

信用等级公告

联合[2018] 1026 号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“12 蒙路债/12 蒙高路”、“14 蒙高路 MTN002”、“15 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN002”、“17 蒙高路 MTN001” “17 蒙高路 MTN002”和“18 蒙高路 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12蒙路债/12蒙高路	13.67亿元	2019/11/12	AA ⁺	AA ⁺
14蒙高路MTN002	10亿元	2019/11/17	AA ⁺	AA ⁺
15蒙高路MTN001 ¹	15亿元	--	AA ⁺	AA ⁺
16蒙高路MTN001	10亿元	--	AA ⁺	AA ⁺
16蒙高路MTN002	10亿元	--	AA ⁺	AA ⁺
17蒙高路MTN001 ²	10亿元	--	AA ⁺	AA ⁺
17蒙高路MTN002	10亿元	2022/09/12	AA ⁺	AA ⁺
18蒙高路MTN001	10亿元	2023/02/09	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年6月14日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	178.91	217.66	256.34	171.90
资产总额(亿元)	1061.32	1099.36	1128.09	1053.42
所有者权益(亿元)	173.60	202.73	214.67	213.14
短期债务(亿元)	42.05	126.09	125.29	116.44
长期债务(亿元)	675.90	618.35	634.13	639.67
全部债务(亿元)	717.95	744.44	759.41	756.11
营业收入(亿元)	59.59	55.67	61.39	11.49
利润总额(亿元)	-18.88	2.98	2.78	-1.51
EBITDA(亿元)	29.32	36.07	37.34	--
经营性净现金流(亿元)	24.04	23.74	19.61	-0.15
营业利润率(%)	25.60	69.91	65.22	70.45
净资产收益率(%)	-10.98	1.31	1.14	--
资产负债率(%)	83.64	81.56	80.97	79.77
全部债务资本化比率(%)	80.53	78.60	77.96	78.01
流动比率(%)	105.10	84.46	106.04	104.08
经营现金流动负债比(%)	13.05	8.78	7.39	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.84	1.07	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.49	20.64	20.34	--

注：1. 2015年财务数据为2016年期初数；
2. 公司其他流动负债有息部分计入短期债务；
3. 长期应付款中有息部分计入长期债务。
4. 2018年一季度财务数据未经审计。

¹ 15蒙高路MTN001、16蒙高路MTN001、16蒙高路MTN002为可续期中期票据，期限均为5+N；

² 17蒙高路MTN001为可续期中期票据，期限为3+N。

评级观点

跟踪期内，内蒙古自治区公路货运需求旺盛，内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）收费公路通车流量及通行费收入保持增长趋势，作为内蒙古自治区内重要的高等级公路建设及特许经营大型国有独资公司，公司持续获得国家和内蒙古自治区拨付的建设类专项资金。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担仍较重、财务费用高企对利润侵蚀严重、未来筹资压力较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司高等级公路业务经营稳健，能持续为公司带来稳定的现金流入，其他业务板块收入规模及盈利能力均有所提升，存在一定发展潜力，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“12蒙路债/12蒙高路”、“14蒙高路MTN002”、“15蒙高路MTN001”、“16蒙高路MTN001”、“16蒙高路MTN002”、“17蒙高路MTN001”“17蒙高路MTN002”和“18蒙高路MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，内蒙古自治区公路货运需求旺盛，公司下辖路段通车流量和通行费收入保持增长趋势。
- 公司持续获得国家和内蒙古自治区拨付的建设类专项资金。
- 公司其他业务板块收入规模及盈利能力均有所提升，存在一定发展潜力。

关注

- 公司债务负担较重，财务费用对利润侵蚀严重。
- 公司未来计划投资规模较大，筹资压力较大。

分析师

顾喆彬 马玉丹

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（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。

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。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司及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

跟踪期内，内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 108.42 亿元，内蒙古自治区交通运输厅（以下简称“内蒙古交通厅”）持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。

截至 2017 年底，公司资产总额 1128.09 亿元，所有者权益 214.67 亿元（含少数股东权益 0.58 亿元）；2017 年公司实现营业收入 61.39 亿元，利润总额 2.78 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1053.42 亿元，所有者权益 213.14 亿元（含少数股东权益 0.58 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.49 亿元，利润总额-1.51 亿元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市呼伦北路 105 号；法定代表人：黄永刚。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司共有存续债券 8 只，债券余额 88.67 亿元，详情参见下表。其中，“15 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN001”和“16 蒙高路 MTN002”为可续期中期票据，期限均为 5+N；“17 蒙高路 MTN001”为可续期中期票据，期限为 3+N。在跟踪期内，公司存续债券“12 蒙路债/12 蒙高路”、“14 蒙高

