

信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪11号

宁波交通投资控股有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2011年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我对贵公司2008年8亿元公司债券、2011年10亿元公司债券、2012年度第一期10亿元中期票据、2011年度第二期3亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA⁺的主体信用等级，维持公司债券和中期票据AA⁺的债项信用等级，维持短期融资券A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一二年六月十八日

宁波交通投资控股有限公司 2012 年度跟踪评级报告

发行主体	宁波交通投资控股有限公司		
本次主体信用等级	AA ⁺	评级展望	稳定
上次主体信用等级	AA ⁺	评级展望	稳定

存续公司债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
08 甬交投债	8	5	AA ⁺	AA ⁺
11 甬交投债	10	10	AA ⁺	AA ⁺

存续中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
12 宁交投 MTN1	10	5	AA ⁺	AA ⁺

存续短期融资券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (日)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
11 宁交投 CP002	3	366	A-1	A-1

概况数据

宁波交投	2009	2010	2011
总资产(亿元)	336.63	514.54	567.80
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	83.75	136.98	145.01
总负债(亿元)	252.88	377.56	422.79
总债务(亿元)	214.96	333.84	366.12
营业总收入(亿元)	28.35	35.03	44.17
EBIT(亿元)	11.10	14.42	19.95
EBITDA(亿元)	12.84	16.44	28.83
经营活动净现金流(亿元)	17.79	9.66	28.16
营业毛利率(%)	27.75	26.05	33.84
EBITDA/营业总收入(%)	45.30	46.95	65.27
总资产收益率(%)	3.30	3.39	3.69
资产负债率(%)	75.12	73.38	74.46
总资本化比率(%)	71.96	70.91	71.63
总债务/EBITDA(X)	16.74	20.30	12.70
EBITDA 利息倍数(X)	1.70	1.92	1.91

注：公司 2009 年~2011 年财务报告依据新会计准则编制

分析师

金波

bjin@ccxi.com.cn

潘永曜

yypan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2012 年 6 月 18 日

基本观点

中诚信国际维持宁波交通投资控股有限公司(以下简称“宁波交投”或“公司”)主体信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定; 维持“08 甬交投债”、“11 甬交投债”和“12 宁交投 MTN1”信用等级为 AA⁺; 维持“11 宁交投 CP002”的信用等级为 A-1。

2011 年以来, 公司作为宁波市收费路桥行业唯一的市属投资主体获得很强的政府支持, 在建项目具有良好的发展前景, 随着宁波市经济与交通运输业不断发展、宁波市财政实力日益增强、公司收购杭州湾跨海大桥后路产质量不断提升, 公司通行费收入仍将快速增长。中诚信国际也关注到公司未来资金支出压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **宁波发达并快速增长的区域经济为交通运输业需求的长期稳定增长提供了支撑。**宁波市经济实力近年来不断增强, 交通运输业需求受到地区经济发展的拉动而持续增长。2011 年宁波市实现 GDP 和 地方一般公共预算收入分别为 6,010.48 亿元和 657.3 亿元, 同比分别增长 10.00% 和 23.80%, 在浙江省排名第二, 在全国同级别城市中处于领先水平。
- **公司获得政府的有力支持。**近年来政府对公司建设项目提供了较多的资金支持。“十一五”期间公司收到政府资金支持共计 20 亿元。“十二五”期间公司获得的资金支持将不低于 24 亿元, 政府支持力度很强。
- **控股杭州湾跨海大桥使公司路桥业务迅速扩大。**2011 年公司控股杭州湾跨海大桥后, 路桥业务扩大, 2011 年公司通行费收入为 17.78 亿元, 大幅超过 2010 年的 4.23 亿元, 公司路桥收费业务实现快速扩张。
- **未来在建路桥投入运营后, 公司通行费收入将逐渐增加。**随着公司在建收费路桥的不断投入运营以及路网效应的进一步体现, 未来通行费收入和现金流入将逐渐增加。

关注

- **公司负债水平较高, 未来仍有资本支出需求, 将进一步提高负债水平。**随着公司收费路桥项目的逐步开工建设, 加上拆迁安置成本上升较快以及原材料涨价等因素, 公司债务规模持续扩大, 截至 2011 年底总债务达到 366.12 亿元, 资产负债率为 74.46%。未来公司在建项目尚需投入建设资金, 偿债压力较大。

基本分析

宁波市经济快速发展为交通运输业需求的长期稳定增长奠定了良好基础

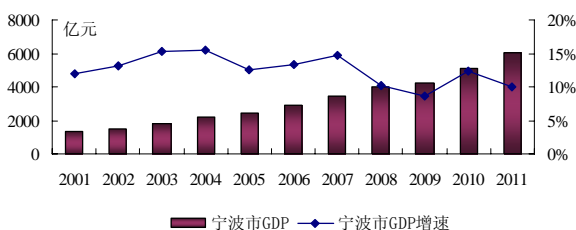
长三角地区由上海以及江、浙两省的 16 个经济发达城市组成，是我国经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具发展潜力的经济区域，其经济总量和产业层次均处于国内领先地位，起着带动长江流域经济发展、连接国内外市场、吸引海外投资、推动产业与技术转移并参与国际竞争与区域重组的重要作用。

