

信用等级公告

联合[2009] 600 号

联合资信评估有限公司通过对宁波市杭州湾大桥发展有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

宁波市杭州湾大桥发展有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月十八日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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）与宁波市杭州湾大桥发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宁波市杭州湾大桥发展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，未因宁波市杭州湾大桥发展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波市杭州湾大桥发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、宁波市杭州湾大桥发展有限公司主体长期信用等级自 2009 年 12 月 18 日至 2010 年 12 月 17 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月十八日



宁波市杭州湾大桥发展有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2009 年 12 月 18 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 9 月
资产总额(亿元)	103.82	123.99	135.46	133.89
所有者权益(亿元)	33.18	43.50	49.39	49.91
长期债务(亿元)	63.90	66.90	78.15	74.65
全部债务(亿元)	65.12	75.12	78.15	77.54
营业收入(亿元)	--	--	3.98	6.59
利润总额 (亿元)	--	--	0.05	0.51
EBITDA(亿元)	--	--	3.60	--
营业利润率(%)	--	--	62.00	61.67
净资产收益率(%)	--	--	0.07	--
资产负债率(%)	68.05	64.92	63.54	62.72
全部债务资本化比率(%)	66.25	63.33	61.28	60.84
流动比率(%)	87.13	32.95	52.91	47.40
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	21.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	1.00	--

注：杭州湾跨海大桥项目自 2008 年 5 月 1 日起开始试运营，2006 ~ 2007 年均处于建设期，故不产生收入；公司 2009 年 9 月数据未经审计。

分析师

孙恒志 刘雅南

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甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对宁波市杭州湾大桥发展有限公司（简称“公司”）的评级反映了公司所辖杭州湾跨海大桥（以下简称“杭州湾大桥”或“大桥”）知名度高、地理位置优越、交通流量大、安全及运营状况良好等优势，以及高速公路良好的行业前景和长三角南翼地区稳定的经济增长对公司中长期发展的积极影响；联合资信也关注到杭州湾大桥开通时间短、公司整体盈利偏弱、债务负担较重等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

2009 年 10 月浙江省对高速公路路网收费的精确拆分方案实施后，大桥已基本实现对所有过往车辆实行收费，公司获得的通行费拆分收入有望较大幅度地增加；同时，长三角南翼地区经济的发展、大桥车辆主要来源地区高速公路路网效应的进一步发挥以及位于大桥中部的海中平台景点对外开放等，也为通行费收入的持续增长提供了保障。公司中期内无大型投资项目，随着盈利的增长，债务负担有望减轻，公司盈利能力和偿债能力均有所提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 高速公路属国民经济基础设施行业，是国家近年投资的重点，行业发展前景良好。
2. 杭州湾大桥地理位置优越，所在区域腹地经济发达，为其通行费收入增长提供了较强保障。
3. 大桥通行当年即实现盈利，体现出良好的投资价值。大桥目前处于使用寿命的前期，养护、维修等支出相对较少。
4. 随着精确拆分方案和计重收费标准的实施，以及舟山连岛大桥的建成通车和海中平台

旅游景点的对外开放，大桥的车流量和通行费收入具备较大的提升空间。

关注

1. 公司资产负债率较高，目前债务负担较重。
2. 由于通车时间较短，大桥的经济效益尚未得以完全体现，加之较高的财务费用对盈利空间有所挤压，目前公司整体盈利能力偏弱。
3. 公司资产主要为固定资产，资产流动性相对较弱。
4. 在建的嘉绍大桥项目预计于 2012 年年底通车，将对大桥带来分流；此外，境内高速铁路和城际铁路等其他运输方式与公路运输的竞争不断加剧，对杭州湾大桥车流量的增长产生一定影响。
5. 杭州湾大桥工程已投入使用，但尚未办理竣工决算，未来可能存在一定的竣工验收风险。
6. 截至 2009 年 9 月底，公司长期借款余额为 74.65 亿元，全部为以大桥收费权作为质押的质押贷款，质押资产规模较大。

一、主体概况

宁波市杭州湾大桥发展有限公司（以下简称“公司”或“杭州湾大桥公司”）由宁波杭州湾大桥投资开发有限公司和嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限公司投资成立，于 2001 年 10 月 17 日在宁波市工商行政管理局登记注册，注册资本 2.40 亿。后经历次增资扩股以及 2008 年的股权转让，截至 2009 年 9 月底，公司注册资本 49.35 亿元，股权结构如附件 1 所示，其中国有资本持股比例为 71.36%，民营资本持股比例为 28.64%。宁波交通投资控股有限公司（以下简称“宁波交投”）为控股股东。

公司经营范围：杭州湾跨海大桥的投资、建设、运营、管理、项目附属设施的经营和综合开发、广告服务。

公司内设办公室、计划财务部、投资发展部、营运监控部、技术养护部、安全管理部和综合开发部 7 个部门（详见附件 2）。截至 2008 年底，公司无下属子公司。

截至 2008 年底，公司资产总额 135.46 亿元，所有者权益 49.39 亿元；2008 年公司实现营业收入 3.98 亿元，利润总额 0.05 亿元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额为 133.89 亿元，所有者权益合计为 49.91 亿元。2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 6.59 亿元，利润总额 0.51 亿元。

公司注册和经营地址：浙江省宁波市海曙区中山西路 138 号（天宁大厦 18 楼）；法定代表人：余华。

二、行业分析

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

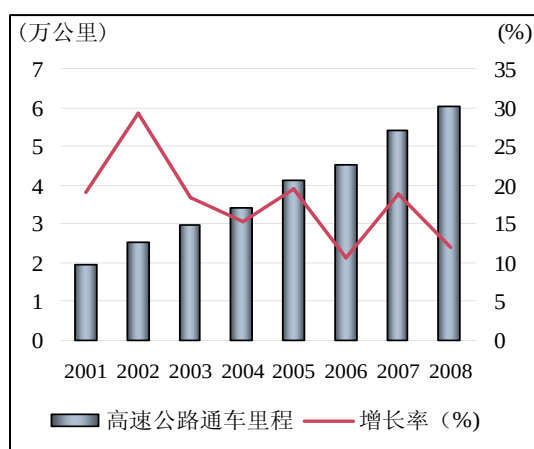
高速公路建设

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，这一阶段年通车里程基本保持在3000~5000公里之间。

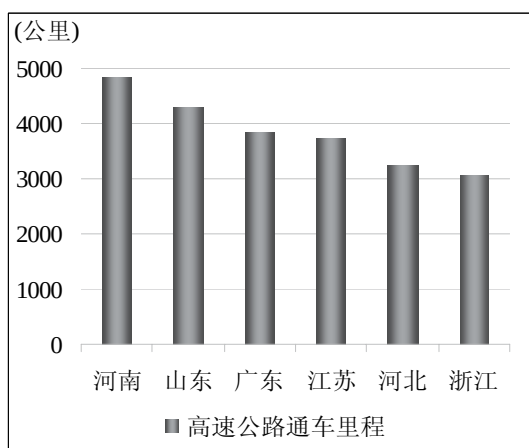
2000年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度。截至2008年底，中国高速公路通车里程达6.03万公里（见图1），仅次于美国位居世界第二位。截至2008年年底，高速公路突破三千公里的省有6个，分别是：河南（4841公里）、山东（4285公里）、广东（3823公里）、江苏（3725公里）、河北（3233公里）和浙江（3073公里）（见图2）。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

图2 2008年各省市高速公路通车里程



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，同时高速公路也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。

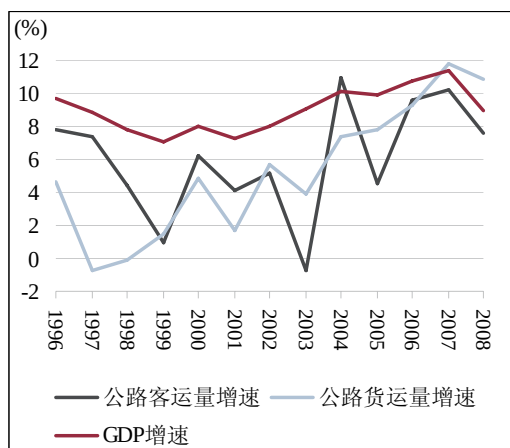
中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

自2008年以来，国际金融危机蔓延，中国宏观经济增速减缓，与GDP增速高度相关的公路运输行业增速也有所回落（见图3）。2008年，全国营业性客车完成公路客运量268.21亿人、旅客周转量12476.11亿人公里；全国营业性货运车辆完成货运量191.68亿吨、货物周转量32868.19亿吨公里。2008年公路客运量和货运量增速分别为7.62%和10.83%，与2007年相比分别下降2.60和0.97个百分点；客运周转量和货运周转量增速分别为9.8%和14.5%，与2007年相比分别下降3.12和2.20个百分点。