路 MTN002”、“15 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN002”、“17 蒙高路 MTN001”和“17 蒙高路 MTN002”已按时付息；“18 蒙高路 MTN001”尚未到付息日期。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	余额	到期日	票面利率
12 蒙路债/12 蒙高路	13.67	2019/11/12	5.90
14 蒙高路 MTN002	10.00	2019/11/17	5.39
15 蒙高路 MTN001	15.00	--	6.30
16 蒙高路 MTN001	10.00	--	4.29
16 蒙高路 MTN002	10.00	--	4.10
17 蒙高路 MTN001	10.00	--	5.50
17 蒙高路 MTN002	10.00	2022/09/12	5.70
18 蒙高路 MTN001	10.00	2023/02/09	7.50

资料来源：联合资信整理

公司于 2012 年 11 月发行 15 亿元“12 蒙路债/12 蒙高路”七年期固定利率债券，附设第五年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。跟踪期内，投资者回售“12 蒙路债/12 蒙高路”金额 13314.60 万元，2018 年 3 月底，债券余额 13.67 亿元。债券的募集资金将用于国家高速公路网京新高速公路韩家营（晋蒙界）至呼和浩特公路建设。截至 2018 年 3 月底，募集资金已经按计划用途使用完毕，募投项目已完工投入运营。

“14 蒙高路 MTN002”、“15 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN002”、“17 蒙高路 MTN001”、“17 蒙高路 MTN002”和“18 蒙高路 MTN001”募集资金均用于偿还公司银行借款及补偿运营资金，2018 年 3 月底，均已按计划使用完毕。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

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。根据交通运输部《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年底中国公路总里程477.35万公里，增加7.82万公里，其中高速公路通车里程13.65万公里，增加0.65万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。2017年，中国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%；普通国省道建设完成投资7264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4731.33亿元，增长29.3%，新改建农村公路28.97万公里。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。

高速公路行业政策

2015年7月21日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但目前新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域

之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负担高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2017年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

2. 区域经济概况

2018年1月，内蒙古自治区统计局发布了《关于内蒙古工业增加值数据调整的说明》，显示：初步核算2016年全区规模以上工业增加值应核减2900亿元，根据内蒙古工业增加值占全区生产总值（GDP）比重测算，工业数据调整影响当年全区GDP总量10%左右，相应的，对历史数据也要进行修订，基本上不影响全区GDP增速。

根据《内蒙古自治区2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年内蒙古自治区实现地区生产总值16103.2亿元，按可比价格计算，同比增长4.0%。三次产业结构调整为10.2: 39.8: 50.0，产业结构进一步优化。人均生产总值为63786元，同比增长3.6%。

公路运输方面，2017年，全区营业性公路货运量累计完成147483万吨、货物周转量完成276447百万吨公里，分别同比增长12.92%、14.06%；全区营业性公路客运量累计完成9421万人、旅客周转量累计完成14265百万人公里，分别比上年下降8.95%、6.61%，经营性公路旅客运输仍呈下降趋势。根据内蒙古自治区交通运输厅网站披露，2017年，自治区完成公路建设投资额为702.4亿元，同比下降23.24%。

财政方面，根据内蒙古自治区财政厅网站披露，初步统计，2017年全区一般公共预算收入1703.4亿元，比2016年下降14.4%，剔除2016年虚增因素，全区一般公共预算收入同比增长14.6%。

总体看，跟踪期内，内蒙古自治区公路货运需求旺盛，为收费公路车流量提供有力支撑。

五、基础素质分析

公司是内蒙古自治区内重要的高等级公路建设及特许经营大型国有独资企业。公司已建成运营的公路包括G6京藏高速内蒙古段、G65包茂高速内蒙古段、G55二广高速白音查干至丰镇段，G12珲乌高速石头井子至乌兰浩特段、包头至树林召高速公路、110国道、210国道、208国道内蒙古段和304国道鲁北至霍林郭勒段、203省道阿尔山至乌兰浩特段。截至2018年3月底，公司投入运营（含已完工待验收公路）的高等级公路收费里程合计3393公里，其中高速公路收费里程2153公里、一级公路1240公里。

公司建设项目主要为国道主干线、省际通道和国家高速公路网项目，可获得一定补贴资金，主要包括中央专项车购税资金、地方财政返税资金以及地方政府债券专项资金。在项目建设期间收到的该类补贴款计入当期“专项应付款”，待项目竣工决算转固后随即转入“资本公积”。2017年，公司获得上述专项资金合

计 6.00 亿元。

跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司其他不良信用记录。根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 Q10150102000133304），截至 2018 年 3 月 26 日，公司本部无未结清和已结清不良信贷信息，企业信用记录良好。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，通行费收入及施工收入均保持增长，带动公司营业收入稳定增长。

2017 年，公司营业收入为 61.39 亿元，同比增长 10.27%。公司收入仍主要来源于高等级公路运营形成的通行费收入和施工收入，2017 年占公司营业收入比重分别为 84.64% 和 11.52%。两项业务毛利率下降导致 2017 年公司综合毛利率较 2016 年下降 4.97 个百分点至 66.36%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.49 亿元，占 2017 年全年营业收入的 18.72%；公司整体毛利率较 2017 年提升 5.35 个百分点至 71.71%。