宁波市地处杭州湾南岸，是我国东南沿海重要的港口城市、长三角南翼经济中心和国家历史文化名城。根据宁波市“十二五”规划，宁波市在“十二五”期间将保持年均 10% 的国民经济增速，预计 2015 年全市国民生产总值有望超过 10,000 亿元，宁波市港口货物吞吐量有望达到 5.5 亿吨，跻身世界港口前列，作为上海国际航运中心重要组成部分、华东地区重要对外贸易口岸和浙江省重要综合物流中心的地位将得到进一步巩固。

通过近几年大规模的交通基础设施建设，尤其是杭州湾跨海大桥的通车，宁波市正逐步由交通末梢走向沿海交通枢纽，社会经济的快速发展和交通网络的进一步完善为宁波交通基础设施建设的良性发展带来新的机遇。

近年来，宁波市经济保持了持续、快速的发展势头，2001 年~2010 年 GDP 复合增长率达到 16.36%，2011 年宁波市实现国民生产总值 6,010.48 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.00%；人均生产总值为 77,983 元，仅次于杭州排名浙江省第二位。宁波及其周边地区居民已经进入消费升级阶段，这将成为汽车保有量和客货运流量持续增长的重要动力之一。

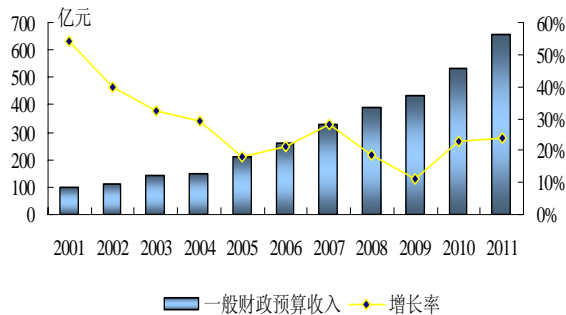
图 1：2001 年~2011 年宁波市 GDP 情况



资料来源：宁波市统计公报

发达的地方经济使宁波市具有很强的财政实力。宁波市财政近年来保持高速增长，2011 年实现地方一般预算收入 657.3 亿元，同比增长 23.80%，在浙江省排名第二。宁波市雄厚的财政实力为路桥等基础设施建设提供了强有力的支持。

图 2：2001 年~2011 年宁波市财政实力情况



资料来源：根据宁波市统计年鉴、统计公报整理

总体来看，宁波市经济发展速度较快，综合经济实力在全国同级别城市中处于中上水平。预计未来几年，宁波市经济增长的内生性将得到提高，服务业和工业的快速发展能够弥补投资及出口增幅下滑对经济的不利影响。未来，宁波市经济将保持较快的增长速度，快速发展的地区经济为当地交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础。

长三角地区和宁波市发达的贸易物流业为公司发展提供了保障

地方经济的持续快速发展支撑了当地交通运输业的发展。自 2000 年以来，随着宁波市经济持续快速发展，物流和客流需求大幅增长，交通运输业迎来了新一轮的发展。更重要的是，宁波市经济具有很强的外向性，港口经济腹地宽阔，并且宁波港与上海港存在较好的互动性，港口经济对当地交通运输业的发展具有极其重要作用。

从 2001 年开始，宁波市港口货物吞吐量一直保持较高增长速度，港口建设发展迅速。2011 年宁波市港口货物吞吐量达到 4.30 亿吨，增长 5.2%，继续保持中国大陆港口第二位，全球排名第四位；集装箱吞吐量保持在 1,000 万标准箱大关以上，达到 1,451.2 万标准箱，集装箱吞吐量排名稳居大陆港口第 3 位，世界港口前 6 强。2009 年以来，宁波市政府加大集装箱海铁联运扶持力度，出台了《关

于加快宁波港海铁联运发展若干扶持政策的意见》。宁波市港口局会同市财政局出台了《宁波港航发展专项资金使用管理办法》，设立宁波港航发展资金，专项用于发展宁波港口海铁联运。在政策的大力扶持下，宁波港未来几年仍将保持较快增长，将为本地区交通运输业发展奠定良好的基础。

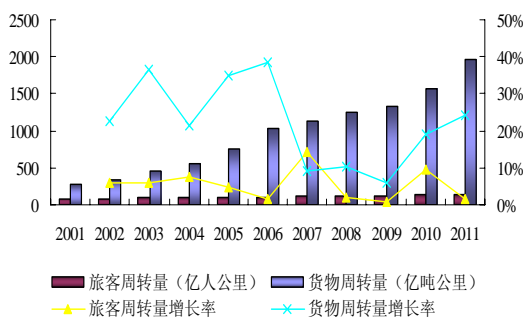
表 1：2011 年宁波市港口生产及交通运输量

指标	全年累计	同比增速
港口货物吞吐量(亿吨)	4.3	5.2%
集装箱吞吐量(万标准箱)	1,451.2	11.6%
货运量及货物周转量		
1、铁路发送量(万吨)	2,168.9	5.3%
2、水路货运量(亿吨)	1.40	12.3%
3、公路货物周转量(亿吨公里)	281.5	15.0%
4、民航货邮吞吐量(万吨)	8.5	5.1%
客运量(亿人次)	2.80	0.5%