受宏观经济下滑影响，公路货运业务在2009年1季度出现增长的历史低点，但从5月份开始出现明显的转好迹象。2009年1-9月，全国公路货运量和货运周转量分别同比增长了6.7%和7.2%，连续5个月出现同比和环比正增长。公路客运量则受到去年雪灾基数低和季节性因素的影响，增速先扬后抑、基本景气度与往年类似，体现出受经济周期影响较小的消费特性，2009年1-9月，全国客运量和客运周转量分别同比增长了3.5%和6.3%。

图3 客货运量增速与GDP增速相关性



资料来源：国家发改委、国家统计局

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。

可以看出，高速公路的过路费、过桥费不在取消收费的范围内，该政策并不会影响收费高速公路通行费的正常收取。但从长远来看，取消政府还贷二级公路的收费，将对与其平行、存在替代关系的高速公路造成分流。同时，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，预计短期内会对运输需求有抑制和挤出效应。但是，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，因此预计将会有部分车辆从普通公路分流到高速公路上来。

2009年，国家发改委、交通运输部、财政部开始分批次地逐步取消各级政府还贷二级公路收费。截至目前，国内东、中部地区除广东、山西、浙江3省外，其余12省已经全部一次性取消政府还贷二级公路收费。政府还贷二级公路的基础设施维护、建设和管理的资金，将由过去的六费（包括公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等）和政府还

贷二级公路收费，变成了中央财政转移支付资金，初步形成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题，有利于调整公路建设投资结构，对于含二级还贷公路的高速公路企业，将有利于缓解其建设资金不足的压力。

2008年10月1日实施的《收费公路权益转让办法》，标志冻结两年之久的收费公路权益转让将重新开启，收费公路权益转让对部分资金紧张的公路公司而言，可以起到缓解建设资金不足，降低财务及经营风险的目的。对资金充裕的公路公司，可以通过受让公路收费权，实现扩大经营规模的目的。

总的来说，中国高速公路的收费标准基本上由政府制定，企业无权制定收费标准。此外，地方政府的支持对高速公路企业的成长也十分重要，具体可体现在直接或间接的资金资助上，如提高通行收费费率或给予税收减免等，这与企业和政府的关系、所辖路段本身重要性等密切相关。

4. 行业关注

路网分流效应

近年来，随着各地高速公路建设的加快，高速公路网络不断延伸、日益密集，在带来路网效应的同时，也将造成地理位置上平行、存在替代关系的高速公路之间出现分流。如上市公司现代投资所辖长潭高速、潭耒高速面临京珠复线及二广高速的持续分流压力；沪杭高速面临与之平行的杭浦高速分流等。预计未来随着“7918”国家高速公路网和多项地方高速公路的建设完善，高速公路行业的路网贯通效应将逐步趋弱，分流压力逐步增大。

铁路运输的影响

2007年4月中国铁路实施第六次大面积提速，大幅提升了铁路运输的效率，对道路客运的冲击较为明显。与此同时，中国铁路在环渤海、长三角、珠三角城市群和其他重点城市间，大量组织开行高密度时速200公里及以上

动车组旅客列车。2008年底，铁道部已初步形成了时速350公里高速铁路技术标准体系，并成功运用到客运专线建设中。

由于铁路在运输成本上，尤其是长途运输上要远远低于公路，铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用，特别是城际高铁的建成将对高速公路客流量产生较大的分流影响。

信贷政策变化

高速公路投资行业主要特点是投资额大、回收期长。从国家高速公路建设规划来看，高速公路建设存在着很大的资金缺口，除项目资本金外，高速公路的建设资金绝大部分来源于银行贷款，可见，未来几年高速公路企业对外筹资压力将大幅增加，债务负担有所加重。

作为高速公路的投资主体，企业需要承担高额的利息费用，因此，货币政策的波动对企业信贷成本及盈利水平有很大影响。高利率将导致快速攀升的财务费用，从而对企业盈利空间有所挤压；宽松的货币政策则对缓解财务成本压力形成利好。

2008年下半年以来，央行连续下调存款准备金率及存贷款基准利率，货币政策趋于宽松，但受国民经济总体运行状况和国家宏观政策等因素的影响，未来市场利率仍具有波动性，为高速公路行业带来一定利率风险。

5. 高速公路发展前景

中国“十一五”规划纲要明确提出，要优先发展交通运输业，提出要统筹规划、合理布局交通基础设施，做好各种运输方式相互衔接，发挥组合效率和整体优势，建设便捷、通畅、安全的综合运输体系。

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)。

2006年9月,根据交通部《公路水路交通“十一五”发展规划》(交规划发[2006]484号文)确定的目标,到2010年,中国公路总里程将达到230万公里,其中高速公路6.5万公里,国家高速公路网骨架基本形成,二级以上公路45万公里,县乡公路180万公里。具备通达条件的乡镇和建制村100%通公路;95%的乡镇、80%的建制村通沥青(水泥)路;预计到“十一五”末,公路年客运量将达到240亿人次,年均增长7.1%;公路年货运量将达到160亿吨,年均增长3.6%。

2008年11月5日,国务院常务会议部署了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施,明确到2010年年底,投资4万亿元加快建设进度,2008年第四季度先增加安排中央投资1000亿元,其中100亿元投资将主要用于国家高速公路网的在建项目和农村公路建设,并优先向西部地区倾斜,向欠发达方向倾斜。同时根据交通运输部规划,2009-2010年交通固定资产投资规模计划年均达到1万亿元水平。

国内汽车保有量的增长也对交通运输业的发展产生巨大的拉动作用。尽管2008年受宏观经济增速减缓的影响,中国汽车产销量增速大幅回落,但在2009年国家对汽车行业实施的利好政策影响下,国内汽车产销快速反弹,2009年前三季度,国内汽车产销量分别为961.27万辆和966.27万辆,同比分别增长32.01%和34.24%。汽车保有量增长对公路运输需求的拉动进一步发挥积极作用。

从行业政策和需求拉动各方面可以看出,中国高速公路未来有较大的发展空间。

6. 区域内高速公路情况

宁波市地处浙江省东部、长江三角洲南翼。近几年,宁波市经济一直保持持续、快速的发展势头。2008年宁波市实现GDP3964.05亿元,同比增长10.10%(按可比价计算),高于全国1.1个百分点,在15个副省级城市和长三角16城市中位居第5;按常住人口计算,宁波市人均GDP为69997元,仅次于杭州排名浙江省第二位;2008年实现财政一般预算收入810.9亿元。宁波市综合竞争力跻身全国10强,所辖县(市)全部跨入全国百强行列,基本确立长三角南翼经济中心地位。地方经济的持续发展成为促进当地交通流量增长的持续动力。

得益于地区经济的持续发展及财政收入的稳步增长,宁波市交通设施投入持续增长,交通网络不断完善。2008年,宁波市完成公路投资82.6亿元,其中高速公路49.8亿元;干线公路28.8亿元,同比增长52.9%,创历史最好水平。杭州湾跨海大桥全线贯通,大碇疏港高速公路顺利通车,绕城高速公路东段、舟山大陆连岛工程宁波连接线、“五路四桥”项目快速推进,新增公路251公里,累计达9572公里,其中高速公路里程366公里,“一环六射”主骨架基本形成。

宁波港的快速发展是宁波交通运输业发展的重要动力。2008年宁波市完成港口货物吞吐量3.6亿吨,同比增长4.8%,居中国大陆港口第二位,全球第四位;集装箱吞吐量突破1000万标箱,达1084.6万标箱,同比增长16.0%,继续保持中国大陆沿海港口第四位,全球排名进入前十位。占总货运量70%的港口货运量需要公路、铁路等交通方式实现集中疏散,宁波港持续快速增长的港口货运量创造了持续的交通疏散需求。

2008年宁波全社会客运量3.2亿人次,旅客周转量123.6亿人公里,同比分别增长2.3%和1.9%;全社会货运量2.5亿吨,货物周转量1160.2亿吨公里,同比分别增长8.6%和9.6%。2009年,连接宁波、舟山的金塘大桥即将建成

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。

通车，象山港大桥全面开工建设；甬台温铁路开通动车组，杭甬客运专线、轨道交通一号建设顺利推进。未来2年，受上海世博会举办及迪斯尼落户等拉动，宁波将进一步加快交通基础设施建设，构筑起与上海和长三角地区安全、便捷的交通体系。

表1 2007~2008年宁波市客货运输量

	2007 年	2008 年
港口货物吞吐量(亿吨)	3.45	3.60
集装箱吞吐量(万标准箱)	935.0	1084.6
客运量(亿人次)	3.10	3.20
其中：公路客运量(亿人次)	3.00	3.00
货运量(亿吨)	2.30	2.50
其中：公路货运量(亿吨)	1.30	1.40