表 2 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	48.43	86.99	77.37	51.96	84.64	74.38	10.91	94.95	80.29
施工收入	6.27	11.26	41.52	7.07	11.52	28.14	0.06	0.52	-1000.00
其他业务	0.97	1.74	3.09	2.35	3.83	4.16	0.52	4.53	15.38
合计	55.67	100.00	71.03	61.39	100.00	66.36	11.49	100.00	71.71

资料来源：公司审计报告和公司提供

2. 业务经营分析

高等级公路运营

跟踪期内，公司无新投入使用的高等级公路，所辖路产通行费收费标准无变化。2017 年，公司经营收费公路车流量总计 6393.74 万辆，同比增长 5.83%，系区内煤炭产销量、固定资产投资量提升带动货运需求增长以及区内旅游业持续发展带动客运需求增长所致。2017 年，公司实现通行费收入 51.96 亿元，同比增长 7.30%。从主要路段看，G6 呼包高速、G6 呼集高速及 G65 包东高速仍是公司通行费收入的主要来源，其中，G6 呼集高速通车流量及通行费均有明显的下降，主要系联网高速统一拆分车流量及取消二级公路收费后部分

车辆绕行辅道所致。同期，公司高等级公路运营业务毛利率为 74.38%，较 2016 年下降 2.99 个百分点，主要系 2017 年公司对个别路段进行了大、中型修护，公路养护投入较大所致。

根据内蒙古自治区人民政府《关于做好取消政府还贷二级公路收费和涉及人员安置工作有关事宜的通知》（内政发电【2017】7 号），内蒙古自治区于 2017 年 5 月 1 日起，取消所有政府还贷二级公路收费。对此，公司于 2017 年二季度对现有公路资产中的一级公路及二级公路进行重新分类整理，将部分二级公路路段重新划分至一级公路，本次取消二级公路收费里程为 717.30 公里。

2018 年 1~3 月，公司经营公路车流量总

计 1391.81 万辆，同比增长 6.65%；同期，公司实现通行费收入 10.91 亿元，同比增长 0.34%。一季度，受春节假期影响，车流量增长主要来源于单车费率较低的客车通行流量，故而在整体车流量增长明显的情况下，通行费收入仅表现为小幅增长。

总体看，跟踪期内，受益于区内煤炭运输需求提升、旅游业持续发展等因素影响，公司所辖路产车流量及通行费收入仍保持增长趋势；取消二级公路收费政策对公司通行费收入负面影响较小。

收费结算方式方面，公司实行收支两条线管理。公司通过建立统一的公路收费系统，在所辖路网实行统一联网收费，通行费收入作为营业收入进入公司归集专户，不上缴政府财政，由公司根据运营计划统一支配。跟踪期内，收费结算方式未发生变化。

公路养护方面，高等级公路养护一般分为日常养护、专项养护及大修、中修等。公司运营公路通常 6~7 年进行一次大中修，同时每年根据公路实际情况调整大中修计划。2017

年，公司养护成本支出为 4.78 亿元，同比增长 31.68%，主要系个别路段进行大中修所致。2018 年 1~3 月，公司养护成本支出为 0.46 亿元，占同期通行费收入比重为 4.22%。

公司主要在国家及自治区内高速公路建设规划指导下开展公路建设，在建及拟建项目主要是国道主干线、省际通道和国家高速公路网等。2018 年 3 月底，公司在建公路项目共计 10 个（高速公路 3 个，一级公路 7 个），计划总投资额 308.41 亿元，公司已完成投资额 107.41 亿元，占计划总投资额的 34.83%，剩余大部分投资计划在 2018 年下半年及 2019 年完成。拟建项目方面，公司拟建项目共计 3 个，均为高速公路，计划总投资额 139.74 亿元，计划于 2020 年完成全部投资。

公司在建及拟建项目为高速公路、一级公路项目，系内蒙古自治区干线公路网重要组成部分，随着项目建成通车，将对公司通行费收入增长形成有力支撑；同时，公司未来计划投资额度较大，存在较大的筹资压力。

