

信用等级公告

联合[2018] 230 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及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

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⁺

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还金融机构借款

评级时间: 2018 年 2 月 2 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	183.32	178.91	217.66	212.72
资产总额(亿元)	955.42	1061.32	1099.36	1078.36
所有者权益(亿元)	191.76	173.60	202.73	216.80
短期债务(亿元)	24.43	42.05	126.09	53.35
长期债务(亿元)	594.20	675.90	618.35	656.72
全部债务(亿元)	618.63	717.95	744.44	710.07
主营业务收入/ 营业收入(亿元)	59.89	59.59	55.67	45.02
利润总额(亿元)	-8.71	-18.88	2.98	1.16
EBITDA(亿元)	39.59	29.32	36.07	--
经营性净现金流(亿元)	35.44	24.04	23.74	22.64
主营业务利润率/ 营业利润率(%)	40.40	25.60	69.91	68.80
净资产收益率(%)	-4.58	-10.98	1.31	--
资产负债率(%)	79.93	83.64	81.56	79.90
全部债务资本化比率(%)	76.34	80.53	78.60	76.61
流动比率(%)	134.41	105.10	84.46	119.06
经营现金流流动负债比(%)	24.69	13.05	8.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.84	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.63	24.49	20.64	--

注: 1.2014 年财务报表采用旧准则编制, 所有者权益不包含少数

股东权益; 2015 年财务数据为 2016 年期初数;

2.2017 年三季度财务数据未经审计;

3.公司其他流动负债及长期应付款中有息部分计入全部债务。

分析师

马玉丹 李 衡

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为内蒙古自治区人民政府批准成立的高等级公路特许经营大型国有独资公司, 在区域竞争力及政府支持等方面具备的优势。同时, 联合资信也关注到公司债务负担重、财务费用对利润侵蚀严重、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。

内蒙古区域经济稳定发展, 能源市场行情回暖, 受此影响公司下辖路段货车流量和通行费收入回升; 公司其他业务发展迅速, 存在一定的增长潜力, 联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 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. 公司负责管理内蒙古自治区内大部分高速公路及与其有关的主要骨干公路, 在区内主要经济带形成了完善的高等级公路交通网络, 规模优势明显, 具有较强的竞争实力。
3. 根据内蒙古自治区交通运输厅文件批复, 公司于 2016 年 1 月起对所属公益性公路资产暂停计提折旧。上述折旧政策变更更有利于改善公司账面盈利水平, 降低资产负债率。
4. 公司得到国家和内蒙古自治区在税收优

惠、补贴资金等方面的有力支持。

5. 公司小额贷款业务及高等级公路运营辅业发展迅速，存在一定的增长潜力，有助于提升公司实际经营获现能力。

关注

1. 公司债务负担重，财务费用对盈利空间侵蚀明显。
2. 公司未来计划投资规模较大，筹资压力较大。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）系经内蒙古自治区人民政府内政字【2004】245 号文件《关于组建内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的批复》批准组建的大型国有独资公司。历经多次增资，截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 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，系公司实际控制人。

公司经营范围：自治区境内已建成运营，正在建设和将要建设的高速公路和相对应辅道的融资、建设、收费、还贷；保护路产，维护路权，开发服务，资本运营进行统一经营管理；代理发布广告，设备租赁（法律、行政法规、国务院决定规定应经许可的、未获不得生产经营）。

截至 2017 年 9 月底，公司本部设有工程管理部、运营管理部、计划财务部等 21 个职能部门；设有呼和浩特、包头、乌兰察布、巴彦淖尔、乌海、通辽、兴安、鄂尔多斯 8 家路段经营分公司及 3 家建设分公司；拥有内蒙古高路公路工程检测有限责任公司、内蒙古路桥有限责任公司（以下简称“路桥公司”）等 19 家全资子公司、内蒙古经乌高速公路管理有限责任公司等 3 家控股子公司和 1 家参股公司。

截至 2016 年底，公司资产总额 1099.36 亿元，所有者权益 202.73 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2016 年公司实现营业收入 55.67 亿元，利润总额 2.98 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 1078.36 亿元，所有者权益 216.80 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，利润总额 1.16 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册中期票据 20 亿元，并于 2017 年 9 月 12 日发行了 2017 年度第二期中期票据，发行金额 10 亿元，发行期限 5 年；本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，发行期限为 5 年。

本期中期票据按年付息，到期一次性偿还本金，全部用于偿还金融机构借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）

持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）持续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，中国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受

到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，中国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型

升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

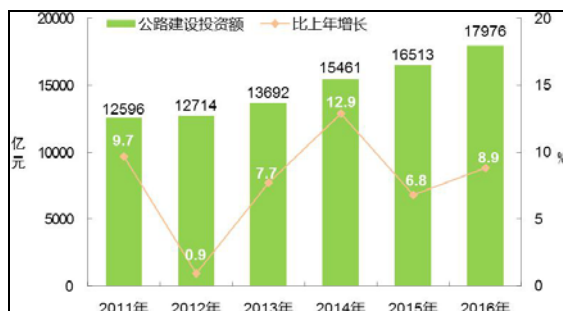
1. 高速公路行业概况

高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

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。2016年底中国高速公路通车里程达13.10万公里，比上年末增加0.74万公里。截至2016年底，全国公路总里程达469.63万公里，比上年末增加11.90万公里，公路密度48.92公里/百平方公里，提高1.24公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.79%。

图 1 2011~2016 年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

根据交通运输部发布的2016年交通运输行业发展统计公报及相关数据显示，2016年全年完成公路建设投资1.80万亿元，比上年增长8.9%。其中，高速公路建设完成投资8235.32亿元，同比增长3.6%；普通国、省道建设完成投资6081.28亿元，增长14.0%。2017年1~11月，公路建设完成投资1.98万亿元，同比增长21.1%，完成全年1.65万亿元投资目标的120.2%，高速公路、普通国省道、农村公路分别完成投资8253亿元、6963亿元和4617亿元，同比分别增长13.7%、20.4%和38.6%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2016年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，2016年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量154.28亿人、旅客周转量10228.71亿人公里，比上年分别下降4.7%和4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量334.13亿吨、货物周转量61080.10亿吨公里，比上年分别增长6.1%和5.4%。2017年1~11月，全国营业性客运车辆完成公路客运量134.68亿人、旅客周转量9053.86亿人公里，比上年同期分别下降5.4%和4.6%。全国营业性货运车辆完成货运量334.74亿吨、货物周转量60534.06亿吨公里，比上年同期分别增长10.60%和9.50%。客运方面，公路客运量及周转量受高铁、航空分流的影响均有所下滑；货运方面，宏观经济回暖、高速公路路网密度

提高、油价低位运行，使得公路货运相对铁路等运输方式仍具有优势，货运量及周转量持续增长。

高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：（1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；（2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；（3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；（4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；（5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。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，但新的收费管理条例暂未正式出台。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。随着收费公路专项债的正式落地，对政府收费类高速公路建设运营企业将逐步起到缓解筹资压力、降低融资成本等积极作用。

高速公路发展前景

2016年3月18日，《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》发布，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“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。

综合来看，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。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。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，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持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。

2. 区域经济发展情况

根据《内蒙古自治区 2014~2016 年国民经济和社会发展统计公报》显示, 2014~2016 年, 内蒙古自治区实现地区生产总值稳定增长, 分别为 17769.5 亿元、18032.8 亿元和 18632.6 亿元。2016 年按可比价格计算, 比上年增长 7.2%, 高于全国平均增速 0.5 个百分点。分产业看, 第一产业增加值 1628.7 亿元, 增长 3.0%; 第二产业增加值 9078.9 亿元, 增长 6.9%; 第三产业增加值 7925.1 亿元, 增长 8.3%; 三次产业比例由 2014 年的 9.1: 51.9: 39 调整为 8.8: 48.7: 42.5; 第一、二、三产业对生产总值增长的贡献率分别为 3.8%、49.0% 和 47.2%。人均生产总值达到 74069 元, 比上年增长 6.9%。

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。

财政方面, 2014~2016 年, 内蒙古自治区完成公共财政预算收入分别为 1843.2 亿元、1964.4 亿元和 2016.5 亿元。2016 年, 一般预算收入中税收收入 1335.9 亿元, 增长 1.1%; 非税收入 680.6 亿元, 增长 5.7%。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%。