资料来源：宁波市国民经济和社会发展统计公报

“十一五”期间，宁波市交通设施投资将保持大幅度的增长。按照宁波市交通规划，2006~2010年，宁波市交通基础设施投资将达到800亿元，其中公路（含场站）559.97亿元。高速公路方面，宁波市“十一五”期间规划新建高速公路276公里，到2010年力争高速公路里程达到500公里，基本形成“一环五射”高速公路网主骨架，其中“一环”为绕城高速公路，“五射”指宁波往西北上海方向的宁波杭州湾跨海大桥南岸连接线，西部杭州方向的杭甬高速公路，东部舟山方向的跨海大桥及连接线，西南金华方向的甬金高速公路和南部温州、台州方向的同三国道主干线，实现以宁波市区为中心的“213”高速交通圈（到上海、杭州、金华、温州方向的2小时交通圈，市域1小时交通圈、都市区30分钟交通圈）。

在此基础上，根据《宁波市高速公路网规划》（2003-2020年），宁波市高速公路建设将立足港口、依托浙江、接轨上海、开拓沿海、服务华东，在原来“一环五射”基本框架基础上，到2020年，形成“一环五射三辐二连疏港一通道”的高速公路网络格局，使全市高速公路总里程达到700公里。其中“三辐”是指

象山沿海高速公路、沿海北线和甬舟第二通道；“四连”为杭州湾跨海大桥上虞连接线、余姚连接线、象山沿海高速公路石浦连接线和沿海中线；“二疏港”指穿山疏港高速公路、北仑疏港高速公路；“一通道”指宁波杭州湾跨海大桥。依此规划，到2020年，宁波市高速公路里程将达到700公里，高速公路密度达到每百平方公里7.5公里，高速公路网直接覆盖全市所有的县级城市和规划人口5万人以上的13个中心城镇，高速公路网内平均车速可达到每小时90公里以上。届时，港口腹地将得到进一步拓展，车辆在离开港区分界线后5至10分钟即可进入疏港高速公路。

从经济、社会发展前景和宁波市的优势地理位置及交通规划来看，公司业务运营面临良好的发展机遇和较大的发展空间。

三、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司目前运营的唯一项目是杭州湾跨海大桥。作为杭州湾跨海大桥的业主单位，公司独立承担其安全营运管理工作。

杭州湾跨海大桥是沈海高速公路跨越杭州湾的便捷通道。大桥北起嘉兴海盐郑家埭，南至宁波慈溪水路湾，全长36公里，双向六车道，时速100公里/小时。大桥工程于2003年11月14日开工建设，2007年6月26日全桥贯通。2008年5月1日，杭州湾跨海大桥顺利开通客车，随后于2008年10月11日开通货车。经交通部批复的交公路发[2003]313号文，杭州湾大桥总概算为117.62亿元。

作为目前世界上已建成或在建中最长的跨海大桥，杭州湾跨海大桥创造了多项世界或国内第一：在国内首次明确提出设计使用寿命大于等于100年的耐久性要求；创造了“梁上架梁”纪录为1430吨的“世界第一架”；第一次彻底解决了大型混凝土箱梁早期开裂的世界性难题；成功使用直径1.6米、长度89米的

世界最大钢管桩；首开世界同类地质环境建桥采用“有控制放气”的安全施工工艺。此外，在大桥中部海面建设的海中平台旅游风景区也属国内首创。大桥建设过程中申报了 250 多项自主技术创新成果，其中取得 9 项重要科研成果。

杭州湾跨海大桥的建成通车，缩短了宁波至上海间的陆路行程 120 公里。对加快嘉兴、宁波等城市的发展，推动环杭州湾都市圈建设，深化长三角的交流与合作，特别是促进和巩固宁波成为长三角南翼中心城市的定位，将产生重大而深远的影响。

2. 人员素质

截至 2009 年 9 月底，公司经营班子由 7 人组成，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，总经理 1 人，总经理助理 1 人，副总经理 3 人，全部具有大学以上学历。

公司董事长余华先生，1964 年生，大学本科学历，中共党员。曾任宁波海运集团总公司干部，宁波江海运输公司经理、党总支书记，宁波海运（集团）总公司党委副书记、纪委书记，宁波华通集团股份有限公司党委书记，宁波市交通投资开发公司副总经理、党总支副书记，宁波交通投资控股有限公司董事、总经理、党委副书记，现任宁波交通投资控股有限公司董事长、党委书记。

公司总经理严宏军先生，1956 年生，大学本科学历，中共党员。曾任宁波汽车运输总公司财务处长、宁波市交通投资开发公司副总经理，现任公司总经理。

总体看，公司高层管理人员都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高。

截至 2009 年 9 月底，公司共有在岗职工 68 人。按职称划分，中级职称占 14.71%，初级职称占 10.29%；按学历划分，大专以上学历占 77.94%，高中中专学历占 17.65%，初中及以下学历占 4.41%；按年龄划分，29 岁及以

下人员占 54.41%，30 岁-50 岁人员占 38.24%，50 岁以上人员占 7.35%。总体看，公司员工整体素质较好，员工队伍趋于年轻化，能满足日常经营管理活动需要。

3. 股东支持及优惠政策

基于杭州湾大桥重要的地理位置和战略意义，公司作为杭州湾跨海大桥的业主单位，得到股东单位及地方政府的大力支持。

公司控股股东宁波交投是宁波市交通基础设施建设领域资产规模最大的投资公司，在交通投资建设与经营产业领域具有主导地位。控股股东已累计投入交通基础设施建设资金几百亿元，占有宁波市 80% 以上交通投资量，是宁波市交通基础建设、投资、经营、管理的最主要主体，具有一定的区域行业主导优势，公司能够获得其在经营和管理等方面的经验。

除银行贷款外，杭州湾大桥项目资金来源均来自股东投入的资本金。2006~2008 年，公司股东持续增资，分别增加 9.625 亿元、10.325 亿元和 5.85 亿元。截至 2009 年 9 月底，公司实收资本达 49.35 亿元。其中共有 13 家省内民营企业投资入股，民营资本持股比例为 28.64%。除宁波交投外，公司其他股东包括国资委直属的中国中钢集团公司，嘉兴市交通投资有限公司控股的嘉兴市杭州湾大桥开发有限公司等国有独资或控股企业，及国内知名的雅戈尔集团股份有限公司、宁波方太厨具有限公司等。

税收优惠方面，根据规定，国内桥梁所缴营业税按 5% 征收，高速公路则按 3% 征收。大桥通行后，公司原营业税按桥梁的 5% 征收，考虑到杭州湾跨海大桥长度长，可视为特殊的高速公路，营业税由 5% 调整为 3%。

此外，根据宁波市人民政府和嘉兴市人民政府于 2008 年 1 月 10 日签署的《关于杭州湾大桥跨海大桥营运期税收征管及其分配事宜的备忘录》，大桥运营后两年内，每一年视公司经营情况，由宁波市和嘉兴市财政按公司所

缴纳营业税额的各自地方留成部分补助给大桥公司。截至 2009 年 9 月底,公司共收到 2008 年度税费返还 810 万元,计入“营业外收入”科目。营业税的返还在一定程度上改善了公司运营初期的经济效益。

四、管理分析

1. 公司治理

公司是依《公司法》及相关法律、行政法规成立的有限责任公司。截至 2009 年 9 月底,公司注册资本 49.35 亿元,国有资本占 71.36%,民营资本占 28.64%,产权关系明晰。公司按照《公司法》和《证券法》等有关法规的要求,建立了股东大会、董事会和监事会分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程,股东大会是公司最高权力机构,董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 13 名董事组成,其中董事长 1 名,为公司法定代表人,由公司控股股东宁波交投推荐候选人并由董事会选举产生;副董事长 1 名,由公司第二大股东中国中钢集团公司推荐候选人并由董事会选举产生。公司监事会由 9 名监事组成,其中职工代表监事 3 名。公司实行董事会领导下的总经理负责制,下设总经理 1 名,总经理助理 1 名,副总经理 3 名。

总体看,公司法人治理结构较为完善,公司相对于控股股东在业务、人员、资产、机构、财务等方面均具有独立性。

2. 管理体制

公司是以杭州湾大桥经营为主营业务的企业,车辆通行费的预算管理和路桥的维护管理是公司管理的重点。

安全管理方面,公司制订《安全工作例会管理办法》、《安全生产检查管理办法》、《安全生产台帐管理规定》、《生产安全事故的报告和调查管理规定》等一系列规章制度,加强对大桥养管经营单位的监督管理,提高检查质量和