资料来源：宁波市统计公报

2011 年，宁波市完成货运量 3.1 亿吨，同比增长 8.2%，货物周转量 1,955.8 亿吨公里，同比增长 24.3%。2011 年宁波市旅客运输量 2.80 亿人次，旅客周转量 138.3 亿人公里，分别比上年增长 0.5% 和 6.0%。从宁波市客货运结构来看，公路运输在客货运中处于主导地位，因此公路运输在提升区域竞争力、改善投资环境方面发挥着重要作用。

图 3：2001 年~2011 年宁波客货运输及周转量情况



资料来源：宁波市统计年鉴

综上所述，宁波市是长三角地区的重要纽带，宁波市港口的强劲发展态势巩固了该市作为沿海重要交通枢纽的地位，以上因素直接促进了当地物流和人流的大幅增长，推动了宁波市公路、航空和海运行业市场需求的不断增长。

按照“十二五”规划，宁波市高速公路行业将保持快速发展，公司将获得更多的政府资

金支持

根据宁波市“十二五”规划，“十二五”期间宁波市交通发展的总体目标是继续加快交通基础设施建设，进一步发展壮大交通运输业，大力推进现代物流业和交通信息化，基本确立长江三角洲南翼交通枢纽的地位，形成“一环六射”高速公路网主骨架，实现以宁波市区为中心的“213”高速交通圈。

表 2：宁波市 2020 年高速公路布局规划

“一环”	绕城高速公路
“六射”	往上海方向—规划建设杭州湾跨海大桥及南岸连接线、往杭州方向—现有的杭甬高速公路拟扩建为 8 车道、往金华方向—甬金高速公路、往温州方向—同三国道主干线、象山港大桥及连接线、往舟山方向—甬舟高速公路
“三复”	杭甬复线高速公路、甬舟复线高速公路、甬台温复线宁波段
“三连”	朝阳—西坞连接线、杭州湾跨海大桥慈溪余姚连接线、石浦连接线
“三疏港”	穿山疏港高速公路、大碇疏港高速公路、象山湾疏港高速公路

资料来源：宁波市交通局

按照宁波市 2020 年高速公路布局规划，到 2020 年年末，全市高速公路密度将达到 7 公里/百平方公里，形成宁波市“213”高速交通圈，即至上海、杭州、金华、温州的 2 小时交通圈，市域 1 小时交通圈，都市区 30 分钟交通圈，并把宁波、舟山和象山的港区连成有机整体，对外进一步拓展港口腹地，使主要港区的集疏运车辆在离开港区分界线后 10 分钟之内到达疏港高速公路。

作为宁波市国资委下属唯一的高速公路投资主体，公司获得很强的政府支持，这将有利于公司业务的发展。由于公司承担着宁波市主要交通基础设施的投资建造，宁波市政府每年以资本金补助和交通基础设施项目贴息补助等方式扶持公司的发展，为公司未来在交通基础设施建设领域业务的不断拓展创造了有利条件。“十一五”期间宁波市政府为公司提供资金支持共计 20 亿元，形式以专项补助金和贷款贴息为主。考虑到“十二五”期间公司仍将保持一定规模的建设力度，公司预计政府资金支持将不低于 24 亿元。

公司新控股路产地理位置优越，带动公司通行费收入大幅增长

公司控股和参股的收费路桥北连上海等长三角经济发达城市，南接浙江省东南部，是国家规划建设“五纵七横”主干线同三高速公路的重要组成部分。同时，周边港口快速发展也给我公司控股和参股的收费路桥带来巨大的发展契机。

图 4：公司主要收费路桥的地理位置分布图



资料来源：中诚信整理

2010 年 12 月 31 日，公司分别受让慈溪市浒山工艺印刷有限公司、宁波和森钢管有限公司持有的宁波市杭州湾大桥发展有限公司 0.65%、0.65% 股权，受让慈溪市北岸磁材应用技术开发有限公司持有的宁波市杭州湾大桥发展有限公司 5.19% 股权，受让雅戈尔集团股份有限公司持有的宁波市杭州湾大桥发展有限公司 3.16% 股权，从而成为杭州湾跨海大桥的控股股东。

表 3：公司控股及参股收费路桥情况（截至 2011 年 12 月底）

运营路段名称	所占权益 (%)	性质	路况	长度 (公里)	通车时间
甬台温高速	25	高速公路	四车道高速	73.00	2001.12
宁波二期	10	高速公路	四车道高速	42.25	2005.12
甬金高速	10	高速公路	四车道高速	42.25	2005.12
宁波绕城高速西段	49	高速公路	六车道高速 (前洋至朝阳八车道)	43.00	2007.12
舟山跨海大桥	12	收费路桥	四车道高速	36.13	2009.12
杭州湾跨海大桥南连接线	92.85	高速公路	六车道高速	57.43	2007.12
杭州湾跨海大桥	54.33	收费路桥	六车道高速	36.00	2008.5