表3 2018年3月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金来源			已投资金	投资计划		
			银行贷款	补贴	自有资金		2018年4-12月	2019年	2020年
国道 110 线乌海黄河特大桥（高速）	2013-2017	10.25	6.90	--	3.35	6.65	3.60	--	--
国道 210 线添漫梁北至越家壕段（查干）公路（一级）	2015-2018	33.28	21.63	--	11.65	18.23	6.45	8.60	--
国道 302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路	2015-2018	13.36	8.68	2.89	1.79	7.96	5.40	--	--
国道 302 线阿力得尔至三岔一级公路	2016-2019	17.84	11.60	5.13	1.11	13.50	1.86	2.48	--
国道 302 线三岔至阿尔山一级公路	2016-2019	24.10	15.70	2.50	5.90	11.95	5.21	6.94	--
国道 110 线呼和浩特至毕克齐段一级公路	2017-2019	33.40	21.71	10.02	1.67	12.39	9.00	12.01	--
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	2017-2020	78.76	51.19	10.67	16.90	10.29	18.67	24.90	24.90
克什克腾至乌兰布统高速公路	2017-2020	61.53	33.60	12.86	15.07	1.62	16.34	21.79	21.79
省道 102 线崞县窑至凉城一级公路	2016-2018	21.54	14.00	4.50	3.04	16.30	5.24	--	--
国道 512 线丰镇至凉城一级公路	2016-2018	14.35	9.33	4.78	0.24	8.54	5.81	--	--
合计		308.41	194.34	53.35	60.72	107.41	77.59	76.72	46.69

资料来源：公司提供

表4 2018年3月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金来源			投资计划		
			银行贷款	补贴	自有资金	2018年	2019年	2020年
G55 二广高速公路二连浩特至赛汉塔拉	2018-2020	24.91	16.19	5.13	3.59	8.30	8.30	8.30
G110 线毕克齐至协力气段高速公路	2018-2020	18.03	11.72	--	6.31	6.01	6.01	6.01

项目名称	建设年限	总投资	资金来源			投资计划		
			银行贷款	补贴	自有资金	2018年	2019年	2020年
S43 呼和浩特新机场高速公路	2017-2020	96.80	47.14	30.20	19.46	32.27	32.27	32.27
合计	--	139.74	75.05	35.33	29.36	46.58	46.58	46.58

资料来源：公司提供

工程施工

公司施工业务的经营主体为公司全资子公司路桥公司。路桥公司于 2012 年由内蒙古交通厅划拨至公司，拥有总承包壹级、公路路面专业承包、公路路基工程专业承包壹级、桥梁工程专业承包贰级资质，主要负责道路施工业务。2017 年，公司施工业务收入为 7.07 亿元，同比增长 12.76%，同期，由于内部交易毛利较高合并抵消后公司施工业务毛利率较 2016 年下降 13.38 个百分点至 28.14%。2018 年 1~3 月，公司施工业务收入为 0.06 亿元，毛利率为-1000.00%，主要系一季度收入尚未达确认标准所致。

2017 年，公司施工业务新签合同（不含母公司委托）总计金额为 4.16 亿元，同比下降 52.24%，主要原因系新增业务多为内部委托。2018 年 3 月底，公司施工业务在建项目主要有京新高速公路临河至白疙瘩项目、国道 218 线长流水至中卫（蒙宁界）一级公路工程等，存量项目待完成合同金额（不含母公司委托）约 9 亿元。

总体看，跟踪期内，公司施工业务新签项目为其发展提供了一定的项目储备，存量项目规模较大，未来收入较有保障。

其他业务

公司其他业务主要为高等级公路运营辅业，包括服务区运营、路政清障施救、设备租赁、广告牌租赁等。2017 年，公司其他业务收入为 2.35 亿元，同比大幅增长 142.27%，主要系服务区运营收入增长所致；同期，其他业务毛利率较 2016 年提升 1.07 个百分点至 4.16%。2018 年 1~3 月，公司实现其他业务收入 0.52 亿元，毛利率为 15.38%。

跟踪期内，公司服务区运营业务尚未实现

盈利，但收入规模大幅提升带动其他业务板块收入增长、毛利率有所提升。公司其他业务板块收入相对较少，目前对公司收入和利润贡献有限，但存在一定的增长潜力。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司作为内蒙古自治区公路建设特别是高等级公路建设的骨干力量，将承担区内路网完善并提升改造等多项工作。在做大公路建设的同时，公司将在突出主业的基础上，依托在内蒙古地区交通行业优势，探索交通运输产业链上的多元经营，不断提高各项投资的投资回报率。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度合并财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司共有纳入合并范围的子公司 25 家，较 2016 年底新增 3 家子公司，均系投资新设，对公司财务数据可比性不构成影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 1128.09 亿元，所有者权益 214.67 亿元（含少数股东权益 0.58 亿元）；2017 年公司实现营业收入 61.39 亿元，利润总额 2.78 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1053.42 亿元，所有者权益 213.14 亿元（含少数股东权益 0.58 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.49 亿元，利润总额-1.51 亿元。

2. 资产质量 75.06%)，流动资产占比较 2016 年底有所提升。
2017 年底，公司总资产 1128.09 亿元，同比增长 2.61%，构成仍以非流动资产为主（占