效果,及时排查整改事故隐患,防止和减少安全生产事故的发生。自开通以来迄今,大桥经历了 3 次台风和多次大雾、冰冻天气的考验,未发生一起桥梁安全事故,安全指标位于国内高速公路行业前列。

预算管理方面,公司制定了《预算管理办法》,通过健全预算管理组织机构,理顺预算管理业务流程,逐步形成了以战略目标为导向,年度预算为控制目标,滚动执行预算为控制手段,覆盖多个管理层面、全方位的预算管理体系。

总体看,公司的各项规章制度较为健全,公司治理水平较高。

五、经营分析

表 2 2008 年公司营业收入构成情况

业务板块	2008 年	
	营业收入 (万元)	占比 (%)
主营业务收入: 车辆通行费	38974.49	98.04
其他业务收入: 经营租赁收入	780.94	1.96
合计	39755.42	100.00

资料来源:公司提供

2006 年和 2007 年期间杭州湾跨海大桥尚处于建设期,均未形成营业收入;大桥自 2008 年 5 月开始试运行,全年客车通行 8 个月,10 月 11 日开通货车,货车通行不足 3 个月,导致全年收入规模较小。同时,按照浙江省高速公路路网收费拆分办法,大桥拆分车流量少于实际车流量,实际收费标准低于省政府核定的收费标准,对公司 2008 年和 2009 年 1~9 月的收入造成较大影响。

2008 年和 2009 年 1~9 月,公司分别实现通行费收入 3.90 亿元和 6.44 亿元。其中 2008 年通行费收入占总营业收入的 98.04%,公司主营业务突出。

1. 收费大桥经营业务

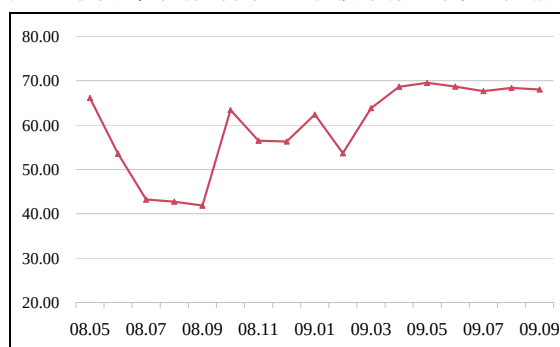
杭州湾跨海大桥自 2008 年 5 月通车，由于大桥服务区相关附属设施还须继续施工及奥运安保等方面的原因，宁波、嘉兴人民政府第 156 号《杭州湾跨海大桥管理暂行办法》第四条规定在大桥试运行期间，禁止货物运输车辆通行。至 2008 年 10 月 11 日，由于相关设施已完善，大桥开始通行货车。收费年限为 25 年（不含建设期）。

车流量分析

图 4 为大桥开通至 2009 年 9 月期间，浙江省省结算中心拆分的月度车流量情况。可以看出，2008 年下半年，受客货车逐步通行和金融危机的影响，大桥每月通行量变化较大。2009 年第二季度以来，大桥每月通行量进入平稳增长期。

2008 年，杭州湾跨海大桥累计通行客货车 423.5 万辆。其中，5 月 1 日至 10 月 10 日累计通行客车 247.4 万辆，日均 1.52 万辆；10 月 11 日开通货车至 12 月 31 日，累计通车 176.1 万辆，日均通车 2.15 万辆。2009 年 1-9 月，省结算中心拆分车流量日均数据在 1.92~2.29 万辆之间，随着二季度宏观经济的回稳，大桥车流量趋于稳定。

图 4 杭州湾跨海大桥车流量月度数据（单位：万辆）



资料来源：公司提供，数据为浙江省省结算中心拆分车流量

表 3 反映了浙江省省内其他优质高速公路的车流量状况。对比来看，截至 2009 年 9 月底，杭州湾大桥仅通车一年多时间，日均拆分车流量已达 2 万多辆，经营效益显著。

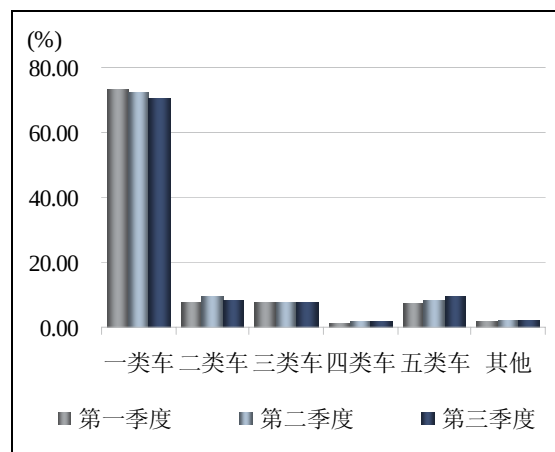
表 3 浙江省内主要高速公路日均全程车流量（万辆）

高速公路名称	2008 年	09 年 1~6 月	备注
沪杭甬高速	3.23	3.44	1998 年底全线通车
杭金衢高速	2.09	2.25	2003 年 9 月全线通车
上三高速	1.71	1.91	2000 年底通车
甬台温台州段	2.21	2.44	2003 年底全线通车
甬台温温州段	2.04	2.26	
甬台温宁波段	1.98	2.14	

资料来源：根据公开资料整理

从车型结构看，公司通行车辆中以一类车为主，2009 年一季度，一类车车流量占总流量的 73.53%（见图 5），通行费收入占 50.32%。在宏观经济政策的拉动下，浙江省内货运需求逐渐升温，二季度和三季度，大桥一类车车型的车流量占比呈下降趋势，分别为 72.22%和 70.34%，而载货类车型如四类车和五类车占比均有所提高。货运的回升有利于大桥通行费收入增加，2009 年第二季度和第三季度，公司获得的通行费收入环比分别增长 17.97%和 0.77%。

图 5 2009 年各季度车型占总流量比例图



资料来源：公司提供

收费模式

浙江省高速公路收费通过建立统一的高速公路收费系统，在省路网内各路业主不同的状况下，本着“联网收费、统一管理、一票到底、按实结算”的原则，在全省高速公路网内不设主线收费站，实行联网收费。全省高速公

路网收费结算系统分为省收费结算中心、收费管理分中心、收费站（包括站房内和收费车道）等三级组成。其中收费结算中心系统设在省交通厅收费中心，专门负责根据车辆所经路段按照一定规则进行分配，对全省高速公路网收费的实时管理和通行费拆分，并通过银行完成通行费收入的清算划拨。

杭州湾跨海大桥自开通起已纳入浙江省高速公路收费体系，因此，公司通行费收入并非对所有过桥车辆按收费标准进行征收，而是根据收费结算中心提供的结算报表确认，每月收入截止日统一为当月 25 日。

随着高速公路网的日益密集，从相同的一个起点到终点，可选择的路径可能有多条，即为“路径二义性”现象。在联网收费的环境下，

二义性路径带来了如何计费以及沿线不同高速公路投资主体资金如何拆分的难题。

为解决上述难题，2005 年省交通厅制定了《浙江省高速公路联网收费二义性路径计费及拆分暂行办法》（以下简称“拆分暂行办法”），即通行费拆分以最短路径为拆分原则，同时考虑路程差距按照拆分规则拆分给相关的业主（见表 4）。由于无法精确识别行驶路径，该办法导致了高速公路网车辆通行费拆分不公问题的产生，造成部分业主损失较大。

2009 年 10 月 15 日，浙江省在国内首次实行全省路网二义性路径识别系统（简称“精确拆分系统”），实现高速公路车辆通行费按实际行驶路线分配给沿线各高速公路业主。

表 4 浙江省高速公路网收费拆分原则对比

	拆分暂行办法	精确拆分系统
主要原则	就近拆分，就近收费	有准确行驶路径的按行驶路径上的各业主里程比例拆分，没有准确行驶路径的仍按拆分暂行办法拆分；不论行驶路径，收费额仍以最短路径收取
主要内容/主要原理	对在省高速公路网中行驶的车辆，一律按其中可能通行的最短路径的路段收费标准计费 对二义性路径环上“环外进（出）、环内出（进）”的车辆和“环外进、环外出”的车辆： 若其可能通行的不同路径里程相差 30%以上，或是路径绝对里程差距超过 50 公里的，将所收取的通行费统一分配给最短路径沿线的各联网单位；路径里程相差 30%以内并且路径绝对里程差距未超过 50 公里（含 50 公里）的，将通行费按照两条路径各 50%的方式分配给沿线的各联网单位 对二义性路径环上“环内进（出）、环内出（进）”的车辆： 若其可能通行的不同路径里程相差 20%以上，或是路径绝对里程差距超过 50 公里的，将所收取的通行费统一分配给最短路径沿线的各联网单位；路径里程相差在 20%以内并且路径绝对里程差距未超过 50 公里（含 50 公里）的，将通行费按照两条路径各 50%的方式分配给沿线的各联网单位	在高速公路主线路侧设立标识点，在全路网采用复合通行卡和读写器；在入口清除路径信息，写入入口信息；当车辆通过标识站时写入标识站码；在出口读取入口信息和标识站码信息；从而精确获知车辆的准确行驶路径