宁波大碶疏港公路延伸段	50	高速公路	四车道高速	5.04	2008.12
-------------	----	------	-------	------	---------

资料来源：公司提供

杭州湾跨海大桥北起浙江嘉兴海盐郑家埭，南至宁波慈溪水路湾，是宁波与上海最快捷的公路通道，缩短了宁波与上海间约 120 公里的交通距离，大幅提升了宁波与上海两地的物流和人流，有利于促进江、浙、沪经济的发展。2011 年杭州湾跨海大桥共实现通行费收入 13.39 亿元，同比增长 10.66%。受杭州湾跨海大桥并入财务报表影响，公司通行费总收入也从 2010 年的 4.23 亿元增长至 2011 年的 17.78 亿元。杭州湾跨海大桥具备很好的地理位置优势，在其所属区域中发挥了重要的干线交通作用，带动公司通行费收入快速增长。

2011 年公司收费路桥业务实现收入 17.78 亿元，在公司营业总收入中占比 40.26%，随着公司路桥车流量的自然增长，通行费收入将保持增长态势。

表 4：公司控股路产通行费收入情况表（单位：亿元）

运营路段名称	2009	2010	2011
杭州湾跨海大桥南连接线	2.61	3.69	4.17
宁波大碶疏港公路延伸段	0.10	0.21	0.22
杭州湾跨海大桥	-	-	13.39
合计	2.71	3.90	17.78

资料来源：公司提供

注：高速公路收入合计与通行费收入差异主要来自于 2010 年前两个月政府还贷公路收费。

周边在建路桥及高铁将形成一定分流影响，但分流影响短期不会显现

杭州湾跨海大桥毗邻的另一条杭州湾跨海通道嘉绍跨江大桥及其连接线已于 2008 年底正式开工，计划于 2013 年开通，大桥起自沪杭甬高速和乍嘉苏高速交叉处的南湖枢纽，终点位于杭甬高速和上三高速交叉处的沽渚枢纽，连同上三高速形成贯通杭州湾南北的另一条大动脉。其开通可能会对公司收费路桥杭州湾跨海大桥及南岸连接线、甬台温高速宁波至三门段形成一定分流影响。此外，浙江省规划建设的甬台温高速公路复线计划在 2013 年底开工建设，其通行后将一定程度上对甬台温高速产生分流影响，但考虑到甬台温高速已经处于饱和状态，影响较小。中诚信国际将对甬台温高速

复线对公司的影响予以持续关注。

图 5：在建高速公路竞争分布图



资料来源：中诚信国际整理

铁路竞争方面，甬台温高速公路与 2009 年 9 月 28 日开通的甬台温高铁形成平行竞争，尤其是在客运方面。甬台温高铁全长 268 公里，设计时速为 200 公里，预留时速可提升到 250~300 公里。由于甬台温高铁以客运为主，将对甬台温高速公路的客运形成一定影响。但是中诚信国际也关注到，国内部分地区高速铁路运营后，因其票价和运营方案不能充分满足消费者的需求，理论上被分流的高速公路通行量不减反增。从具体情况来看，2010 年以来甬台温高速公路车流量同比没有明显变化，甬台温高铁对其分流并不明显。上述现象主要是因为甬

台温高速公路已经处于饱和状态，同时甬台温高铁开通时间较短，目前两者的竞争尚未达到结构平衡，中诚信国际将持续关注二者之间的竞争情况。

总体来看，对公司收费路桥形成一定分流影响的主要是在建的嘉绍跨江大桥、甬台温高速复线以及尚处于运营初期的甬台温高铁。由于在建路桥建设时间较长，且未来开通后步入成熟期需要一段时间，公司收费路桥短期内面临的竞争压力不大，甬台温高铁对公司参股路产的分流影响有待进一步观察。

公司处于项目建设高峰期，未来的资本支出可能推高公司负债水平

公司目前正处于项目建设高峰期，主要在建公路包括象山港大桥及连接线和穿山疏港高速公路等。

象山港大桥及连接线北起宁波绕城高速东段，向南跨象山港，终于戴港，象山港大桥的建成将使得象山县城与宁波两地的陆路距离由 120 公里缩短至 47 公里。穿山疏港高速公路总体呈东西走向，起点位于穿山四期港区的港前道路白中线，途经白峰、柴桥、霞浦、大碶，终于宁波市绕城高速东段。以上路段的建成，可将宁波、北仑和象山三地串点成线，促进相关区域交通与经济的发展。以上规划总投资为 228.08 亿元，截至 2011 年底公司已投资 198.31 亿元，未来仍需投资 29.77 亿元，有可能进一步推高公司负债水平。

表 5：截至 2011 年底公司在建项目情况表

项目名称	所占权益	概算总投资 (亿元)	资本金 (亿元)	公司已投入资本金 (亿元)	政府已到位补助资金	里程 (公里)
象山港大桥及连接线	90%	68.87	24.10	10.98	7.68	46.93
穿山疏港公路	65.88%	72.36	25.36	8.68	3.28	33.50
合计	—	141.23	49.46	19.66	10.96	80.43