表 5 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	228.30	20.77	281.31	24.94	196.43	18.65
货币资金	217.66	19.80	256.34	22.72	171.90	16.32
应收账款	4.39	0.40	6.54	0.58	7.15	0.68
预付款项	1.49	0.14	12.88	1.14	8.81	0.84
非流动资产	871.07	79.23	846.78	75.06	856.99	81.35
长期应收款	56.30	5.12	--	--	--	--
固定资产	769.53	70.00	767.22	68.01	770.88	73.18
在建工程	40.98	3.73	73.26	6.49	79.90	7.58
总资产	1099.36	100.00	1128.09	100.00	1053.42	100.00

资料来源: 公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 281.31 亿元，同比增长 23.22%，主要系货币资金增长所致。流动资产中，货币资金 256.34 亿元，同比增长 17.77%，其中受限资金 106.22 亿元，主要是公司收取的股权投资保证金及其利息收入；公司应收账款 6.54 亿元，同比增长 48.98%，主要系工程款及保证金增长所致，公司应收账款主要来源于子公司高速路桥施工业务，欠款方系各公路项目管理办，账龄较短，多在一年以内；公司预付款项 12.88 亿元，同比大幅增长 763.22%，主要系新增预付给国道 110 线新城区段一级公路工程征拆指挥部及呼和浩特毕克齐段公路（回民区段）建设项目征地拆迁工作领导小组等单位的项目建设土地征拆款所致。

2017 年底，公司非流动资产 846.78 亿元，同比下降 2.79%，构成上主要是固定资产、和在建工程。其中，公司固定资产主要由公路及附属设施和房屋及建筑物构成，规模相对稳定；公司在建工程 73.26 亿元，同比增长 78.78%，主要系 G210 线添漫梁北至越家壕一级改建公路项目、G302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路项目及省道 102 线崞县窑至凉城段等工程投入所致；公司长期应收款系内蒙古自

治区交通厅委托公司向金融机构借款，2017 年底已全部清偿；公司发放贷款及垫款 3.28 亿元，同比增长 222.79%，主要系向企业和个人发放贷款及垫款，均为抵押贷款，其中，对个人贷款金和垫款 0.57 亿元，对企业贷款和垫款 2.76 亿元；正常类贷款 3.08 亿元，关注类贷款 0.25 亿元，次级类贷款 10.00 万元；公司共计提贷款损失准备 540.10 万元。2017 年底，公司发放贷款及垫款中 0.25 亿元存在逾期情况。

2018 年 3 月底，公司资产总额 1053.42 亿元，较 2017 年底下降 6.62%，其中，货币资金大幅下降主要系公司归还战略投资者部分股权投资保证金所致。2018 年 3 月底，公司预付款项 8.81 亿元，较 2017 年底下降 31.61%；其他应收款 5.08 亿元，较 2017 年底增长 206.35%，主要系工程施工的往来款增长所致。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月底，公司共有 43.63 亿元货币资金（主要为公司股权投资保证金及利息收入）使用受限，占货币资金的 25.38%；此外，因行业性质，公司公路资产收费权大部分用于借款质押，质押收费权的公路资产原值合计 732.48 亿元，获取借款余额合计 239.28 亿元。公司资产受限比例高，流

动性弱。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所波动，资产构成仍以货币资金和固定资产为主，但整体流动性弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益合计 214.67 亿元，同比增长 11.05%，主要系公司发行永续债券，其他权益工具增加所致；构成方面较 2016 年底变化不大，其中实收资本占 52.97%，资本公积占 47.55%（未分配利润为负，其余项目占比合计超 100%）。

2017 年底，公司其他权益工具 10.00 亿元，主要系公司于 2017 年 1 月发行的 2017 年度第一期中期票据（期限 3+N，发行金额 10 亿元）。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 213.14 亿元，较 2017 年底略有下降，主要系账面亏损未分配利润下降所致；构成方面与 2017 年底相比变化不大。

跟踪期内，受发行永续债券、利润积累等因素影响，公司所有者权益规模有所增长，构成以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

负债

2017 年底，公司负债合计 913.41 亿元，同比增长 1.87%。其中，流动负债占 29.04%，非流动负债占 70.96%，占比较 2016 年底变化不大。

2017 年底，公司流动负债 265.29 亿元，同比下降 1.85%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2017 年底，公司短期借款 21.40 亿元，同比增长 1.9%，全部为信用借款；公司应付账款 16.05 亿元，同比下降 29.33%，主要是质保金及尚未到结算期的工程款；公司其他应付款主要系为组建合资子公司收取的战略投资者股权保证金和利息收入，2017 年底为 120.80 亿元，同比增长 1.15%，主要是股权投资保证

金利息收入增长，因合资公司组建长期停滞，公司计划终止该子公司组建计划，并择期归还五家战略投资者股权投资款和银行存款利息；一年内到期的非流动负债 68.89 亿元，主要为 57.20 亿元长期借款和 11.68 亿元长期应付款；其他非流动负债 35.22 亿元，主要系公司发行的 35.00 亿元超短期融资券。