资料来源：浙江省交通厅

精确拆分系统仍以就低收费为原则，即仍旧按照高速公路网内两地间最短的距离来收费，对两地间车辆通行费无影响，但沿线高速公路经营业主的利益分配却有着很大的变化。

以浙东地区至上海的其中一段路线为例，从台州市临海北收费站（属甬台温高速）至嘉兴市嘉善（属沪杭高速）可以有两条路径（见表 5），一是沿甬台温和杭州湾跨海大桥路线，

全程约 266 公里；二是沿上三高速和沪杭甬高速路线，全程约 300 公里左右。无论采取拆分暂行办法还是精确拆分方法，以上两条路径的通行费均为 140 元。但是，根据拆分暂行办法，无论走杭州湾大桥，还是上三高速，这两条路线都将分别获取 70 元的通行费。但实行精确拆分后，通过分析得出实际行驶路线后，该通行费收入可全部归属于行驶路线沿线单位。

考虑到公司所在路线里程更短，路况更好，在同等良好天气状况下，浙东地区特别是甬台温地区对上海、苏南的高速公路来往车辆选择杭州湾大桥路线的可能性更大。联合资信

认为，精确拆分系统更合理的考虑了各高速公路业主的合法利益，该办法实施后，大桥能基本实现对所有过往车辆实行收费，公司获得的拆分收入有望增加。

表 5 临海北至嘉善不同路线对比情况

可选路线	沿线高速公路	路线里程	通行费	路况特点
路线 1	甬台温——宁波绕城——杭州湾跨海大桥及南北连接线——沪杭高速	约 266 公里	140 元	甬台温和大桥路面平坦拐弯少；但因靠海，逢雨雪天气影响能见度
路线 2	上三高速——杭甬高速——杭州绕城——沪杭高速	约 300 公里	140 元	上三高速山区路段较多，地势较差；受雨雾影响较严重

资料来源：浙江省交通厅，联合资信整理

拆分暂行办法实行期间，公司对大桥过往车流量进行了人工、线圈、微波等不同方式的调查，结果显示大桥实际车流量高于结算中心拆分车流量 20%以上。根据高速公路结算中心提供的数据，2009 年 9 月 15 日至 9 月 29 日大桥拆分车流量合计为 34.55 万辆，日均车流量为 2.30 万辆。实施精确拆分方案后，10 月 15 日至 10 月 29 日大桥拆分车流量合计为 40.58 万辆（接近于公司通过微波流量测算²的车流量 41.06 辆），日平均车流量为 2.71 万辆，较上月同期增长 17.46%。

精确拆分系统投入运行较短，对公司收入带来的增长情况难以精确估计。以上选取的两段时期均为 15 天，均无大风大雾等恶劣天气，且避开了国庆长假的影响因素；尽管时间跨度短，可信度仍然较大。从长远来看，精确拆分将减少公司因原有拆分原则带来的损失，从而大大提高通行费收入。

收费标准

根据《浙江省人民政府办公厅关于杭州湾跨海大桥收取车辆通行费的复函》（浙政办函[2008]22 号），杭州湾跨海大桥车辆通行费收费标准如表 6 所示。若执行省内主要高速公路的收费标准，以大桥长度 36 公里折算，按照浙江省普通高速公路通行费标准计算得出的

一类至五类车收费分别为：19.4 元、38.8 元、58.2 元、77.6 元和 97.0 元，远低于目前实际收费标准。可见，大桥目前通行费标准较高，但仍低于省内温州大桥及国内其他地区的苏州苏通大桥、荆州长江大桥等。

表 6 杭州湾跨海大桥收费标准

车辆类别	分类标准	大桥收费标准	浙江省高速公路收费标准	
		车次费 (元/车次)	车次费 (元/车次)	里程费 (元/车辆公里)
一类车	20 座(含)以下客车、2 吨(含)以下货车	80	5	0.4
二类车	20 座以上 40 座(含)以下客车、2 吨以上 5 吨(含)以下货车	160	10	0.8
三类车	40 座以上客车(含 32 座以上卧铺车)、5 吨以上 10 吨(含)以下货车	240	15	1.2
四类车	10 吨以上 20 吨(含)以下货车	280	20	1.6
五类车	20 吨以上及 50 吨(含)以下货车	320	25	2.0

注：①大桥收费标准中，其他为六类车（一只 20 英尺集装箱车）和七类车（两只 20 英尺或一只 40 英尺集装箱车），按三类和四类收费标准执行，再享受 70%的优惠政策，取整后分别为 170 元和 200 元；②浙江省高速公路收费标准为省内主要高速公路收费标准，计算方式为：通行费 = 车次费 + （里程费 × 里程）。

资料来源：公司提供

此外，根据 2009 年 2 月浙江省交通厅关于《浙江省高速公路计重收费实施意见》，浙江省计划 2009 年对载货类机动车辆实施计重收费政策，杭州湾跨海大桥按原收费标准执行。在实施计重收费后，大桥邻近的竞争高速

²微波检测是采用雷达技术实时监测和定位区域内各交通数据的系统，通过发射低能量的连续频率调制微波信号、处理回波信号，可检测出多达 8 个车道的车流量、道路占有率、平均车速等交通流参数。

公路收费标准将有所提高，在精确拆分方案的就低收费原则下，公司获得的通行费收入也将得到提高。

路网效应及分流

截至2008年底，浙江省内投入运营的高速公路总里程达到3073公里，已形成覆盖除海岛舟山外的10个地市及70多个县（市、区）的高速公路网络。公司运营的杭州湾跨海大桥，通过其北接线与沪杭、杭浦及乍嘉苏高速公路连通，通过南接线与宁波绕城相连，进而与杭甬、甬台温高速连通，大桥与周边已建成的高速公路形成上海、嘉兴、杭州、绍兴和宁波的高速公路圈，路网效应明显。

连接舟山与宁波的舟山连岛大桥计划在2009年年内开通，该连岛大桥起自舟山本岛的国道329线鸭蛋山的环岛公路，经舟山群岛中的里钓岛、富翅岛、册子岛、金塘岛至宁波镇海区，与宁波绕城高速公路和杭州湾大桥相连接。舟山连岛大桥正式通车后，舟山交通将融入长三角区域国家高速公路网络。在地理位置上，宁波和舟山同处于长三角南翼，上海、苏南地区对舟山的高速公路往来必经杭州湾大桥，该连岛大桥的开通预计能较明显的提高杭州湾大桥车辆通行量。

竞争方面，目前已建高速公路中，沪杭甬高速与杭州湾大桥走向相近，存在一定分流。但杭州湾大桥作为宁波、舟山至上海的最便捷通道，在节省燃油及在途时间方面有较大优势，沪杭甬高速分流作用有限。

2008年年底，另一座横跨杭州湾的嘉绍大桥正式开工，计划在2012年12月建成通车。嘉绍大桥是嘉绍跨江工程的中间跨江部分，嘉绍跨江工程北起嘉兴海宁，南接绍兴上虞，建成后绍兴至上海的车程将由现在的3小时至少缩短一半。与杭州湾大桥相比，嘉绍大桥靠近杭州湾内侧，桥长仅为10公里，桥面设计为双向8车道，设计速度为100公里/小时。考虑到嘉绍大桥通车时间晚，未来2年内对大桥运营无影响。

铁路方面，杭甬、沪杭、宁杭铁路客运专线均已于08年年底或09年年初开工，预计在2011年将建成通车，形成以上海、南京、杭州、宁波为中心的长三角地区两小时铁路交通圈，杭州湾大桥未来的大中客公路运输将面临挑战。

道路养护和安全

公司注重养护基建工作，随着大桥车流量的稳步增长，公司运营监控部、安全管理部、技术养护部等部门与交警、路政、养护排障等加强沟通和协作，保证大桥的安全畅通。自杭州湾大桥开通以来，经历多次台风、大雾和冰冻天气的考验，未发生一起重大及以上安全事故，交通事故发生率明显低于省内其他高速公路的平均水平。

公司通行费收费业务的成本主要为大桥的日常养护成本和大桥折旧构成。2008年和2009年1~9月，大桥养护成本分别为1229万元和1890万元。大桥目前处于使用寿命的前期，养护成本支出相对较少。

2. 其他业务

公司其他业务收入为南北服务区的租赁收入及加油站等的租金收入。其中，大桥南北服务区的经营采取外包形式，公司获得的收入按服务区营业额的10%~11%提取；加油站、联通基站和移动基站的租金收入则根据双方订立的合同收取。