资料来源：公司提供

总体来看，虽然公司目前的控股路产仅有 3 条，但是在建路桥项目将在未来 2 年左右竣工通行，同时宁波市良好的区域经济以及宁波市在长江三角洲南翼交通枢纽的作用日益凸显，未来公司通行费收入将保持较快增长。

公司非路桥业务保持健康发展，是公司路桥业务的重要补充

公司非路桥业务收入主要来源于房地产业务与工程建设业务。2011 年，公司房地产业务实现收入 5.15 亿元，较 2010 年减少 5.47 亿元，主要因为公司部分房地产项目 2010 年开盘销售，2011 年销

售逐渐接近尾声；工程建设收入达 15.24 亿元，与上年基本持平。

房地产业务方面，目前公司在售项目是 BOBO 城二期 AB 区、BOBO 城二期御府、BOBO 城国际和宁海自在城一期等。其中，宁海自在城一期项目 11.54 万平方已于 2011 年 5 月底预售，预计销售总额达 15.19 亿元，项目将于 2012 年 10 月份竣工交付，该项目成本较低，是公司房地产板块目前的销售重点。

表 6：公司房地产项目（截至 2011 年底）

名称	剩余可售面积 (万 m ²)	已售面积 (万 m ²)	累计收入 (亿元)
BOBO 城二期御府	1.86	1.58	3.89
BOBO 城二期 AB 区	0.04	9.73	9.60
BOBO 城国际	0	1.37	1.96
宁海自在城一期	8.07	3.47	4.88

资料来源：公司提供

注：销售面积与销售收入确认以合同签订为准

土地储备方面，主要是宁海地块，该地块规划建设面积 35 万平方米，折合楼面价 3,322 元/平方米，在该区域处于较低水平。该地块的土地成本为 8.49 亿元，公司分别于 2009 年及 2010 年支付土地款 8.20 亿元和 0.29 亿元。宁海项目分二期开发，二期项目已于 2011 年 6 月开工，预计 2012 年中可预售，2013 年竣工交付。

受房地产调控政策影响，目前房地产市场走势仍不明朗。但公司房地产业务规模较小，土地储备不多，从短期来看由于土地储备获得时间较早有一定成本优势。同时根据公司战略规划，公司将把主要资源集中投向收费路桥业务，房地产业务将继续保持稳健的经营原则，适度发展，经营风险较小。

工程建设业务方面，2011 年，公司共中标工程项目 24 个，承接工程业务总量达 28.9 亿元。其中，公路工程项目 21 个，合同金额 25.6 亿元，航务工程项目 3 个，合同金额 3.3 亿元。省外项目共 5 个。截至 2011 年末，公司累计储备的跨年度业务超过了 30 亿元。公司计划未来三年工程总承包施工年产值均达到 20 亿元，业务经营在宁波市场处于领

先地位，同时巩固江苏、江西、福建市场，未来重点开拓湖南、四川、安徽和重庆等市场。随着宁波市及周边省市交通基础设施建设的蓬勃发展，公司工程建设收入有较大增长空间。

总体来看，公司房地产和工程建设业务健康发展，成为收费路桥业务的重要补充。未来，宁波交投仍将以收费路桥作为主业，不断做大做强。

公司机场服务业务被剥离，但对公司的盈利与偿债能力不会造成负面影响

宁波市进行产业整合，原属公司名下的宁波栎社国际机场出资人变更为宁波市国资委，将从公司资产中分离出去。公司 2000 年投入机场的 1.2 亿元资金，国资委将在宁波市国有资本经营预算中安排资本性支出专项资金返还。

该资产自划拨到公司名下之日起，其盈利能力一直偏弱，处于微利或者亏损状态。截至 2011 年底，宁波机场总资产 15.40 亿元，总负债 5.81 亿元，所有者权益合计 9.59 亿元，资产负债率为 37.73%；2011 年宁波机场营业收入 3.35 亿元，净利润-0.42 亿元，经营活动净现金流 0.83 亿元。

2011 年，公司实现营业总收入 44.17 亿元，其中机场服务收入 2.71 亿元，占比仅 6.14%；机场服务业务毛利率 14.76%，也低于公司 33.84% 的平均水平，为公司提供的毛利占公司毛利比例仅 2.68%。从盈利方面看，该资产剥离导致公司收入规模略有下降，但不会对公司盈利能力造成负面影响。

公司的资产负债率为 74.46%，在行业处于较高水平。由于宁波机场资产负债率仅为 37.73%，总资产规模 15.40 亿元，从公司剥离后将会进一步推高公司的资产负债率，预计影响达到 0.88 个百分点，达到 75.34%。

宁波机场 2011 年经营活动净现金流为 0.83 亿元，占公司经营活动净现金流的 2.95%，由于公司新合并的杭州湾跨海大桥收入规模较大，获现能力很强，因此，剥离宁波机场对公司的偿债能力也不构成负面影响。

公司 2011 年收入大幅度增长，但整体盈利能力仍然较弱，三费支出保持较高水平

公司营业收入主要来自路桥通行费、工程建设、房地产和机场服务等，2011 年公司实现营业总

收入 44.17 亿元，同比增长 26.09%，其中因 2011 年合并杭州湾跨海大桥导致通行费收入大幅增加，是公司营业收入增长的重要原因；工程结算收入和机场服务收入与 2010 年基本持平，房地产销售收入因公司楼盘销售基本完成，较 2010 年下降 5.47 亿元。