2017 年底，公司非流动负债 648.12 亿元，同比增长 3.48%，主要由长期借款（53.30%）、应付债券（19.92%）和长期应付款（24.16%）构成。2017 年底，公司长期借款 345.46 亿元，同比下降 9.34%，主要为高速公路收费权质押借款；公司应付债券 129.12 亿元，较 2016 年底增加 34.61 亿元，主要为公司新发行的中期票据和境外中长期债券；公司长期应付款 156.56 亿元，同比增长 9.65%，主要系基金及融资租赁款增长所致；公司专项应付款 13.95 亿元，较 2016 年底增加 6.00 亿元，主要为呼凉丰项目、G302 线阿力得尔至三岔段项目、G302 线乌兰浩特至阿力得尔项目和国道 110 线呼市至毕克齐收到的专项资金。

2018 年 3 月底，公司负债总额 840.28 亿元，较 2017 年底下降 8.01%，构成上仍以非流动负债为主，占 77.54%，占比较 2017 年底提升 6.58 个百分点。2018 年 3 月底，公司应付账款 12.16 亿元，较 2017 年底下降 29.33%，主要系与施工方结算所致；公司其他应付款 56.82 亿元，同比下降 52.96%，系公司归还五家战略投资者股权投资款和银行存款利息所致；公司长期借款 362.46 亿元，较 2017 年底增长 4.92%；公司专项应付款 11.83 亿元，较 2017 年底下降 15.21%。

表 6 2016~2018 年 3 月底公司有息债务构成明细

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	126.09	125.29	116.44
长期债务	618.35	634.13	639.67
全部债务	744.44	759.41	756.11
资产负债率	81.56	80.97	79.77

全部债务资本化比率	78.60	77.96	78.01
长期债务资本化比率	75.31	74.71	75.01

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017 年底，公司全部债务 759.41 亿元，同比增长 2.01%，构成中长期债务占 83.50%，较 2016 年底略有上升，公司债务结构仍以长期为主。从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 80.97%、74.71% 和 77.96%，较 2016 年底均有所下降。

2018 年 3 月底，公司全部债务 756.11 亿元，较 2017 年底下降 0.43%，构成上长期债务占 84.60%，较 2017 年底有所提升。2018 年 3 月底，公司资产负债率为 79.77% 较 2017 年底略有下降；公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 75.01% 和 78.01% 较 2017 年底有所提升。此外，将计入所有者权益中的“17 蒙高路 MNT001”调整至长期债务/全部债务后计算，2018 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 80.72%、76.18% 和 79.04%。

跟踪期内，公司债务规模及实际债务水平有所增长，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 61.39 亿元，同比增长 10.27%，主要系通行费收入、施工收入及服务区经营收入增长所致；同期，公司营业成本 20.65 亿元，同比增长 32.62%，主要系收费公路大中修支出带动运维成本增长所致。

2017 年，公司期间费用 37.59 亿元，同比增长 3.59%。公司期间费用以财务费用为主（占 85.90%）；同期，公司期间费用率较 2016 年下降 3.95 个百分点至 61.23%，期间费用对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面，2017 年，公司投资收益 0.22 亿元，同比下降 3.72%，主要系对内蒙古高速石油销售有限责任公司长期股权投资收益。2017 年，公司利润总额 2.78 亿元，同

比下降 6.67%。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 65.22%、3.57% 和 1.14%，公司整体盈利能力弱。

表 7 公司收入及盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	55.67	61.39
营业利润	2.99	2.82
利润总额	2.98	2.78
营业利润率	69.91	65.22
总资本收益率	3.56	3.57
净资产收益率	1.31	1.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.49 亿元，占 2017 年营业收入的 18.73%；营业利润率为 70.45%，较 2017 年全年水平提升 5.23 个百分点；利润总额-1.51 亿元。

跟踪期内，公司营业收入呈增长趋势，但收费公路运维成本增长明显，财务费用高企，期间费用对公司利润侵蚀严重，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 61.90 亿元，主要来源于车辆通行费收入；同期，公司现金收入比 100.83%，收入实现质量好。公司收到其他与经营活动有关的现金 10.76 亿元，主要为收到的投标保证金、履约保证金及往来款。2017 年，公司经营活动现金流出量 53.37 亿元，主要为工程投入支出和职工薪酬支出等。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 19.61 亿元。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 6.49 亿元，主要系收到车购税补贴；同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 21.62 亿元，以对公路项目的建设支出为主。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额 -16.16 亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入量 202.85 亿元，筹资来源主要为银行贷款、信托贷款等债务融资手段。同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额 33.84 亿元。

表 8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	57.80	72.98
经营活动现金流出量	34.06	53.37
经营活动现金流量净额	23.74	19.61
投资活动现金流量净额	-25.23	-16.16
筹资活动现金流量净额	39.81	33.84
现金收入比	92.74	100.83

资料来源：审计报告

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额-0.15亿元；投资活动现金流量净额-15.60亿元，主要系公司路产项目的持续建设投入所致；筹资活动现金流量净额-5.95亿元。