以上业务于2008年实现780.94万元的收入，占公司总收入的1.96%。2009年前三季度，以上业务实现收入1522.69万元。

3. 未来发展

公司未来三年（2009~2011年）发展战略为“一业为主，多种经营”，即以大桥经营作为核心产业，同时大力开发大桥广告、旅游资源等，提升公司综合盈利能力。公司未来三年的发展目标为：净资产收益率基本达到上市高速公路公司水平；建立完整的决策和营运管理

体系；实现海中平台及其配套服务设施投入运营。

海中平台位于大桥中部海面，是杭州湾大桥的标志性建筑，定位为大桥观光和海上休闲旅游景点，计划于 2010 年二季度建成。海中平台项目由宁波市杭州湾大桥海中平台开发有限公司投资建设，公司负责其前期规划和筹备工作。海中平台是杭州湾大桥唯一的观景平台，设置了停车、观光旅游、餐饮购物、商务洽谈、星级酒店等区块，市场前景良好，建成后将为杭州湾大桥带来可观的客车流量。

公司未来 4 年收入预测参见表 7。预测依据主要为：①2009 年前三季度公司已实现 6.44 亿元通行费收入，其中第三季度为 2.33 亿元。10 月 15 日精确拆分系统实施后，公司预计第四季度通行费收入较第三季度增长 16%（如第四季度首日起实施，则增长率为 20%），即 2009 年通行费收入为 9.14 亿元。②考虑到 2008 年大桥试运营期间数据存在较大偏差，对 2010 年及以后年度的预测将以 2009 年数据（非上述预测数据）作为预测的基础数据。不考虑第四季度精确识别系统的投入运行以避免重复计算，公司依据第二季度数据（2009 年一季度经济形势低迷，对大桥及国内主要高速公路车流量均造成不利影响，故未采用）得出 2009 年通行费收入的基础数据为 9.24 亿元（即为第二季度通行费收入的 4 倍）。公司通过其它方式对大桥实际通行量进行统计，并对比精确识别系统实施前后各 15 天的车流量状况，预计不考虑自然增长因素，精确拆分的实施将导致 2010 年大桥通行费收入较 2009 年基础数据净增长 20%。③由于缺乏历史累计数据，公司以 2006～2008 年浙江省公路运输的客货车流量平均增幅为依据（其中三年客车流量增幅约为 4%，货车约为 8%），根据大桥客货车比例折算成标准车，得出未来每年大桥车流量自然增长率为 6.3%。

根据预测，2009 年～2012 年，公司通行费收入分别为 9.14 亿元、11.78 亿元、12.52 亿

元和 13.31 亿元，其中 2010 年较 2009 年增长 28.97%，2011～2012 年每年均增长 6.3%。加上其它业务收入的增加，2009 年～2012 年，公司将实现营业收入分别为 9.32 亿元、11.99 亿元、12.75 亿元和 13.56 亿元。

公司 2010 年收入预测增长较为乐观，但如果考虑年底舟山连岛大桥开通、2010 年上海世博会的召开和海中平台旅游景点的对外开放带来较明显的车流量增长，以及浙江省计重收费实施对大桥通行费收入的积极作用，公司预测具备实现的可能性。

表7 2009-2012年公司收入预测（单位：万元）

项目	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
通行费收入	91352	117814	125237	133127
其它收入	1859	2048	2243	2458
收入合计	93211	119862	127480	135585

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006～2007 年的财务报表经宁波世明会计师事务所有限公司审计、2008 年财务报表经浙江万邦会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2009 年前 3 季度报表未经审计。

2006～2007 年在大桥建设期间，公司根据《基本建设财务管理规定》和《国有建设单位会计制度》及有关补充规定编制财务报表。2006～2007 年财务报表系根据财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》及其应用指南和解释重新编制而成。以下分析以 2008 年和 2009 年三季度财务报表为主。

截至 2008 年底，公司资产总额 135.46 亿元，所有者权益 49.39 亿元；2008 年公司实现营业收入 3.98 亿元，利润总额 0.05 亿元。

截至 2009 年 9 月底，公司资产总额为 133.89 亿元，所有者权益合计为 49.91 亿元。

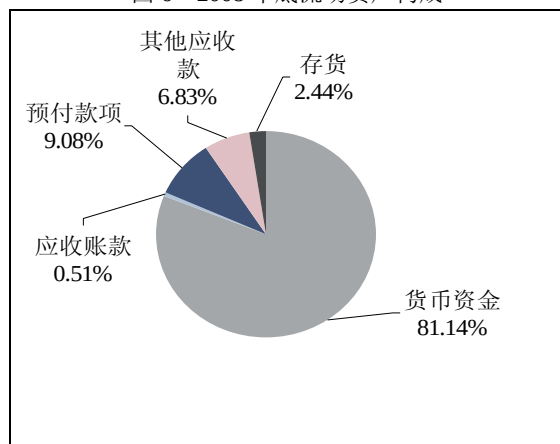
2009 年 1~9 月,公司实现营业收入 6.59 亿元,利润总额 0.51 亿元。

2. 资产质量

2006~2008 年,公司资产规模保持了快速增长,年均复合增速为 14.22%。截至 2008 年底,公司资产总额为 135.46 亿元。其中流动资产占 3.07%,非流动资产占 96.93%。公司资产构成以非流动资产为主。

截至 2008 年底,公司流动资产 4.17 亿元,以货币资金为主(占 81.14%),其余占比较大的为预付款项和其他应收款,分别为 9.08%和 6.83%(见图 6)。

图 6 2008 年底流动资产构成



资料来源:公司年报

截至 2008 年底,公司货币资金为 3.38 亿元,以银行存款为主;截至 2008 年底,公司预付款项 0.38 亿元,主要系预付工程款及备料款。随着杭州湾大桥的建成,公司预付款项逐年递减,2006~2008 年年均复合增长率为 -67.36%;公司其他应收款主要为委托贷款及代垫费用等,2008 年为 0.28 亿元。

2006~2007 年,公司非流动资产主要为在建工程杭州湾大桥。大桥工程于 2008 年 5 月交付通车,结转为固定资产。截至 2008 年底,公司非流动资产 131.29 亿元,全部为固定资产。

杭州湾大桥工程于 2008 年 4 月通过交工验收并于 2008 年 5 月正式通车运行。按照《公

路工程竣(交)工验收办法》(2004 年交通部令 第 3 号),竣工验收将在通车试运营 2 年后(即 2010 年 5 月后)进行。公司以截至 2008 年 4 月底的在建工程发生额及相关合同为依据暂估作为固定资产入账,暂估入账的交付使用杭州湾大桥资产为 132.17 亿元。待工程竣工决算后,再按审定后的决算造价对相关固定资产的账面价值作相应调整。截至 2008 年底,固定资产原值为 132.46 亿元,其中跨海大桥主体工程及其附属工程分别占 97.42%和 2.37%。2008 年底累计折旧余额为 1.17 亿元。考虑到大桥尚未竣工验收,未来可能存在一定的竣工验收风险。

截至 2009 年 9 月底,公司资产总额为 133.89 亿元,较 2008 年底减少 1.16%,主要是固定资产折旧增加所致。公司资产构成保持稳定,仍以非流动资产为主(占 96.70%)。

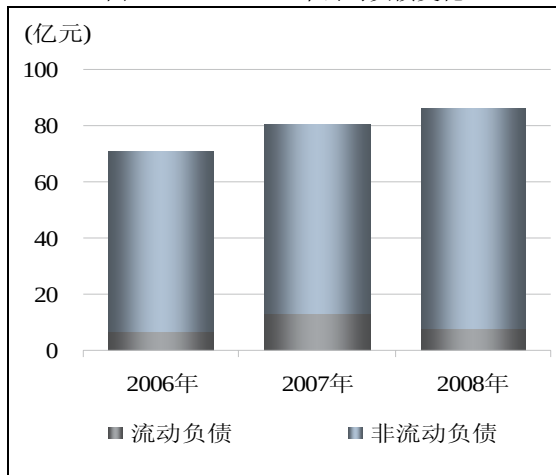
综合来看,目前公司资产以经营性固定资产为主,资产构成符合高速公路行业经营特点,整体资产质量良好但流动性一般。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年公司所有者权益快速增长,年均复合增速为 22.01%。截至 2008 年底,公司所有者权益 49.39 亿元,其中实收资本为 49.35 亿元,占 99.93%。所有者权益的增长主要来自股东增资,其中 2007 年和 2008 年分别增加 10.33 亿元和 5.85 亿元,公司所有者权益稳定性好。