交通运输方面, 2016 年, 内蒙古自治区完成货物运输总量 20.0 亿吨, 比上年增长 7.7%; 完成货物运输周转量 4453.2 亿吨公里, 增长 4.4%。其中, 公路运输方式发挥了重要作用, 全区营业性公路货运量累计完成 130613 万吨、货物周转量完成 242364 百万吨公里, 分别比上年增长 9.3%、8.2%。客运方面, 2016 年,

全区完成旅客运输总量 17625.5 万人, 比上年下降 1.1%; 完成旅客运输周转量 375.2 亿人公里, 增长 1.1%。其中, 全区营业性公路客运量累计完成 10347 万人、旅客周转量累计完成 15275 百万人公里, 分别比上年下降 6.1%、4.7%。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, 分别比上年增长 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%, 公路旅客运输仍呈下降趋势。

近年来, 内蒙古自治区公路建设投资保持快速增长趋势。根据内蒙古自治区交通运输厅网站披露信息显示, 2014~2016 年, 自治区完成公路建设投资额分别为 660.9 亿元、762.8 亿元和 915.1 亿元。截至 2016 年底, 内蒙古自治区收费公路里程 20370.8 公里 (不含已取消收费公路, 下同), 占内蒙古自治区公路总里程 175000 公里的 11.6%。其中, 高速公路 4191.8 公里, 一级公路 7327.6 公里, 二级公路 8718.8 公里, 独立桥梁隧道 132.7 公里, 分别占收费公路里程的 20.6%、36.0%、42.8% 和 0.6%。

内蒙古为能源外运大省, 2016 年煤炭产销两旺, 其中一半左右要通过铁路、公路输送到全国各地。作为国家重要能源保障基地, 内蒙古煤、电、气等能源生产能力大幅提升的同时, 能源外送能力的瓶颈问题日益突显。为实现交通运输基础设施的跨越式发展, 使能源通道与能源生产供给能力相互配套, 内蒙古将不断加大交通建设力度。根据内蒙古交通厅规划, “十三五” 期间, 内蒙古自治区将进一步加大公路建设投资力度, 计划公路交通基础设施建设投资 4000 亿元, 新建高等级公路 14334 公里, 其中高速公路 5034 公里, 一级公路 4000 公里, 二级公路 5300 公里。

总体来看, 近年来, 内蒙古经济保持平稳增长, 公路建设处于较快发展时期, 公路建设规模及通车里程均实现稳定增长。为了满足能

源外运需求，缓解公路运力与需求之间的矛盾，内蒙古自治区公路建设仍将保持较快增长，对高等级公路经营形成长期利好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系内蒙古交通厅下属国有独资公司，内蒙古交通厅为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是内蒙古自治区内重要的从事高等级公路建设运营管理的国有公司。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 珙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 2017 年 9 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 3381 公里，其中高速公路收费里程 2090 公里、一级公路 1291 公里。2016 年，公司实现通行费收入 48.43 亿元，占全区政府还贷公路通行费收入的 60.54%。

总体看，公司负责管理区内大部分高速公路及与其有关的主要骨干公路，在区内主要经济带形成了完善的高等级公路交通网络，规模优势明显，具有较强竞争实力。

3. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司高层管理人员共 5 人（包括总经理、党委书记和副总经理），均具有大学本科以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业经历和管理经验。

明宏先生，1959 年 6 月出生，中共党员，蒙古族，研究生学历；历任内蒙古武警总队呼和浩特支队政治处副主任，内蒙古武警总队巴彦淖尔盟支队副政委，武警呼和浩特指挥学校

轮训队政委，内蒙古武警总队一支队政委，内蒙古交通厅副巡视员，现任公司党委书记兼副总经理。

黄永刚先生，1961 年 7 月出生，中共党员，汉族，大学本科学历，高级会计师；历任内蒙古交通厅财务处办公室主任，内蒙古自治区公路工程局局长，呼和浩特高等级公路管理处处长，公司副总经理兼党委书记，现任公司总经理兼党委副书记。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有员工 9739 人，其中管理人员 1066 人，一般员工 8596 人，退休人员 77 人。从学历结构看，大专以上占 50.78%，中专占 20.63%，高中以下占 28.59%。从职称分布来看，公司拥有职称的员工合计 584 人，其中高级职称占 17.64%，中级职称占 53.25%，初级职称占 29.11%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，员工学历及职称结构较合理，能够满足企业正常经营管理需要。

4. 政府支持

税收优惠

根据内蒙古自治区地方税务局下发的《西部大开发税收优惠审核通知书》，公司在 2011 年度以《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中公路类国道主干线、西部开发公路干线、国家高速公路网建设项目为主营业务收入，占总收入的比例达到规定，符合西部大开发鼓励类产业税收优惠政策，2006~2016 年，公司企业所得税减按 15% 的优惠税率缴纳。

资金补贴

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。账务处理方面，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随即转入“资本公积”。2014 和 2016 年，公司因在建项目竣工决算转固后，相应专项应

付款转入增加资本公积累额分别为 20.91 亿元和 25.88 亿元。

折旧政策

2016 年 5 月, 内蒙古交通厅向公司下达了《关于公益性公路资产不计提折旧的批复》(内交发【2016】306 号)。根据上述文件, 公司于 2016 年 1 月起对所属公益性公路资产暂停计提折旧。上述折旧政策变更有利于改善公司账面盈利水平, 降低资产负债率, 从而有助于公司维系较好的财务状况、开展外部融资及提升整体竞争实力。

总体看, 公司代表内蒙古自治区政府在全区交通基础设施领域行使投资建设经营高等级公路职责, 得到了国家和内蒙古自治区在税收优惠、资金补贴以及折旧政策等方面的大力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是经内蒙古自治区人民政府批准设立的国有独资公司, 内蒙古交通厅作为公司国有资产的出资者, 行使出资人职权并承担相应义务, 公司不设股东会和董事会。公司实行总经理负责制, 总经理全面负责公司的日常经营和管理。公司党委书记、副书记、总经理、副总经理等主要责任人由内蒙古自治区党委组织部考核、任免。

2. 管理水平

截至 2017 年 9 月底, 公司管理部门包括 21 个职能部门, 另有呼和浩特、包头、乌兰察布、巴彦淖尔、乌海、通辽、乌兰浩特、鄂尔多斯等 8 家路段经营分公司及 3 家建设分公司。

公司制定了一套旨在规范公司内部管理的办法, 内容涉及人力资源管理、成本控制、安全生产、预算管理、财务管理等领域。

人力资源管理方面, 公司实行了“定岗、

定薪、定编、定责”制度改革, 整合机构岗位, 签订全员劳动合同, 建立了绩效工资体系。

成本控制方面, 一方面, 公司加强项目可行性研究工作, 重视对工程建设前期的规范工作, 执行交通部公路工程招标投标管理办法, 实行国际上通行的工程监理制度, 有效控制建设成本; 另一方面, 公司采取压缩人员定额标准, 制定标准费用预算和节能降耗等措施进行管理成本控制。

安全生产方面, 公司认真落实全区安全生产工作会议精神, 大力开展“安全生产月”活动, 建立除雪保畅应急机制等, 通过监督防范, 完善安全生产长效机制, 努力消除事故隐患。

预算管理方面, 公司对分公司的支出全部纳入预算管理体系以提高资金运作效率。另外, 公司通过预算执行情况, 将财务预算与经营考核有机结合起来, 加强对分公司的监督与管理。

财务管理方面, 公司建立了完善的财务规章制度, 加大审计力度, 以提高公司财务管理水平; 同时, 公司采取收支两条线的管理模式, 规范收支程序, 以提高资金的流动效率和使用效益。

通行费收费管理方面, 公司设有通讯、收费、监控三大信息管理系统, 基本实现了通行费的 IC 卡自动收取。所有的收费站已实现半自动化收费方式, 采用了收费、监控分离的运营方式, 使通行费征收工作步入科学化、规范化的管理轨道。

总体看, 公司近年来积累了丰富的高等级公路建设、融资和管理经验, 管理制度相对健全, 但法人治理制度有待完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司系内蒙古自治区内高等级公路建设及运营的重要主体, 主要承担区内高等级公路的投资、建设、运营、维护和收费管理职能。

经过不断发展,逐步形成了以高等级公路运营为主,施工业务为辅,其他业务板块为补充的多元化经营格局。2014~2016年,公司营业收入分别为59.89亿元、59.59亿元和55.67亿元,其中2016年较往年有所下降,主要系施工业务收入下降所致。