跟踪期内，公司收入实现质量良好，因项目建设投资需求及现有债务还本付息的资金需求较大，公司面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为 106.04% 和 105.03%，受一年内到期非流动负债大幅下降影响，较 2016 年底分别提升 21.57 和 21.42 个百分点；2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 104.08% 和 102.76%。2017 年，公司经营现金流流动负债比 7.39%，经营性净现金流对短期债务保护程度弱。2018 年 3 月底，公司现金类资产 171.90 亿元，剔除受限资金和后相当于短期债务的 1.10 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 37.34 亿元，全部债务/EBITDA 为 20.34 倍，公司整体偿债能力较弱。考虑到公司在内蒙古自治区高等级公路建设及运营的

重要地位，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 9.00 亿元，担保比率 4.22%，担保比率不高。公司对外担保中包括对乌兰察布交通运输局的 3.50 亿元保证担保和乌兰察布市金达公路建设开发有限公司的 5.50 亿元质押担保。乌兰察布市交通运输局是呼和浩特市政府职能部门。乌兰察布市金达公路建设开发有限公司是乌兰察布市交通运输局下属平台企业，主要承担融资职能。公司对外担保规模较小，或有负债风险可控。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得金融机构授信额度合计 724.62 亿元，尚可使用额度 226.93 亿元，其中公路项目贷款 192.83 亿元，需提供质押；流动资金贷款 34.1 亿元；公司间接融资渠道通畅。

九、存续债券偿还能力分析

2018 年 3 月底，公司存续债券余额合计 88.67 亿元。以 2017 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额和 EBITDA 对存续债券待偿还余额的保护倍数分别为 0.82 倍、0.22 倍和 0.42 倍。公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额及 EBITDA 对存续期内债券余额的覆盖程度均较弱。

假设公司在所有可续期中票的第一个可赎回日时选择赎回，公司将于 2019~2021 年面临债券本金集中偿付，最大偿付金额为 25.00 亿元，公司存续债券本金偿还分布情况如下表所示。以 2017 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额和 EBITDA 对存续债券未来最大偿付本金的保护倍数分别为 2.92 倍、0.78 倍和 1.49 倍。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对未来最大偿付本金的保障能力尚可，经营活动产生的现金流净额对其的覆盖能力差。

表9 公司存续债券余额情况(单位:亿元)

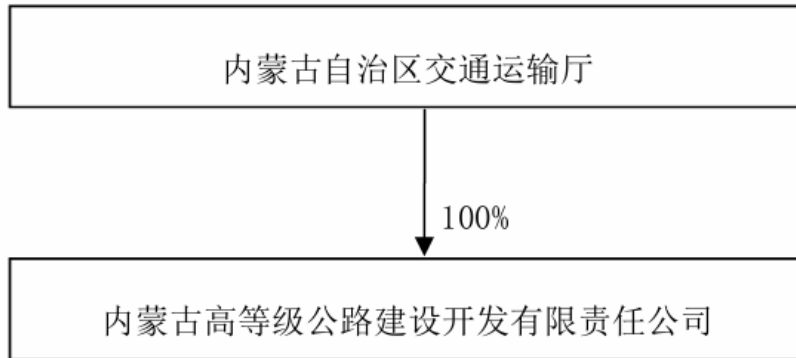
债券名称	余额	到期兑付日	本金偿还分布				
			2019	2020	2021	2022	2023
12 蒙路债/12 蒙高路	13.67	2019/11/12	13.67	--	--	--	--
14 蒙高路 MTN002	10.00	2019/11/17	10.00	--	--	--	--
15 蒙高路 MTN001	15.00	2020/04/23	--	15.00	--	--	--
16 蒙高路 MTN001	10.00	2021/09/26	--	--	10.00	--	--
16 蒙高路 MTN002	10.00	2021/10/20	--	--	10.00	--	--
17 蒙高路 MTN001	10.00	2020/01/24	--	10.00	--	--	--
17 蒙高路 MTN002	10.00	2022/09/12	--	--	--	10.00	--
18 蒙高路 MTN001	10.00	2023/02/09	--	--	--	--	10.00
合计	88.67	--	23.67	25.00	20.00	10.00	10.00

资料来源:联合资信整理

十、结论

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“12 蒙路债/12 蒙高路”、“14 蒙高路 MTN002”、“15 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN001”、“16 蒙高路 MTN002”、“17 蒙高路 MTN001”“17 蒙高路 MTN002”和“18 蒙高路 MTN001”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底公司子公司情况