2006~2008 年公司负债规模持续增长,年均复合增长率为 10.38%。截至 2008 年底,公司的负债总额为 86.07 亿元,其中流动负债占比 9.15%,非流动负债占比 90.85%,鉴于高速公路行业特点,公司负债结构合理。

图 7 2006~2008 年公司负债变化



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司流动负债合计为 7.87 亿元，主要为应付账款。截至 2008 年底，公司应付账款 7.35 亿元，占流动负债的 93.38%，主要为应付工程及设备款。

公司非流动负债主要为长期借款。截至 2008 年底，公司非流动负债 78.20 亿元，其中长期借款为 78.15 亿元，占 99.94%。公司长期借款全部为以大桥收费权作为质押的质押贷款。

总的来看，公司负债中有息债务占比很大，2006~2008 年全部债务规模不断增加，至 2008 年底增至 78.15 亿元。

伴随着公司所有者权益的大幅增加，公司负债水平呈下降趋势。2008 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率为 63.54% 和 61.28%，公司负债水平高，债务负担较重。但与同行业中其他高速公路运营企业相比，公司的债务负担处于正常水平（见表 8）。

表 8 公司与同行业负债情况比较

主体名称	资产总额 (亿元)	资产负债 率 (%)	全部债务资 本化比率 (%)
浙江省交通投资集团有限公司	1212.42	69.99	63.86
重庆高速公路集团有限公司	809.75	68.20	66.37
河南高速公路发展有限责任公司	805.27	77.23	74.21
北京市首都公路发展集团有限公司	655.21	52.33	50.55

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	310.29	66.58	65.82
深圳高速公路股份有限公司	182.06	57.66	51.04
山东高速公路股份有限公司	142.77	37.70	28.21
宁波市杭州湾大桥发展有限公司	135.46	63.54	61.28

资料来源：根据相关资料整理，均为 2008 年经审计的数据

截至 2009 年 9 月底，公司负债总额较 2008 年底减少 2.43%，为 83.98 亿元。其中流动负债占比有所上升，为 11.11%；非流动负债占 88.89%，其中长期借款为 74.65 亿元，全部为以杭州湾大桥收费权作为质押的质押贷款，其中，国家开发银行浙江省分行、工商银行宁波市分行、农业银行宁波市分行、中国银行宁波市分行和浦发银行宁波分行所占比例分别为 56.13%、25.45%、9.38%、5.69% 和 3.35%。截至目前，公司尚未就其收费权向人民银行信贷征信机构办理质押登记。公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.72%、60.84% 和 59.93%，债务负担略有降低。

从未来发展来看，公司近期无其他大型项目的投资计划，总体处于投资回收期。随着银行贷款的逐步偿还，公司债务负担将持续下降。

4. 盈利能力

2006~2007 年，因杭州湾大桥均处于建设期，故无营业收入。2008 年，公司实现营业收入 3.98 亿元，由于当年大桥通车时间较短，其收入规模不能完全反映大桥运营实力；2008 年公司营业成本为 1.37 亿元，主要为大桥折旧成本。

公司债务负担较重，导致财务费用较高。2008 年初至 9 月上旬国家一直实行适度从紧的货币政策，全年财务费用为 2.30 亿元。受此影响，2008 年公司实现营业利润和净利润分别为 494.49 万元和 352.94 万元，利润空间受财务费用支出影响较大。

2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 6.59 亿元，其中通行费收入 6.44 亿元，大桥通行费收入水平明显提高。同期公司获得 2008 年度营业税返还 810.00 万元，前三季度营业利润和利润总额分别为 0.43 亿元和 0.51 亿元。

从盈利指标来看，2008 年公司营业利润率和净资产收益率分别为 62.00%和 0.07%；2009 年 1~9 月，公司营业利润率为 61.67%。与同行业上市公司盈利指标比较而言（表 9），公司主营业务盈利能力强，但整体盈利较弱。一方面是由于大桥通车时间较短，经济效益尚未显现或释放；另一方面则是受较高的财务费用拖累。

表 9 2008 年部分高速公路上市公司盈利指标

股票简称	营业利润率(%)	净资产收益率(%)
楚天高速	61.90	12.13
东莞控股	58.84	6.91
山东高速	55.09	13.97
赣粤高速	51.61	15.45
四川成渝	50.93	9.32
中原高速	50.85	5.01
宁沪高速	50.40	9.75
海南高速	46.90	1.05

资料来源：上市公司 2008 年年报，据统一口径计算所得

高速公路行业普遍采取“贷款修路，收费还贷”的运营模式，受信贷政策的影响大。2008 年下半年央行连续五次降息，货币政策全面放松。公司长期借款大部分为 5 年期以上银行贷款，主要采用随基准利率下浮 10%的信贷方式。2009 年一季度前，大部分银行贷款利率采用一年一调，调整时间在每年 2~7 月间。由于贷款利率下调发生在 2008 年下半年，对当年信贷成本影响不大。2009 年 7 月后，公司银行贷款利率将采取一季一调或者一月一调，宽松的货币政策对降低公司财务成本的作用将进一步得以发挥。

总体看，公司主营业务盈利能力强，但整体盈利能力弱。随着大桥通行车流量空间的不断释放，以及精确拆分系统投入使用带来拆分车流量的增加，未来大桥通行费收入将持续增加，整体盈利水平有望提高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2008 年底，公司流动比率和速动比率分别为 52.91%和 51.61%；截至 2009 年 9 月底，两项指标分别为 47.40%和 47.35%，指标偏低。2008 年公司经营现金流动负债比为 40.63%，指标值低，主要系 2008 年末实现全年通车所致，预计 2009 年该指标将有明显提高。可以看出，公司流动资产规模偏小，短期债务压力较大。考虑到公司稳定的车辆通行费现金流入和畅通的融资渠道，可以应对短期支付的需要。

从长期偿债能力看，2008 年公司 EBITDA 为 3.60 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.00 倍（利息支出包含资本化利息支出为 1.22 亿元），EBITDA 对利息保护能力一般；全部债务/EBITDA 为 21.73 倍。由于公司债务规模较大，目前 EBITDA 对整体债务的保护指标偏低。

表10反映了截至2009年9月底，公司所有有息债务的偿还期限分布。根据公司还款计划，2009年9月底的77.54亿元的长短期借款中，57.46%将于2015年及以后偿还。考虑到公司未来收入和盈利规模将快速增长，公司长期债务偿还压力较小。

表 10 债务偿还期限分布

偿还分布年限	债务数额 (亿元)	占比 (%)
需于 2009 年偿还	0.35	0.45
需于 2010 年偿还	5.59	7.21
需于 2011 年偿还	5.20	6.71
需于 2012 年偿还	6.80	8.77
需于 2013 年偿还	7.45	9.61
需于 2014 年偿还	7.60	9.80
需于 2015 年及以后偿还	44.55	57.46
合 计	77.54	100.00

资料来源：公司提供

截至2009年9月底，公司为宁波市杭州湾大桥海中平台开发有限公司（以下简称“海中平台开发公司”）提供担保，累计金额3.30亿元。海中平台开发公司为公司的关联单位，其股东构成与公司基本一致，主要负责海中平台的建设，目前尚未实现收入。由于公司对外担保比率较低（为6.61%），对外担保对公司影响不大。

截至 2009 年 9 月底，国家开发银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、浦发银行等银行给予公司授信额度共计 92.00 亿元，尚余 14.46 亿元可使用，间接融资渠道畅通。

七、综合评价

高速公路基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，伴随着国民经济的持续增长，行业仍有望处于景气周期。