从收入构成来看,高等级公路运营形成的通行费收入一直是公司营业收入的主要来源,近三年分别为53.72亿元、46.31亿元和48.43亿元,2015年受煤炭外运总量减少、公路改扩建等因素影响,公司通行费收入呈现一定程度下滑,2016年受能源市场行情回暖、路段运能提升等因素影响行费收入有所回升。2014~2016年,公司施工收入有较大幅度波动,分别为6.17亿元、12.83亿元和6.27亿元,其中2015年较往年大幅增长主要系当年承接外部委托业务规模较大所致;公司其他业务收入快速增长,年均复合增长86.20%,2016年为0.97亿元,主要来源于服务区运营、设备租赁等公路运营辅业收入以及贷款利息收入,整体规模小,占营业收入比重很低。

毛利率方面,2014~2016年,公司公路运营业务毛利率波动上升,2015年下降主要系当

年通行费收入下降而折旧成本相对固定所致;2016年同比大幅提升主要系折旧政策变更使得公路运营业务成本大幅下降所致。2014~2016年,公司施工业务毛利率快速上升,2016年为41.52%。同期,公司其他业务毛利率亦呈快速上升趋势,主要系公司于2015年起开展毛利率较高的金融业务,带动其他业务收入增长的同时提升了该板块的毛利率水平。2014~2016年,公司综合毛利率呈波动增长趋势,主要受到收入占比较高的公路运营业务毛利率波动上升的影响,2016年公司综合毛利率为71.03%。

2017年1~9月,公司实现营业收入45.02亿元,占2016年全年营业收入的80.87%,其中通行费收入为38.92亿元,施工收入为4.47亿元,其他业务收入1.63亿元。2017年1~9月,公司公路运营业务毛利率进一步提升至81.99%;施工业务毛利率大幅下降至-16.03%,主要系收入一般在年终结算确认所致;其他业务毛利率上升至5.11%;受施工业务毛利下降的影响,公司整体毛利率较2016年水平下降2.6个百分点至68.43%。

表1 2014~2016年及2017年1~9月公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	53.72	89.43	48.01	46.31	77.71	34.70	48.43	86.99	77.37	38.92	86.45	81.99
施工收入	6.17	10.27	13.17	12.83	21.53	15.04	6.27	11.26	41.52	4.47	9.93	-16.03
其他业务	0.18	0.30	-233.33	0.45	0.76	-93.33	0.97	1.74	3.09	1.63	3.62	5.11
合计	60.07	100.00	43.58	59.59	100.00	29.49	55.67	100.00	71.03	45.02	100.00	68.43

资料来源:公司审计报告和公司提供

2. 高等级公路运营

路产质量

截至2017年9月底,公司实际控制并投入运营的高等级公路共计35条,均为收费还贷公路,包括20条高速公路、12条一级公路及3条二级公路;上述公路通车里程合计3771公里,其中高速公路通车里程2124公里,占56.32%,一级公路1322公里,占35.06%,二

级公路325公里,占8.62%。

从路产区位分布看,公司的核心路产包括横贯全区的东西公路大通道主干线110国道高速公路及其分段高速路,“五纵七横”国道主干线辽宁丹东到西藏拉萨(即110国道)的本区段,西部开发省际通道区内路段主干线从陕西榆林到本区内的苏家河畔—鄂尔多斯—包头—呼和浩特—乌兰察布(可通往山西大同和

河北张家口)一化德(可通往河北张北)等,自治区内“三横九纵十二出口”公路主骨大多由其所辖的高速公路即 110 国道本区段、208 国道白音查干至丰镇段、210 国道本区段和与上述三条高速公路平行的二级公路辅道组成。总体看,公司所辖公路资产大多为各重要骨干道路在本区的主要路段,且基本位于本区经济发达的呼和浩特、包头、鄂尔多斯“金三角”地带,区位优势明显。

路产来源方面,公司运营的 35 条路产均由公司实际控制,其中临河过境高速公路、石

乌高速公路、鲁霍一级公路、包树高速公路、乌阿一级公路等 19 条公路为公司自主建设,剩余 16 条公路为自治区交通厅移交的资产。对于移交公路资产(含在建项目),根据相关文件通知,公司一并承接相应的债权债务,行使相应高速公路收费管理权。路产造价方面,公司所辖高速公路、一级公路和二级公路单公里(通车里程)建设成本分别为 2759.70 万元/公里、1479.12 万元/公里和 869.23 万元/公里,建设成本适中。

表 2 截至 2017 年 9 月底公司公路资产情况(单位:公里、亿元)

序号	公路名称	级别	公路类型	收费年限	通车里程	收费里程	路产造价
1	G6 京藏高速集宁至老爷庙公路	高速	收费还贷	2005-2025	94	90	26.53
2	G6 京藏高速呼和浩特至集宁公路	高速	收费还贷	2004-2024	122	120	27.50
3	G6 京藏高速呼和浩特至包头公路	高速	收费还贷	2013-2033	217	210	24.54
4	G6 京藏高速呼和浩特市绕城公路	高速	收费还贷	2009-2029	82	81	23.21
5	G6 京藏高速包头过境公路	高速	收费还贷	2004-2029	64	64	11.60
6	G6 京藏高速哈德门至磴口公路	高速	收费还贷	2005-2025	227	224	55.28
7	G6 京藏高速磴口至巴拉贡公路	高速	收费还贷	2004-2024	52	52	7.43
8	G6 京藏高速巴拉贡至新地公路	高速	收费还贷	2005-2025	54	52	8.34
9	G6 京藏高速新地至麻黄沟公路	高速	收费还贷	2005-2025	71	64	14.81
10	G6 京藏高速临河过境高速公路	高速	收费还贷	2009-2029	53	53	18.00
11	G65 包茂高速包头至东胜公路	高速	收费还贷	2002-2027	101	101	13.57
12	G65 包茂高速东胜至苏家河公路	高速	收费还贷	2005-2025	125	121	20.84
13	G65 包茂高速包头至树林召公路	高速	收费还贷	2011-2031	35	35	20.00
14	G55 二广高速赛汉塔拉至白音察干公路	高速	收费还贷	2012-2032	178	178	37.29
15	G55 二广高速白音察干至集宁公路	高速	收费还贷	2006-2026	74	74	16.30
16	G55 二广高速集宁至丰镇公路	高速	收费还贷	2006-2026	96	96	18.21
17	G12 珙春高速石头井子至乌兰浩特公路	高速	收费还贷	2010-2030	40	40	10.12
18	G59 呼朔高速呼和浩特至杀虎口公路	高速	收费还贷	2013-2033	118	114	54.00
19	G6 京藏高速乌兰察布市集宁东绕城公路	高速	收费还贷	2015-2035	53	53	19.69
20	G7 京新高速韩家营至呼和浩特公路	高速	收费还贷	2014-2034	268	268	158.90
高速公路小计					2124	2090	586.16
1	国道 110 线呼市-集宁-兴和公路	一级	收费还贷	2012-2032	199	199	32.63
2	国道 110 线海勃湾至麻黄沟公路	一级	收费还贷	2015-2035	43	43	8.91
3	国道 110 线包头东兴至巴彦淖尔段	一级	收费还贷	2012-2032	125	125	12.85
4	国道 210 线树林召至东胜公路	一级	收费还贷	2011-2031	50	50	6.86
5	国道 208 线二连浩特至赛汉塔拉公路	一级	收费还贷	2006-2026	121	121	10.15
6	国道 304 线鲁北至霍林郭勒公路	一级	收费还贷	2009-2029	155	155	14.46
7	省道 203 线乌兰浩特至阿尔山公路	一级	收费还贷	2009-2029	253	253	27.53
8	白音华至霍林郭勒公路	一级	收费还贷	2012-2032	103	103	18.51

9	国道 209 线和林格尔至清水河公路	一级	收费还贷	2016-2036	65	65	14.79
10	乌兰察布市集宁南绕城公路	一级	收费还贷	2015-2030	51	51	18.45
11	国道 110 线协力气至西北门段一级公路	一级	收费还贷	2014-2034	85	69	15.87
12	国道 110 线临河绕城一级公路	一级	收费还贷	2014-2034	72	57	14.53
一级公路小计					1322	1291	195.54
1	国道 110 线辅道公路	二级	收费还贷	1995-2027	54	0	17.64
2	国道 210 线辅道公路	二级	收费还贷	2003-2028	85	0	3.26
3	国道 208 线辅道公路	二级	收费还贷	--	186	0	7.35
二级公路小计					325	0	28.25
合计					3771	3381	809.95

