.20

资料来源：联合资信根据公开数据整理

表 6 宁夏红崖子黄河公路大桥车辆通行费收费标准 (单位: 元/车次)

车辆分类	客车		货车	
	车型规格	收费标准	车型规格	收费标准
1类	≤9座	10	2轴(车长小于6米且最大允许总质量4.5吨), 限载4.5吨	10
2类	10座~19座	12	2轴(车长6米以上且最大允许总质量不小于4.5吨), 限载17吨	20
3类	20座~39座	20	3轴, 限载25吨	30
4类	≥40座	25	4轴, 限载35吨	33
5类	--	--	5轴, 限载43吨	38
6类	--	--	6轴, 限载49吨	38

资料来源: 联合资信根据公开数据整理

根据交通运输部《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》,自2020年2月17日0时起,至疫情防控工作结束,全国收费公路对所有车辆免收车辆通行费;5月6日起已恢复收费。根据公司提供资料,2020年2月17日至5月6日,公司累计免收高速公路通行费8.04亿元;叠加春节延长小型客车免费时间9天,整个疫情期间公司累计共减免通行费8.16亿元,对当期收入影响较大。

截至2019年底,公司在建的主要高速公路项目8个,合计建设里程640.98公里,总投资452.88亿元,累计已完成投资261.90亿元,2020

年和2021年拟分别投资42.40亿元和15.93亿元。资金筹措方面,主要来源于政府拨付的资本金、自筹资金、银行贷款等;截至2019年底,在建高速公路项目累计到位资金155.42亿元。此外,公司通过PPP模式以联合体的方式参与银川至百色公路宁东至甜水堡段工程,项目总投资66.00亿元,公司尚需投资约1.00亿元,预计2020年通车。

公司拟建项目主要为银昆高速公路项目,预计总投资270.00亿元,目前尚处于早期阶段,拟采用PPP模式,公司预计投资54.00亿元。

表 7 截至 2019 年底公司主要在建项目情况 (单位: 公里、亿元)

项目名称	建设里程	总投资	已投资	2020 年拟投资	2021 年拟投资
S25 泾源至华亭高速	13.87	9.22	7.74	0.30	0.20
银昆高速银川河东国际机场段改线	22.00	8.27	7.32	0.30	0.20
京藏高速石嘴山至中宁段改建	284.29	221.35	145.37	9.50	2.00
S60 西吉至会宁	47.58	39.44	22.65	9.50	1.00
乌玛青铜峡至中卫段	132.52	79.42	22.33	22.00	12.00
石银高速石嘴山至平罗联络线	21.40	21.21	16.95	0.10	0.10
青银高速银川至宁东段改线	70.98	49.39	23.62	0.20	0.30
省道 103 线同心至海原公路	48.34	24.58	15.92	0.50	0.13
合计	640.98	452.88	261.90	42.40	15.93

资料来源: 公司提供

### 3. 未来发展

公司未来将以服务自治区综合交通运输体系发展为中心,提升交通及相关产业竞争力为主要目标,以“四个主体”的功能定位为基础,构建和发展交通运输基础设施“投融资管养运”一体化的主导产业,按照“有产业、有

规模、可持续、市场化”的发展路径,着力推动“四个转变”,切实做好“五个保障”,全面深化国有企业改革,促进集团综合效益的全面提升和可持续发展。积极拓展交通运输相关产业的多元化业务,服务自治区综合交通运输体系发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司7家。2019年，公司合并范围新增3家子公司，分别为宁夏交投高速公路管理有限公司、宁夏交投工程建设管理有限公司和宁夏交投科技发展有限公司，均为新设子公司；宁夏公路工程监理咨询公司不再纳入合并范围；上述公司资产及收入规模均较小，对公司财务数据可比性影响小。

截至2019年底，公司资产总额894.62亿元，所有者权益合计366.61亿元（其中少数股东权益1.36亿元）；2019年，公司实现营业收入28.39亿元，利润总额4.25亿元。