表 7：公司主要业务板块收入增长情况

	2010		2011	
	收入	同比增长	收入	同比增长
通行费	4.23	-3.35%	17.78	320.79%
工程建设	15.67	19.33%	15.24	-2.75%
房地产	10.62	57.57%	5.15	-51.51%
机场服务	2.63	15.86%	2.71	3.04%

资料来源：公司审计报告

受益于通行费收入的毛利润的快速增长，公司 2011 年营业毛利率 33.84%，实现营业毛利润 14.95 亿元，比 2010 年增长 5.82 亿元，增幅为 63.75%，其中对毛利润贡献最大的部分是通行费收入和房地产销售收入，2011 年分别贡献了毛利润的 59.93% 和 21.74%，并且在总收入中占比越来越大，拉升了公司整体毛利率水平。

表 8：公司 2011 年主要业务板块营业成本和毛利润情况
(单位：亿元)

项目	营业收入	营业成本	毛利润	毛利占比
通行费	17.78	8.82	8.96	59.93%
工程建设	15.24	14.58	0.66	4.41%
房地产	5.15	1.90	3.25	21.74%
机场服务	2.71	2.31	0.40	2.68%

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2011 年公司三费支出为 17.54 亿元，三费收入比为 39.73%，维持在较高水平；财务费用在三费中占比最高，达到 83.71%，为 14.69 亿元，同比增长 71.01%；管理费用和销售费用较少，分别为 2.35 亿元和 0.50 亿元。从公司的发展规划来看，公司未来仍需大量路桥建设资金，且以银行债务融资为主的特征将导致公司的财务费用总额及占比逐渐增加，中诚信国际对公司财务费用的增长予以关注。

营业利润方面，虽然公司营业收入有所增长，但由于营业成本增长较快，2011 年经营性业务利润为 -4.47 亿元，同 2010 年的 -3.86 亿元相比亏损有所增加，公司业务的总体盈利能力仍然较弱。

从利润总额的构成来看，政府资金支持对公司利润作了有益的补充，2011 年公司收到政府补助资金 8.22 亿元，由于公司从事政府重点工程，政府承诺十二五期间补助不低于十一五，市级补助至少给予 24 亿项目补助，此项支持还将在未来一段时期内得以保持。2011 年通行费收入与政府补贴收入的大幅度增长推动公司整体利润水平和 EBITDA 上升。

由于公司参股路段盈利能力较强，长期以来投资收益是公司利润的主要来源之一，2010 年公司取得投资收益 7.17 亿元，但随着杭州湾跨海大桥的收购，2011 年公司投资收益大幅减少为 1.12 亿元。但因合并杭州湾跨海大桥带来的收入和盈利得以在公司的营业收入和营业毛利润中反映，将增加公司的收入、提高公司盈利水平。

未来，公司路桥业务的投入将继续加强，路桥的主业特征将日趋明显，营业收入的增长将主要来源于新建路产的通车，新建项目现金回流能力很强，尽管在运营初期车流量难以达到设计水平，盈利指标将受到影响，但公司的获现能力将呈现持续上升的态势。

整体来看，公司路桥业务突出，但由于路桥的投资回收期长、平均投资收益率偏低，而公司在路桥大规模投资中产生大量债务，财务费用支出较高，导致公司目前收费路桥业务整体盈利水平不高。但宁波市地处我国经济最发达的长江三角洲，经济的持续发展将带动区域内客流量和货流量稳定增长，未来高速公路的经营情况将逐渐得到改善。

公司资产和负债结构与其所属行业特征相吻合，随着公司项目建设进度的加快，公司的资产负债率有上升压力

近年来，公司不断增加路桥建设投资，2010 年杭州湾跨海大桥的收购使资产规模增大，2010 年末

与 2011 年末分别为 514.54 亿元和 567.80 亿元，随着公司在建路桥工程的推进，公司的总资产将进一步增加。从公司资产构成来看，受公司所属行业的影响，公司固定资产所占比重一直较大，2011 年公司固定资产达到 403.47 亿元，占总资产的比重为 71.06%；同时，由于公司在建项目投资大，2011 年底在建工程达到 83.66 亿元，占总资产的比重为 14.73%，随着在建项目的陆续完工，公司的固定资产规模将保持上升。由于路桥建设投资规模大且主要依靠债务融资，公司负债规模保持快速增长，总负债由 2009 年的 252.88 亿元增至 2011 年的 422.79 亿元。同期，公司所有者权益（包含少数股东权益）由 83.75 亿元增至 145.01 亿元，其中 2010 年同比增长 63.56%，主要是杭州湾跨海大桥合并所致。总体来看，公司资产和负债结构与其所属行业特征相吻合，随着路桥工程的推进，资产和负债将进一步上升。