资料来源：公司提供

注：上表一级公路中国道 110、国道 208 及国道 210 系原二级公路提升改造路段。

通行费收入及通车流量

2014~2016 年，公司通行费收入呈波动下降趋势，分别为 53.72 亿元、46.31 亿元和 48.43 亿元。其中，2015 年，公司通行费收入较 2014 年降幅明显，主要系受宏观经济增速放缓致使煤炭运量下降以及公司主要路段改扩建断行等因素影响所致；2016 年，公司通行费收入有所回升，主要系煤炭市场回暖带动单车费率较高的货车流量回升、旅游业发展带动客车通行费收入增长以及改扩建后部分路段运量增长所致。从构成上看，按公路等级划分，高速和一级公路通行费系公司通行费收入主要来源，三年占比均在 89%以上，2016 年，高速和一级公路通行费收入为 44.10 亿元，占 91.06%；从主要道路看，G6 高速、G65 高速以及 110 国道是公司通行费收入的主要来源，2016 年收入占比分别为 60.66%、13.86%和 7.51%；按车辆类型划分，货车单车费率较高，对公司通行费收入贡献较大。内蒙古自治区是国内最主要煤炭产区，得益于优越的地理位置，公司主营路段成为了区内煤炭公路运输的重要途径，为公司通行费收入提供了支撑，同时，公司通行费收入也容易受到煤炭行业景气程度波动的影响。

交通流量方面，2014~2016 年，公司经营公路车流量波动增长，年均复合增长 5.37%。2016 年，公司经营路段通车流量为 6042.48 万

辆，较 2015 年增长 11.41%；主要路段通车流量均较以往两年有所回升。2016 年，部分路段在车流量增长的情况下，收费额反而下降的原因主要系：增加的货车流量中以收费额低的二轴、三轴货车为主，收费额较高的六轴货车通行量反而下降；长途货车减少，短途增加。总体看，优越的地理位置、良好的地区经济、持续稳定增长的人口和汽车保有量、居民可支配收入提高导致出行方式的改变都给公司所辖公路车流量带来不同程度的积极影响；公司所辖路产的通车时间普遍较长，路段车流量已处于成熟期。

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），内蒙古自治区将于 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。2017 年 1~9 月，公司经营公路车流量总计 4751.96 万辆，占 2016 年全年的 78.64%，车流量较上年同期增长 18.54%；同期，公司实现通行费收入 38.92 亿元，同比增长 10.67%。公司路产车流量及通行费收入仍保持较高的增速，取消二级公路收费政策对公司通行费收入影响小。

表3 2014~2016年及2017年1~9月公司主要道路车流量及通行费收入情况

项 目		通行费收入（万元）				车流量（辆）			
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
1	G6 集老高速公路	127339.50	63981.11	38626.84	30623.10	3915854	2831891	2687438	2056185
2	G6 呼集高速公路	29313.39	49052.61	70688.22	50803.44	2594389	2572957	2989725	1621245
3	G6 呼包高速公路	66593.26	73836.88	94912.92	78897.86	7211263	7915789	9274547	7422759
4	G6 呼市绕城高速	17972.90	9405.71	9038.21	7571.22	1606300	1392522	1514418	1316410
5	G6 包头过境高速	18383.49	19792.07	18264.19	14595.23	2459357	3177721	3916451	3347456
6	G6 哈澄高速公路	37743.54	41778.39	44250.84	32839.24	3136107	3191964	3498457	2702348
7	G6 临河过境高速	4326.80	3155.56	2375.66	1856.67	508424	608497	633791	462147
8	G6 磴巴高速公路	11002.88	9568.57	10599.58	9003.75	842444	930186	1124999	989884
9	G6 巴新高速公路	5579.80	7255.71	9729.29	8383.56	811149	809067	869131	710607
10	G6 新麻高速公路	29031.83	16874.86	12300.52	9576.31	2800278	2563134	2695856	2114503
11	G65 包东高速公路	44054.86	37467.94	37674.53	31588.21	7879498	7494641	8060436	6033942
12	G65 包树高速公路	9653.40	8703.88	7935.12	7412.59	1032753	1166163	1257912	1141264
13	G65 东苏高速公路	28703.04	19695.39	21507.60	19542.87	4676204	3960955	3774713	3351967
14	G55 赛白高速公路	1330.40	1029.27	961.52	941.45	278389	293499	338968	354462
15	G55 白集高速公路	10312.40	6742.92	5914.53	4536.69	1261044	1118437	1290566	1095478
16	G55 集丰高速公路	4413.20	3161.93	3138.15	2418.67	879595	820385	951078	829574
17	G12 石乌高速公路	2042.65	988.23	1265.64	837.87	397162	287065	370156	215377
18	G59 呼杀高速公路	7880.30	12059.40	16875.80	13927.42	758680	1395485	2378770	2082506
19	G6 韩集高速公路	--	--	94.12	2641.97	--	--	19868	375889
20	G7 呼集高速公路	--	--	202.71	3783.06	--	--	10832	387216
21	集宁东绕城	--	--	12.34	124.42	--	--	--	--
高速公路合计		455677.64	384550.43	406368.33	331905.60	43048890	42530358	47658112	38611219
1	二寨一级公路	4795.20	4014.50	5212.97	4593.11	539598	534744	595031	502789
2	鲁霍一级公路	10897.78	14052.81	14008.48	8093.65	1252250	1444788	1502387	1171582
3	白霍一级公路	5710.76	8219.43	8889.74	7158.36	367674	450927	542371	573321
4	乌阿一级公路	5633.86	6312.28	5542.01	5275.46	1078979	1268952	1471081	1301648
5	和清一级公路	--	--	972.35	1311.39	--	--	223035	222776
6	呼集兴一级公路	--	--	--	5770.95	--	--	--	969131
7	集宁南绕城一级公路	--	--	--	2969.20	--	--	--	315639
8	包头东兴至巴彦淖尔一级公路	--	--	--	1120.32	--	--	--	800219
9	协力气至西北门一级公路	--	--	--	4712.70	--	--	--	788028
10	临河绕城一级公路	--	--	--	6295.98	--	--	--	637531
11	海勃湾至麻黄沟一级公路	--	--	--	943.72	--	--	--	147355
12	树林召至东胜一级公路	--	--	--	2105.71	--	--	--	515967
一级公路合计		27037.60	32599.02	34625.55	50350.55	3238501	3699411	4333905	7945986
1	110 国道（辅道）	48124.00	39410.00	36350.04	5861.50	6918373	6562755	6731632	677772
2	210 国道（辅道）	3326.00	4018.00	3720.79	154.32	568519	756881	876542	39962
3	208 国道（辅道）	3084.00	2543.00	3214.02	880.13	649034	685059	824581	244659
二级公路合计		54534.00	45971.00	43284.85	6895.95	8135926	8004695	8432755	962393
总 计		537249.24	463120.45	484278.73	389152.10	54423317	54234464	60424772	47519598

资料来源：公司提供

注：①车流量为实际进出口车流量；②车流量统计未按车的种类进行细分，不同种类车辆的收费标准不同。

收费标准及结算方式

公司公路收费均经内蒙古自治区政府依法批准实施，在《收费公路管理条例》（2004）实施前，公司部分路产收费年限经获批超过 20 年。根据《关于开展收费公路专项清理工作的通知》（交公路发【2011】283 号）要求，相关清理整改工作正逐步进行中。

2014 年 12 月 11 日，内蒙古自治区发展改革委、财政厅、交通运输厅联合下发了《关于调整统一收费公路车型分类和整合车辆通行费收费标准的通知（试行）》（内发改费字【2014】1684 号），决定自 2015 年 1 月 1 日起统一整合全区车辆通行费收费标准，试行期两年。为了降低公路交通运输成本，减轻公路运输企业及从业者负担，试行收费标准取消了高速公路上路基价，统一上调了区内计重收费和治理超载货车车货总重限高标准，总体上对收费公路单车通行费率给予了一定幅度的下调。