### 2. 资产质量

**跟踪期内，公司资产规模稳定增长，主要由固定资产和在建工程构成，符合行业特点；同时与政府部门往来款规模大，对公司资金占用明显。公司整体资产质量一般，流动性弱。**

2019年底，公司资产总额894.62亿元，较2018年底增长12.10%。从资产结构看，公司资产仍以非流动资产为主，流动资产占比略有下降，2019年底流动资产和非流动资产分别占比14.06%和85.94%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.84	3.74	28.88	3.23
其他应收款	70.34	8.81	67.87	7.59
<b>流动资产</b>	<b>122.76</b>	<b>15.38</b>	<b>125.77</b>	<b>14.06</b>
固定资产	461.72	57.85	482.12	53.89
在建工程	188.99	23.68	259.24	28.98
<b>非流动资产</b>	<b>675.32</b>	<b>84.62</b>	<b>768.85</b>	<b>85.94</b>
<b>资产总额</b>	<b>798.08</b>	<b>100.00</b>	<b>894.62</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年底，公司流动资产125.77亿元，较2018年底增长2.45%，主要由货币资金、预付款项和其他应收款构成。2019年底，公司货币资金28.88亿元，构成以银行存款（占99.34%）为主，受限货币资金0.19亿元，为保函及履约保证金；预付款项16.10亿元，较上年底增长31.89%，系预付给项目施工方的款项增长所致（账龄1年以内的占99.94%）。2019年底，公司其他应收款67.87亿元，较上年底略有下降，主要是应收自治区财政厅的往来款（占90.14%），集中度很高且回收风险小，账龄集中在1—2年，但对公司资金占用明显；其他流动资产11.98亿元，较上年底增长25.91%，系购买银行理财产品及待抵扣增值税进项税额增加所致，期末银行理财产品占81.62%。

2019年底，公司非流动资产768.85亿元，较上年底增长13.85%，主要系固定资产和在建工程增长。2019年底，公司固定资产482.12亿元，较上年底增长4.42%，系当期新通车两条高速公路转固所致。在建工程259.24亿元，较上年底增长37.17%，系对高速公路项目的持续投入；公司在建的高速公路收费权已全部质押。

### 3. 负债及所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益持续增长，股本和资本公积占比很高，受自治区政府拨付专项债券资金及新增借款影响，公司负债规模增长，整体债务负担较重。**

#### 所有者权益

2019年底，公司所有者权益366.61亿元，较2018年底增长12.18%，主要系收到财政部下发自治区的2019年车辆购置税交通预算专项资金所致。2019年底，公司实收资本200.00亿元（占54.55%），较上年底下降37.45%，系公司将超过注册股本的资金转入资本公积所致；受股本资金转入、车辆购置税交通预算专项资金注入及移交公路资产影响，2019年底公司资本公积大幅增长至156.71亿元（占

42.75%)。

### 负债

2019 年底，公司负债总额 528.01 亿元，较上年底增长 12.04%，主要系长期借款增长所致；构成仍以长期借款（占 92.84%）和应付债券（占 3.72%）为主。

2019 年底，公司流动负债 31.20 亿元，主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应付账款 7.96 亿元，较上年底下降 43.70%，主要是尚未到期结算项目工程款，集中度较低。其他应付款（合计）8.18 亿元，其中 5.63 亿元其他应付款主要是往来款，2.55 亿元为应付利息；一年内到期的非流动负债 13.75 亿元，全部是一年内到期的长期借款。

2019 年底，公司非流动负债 496.81 亿元，同比增长 14.53%，主要系自治区政府拨付的专项债券资金；构成仍以长期借款、应付债券和长期应付款为主。公司长期借款 461.25 亿元，较上年底增长 14.54%；主要由以公路收费权质押的质押借款、信用借款、专项债券资金构成。应付债券 18.47 亿元，系“07 宁交通债”“11 宁交通债/11 宁交通”。专项应付款 3.84 亿元，系拆迁补偿款及基建拨款；长期应付款 6.87 亿元，系自治区政府拨付的地方债券结余资金 5.50 亿元和国开基金 1.00 亿元，均已调入长期债务核算。

表 9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	13.95	13.75
长期债务	427.81	486.59
全部债务	441.77	500.34
长期债务资本化比率	56.69	57.03
全部债务资本化比率	57.48	57.71
资产负债率	59.05	59.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 500.34 亿元，较 2018 年底增长 13.26%；债务结构仍以长期债务为主（占 97.25%）。2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本

化比率分别为 59.02%、57.71%和 57.03%，较上年底变化较小；整体债务负担较重。

### 4. 盈利能力

**2019 年，公司营业收入有所增长，盈利能力有所增强，但期间费用对公司利润侵蚀严重。**

2019 年，公司实现营业收入 28.39 亿元，较上年增长 12.27%，主要是通行费收入；同期，公司营业成本 10.90 亿元，同比下降 5.16%；受此影响，公司营业利润率增长 7.47 个百分点至 60.02%。

公司期间费用以财务费用为主，2019 年期间费用 12.88 亿元（其中利息费用 12.51 亿元），相当于营业收入的 45.37%，对利润侵蚀较上年进一步加重。

2019 年，公司投资收益大幅增长，当期确认投资收益 1.52 亿元，主要是理财产品的投资收益及资产处置收益；2019 年，公司实现利润总额 4.25 亿元，较上年大幅增加 3.59 亿元。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	25.28	28.39
投资收益	0.25	1.52
营业利润	0.71	4.24
利润总额	0.66	4.25
营业利润率	52.55	60.02
总资本收益率	1.68	1.89
净资产收益率	0.13	1.08