由于公司债务规模很大，公司的总资本化比率和资产负债率一直保持在较高水平。截至 2011 年底，公司总资本化比率和资产负债率分别达到 71.63% 和 74.46%，在同行业中处于较高水平。公司目前在建项目包括宁波绕城高速东段、象山港大桥及连接线以及穿山疏港公路，项目规划总投资为 228.08 亿元，截至 2011 年底公司已投资 198.31 亿元，未来仍需投资 29.77 亿元，随着公司项目建设进度的加快，公司的总债务水平仍将进一步上升。

从债务结构来看，公司主要从事宁波市收费路桥的投资建设，公司债务一直以长期债务为主，这与公司公路项目资金回收期较长相匹配。随着公司投资支出的增加，公司长期借款规模不断扩大，2011 年长期债务为 301.67 亿元，长短期债务比为 0.21 倍。

受二级公路收费政策取消的影响，政府将对公司的 329 国道等五条二级公路的负债予以偿还，经公司测算该部分债务总额约为 18.88 亿元，因此公司的真实负债率低于合并报表的负债率，但目前地方政府尚未出台具体的偿还方案及偿还比例。此外，偿还期内公司须负担上述债务的利息支出，因

此利息支出造成的现金流出短期内不会明显减少。

总体来看，公司未来几年收费路桥项目仍有较大投资，公司资产负债率将继续保持较高水平，债务压力仍将逐步增大。

公司现金流获取能力增强，偿债能力有望提升

2011 年公司经营活动净现金流为 28.16 亿元，同比增长 75.31%，上升的主要原因是杭州湾跨海大桥并入报表致使通行费收入现金流大幅度增加，同时 2011 年公司获得政府资金支持同比增长 5.63 亿元。公司 2011 年投资活动净现金流出 47.64 亿元，维持在较高水平，这与公司近年不断扩大建设规模，大量投资于公路建设密切相关。公司的筹资活动净现金流在 2011 年为 17.52 亿元，较 2010 年有较大规模下降，主要因为公司偿还到期债务导致筹资活动现金流出大幅度增加。公司筹资主要用于满足建设资金需求，从近年的筹资活动净现金流来看，基本与公司的投资活动净现金流保持匹配，这与公司的经营模式相符。从中长期看，随着宁波市“一环六射”的高速公路格局在 2008 年确立，公司未来经营活动净现金流有望增长，公司未来建设投资仍然较大，仍将具有较大的融资需求。

在偿债能力方面，尽管公司得到国家和地方政府的资本金支持，但借款的配套压力仍然较大。公司的债务正处于增长期，债务压力有加大的趋势，尤其是公司的长期债务总体规模很大，2011 年度公司的总资本化比率和长期资本化比率分别达到 71.63% 和 67.54%。

表 9：2009 年~2011 年公司主要偿债能力指标

	2009	2010	2011
长期债务(亿元)	142.43	284.39	301.67
总债务(亿元)	214.96	333.84	366.12
EBITDA(亿元)	12.84	16.44	28.83
经营活动净现金流(亿元)	17.79	9.66	28.16
EBITDA 利息倍数(X)	1.70	1.92	1.91
总债务/EBITDA(X)	16.74	20.30	12.70
经营活动净现金流利息支出(X)	2.36	1.13	1.86
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.03	0.08

资料来源：根据公司财务报表计算

注：带“*”指标均已年化处理。

从公司的偿债能力指标来看，2011 年总债务/EBITDA 指标为 12.70 倍。此外，公司的经营净现金流/利息支出为 1.86 倍，偿债能力较 2010 年有所增强，尤其是随着盈利和获现能力较强的杭州湾跨海大桥并入报表，公司未来的偿债能力仍有继续提高的空间。

从公司的长期债务分布情况看，集中还款压力不大，还款高峰出现在 2012 年，2012 年~2013 年分别需要偿还 35.81 亿元和 10.09 亿元。

表 10：公司本部长期借款到期分布（单位：亿元）

	2012	2013
到期借款	35.81	10.09

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司共有对外担保 20.86 亿元，占净资产的 14.39%，主要为宁波海运集团有限公司 0.80 亿元、宁波城市交通建设有限公司 5.72 亿元、宁波通途投资开发有限公司 1.40 亿元和宁波城建投资控股有限公司 12.50 亿元企业债担保，目前被担保公司均处于正常经营状态。由于对外担保金额较大，对此中诚信国际将予以持续关注。

此外，公司与多家金融机构有较好的合作关系，已与国内多家银行签署了综合授信协议。截至 2011 年底，公司从各银行获得综合授信总额为 94.87 亿元，尚未使用余额 11.59 亿元。

总体来看，公司主要业务收入增长较快，具有很强的政府支持，在公司继续保持与银行良好的合作关系的前提下，中诚信国际认为公司未来一定期限内偿债风险很小。

结论

中诚信国际维持宁波交投主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“08 甬交投债”、“11 甬交投债”和“12 宁交投 MTN1”信用等级为 AA⁺；维持“11 宁交投 CP002”的信用等级为 A-1。