2017 年 7 月 4 日，内蒙古自治区发展改革委、财政厅、交通运输厅联合下发了《关于重新核定全区车辆通行费收费标准的通知》（内发改费字【2017】816 号），对全区车辆通行费收费标准进行了重新核定，自 2017 年 7 月 10 日起执行。与试行收费标准相比，重新核定的收费标准调整内容不大，主要变化体现在：①政府还贷类二级公路取消收费；②按车型收费中，第 6 类车型由“每增加 1 吨加收 2 元”调减为“每增加 1 吨加收 1 元”；③按计重收费中，独立桥梁及隧道的费率由 3 元/吨·车次调减为 2.5 元/吨·车次。

截至 2017 年 9 月底，公司运营的高等级公路全部为收费还贷公路，通行费绝大部分以现金方式收取，少部分路段对企事业单位车辆按年收取包缴费，整体看，现金回收率高。

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。每年年初，

公司根据内蒙古交通厅提供的当年还款本金及利息计划制作当年还本付息预算。每次还本付息前，公司根据内蒙古交通厅提供的当期还款本金及利息表，向内蒙古交通厅划付当期本息。

公路养护

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。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，公司养护成本支出分别为 4.16 亿元、5.11 亿元、3.63 亿元和 1.50 亿元，占同期通行费的比例分别为 7.74%、11.03%、7.50% 和 3.85%。2014~2015 年，公司加大了养护力度，对部分通车较早路段的路容路貌进行了专项整治和大修，致使养护成本支出较大，2016 年起，公司加强控制公路养护成本支出，逐步由传统应急型养护向科学预防型养护转变，减少了大、中修次数和频率，养护成本有所下降。2018~2020 年，公司计划养护支出分别为 1.80 亿元、2.16 亿元和 2.59 亿元。

分流影响

公路方面，现有与公司主要路段相平行的公路包括鄂尔多斯市准格尔至乌兰察布市兴和县重载高速公路（以下简称“准兴高速”）和呼和浩特至兴和县庙梁物流园区运煤专线（以下简称“呼兴专线”）。呼兴专线于 2013 年 3 月正式开通运营，系内蒙古自治区西部煤炭进出乌兰察布市综合物流园区的专用通道。准兴高速于 2013 年 12 月正式开通运营，系全国首条重载高速，双向五车道，设计货物运输能力为 1.5 亿吨，系兴(和)至巴(拉贡)高速公路（S24）的一段。呼兴专线和准兴高速的开通运营，成为运煤专线和蒙西煤外运的新通道，部分线路与公司 G6 高速和 110 国道等路段基本平行。相比公司路产，新通道在车程、载重和拥堵程度方面均有一定优势，对公司路产重载货车通行形成了一定的竞争压力。目前，随着上述新通道的稳定运营，对公司路产

的分流影响已趋于稳定。

铁路方面，近年来，内蒙古自治区较少有铁路新建线路投入运营，主要是在已有的大准、包神、神朔、朔黄等现有线路基础上通过扩能改造提升运力。现有铁路线路运营时间长，运力有限，对公路的分流冲击较小。此外，正在修建的蒙华铁路系蒙西至华中地区铁路煤运通道，北起内蒙古浩勒报吉站，终点到达江西省吉安市，规划设计输送能力为 2 亿吨/年，计划于 2019 年正式通行，届时或将会对公司路产形成一定分流影响。

在建及拟建项目

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。截至 2017 年 9 月底，公司在建公路项目共计 10 个，计划总投资额 308.41 亿元，公司已完成投资额 73.49 亿元，占计划总投资额

的 23.83%；公司全部在建项目合计主线 545.00 公里，其中高速公路 75.88 公里，一级公路 469.12 公里；合计连接线 65.77 公里，其中高速 45.64 公里，一级公路 20.13 公里。拟建项目方面，公司拟建项目共有 3 个，计划总投资额 139.74 亿元，全部为高速公路，合计 178.90 公里。

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，公司未来三年所需投资额度较大，存在较大的筹资压力，对此，公司提出了多元化、多方式的资金筹措计划，除争取国家投资补贴（主要为中央专项基金-车购税及自治区公路建设资金，合计约占投资总额的 30%）、通行费列支外，将充分利用国内外银行贷款，拓宽融资渠道。

表4 截至2017年9月底公司主要在建及拟建项目情况及未来投资计划（单位：亿元）

在建公路项目	性质	建设规模	建设周期	总投资	已投资	计划投资额		
						2017年 10~12月	2018年	2019年
国道 110 线乌海黄河特大桥	高速公路	主桥 1.52 公里 引线工程 1.13 公里	2013-2017	10.25	6.22	4.03	--	--
国道 210 线添漫梁北至越家壕段(查干)公路	一级公路	主线 62.00 公里 连接线 19.00 公里	2015-2018	33.28	13.5	3.95	15.81	--
国道 302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路	一级公路	主线一幅 78.61 公里	2015-2018	13.36	6.72	1.33	5.31	--
国道 302 线阿力得尔至三岔一级公路	一级公路	主线一幅 87.40 公里	2016-2019	17.84	6.12	1.30	5.21	5.21
国道 302 线三岔至阿尔山一级公路	一级公路	主线一幅 84.99 公里	2016-2019	24.10	4.38	2.19	8.77	8.77
国道 110 线呼和浩特至毕克齐段一级公路	一级公路	主线 51.60 公里	2016-2018	33.40	11.65	2.42	9.67	9.67
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	高速公路	主线 75.878 公里、连接线 45.64 公里	2017-2019	78.76	1.67	8.56	34.26	34.26
克什克腾至乌兰布统高速公路	高速公路	主线 97 公里、连接线 45 公里	2017-2019	61.53	1.62	6.66	26.63	26.63
省道 102 线崞县窑至凉城一级公路	一级公路	主线一幅 52 公里	2016-2018	21.54	14.72	1.36	5.46	--
国道 512 线丰镇至凉城一级公路	一级公路	主线一幅 51 公里	2016-2018	14.35	6.88	1.49	5.97	--
小计	--	--	--	308.41	73.49	33.31	117.08	84.53
拟建公路项目	性质	建设规模	建设周期	总投资	已投资	计划投资额		
						2018	2019年	2020年
G55 二广高速公路二连浩特至赛汉塔拉	高速公路	99.10 公里	2018-2020	24.91	--	8.30	8.30	8.30
G110 线毕克齐至协力气段公路	高速公路	50.10 公里	2018-2020	18.03	--	6.01	6.01	6.01

S43 呼和浩特新机场高速公路	高速公路	29.70 公里	2018-2020	96.80	--	32.27	32.27	32.27
小计	--	--	--	139.74	--	46.58	46.58	46.58

资料来源：公司提供

总体看，公司运营高等级公路路网区位优势显著，大部分路产运营成熟；区内煤炭公路运输需求能够对车流量形成持续支撑；折旧政策变更后，公司账面盈利水平大幅提升，但公司实际经营获现能力不会因此获得改善；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，存在较大的资金需求。

3. 施工业务

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。2014~2016 年，公司施工业务收入波动幅度较大，其中 2015 年较往年大幅增长主要系当年承接外部委托业务规模较大所致。2017 年 1~9 月，公司施工业务收入为 4.47 亿元，占 2016 年全年的 71.29%。

业务模式方面，公司施工项目采用公开招标方式获取，多数工程款于年底与业主结算收取，在结算时确认收入。近年来，公司施工业务收入主要来自丹锡高速经锡公路建设、京新高速临白段公路建设、省道 102 线崞县窑至凉城段一级公路建设、国道 512 线丰镇至凉城段一级公路建设和国道 111 线那尼屯至尼尔基公路建设等项目。

公司施工业务发展较快，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司施工业务新签合同（不含母公司委托）总计金额分别为 7.86 亿元、0.04 亿元、8.71 亿元和 4.16 亿元；截至 2017 年 9 月底，公司施工业务在建项目主要有省道 102 线崞县窑至凉城段一级公路、国道 512 线丰镇至凉城段一级公路等，存量项目待完成合同额（不含母公司委托）约 10.03 亿元。总体看，公司新签项目为施工业务发展提供了一定的