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.89%和 1.08%，同比分别上升 0.21 个和 0.95 个百分点。

### 5. 现金流

**跟踪期内，公司收入实现质量明显好转，受往来款支出大幅增加影响，经营活动净现金流有所减少；受高速公路项目持续投资影响，投资活动净现金流大幅净流出，公司现金流对筹资活动依赖较大。**

公司经营活动现金流主要是经营业务收

支、政府补助以及与关联方和政府部门的往来款等。2019年公司经营活动现金流入33.89亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金27.13亿元；同期经营活动现金流出25.06亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金6.33亿元和支付其他与经营活动有关的现金14.45亿元。2019年公司经营活动净现金流8.33亿元，现金收入比大幅增长37.14个百分点至95.59%，收入实现质量明显好转。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入	16.66	33.89
经营活动现金流出	5.99	25.06
经营活动净现金流	10.66	8.83
投资活动净现金流	-48.86	-71.91
筹资活动净现金流	60.24	62.14
现金收入比	58.45	95.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司投资活动现金流出72.69亿元，主要是对高速公路项目资金投入；同期投资活动现金流入规模较小，为0.78亿元；受此影响，公司投资活动净现金流-71.91亿元。

2019年，公司筹资活动现金流入77.10亿元，主要是自治区政府拨付的专项债券资金和取得借款收到的现金71.83亿元，以及收到其他与筹资活动收到的现金5.06亿元；筹资活动现金流出14.95亿元，主要是偿还债务支付的现金13.33亿元；筹资活动净现金流62.14亿元。

## 6. 偿债能力

**公司短期债务规模较小，短期偿债能力强，长期偿债能力指标较弱，考虑公司高速公路业务垄断优势且持续得到自治区政府支持，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为403.17%和402.43%，较上年底分别提升75.82个和75.09个百分点；公司经营现金流动负债比为28.31%，现金短期债务比为2.10倍，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司

EBITDA为17.96亿元，全部债务/EBITDA为27.86倍，EBITDA利息倍数为0.94倍，长期偿债能力指标较弱。

截至2019年底，公司共获得银行授信额度450.00亿元，已使用额度395.73亿元，尚未使用授信额度54.27亿元，间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司无对外担保。

## 7. 母公司财务分析

**公司资产、收入主要集中在母公司，母公司债务负担较重。**

2019年底，母公司资产总额为873.09亿元，较2018年底增长11.76%，主要系在建工程增长；构成仍以其他应收款（占7.54%）、固定资产（占54.12%）和在建工程（占29.31%）为主。

2019年底，母公司所有者权益为363.51亿元，较2018年底增长12.14%，主要系资本公积和未分配利润增长；构成仍以实收资本和资本公积为主，占比分别为55.02%和42.76%。

2019年底，母公司负债合计509.58亿元，较2018年底增长11.52%，仍以非流动负债为主（占94.75%）；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2019年资产负债率为58.37%，较上年底变化很小，整体债务压力较大。

2019年，母公司营业收入23.67亿元，营业成本7.54亿元，实现净利润3.50亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“07宁交通债”和“11宁交通债/11宁交通”，债券余额合计18.50亿元。2019年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.89亿元、8.83亿元和17.96亿元，分别为存续债券余额合计的1.83倍、0.48倍和0.97倍；经营活动现金流入量对债券余额的保障能力较好。考虑公司区域地位及较强的经营获现能力，公司对存续债券的保障能

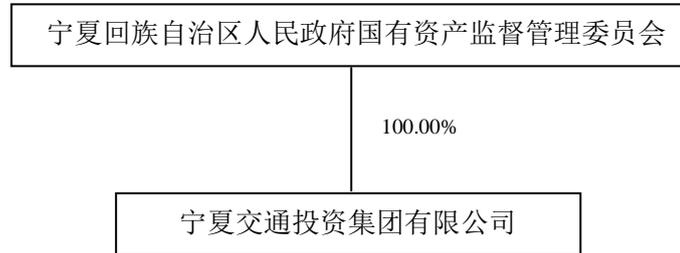
力很强。

“07宁交通债”由工商银行提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，联合资信评定工商银行的主体长期信用等级为AAA，工商银行担保代偿能力极强，有效提升了“07宁交通债”偿付的安全性。