附一：宁波交通投资控股有限公司全资和控股企业（截至 2011 年底）

序号	公司名称	持股比例
1	宁波市交通房地产有限公司	52.00%
2	宁波大通开发股份有限公司	100.00%
3	慈溪慈平公路开发有限公司	70.00%
4	宁波交通工程建设集团有限公司	100.00%
5	宁波长三角现代物流投资有限公司	100.00%
6	宁波栎社国际机场	100.00%
7	宁波翔鹰投资有限公司	100.00%
8	宁波机场航空服务有限责任公司	100.00%
9	宁波机场广告有限公司	100.00%
10	宁波机场联合广告有限公司	55.00%
11	宁波航空港花木有限责任公司	100.00%
12	宁波保税区航虹发展公司	100.00%
13	宁波机场货站有限公司	100.00%
14	宁波空港包机有限公司	100.00%
15	宁波路缘投资有限公司	100.00%
16	宁波通泰房地产有限公司	75.00%
17	宁波交投物资有限公司	100.00%
18	宁波常青藤物业管理有限公司	100.00%
19	宁波高等级公路养护有限公司	100.00%
20	宁波交工道路沥青有限公司	100.00%
21	宁波路威建材有限公司	100.00%
22	宁波智能交通科技有限公司	90.00%
23	宁波交工交通工程试验检测有限公司	100.00%
24	宁波领先建设工程管理服务服务有限公司	100.00%
25	宁波海威交通设施有限公司	100.00%
26	宁波海曙安途工程建设有限公司	100.00%
27	宁波甬镇交通经营开发有限公司	55.00%
28	宁波明州杭甬运河有限公司	100.00%
29	宁波杭甬船闸运营服务有限公司	100.00%
30	宁波绕城东段高速公路有限公司	100.00%
31	宁波市象山港大桥开发有限公司	90.00%
32	宁波市大碇疏港高速公路有限公司	50.00%
33	宁波交投公路营运服务有限公司	100.00%
34	宁波穿山疏港高速公路有限公司	65.88%
35	宁通控股有限公司	100.00%
36	宁通开发有限公司	100.00%
37	宁通投资有限公司	100.00%
38	慈溪慈达公路开发有限公司	70.00%
39	慈溪慈通公路开发有限公司	70.00%
40	宁波新翔置业有限公司	100.00%
41	宁波空港易航空食品有限公司	55.00%
42	宁波市杭州湾大桥发展有限公司	54.33%
43	宁波市杭州湾大桥投资开发有限公司	52.72%
44	宁波杭州湾大桥海中平台开发有限公司	90.00%
45	宁波三门湾大桥开发有限公司	60.00%

附二：宁波交通投资控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	425,254.65	352,640.68	332,801.33
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	60,928.52	77,728.74	95,595.64
存货净额	376,423.18	382,770.63	409,209.84
其他应收款	156,874.95	145,541.23	139,513.93
长期投资	435,926.34	250,820.29	249,328.12
固定资产(合计)	1,415,695.12	3,239,728.50	4,034,665.98
总资产	3,366,298.52	5,145,430.80	5,677,992.52
其他应付款	126,337.79	187,513.28	153,395.29
短期债务	725,354.18	494,465.18	644,462.87
长期债务	1,424,279.91	2,843,944.73	3,016,735.55
总债务	2,149,634.09	3,338,409.91	3,661,198.42
净债务	1,724,379.44	2,985,769.23	3,328,397.09
总负债	2,528,799.11	3,775,594.66	4,227,932.85
财务性利息支出	75,393.56	85,579.24	151,005.48
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	837,499.40	1,369,836.14	1,450,059.67
主营业务收入(营业总收入)	283,515.47	350,273.11	441,658.04
主营业务利润(三费前利润)	66,919.61	69,411.81	130,706.56
投资收益	11,724.19	71,730.85	11,151.73
EBIT	110,960.48	144,165.45	199,545.36
EBITDA	128,425.38	164,448.94	288,290.71
经营活动产生现金净流量	177,936.89	96,557.34	281,558.82
投资活动产生现金净流量	-577,634.85	-608,309.93	-476,445.82
筹资活动产生现金净流量	518,149.77	439,232.69	175,175.05
现金及现金等价物净增加额	118,447.29	-72,613.97	-19,839.35
资本支出	525,274.79	652,033.89	472,831.34
财务指标	2009	2010	2011
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	27.75	26.05	33.84
三费收入比(%)	32.95	30.83	39.73
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	45.30	46.95	65.27
总资产收益率(%)	3.30	3.39	3.69
流动比率(X)	1.37	1.64	1.05
速动比率(X)	1.02	1.22	0.71
存货周转率(X)	0.54	0.68	0.74
应收帐款周转率(X)	4.65	5.05	5.10
资产负债率(%)	75.12	73.38	74.46
总资本化比率(%)	71.96	70.91	71.63
短期债务/总债务(%)	33.74	14.81	17.60
经营活动净现金/总债务(X)	0.08	0.03	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.25	0.20	0.44
经营活动净现金/利息支出(X)	2.36	1.13	1.86
总债务/EBITDA(X)	16.74	20.30	12.70
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.33	0.45
EBITDA 利息倍数(X)	1.70	1.92	1.91

注：公司 2009 年-2011 年财务报表依据新会计准则编制

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附四：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附五：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级

附七：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。