项目储备，施工业务存量项目规模较大，未来收入较有保障。

4. 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。2015 年，公司出资 5.00 亿元设立内蒙古高速小额贷款有限公司，开始开展金融服务业中的放贷业务，主要系利用自有资金为公司和个人提供贷款服务获取利息收益，2015~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司分别实现贷款利息收入 0.19 亿元、0.27 亿元和 0.21 亿元；毛利率均为 100%，带动公司其他业务板块收入和毛利率水平快速增长。总体看，目前公司其他业务板块收入相对较少，对公司收入和利润贡献有限，但存在一定的增长潜力，有助于提升公司实际经营获现能力。

5. 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，工作重点主要是推进高速公路网络化建设，原国家高速公路网基本建成，全面提高高速公路网的整体承载能力和路网服务水平；加强普通国道干线公路网提级改造，以普通国省干线、高速公路连接线、旅游干线、交通枢纽连接线等建设项目为重点，实施以一级公路和二级公路为主要的“干线路网升级改造工程”，全面提升自治区普通干线公路网的通行能力和服务水平。

在做大公路建设的同时，公司将在突出主业的基础上，探索交通运输产业链上的多元经营。目前公司成立了多个子公司，依托在内蒙古地区交通行业优势，实行多元化经营，不断提高各项投资的投资回报率；加大天然气等清洁能源和新能源汽车的推广应用，推动加气、

充电等配套设施建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年合并财务报表经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计、2015 年和 2016 年合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年三季度合并财务报表未经审计。

合并范围方面，2014 年，公司合并范围无变化；2015~2016 年，公司合并范围分别新增 6 家及 11 家子公司，均系投资新设；2017 年 1~9 月，公司合并范围无变化；截至 2017 年 9 月底，公司纳入合并报表范围 22 家子公司，公司合并范围变动对财务数据可比性影响小。公司原执行《企业会计制度》，自 2016 年 1 月 1 日起执行新的企业会计准则，对 2016 年度合并报表期初数进行了追溯调整，为增强可比性，本报告涉及的 2015 年度财务数据采用 2016 年合并报表期初数。

截至 2016 年底，公司资产总额 1099.36 亿元，所有者权益 202.73 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2016 年公司实现营业收入 55.67 亿元，利润总额 2.98 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 1078.36 亿元，所有者权益 216.80 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，利润总额 1.16 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 7.27%。截至 2016 年底，公司资产总额 1099.36 亿元，其中流动资产占 20.77%，非流动资产占 79.23%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 8.80%，2016 年底为 228.30 亿

元，主要为货币资金（占 95.34%）。

2014~2016 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 8.96%。截至 2016 年底，公司货币资金为 217.66 亿元，其中，库存现金及银行存款合计 112.87 亿元；其他货币资金 104.79 亿元（全部为受限资金），主要是公司收取的股权投资保证金及其利息收入。

2014~2016 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 59.82%，主要系工程款及保证金增长所致。截至 2016 年底，公司应收账款 4.39 亿元，主要来源于子公司高速路桥施工业务，欠款方主要是各公路项目管理办，账龄较短，多在一年以内；前五名的应收账款欠款方合计 1.91 亿元，占应收账款余额的 43.51%，集中度一般。公司对于账龄 3 年以上的应收账款全额计提坏账准备，合计 14.01 万元。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 7.27%，2016 年底为 871.07 亿元，主要由固定资产（占 88.34%）、长期应收款（占 6.46%）和在建工程（占 4.70%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 17.44%，主要系在建路产完工转固所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值为 982.93 亿元，主要由公路及附属设施和房屋及建筑物构成，较 2015 年底增加 163.56 亿元，主要系集宁东绕城高速公路、国道 210 线树东段等路产完工暂估转固所致。折旧方面，2016 年之前，公司对公路及桥梁资产采取车流量法计提折旧，对其他固定资产采用直线法计提折旧；2016 年，根据内交发【2016】306 号文件，公司对所辖路产暂停计提折旧，年度对房屋及建筑物和各类设备等其他固定资产计提折旧 1.86 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产累计折旧 213.40 亿元，未计提减值准备，公司固定资产净额 769.53 亿元。

公司长期应收款主要是内蒙古自治区交通厅（以下简称“内蒙交通厅”）委托公司向

金融机构借款。2015 年，公司与农业发展银行签订借款合同 105 亿元，实际借款 93.50 亿元，全部划转至内蒙交通厅所属机构内蒙古自治区公路局，公司不承担该部分借款利息。截至 2016 年底，公司长期应收款为 56.30 亿元，系该借款偿还贷款本金及利息后结余金额。截至 2017 年 9 月底，上述委托贷款已全部清偿。

2014~2016 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 54.96%，主要系在建项目完工转固所致。截至 2016 年底，公司在建工程为 40.98 亿元，较 2015 年底下降 74.81%，主要为 G210 线添漫梁北至越家壕一级改建公路、国道 110 线乌海黄河特大桥工程和省道 102 线崞县窑至凉城段等在建项目。

2015~2016 年底，公司发放贷款及垫款分别为 1.19 亿元和 1.02 亿元，规模小，主要系向企业和个人发放贷款及垫款。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 1078.36 亿元，较 2016 年底略有下降，资产构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司应收账款为 7.99 亿元，较 2016 年底增长 81.94%，主要系工程款及保证金增长所致；其他应收款为 3.12 亿元，较 2016 年底增长 46.10%，主要系工程施工的往来款增长所致；在建工程为 75.80 亿元，较 2016 年底增长 85.00%，主要系对在建项目增加投入所致；发放贷款及垫款为 2.53 亿元，较 2016 年底大幅增长 149.23%。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月底，公司共有 107.35 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 50.47%；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 742.05 亿元，获取借款余额合计 255.62 亿元。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，资产构成以货币资金和固定资产为主，结构合理且构成稳定，符合行业特征。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 2.82%。截至 2016 年底，公司所有者权益 202.73 亿元，以实收资本和资本公积为主。

2014~2016 年底，公司资本公积快速增长，年均复合增长 17.46%，2016 年底为 97.32 亿元，较 2015 年底增长 36.24%，主要系项目建成后专项资金由专项应付款转入所致。

2014~2016 年，公司未分配利润有较大波动，分别为 2.92 亿元、-16.14 亿元和 -13.48 亿元，其中 2015 年由正转负，主要系当年大额亏损所致。随着折旧政策变更，公司账面盈利情况有望好转，预计未分配利润将逐步转正。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 216.80 亿元，较 2016 年底增长 6.94%，主要系公司发行永续债券，其他权益工具增加所致。截至 2017 年 9 月底，公司其他权益工具为 13.00 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，以下简称“17 蒙高路 MTN001”）。

总体看，近年来，公司所有者权益规模保持相对稳定，构成以实收资本和资本公积为主，稳定性好；随着折旧政策变更，预计公司未来权益规模将呈增长趋势。

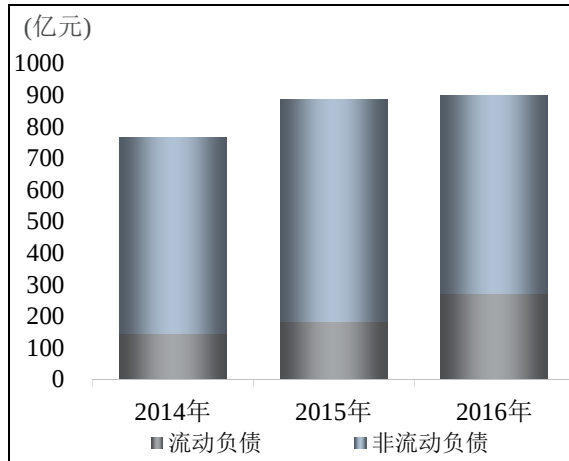
负债

2014~2016 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 8.36%，主要系短期借款增长带动所致。债务结构方面，近三年，公司负债以非流动负债为主，其占比逐年下降，主要系长期债务临近到期转入流动负债所致。截至 2016 年底，公司负债总额为 896.63 亿元，其中流动负债占 30.15%，非流动负债占 69.85%。

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 37.24%，主要系长期债务临近到期转入一年内到期的非流动负债以及短期借款增长所致。截至 2016 年底，公司流动负

债为 270.29 亿元，较 2015 年底增长 46.80%，主要由短期借款（占 7.77%）、应付账款（占 8.41%）、其他应付款（占 44.18%）和一年内到期的非流动负债（占 38.88%）构成。

图2 2014~2016年底公司债务构成情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2014~2016 年，公司短期借款波动增长，2016 年底为 21.00 亿元，全部为信用借款，较 2015 年底增加 20.60 亿元；公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 4.69%，2016 年底为 22.72 亿元，较 2015 年底增长 17.62%，主要是质保金及尚未到结算期的工程款。