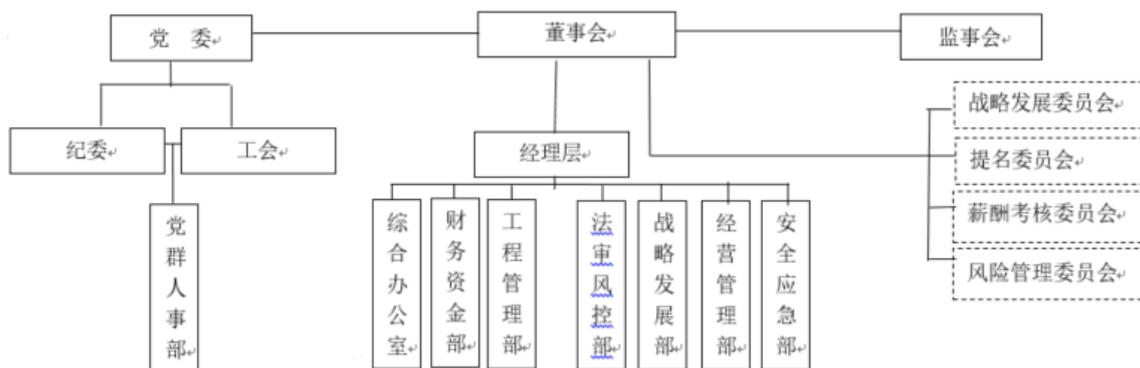
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“07宁交通债”的信用等级为AAA，“11宁交通债/11宁交通”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司纳入合并范围的一级子公司情况

单位名称	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)
宁夏交通科学研究所有限公司	公路工程研究和试验	11000.00	100.00
宁夏同元交通资产管理有限公司	商务服务业	74161.04	100.00
宁夏交通物流集团有限公司	道路运输业	34683.80	100.00
宁夏红崖子黄河公路大桥建设管理有限公司	土木工程建筑业	23021.80	51.00
宁夏交投工程建设管理有限公司	公路工程、养护工程	1000.00	100.00
宁夏交投高速公路管理有限公司	高速公路收费、养护	500.00	100.00
宁夏交投科技发展有限公司	交通、信息、通讯工程	2000.00	510.00

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	7.84	29.84	28.89
资产总额(亿元)	702.43	798.08	894.62
所有者权益(亿元)	30.41	326.81	366.61
短期债务(亿元)	0.44	13.95	13.75
长期债务(亿元)	382.43	427.81	486.59
全部债务(亿元)	382.87	441.77	500.34
营业收入(亿元)	2.82	25.28	28.39
利润总额(亿元)	0.33	0.66	4.25
EBITDA(亿元)	1.25	13.83	17.95
经营性净现金流(亿元)	1.53	10.66	8.83
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	--	--	81.73
存货周转次数(次)	2847.03	3735.47	93.42
总资产周转次数(次)	0.01	0.03	0.03
现金收入比(%)	110.65	58.45	95.59
营业利润率(%)	33.55	52.55	60.02
总资本收益率(%)	0.11	1.68	1.89
净资产收益率(%)	0.71	0.13	1.08
长期债务资本化比率(%)	92.63	56.69	57.03
全部债务资本化比率(%)	92.64	57.48	57.71
资产负债率(%)	95.67	59.05	59.02
流动比率(%)	2945.16	327.35	403.17
速动比率(%)	2945.12	327.34	402.43
经营现金流流动负债比(%)	53.87	28.43	28.31
现金短期债务比(倍)	17.82	2.14	2.10
全部债务/EBITDA(倍)	306.52	31.94	27.86
EBITDA 利息倍数(倍)	5.05	0.71	0.94

注：公司未提供 2017 年财务数据，2017 年数据为 2018 年度审计报告的期初数；其他非流动负债、长期应付款中有息部分已调入长期债务核算。

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	3.45	26.22	24.33
资产总额(亿元)	688.18	781.10	873.09
所有者权益(亿元)	28.52	324.16	363.51
短期债务(亿元)	0.00	13.70	13.53
长期债务(亿元)	16.15	419.89	480.25
全部债务(亿元)	16.15	433.59	493.78
营业收入(亿元)	0.00	21.96	23.67
利润总额(亿元)	0.09	0.21	3.56
EBITDA(亿元)	0.10	21.76	--
经营性净现金流(亿元)	-0.08	9.30	7.61
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.03	0.03
现金收入比(%)	--	55.98	95.67
营业利润率(%)	--	56.96	67.57
总资本收益率(%)	0.16	1.26	1.85
净资产收益率(%)	0.25	0.06	0.96
长期债务资本化比率(%)	36.16	56.43	56.92
全部债务资本化比率(%)	36.16	57.22	57.60
资产负债率(%)	95.86	58.50	58.37
流动比率(%)	31365.80	326.70	445.85
速动比率(%)	31365.80	326.70	445.85
经营现金流动负债比(%)	-30.98	26.28	28.45
现金短期债务比(倍)	--	1.91	1.80
全部债务/EBITDA(倍)	169.51	19.93	21.47
EBITDA 利息倍数(倍)	5.03	1.28	18.41

注：公司未提供 2017 年财务数据，2017 年数据为 2018 年度审计报告的期初数；利息支出为分配股利、利润或偿付利息支付的现金；其他非流动负债、长期应付款中有息部分已调入长期债务核算。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变