企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权	投资额	取得方式
内蒙古路桥集团有限责任公司	2	公路工程施工总承包、路面专业承包	103000.00	100.00	100.00	103000.00	投资设立
内蒙古高路公路工程检测有限责任公司	2	公路工程及市政道路工程质量检测咨询服务	2065.00	100.00	100.00	2065.00	投资设立
内蒙古高速小额贷款有限公司	2	发放小额贷款及相关业务	50000.00	100.00	100.00	50000.00	投资设立
内蒙古高速金驰科技有限公司	2	电子、通信与控制技术研究及相关服务	3000.00	100.00	100.00	3000.00	投资设立
内蒙古高速广告传媒有限责任公司	2	广告策划、会展与标牌制造服务	1800.00	100.00	100.00	1800.00	投资设立
内蒙古颂美餐饮管理有限责任公司	2	餐饮管理、食品销售服务	200.00	100.00	100.00	200.00	投资设立
内蒙古颂美物业服务有限责任公司	2	物业管理、装修材料销售及相关设备租赁服务	100.00	100.00	100.00	100.00	投资设立
内蒙古高速汽车租赁有限责任公司	2	汽车租赁、汽车代驾服务、汽车维修服务	4519.67	100.00	100.00	4519.67	投资设立
内蒙古高速善美生态开发有限公司	2	农业、畜牧业、水产养殖、绿化管理	2000.00	100.00	100.00	2000.00	投资设立
内蒙古美驿高速服务区开发有限公司	2	餐饮服务、物业管理	3000.00	100.00	100.00	3000.00	投资设立
内蒙古呼凉丰公路项目有限责任公司	2	公路、桥梁的投资建设及运营管理	20000.00	75.00	75.00	15000.00	投资设立
内蒙古高速路畅投资有限公司	2	对公路工程建筑	111220.00	0.92	100.00	1020.00	投资设立
内蒙古经乌高速公路管理有限责任公司	2	经棚至乌兰布统高速公路运营服务	16200.00	75.00	75.00	16200.00	投资设立
内蒙古公路交通基础设施产业基金合伙企业	2	非上市企业股权投资	45000.00	49.95	100.00	22477.50	投资设立
内蒙古高等级公路发展投资基金合伙企业	2	非上市企业股权投资	333408.00	20.00	100.00	66681.60	投资设立
内蒙古高速畅融商务服务有限责任公司	2	资产管理、项目管理、项目咨询	145107.00	0.14	100.00	104307.00	投资设立
内蒙古沐林园林绿化工程有限公司	3	园林绿化施工及养护管理	300.00	100.00	100.00	300.00	投资设立
内蒙古高速石化销售有限责任公司	3	润滑油、日用百货的销售	2000.00	51.00	51.00	1020.00	投资设立
内蒙古路桥工程技术检测有限责任公司	3	检测服务	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古路桥建筑安装工程有限责任公司	3	建筑施工	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古路桥劳务有限责任公司	3	劳务服务	200.00	100.00	100.00	200.00	投资设立
内蒙古路桥钢结构工程有限责任公司	3	钢结构销售	600.00	100.00	100.00	600.00	投资设立
内蒙古路桥工程物资有限责任公司	3	公路工程材料、水泥制品	5000.00	100.00	100.00	1500.00	投资设立
内蒙古蒙云数通工程	2	公路机电工程	700.00	100.00	100.00	700.00	投资设立

企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权	投资额	取得方式
技术有限公司							
内蒙古综合交通科学研究院有限责任公司	2	技术服务	500.00	100.00	100.00	500.00	投资设立

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	178.91	217.66	256.34	171.90
资产总额(亿元)	1061.32	1099.36	1128.09	1053.42
所有者权益(亿元)	173.60	202.73	214.67	213.14
短期债务(亿元)	42.05	126.09	125.29	116.44
长期债务(亿元)	675.90	618.35	634.13	639.67
全部债务(亿元)	717.95	744.44	759.41	756.11
营业收入(亿元)	59.59	55.67	61.39	11.49
利润总额(亿元)	-18.88	2.98	2.78	-1.51
EBITDA(亿元)	29.32	36.07	37.34	--
经营性净现金流(亿元)	24.04	23.74	19.61	-0.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.74	12.32	11.22	--
存货周转次数(次)	12.74	5.48	8.26	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	92.01	92.74	100.83	90.58
营业利润率(%)	25.60	69.91	65.22	70.45
总资本收益率(%)	1.11	3.56	3.57	--
净资产收益率(%)	-10.98	1.31	1.14	--
长期债务资本化比率(%)	79.56	75.31	74.71	75.01
全部债务资本化比率(%)	80.53	78.60	77.96	78.01
资产负债率(%)	83.64	81.56	80.97	79.77
流动比率(%)	105.10	84.46	106.04	104.08
速动比率(%)	103.28	83.60	105.03	102.76
经营现金流流动负债比(%)	13.05	8.78	7.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.84	1.07	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.49	20.64	20.34	--

注：1. 2015 年财务数据为 2016 年期初数；
 2. 公司其他流动负债有息部分计入短期债务；
 3. 长期应付款中有息部分计入长期债务。
 4. 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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)/主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 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

附件 4-3 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。