2014~2016 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 11.32%，主要系在建项目产生的质保金、履约金增长所致。2014 年，公司根据内蒙古交通厅内交发【2014】654 号《关于组建内蒙古高速公路发展有限公司的批复》文件，以其建成并投入运营的公路资产 G6 京藏高速（内蒙古段）、G65 包茂高速（内蒙古段）、G55 二广高速（内蒙古段）、国道 110 线（内蒙古段）、国道 210 线（内蒙古段）、国道 208 线（内蒙古段）全部路段出资组建全资子公司内蒙古高速公路发展有限公司（以下简称“高发司”），再以股权转让方式引进战略投资者，公司陆续收到五家战略投资者总计 100.00 亿元股权投资准备款。针对该笔股权投资准备款，公司设置了专门账户，同其他五家战略投资者共同监管，公司不对股权投资款支

付利息，银行产生的利息收入归属于五家战略投资者。截至 2016 年底，公司其他应付款为 119.43 亿元，主要是股权投资保证金及其利息收入。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，并归还五家战略投资者股权投资款和银行存款利息。

2014~2016 年，随着长期债务临近到期，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 155.16%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 105.09 亿元，主要为 50.14 亿元长期借款和 49.61 亿元应付债券（“07 蒙路债”、“12 定向融资款 PPN001”和“14 定向融资款 PPN002”）。

2014~2016 年，公司非流动负债规模保持相对稳定，2016 年底为 626.34 亿元，主要由长期借款（60.84%）、应付债券（15.09%）和长期应付款（22.80%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动幅度较大，2016 年底为 381.06 亿元，较 2015 年底下降 17.19%，主要为高速公路收费权质押借款。

2014~2016 年，公司应付债券波动中有所下降，2016 年底为 94.51 亿元，较 2015 年底下降 18.44%，主要为公司发行的定向融资工具、中期票据和企业债券。

表 5 2016 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	余额	到期日
07 蒙路债	8.12	2017.09
12 定向融资款 PPN001	20.64	2019.11
12 蒙路债	15.12	2017.06
14 定向融资款 PPN002	20.85	2017.05
14 蒙高路中期票据 MTN001	10.17	2019.10
14 蒙高路中期票据 MTN002	10.05	2019.11
15 蒙高路中期票据 PPN001	15.28	2020.08
15 蒙高路永续中票 MTN001	15.65	2020.04
理财直接融资工具	8.05	2019.08
16 蒙高路中期票据 MTN001	10.12	2021.09
16 蒙高路中期票据 MTN002	10.08	2021.10
合计	94.51	--

资料来源：公司提供

注：截至本报告出具日，07 蒙路债、12 蒙路债及 14 定向融资款 PPN002 已到期兑付。

2014~2016 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 19.45%。截至 2016 年底，公司长期应付款 142.78 亿元，较 2015 年底增长 43.00%，主要系基金及融资租赁款增长所致；公司长期应付款主要为应付内蒙古交通厅的款项 79.65 亿元、国泰君安及浦耀信晔基金 17.27 亿元和固定资产售后回租融入资金 13.74 亿元，详见下表（包含一年内到期部分）。公司对内蒙古交通厅的长期应付款系从内蒙古交通厅接收公路资产时一并接收的银行借款，根据内蒙古交通厅与公司签订的《公路资产移交协议》，公司承担每笔资产对应的负债，并按照贷款约定还款计划向内蒙古交通厅给付应还本息，由内蒙古交通厅统一偿还。由于公司长期应付款具有长期借款性质，本报告将其计入有息债务计算。

表 6 2016 年底公司长期应付款情况（单位：亿元）

单位	余额	条件	到期日
内蒙古交通厅	79.65	收费权质押	--
国泰君安及浦耀信晔基金	17.27	信用	2016~2024 年分期
招银金融租赁有限公司	13.74	信用	2023 年
包东资产支持证券	9.88	收费权质押	2017 年
农银金融租赁有限公司	9.52	信用	2026 年
国开发展基金	11.02	信用	2016 年至 2036 年分期
太平石化金融租赁有限责任公司	7.05	信用	2023 年
合计	148.13	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司专项应付款系公司各公路建设项目或专项工程收到的中央专项车购税资金、地方财政返税资金、地方政府债券专项资金。2014~2016 年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降 44.63%，2016 年底为 7.95 亿元，较 2015 年底下降 71.28%，主要为呼凉丰项目、G302 线乌兰浩特至阿力得尔项目和集宁东绕城等项目收到的专项资金。

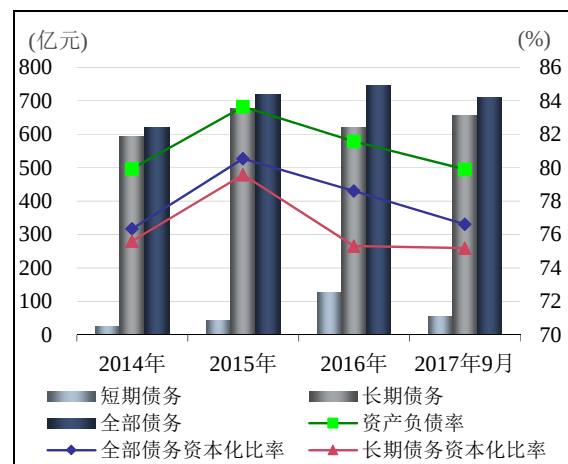
截至 2017 年 9 月底，公司负债总额为 861.57 亿元，较 2016 年底下降 3.91%，构成上仍以非流动负债为主，占 77.85%，占比较

2016 年底有所提升。截至 2017 年 9 月底，公司应付账款为 14.41 亿元，较 2016 年底下降 36.55%，主要系与施工方结算所致；公司长期借款为 408.01 亿元，较 2016 年底增长 7.07%；公司长期应付款为 152.58 亿元，较 2016 年底增长 6.86%，主要系新增融资租赁款；公司专项应付款为 11.95 亿元，较 2016 年底增长 50.34%。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务有所增长，年均复合增长 9.70%，主要系短期借款和长期应付款增长带动所致。截至 2016 年底，公司全部债务为 744.44 亿元，其中长期债务为 618.35 亿元，占全部债务的 83.06%，公司债务结构以长期为主。

从债务指标看，2014~2016 年，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均有所波动，其中 2015 年底为三年最高水平，2016 年因资本公积增加带动所有者权益增长，上述指标均有所下降，分别为 81.56%、75.31%和 78.60%。

图3 2014~2016年底及2017年9月底公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 710.07 亿元，较 2016 年底下降 4.62%，构成上仍以长期债务为主。截至 2017 年 9 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均较 2016 年底有所下降，分别为 79.90%、75.18%和 76.61%。考虑到公司

资产中股权投资保证金规模较大，公司归还上述款项后，资产负债率将有所下降，此外，将“17 蒙高路 MNT001”调整至长期债务/全部债务后计算，截至 2017 年 9 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 79.14%、76.67%和 78.01%。

总体看，近年来公司债务规模有所增长，有息债务以长期债务为主，整体债务负担重。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入有所下降，年均复合下降 3.59%；同期，公司营业成本呈波动下降趋势，其中，2016 年因不再对所辖公路资产计提折旧，公司营业成本较上两年降幅明显。

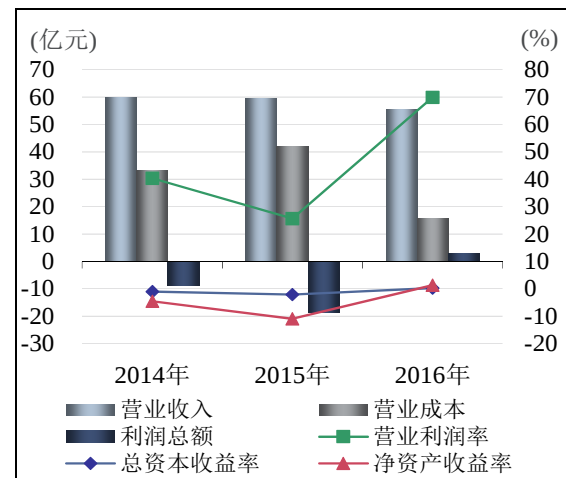
2014~2016 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 5.56%，2016 年为 36.28 亿元，以财务费用为主（占 87.87%）；同期，公司期间费用率不断提升，分别为 54.36%、57.53%和 65.18%，期间费用对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面，2014~2016 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长 87.52%，2016 年为 0.23 亿元，主要系对内蒙古高速公路销售有限责任公司长期股权投资收益。