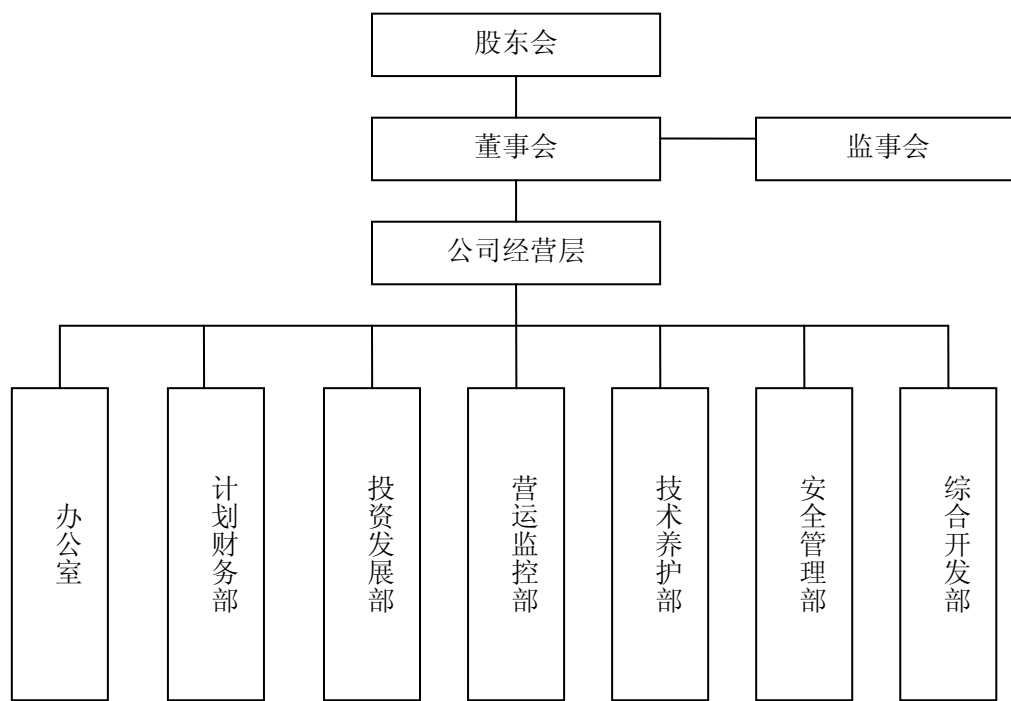
公司旗下的杭州湾跨海大桥是连通浙东与上海、苏南的便捷通道，地理位置优越，交通流量大，具有较强的收费能力和增长前景。由于开通时间短，目前公司资产和收入规模有限；公司债务负担较重，高额的财务费用对其盈利空间有所挤压，整体盈利能力偏弱。未来随着经济发展、人均汽车拥有量逐步上升、浙江省对高速公路路网收费精确拆分方案和计重收费标准带来的正面效果的显现，以及舟山连岛大桥的建成通车和海中平台旅游景点的对外开放，杭州湾大桥的车流量和通行费收入具备较大的提升空间，公司盈利能力和竞争优势有望得以提升。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1 截至 2009 年 9 月底公司股权结构

股东名称	持股比例
宁波交通投资控股有限公司	40.50%
中国中钢集团公司	23.06%
嘉兴市杭州湾大桥投资开发有限责任公司	7.80%
慈溪建桥投资有限公司	7.02%
慈溪市北岸磁材应用技术开发有限公司	5.19%
宁波德邦大桥投资有限公司	4.18%
雅戈尔集团股份有限公司	3.16%
宁波方太厨具有限公司	2.60%
慈溪市吉桥投资有限公司	1.30%
宁波华联电子科技有限公司	1.30%
宁波更大集团有限公司	1.30%
其他 5 家股东合计	2.60%
合 计	100.00%

附件 2 公司组织机构图



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：					
货币资金	17960.94	26326.95	33797.41	37.18	43417.50
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款			210.55		494.60
预付款项	35502.05	17579.14	3782.75	-67.36	0.00
应收利息					
应收股利					
其他应收款	4868.04	712.97	2845.51	-23.55	251.93
存货			1015.65		47.15
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	58331.03	44619.06	41651.87	-15.50	44211.18
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	1136.75	1044.45	1312925.17	3298.50	1294649.44
在建工程	960941.07	1181278.57		-100.00	
工程物资	17793.43	12995.52		-100.00	
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产					
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	979871.24	1195318.54	1312925.17	15.75	1294649.44
资产总计	1038202.27	1239937.60	1354577.04	14.22	1338860.62

附件 3-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：					
短期借款	12200.00	42200.00		-100.00	28870.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	41747.77	47523.46	73510.95	32.70	
预收款项			392.00		
应付职工薪酬	276.99	276.99	281.77	0.86	128.89
应交税费	10.68	0.03	419.23	526.44	183.65
应付利息			1655.20		1151.14
应付股利					
其他应付款	12711.83	5432.12	2459.95	-56.01	62946.19
预计负债					
一年内到期的非流动负债		40000.00			
其他流动负债					
流动负债合计	66947.27	135432.60	78719.10	8.44	93279.87
非流动负债：					
长期借款	639000.00	669000.00	781500.00	10.59	746500.00
应付债券					
长期应付款	505.00	505.00	505.00	0.00	
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	639505.00	669505.00	782005.00	10.58	746500.00
负债合计	706452.27	804937.60	860724.10	10.38	839779.87
所有者权益：					
实收资本(或股本)	331750.00	435000.00	493500.00	21.97	493500.00
资本公积					
减：库存股					
盈余公积			35.29		49.45
未分配利润			317.65		5531.30
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	331750.00	435000.00	493852.94	22.01	499080.75
少数股东权益					
所有者权益合计	331750.00	435000.00	493852.94	22.01	499080.75
负债和所有者权益总计	1038202.27	1239937.60	1354577.04	14.22	1338860.62

附件 4 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年 1~9 月
一、营业收入	39755.42	65883.56
减：营业成本	13712.60	23064.36
营业税金及附加	1395.86	2188.29
销售费用		
管理费用	1198.53	1757.31
财务费用	22962.46	34587.32
资产减值损失		
加：公允价值变动收益		
投资收益		
其中：对合营企业投资收益		
汇兑收益		
二、营业利润	485.99	4286.26
加：营业外收入	8.50	810.00
减：营业外支出		10.00
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额	494.49	5086.26
减：所得税费用	141.55	
四、净利润	352.94	5086.26

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金			39936.87		64076.82
收到的租金和税费返还					2709.78
收到其他与经营活动有关的现金			1864.96		2563.75
经营活动现金流入小计			41801.83		69350.35
购买商品、接受劳务支付的现金			2135.08		4626.57
支付给职工以及为职工支付的现金			460.27		567.28
支付的各项税费			1178.77		2512.05
支付其他与经营活动有关的现金			6043.30		842.92
经营活动现金流出小计			9817.41		8548.83
经营活动产生的现金流量净额			31984.42		60801.52
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			40000.00		12000.00
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	2690.26	1754.92		-100.00	214.94
投资活动现金流入小计	2690.26	1754.92	40000.00	285.60	12214.94
购建固定资产、无形资产等支付的现金	281689.07	151656.63	91051.09	-43.15	6201.48
投资支付的现金			22000.00		10000.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金			18000.00		
投资活动现金流出小计	281689.07	151656.63	131051.09	-31.79	16201.48
投资活动产生的现金流量净额	-278998.80	-149901.71	-91051.09	-42.87	-3986.55
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	96250.00	103250.00	58500.00	-22.04	
取得借款收到的现金	210000.00	125000.00	30300.00	-62.02	28870.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	306250.00	228250.00	88800.00	-46.15	28870.00
偿还债务支付的现金	1000.00			-100.00	35000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	30942.00	44982.27	22262.87	-15.18	35527.23
支付其他与筹资活动有关的现金	22950.00	25000.00		-100.00	
筹资活动现金流出小计	54892.00	69982.27	22262.87	-36.32	70527.23
筹资活动产生的现金流量净额	251358.00	158267.73	66537.13	-48.55	-41657.23
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-27640.80	8366.01	7470.46		15157.74
加: 期初现金及现金等价物余额	45601.74	17960.94	26326.95	-24.02	--
六、期末现金及现金等价物余额	17960.94	26326.95	33797.41	37.18	--

附件 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润			352.94	
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及其他			11544.91	
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用			23918.07	
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少			-23.35	
经营性应收项目的减少			-2246.46	
经营性应付项目的增加			-1561.69	
其他				
经营活动产生的现金流量净额			31984.42	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	17960.94	26326.95	33797.41	37.18
减: 现金的期初余额	45601.74	17960.94	26326.95	-24.02
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-27640.80	8366.01	7470.46	

附件 6 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	--	188.82	--
存货周转次数(次)	--	--	13.50	--
总资产周转次数(次)	--	--	0.03	--
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	--	--	62.00	61.67
总资本收益率(%)	--	--	1.90	--
净资产收益率(%)	--	--	0.07	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	65.83	60.60	61.28	59.93
全部债务资本化比率(%)	66.25	63.33	61.28	60.84
资产负债率(%)	68.05	64.92	63.54	62.72
偿债能力				
流动比率(%)	87.13	32.95	52.91	47.40
速动比率(%)	87.13	32.95	51.62	47.35
经营现金流动负债比(%)	--	--	40.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	1.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	21.73	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	--	-0.08	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	--	-2.47	--

注：公司 2009 年 9 月数据未经审计。

附件 7 有关计算指标的计算公式

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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 8 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

联合资信评估有限公司关于 宁波市杭州湾大桥发展有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在宁波市杭州湾大桥发展有限公司主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宁波市杭州湾大桥发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。宁波市杭州湾大桥发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁波市杭州湾大桥发展有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现宁波市杭州湾大桥发展有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如宁波市杭州湾大桥发展有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宁波市杭州湾大桥发展有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如宁波市杭州湾大桥发展有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送宁波市杭州湾大桥发展有限公司、主管部门、交易机构等。