2014~2016 年，公司利润总额大幅波动，分别为-8.71 亿元、-18.88 亿元和 2.98 亿元。其中，2014~2015 年，因为公司通行费收入下降及公路资产折旧成本高企，加之高额财务费用对营业利润的侵蚀，公司主业呈现亏损状态；2016 年，受益于折旧政策的变更，公司得以扭亏。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有较大波动，三年加权平均值分别为 50.71%、-0.72%和-3.56%，2016 年分别为 69.91%、0.28%和 1.31%。2016 年，受益于折旧政策的变更，公司各盈利指标均较上两年明显改善，但仍处于较低水平，公司整体盈利能力弱。

图4 2014~2016年公司盈利情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，占 2016 年营业收入的 80.86%；营业利润率为 68.80%，基本与 2016 年持平；利润总额为 1.16 亿元。

总体看，近年来公司营业收入有所下降，同时，2014~2015 年因折旧和财务费用高企，公司主业出现大幅亏损；2016 年公司经营路产不再计提折旧，受此影响，盈利指标明显改善。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 69.37 亿元、63.35 亿元和 57.80 亿元，主要来源于车辆通行费收入；同期，公司现金收入比为分别为 103.24%、92.01%和 92.74%，收入实现质量较好。公司收到其他与经营活动有关的现金规模较小，主要为收到的招投标保证金。2014~2016 年，公司经营活动现金流出量分别为 33.93 亿元、39.31 亿元和 34.06 亿元，主要为工程投入支出和职工薪酬支出等。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 35.44 亿元、24.04 亿元和 23.74 亿元。

投资活动方面，近年来，公司投资活动以对公路项目的投资支出为主。2014~2016 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 43.06 亿元、22.86 亿元和 19.07 亿元；同

期，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-43.05亿元、-22.91亿元和-25.23亿元。

筹资活动方面，2014~2016年，公司筹资活动现金流入量呈上升趋势，筹资来源主要为银行贷款、信托贷款和发行债券等。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。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-31.78亿元、-28.30亿元和39.81亿元。

2017年1~9月，公司经营活动现金流量净额为22.64亿元；投资活动现金流量净额为-37.94亿元，主要系公司路产项目的持续投入所致；筹资活动现金流量净额为12.94亿元。

总体看，公司收入实现质量保持在较好水平，但经营活动产生的现金流量净额难以满足项目建设需求，公司筹资规模持续上升，加之现有债务还本付息的资金需求，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，2014~2016年底公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，三年加权平均值分别为100.64%和99.22%，2016年底，上述两指标分别为84.46%和83.60%；2017年9月底，两项指标分别为119.06%和118.22%，受一年内到期非流动负债大幅下降影响，两指标较2016年底明显提升。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为24.69%、13.05%和8.78%，经营性净现金流对短期债务保护程度弱。截至2017年9月底，公司剔除受限后现金类资产为105.37亿元，为短期债务的1.98倍，对短期债务的保障能力好。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为1.07倍、0.84倍和1.07倍；同期，公司全部债务/EBITDA分别为15.63倍、24.49倍和20.64倍。总体看，由于公司债务负担较重，财务费用支出金额大，公司长期偿债能力较弱，但考虑到公司在

区内高等级公路建设运营领域的重要地位，以及获得国家 and 内蒙古自治区在政策、资金补贴等方面的大力支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年9月底，公司对外担保余额为9.00亿元，担保比率为4.15%，担保比率低。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。整体来看，公司对外担保规模较小，或有负债风险较低。

截至2017年9月底，公司共获得金融机构授信额度合计701.10亿元，尚可使用额度271.74亿元，其中公路项目贷款234.62亿元，需提供质押；流动资金贷款26.10亿元；公司间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

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1月29日，公司本部无未结清和已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及内蒙古自治区政府对于公司的各项支持等的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行额度为10亿元，占2017年9月底公司长期债务、全部债务的1.52%和1.41%，对公司现有债务影响小。

以2017年9月底财务数据为准，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 80.08%、76.86%和 75.46%。考虑到本期中期票据资金将用于偿还金融机构借款，公司实际债务水平将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 69.37 亿元、63.35 亿元和 57.80 亿元，分别为本期中期票据的 6.94 倍、6.34 倍和 5.78 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 35.44 亿元、24.03 亿元和 23.74 亿元，分别为本期中期票据的 3.54 倍、2.40 倍和 2.37 倍；公司 EBITDA 分别为 39.59 亿元、29.32 亿元和 36.07 亿元，分别为本期中期票据的 3.96 倍、2.93 倍和 3.61 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。

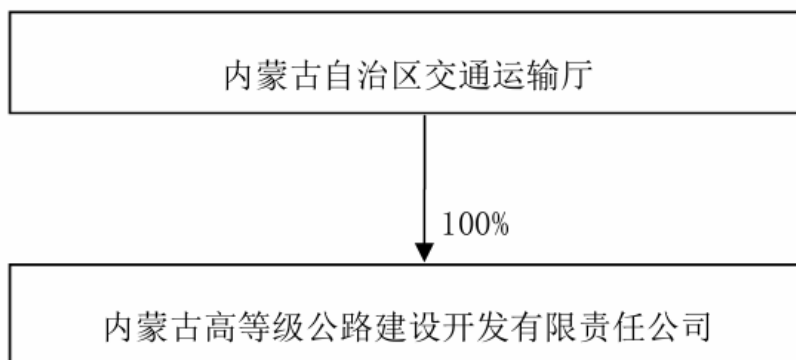
公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

十、结论

交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。中国高速公路建设发展空间较大，高速公路发展前景良好。

公司作为内蒙古自治区高等级公路建设运营的龙头企业，承担了内蒙古自治区大部分高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，地域性行业竞争优势突出。近年来，公司资产规模有所增长，资产构成符合行业特征；所有者权益稳定性好；债务规模有所增长，债务结构以长期债务为主，债务负担重；公司营业收入有所下降，2016 年受益于折旧政策变更，公司盈利指标得以改善；公司建设项目投资规模较大，筹资规模持续上升，加之现有债务还本付息的资金需求，公司面临较大的筹资压力；考虑到公司在区内高等级公路建设运营领域的重要地位以及获得国家 and 内蒙古自治区在政策、资金补贴等方面的大力支持，公司整体偿债能力尚可。

附件 1-1 截至 2017 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	183.32	178.91	217.66	212.72
资产总额(亿元)	955.42	1061.32	1099.36	1078.36
所有者权益(亿元)	191.76	173.60	202.73	216.80
短期债务(亿元)	24.43	42.05	126.09	53.35
长期债务(亿元)	594.20	675.90	618.35	656.72
全部债务(亿元)	618.63	717.95	744.44	710.07
主营业务收入/营业收入(亿元)	59.89	59.59	55.67	45.02
利润总额(亿元)	-8.71	-18.88	2.98	1.16
EBITDA(亿元)	39.59	29.32	36.07	--
经营性净现金流(亿元)	35.44	24.04	23.74	22.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	34.83	18.74	12.32	--
存货周转次数(次)	10.28	12.74	5.48	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	103.24	92.01	92.74	100.08
主营业务利润率/营业利润率(%)	40.40	25.60	69.91	68.80
总资本收益率(%)	2.43	1.11	3.56	--
净资产收益率(%)	-4.58	-10.98	1.31	--
长期债务资本化比率(%)	75.60	79.56	75.31	75.18
全部债务资本化比率(%)	76.34	80.53	78.60	76.61
资产负债率(%)	79.93	83.64	81.56	79.90
流动比率(%)	134.41	105.10	84.46	119.06
速动比率(%)	132.15	103.28	83.60	118.22
经营现金流动负债比(%)	24.69	13.05	8.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.84	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.63	24.49	20.64	--

注：1.2014 年财务报表采用旧准则编制，所有者权益不包含少数股东权益；2015 年财务数据为 2016 年期初数；

2.2017 年三季度财务数据未经审计；

3.公司其他流动负债及长期应付款中有息部分计入全部债务。

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。

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 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司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内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。