

信用等级公告

联合[2007]197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 2007 年度 8 亿元企业债券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
2007 年度 8 亿元企业债券的信用等级为
AAA

特此公告。



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2007 年度 8 亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻
评级展望: 稳定
本期企业债券信用等级: AAA

评级时间:

2007 年 7 月 24 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额 (万元)	1084435.44	1608219.35	2574481.71
所有者权益 (万元)	415356.08	589235.81	850885.40
主营业务收入 (万元)	66572.14	122757.94	173606.46
利润总额 (万元)	15956.87	26352.01	9018.58
资产负债率 (%)	61.70	63.36	66.95
全部债务资本化比率 (%)	61.43	63.13	65.22
净资产收益率 (%)	3.84	4.26	0.69
流动比率 (%)	49.40	728.92	137.48
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.00	3.13	1.79
债务保护倍数 (倍)	0.05	0.06	0.04

注: 全部债务资本化比率为调整后数据。

分析员

张晓斌

010-85679696-8839
zhxb@lianheratings.com.cn

石 灏

010-85679696
shihao@lianheratings.com.cn

电话

8610-85679696

传真

8610-85679228

地址

100022
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

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

交通基础设施建设行业属国民经济重要基础行业之一,“十一五”期间,国家将继续加大设施建设投资,行业发展前景良好。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司(以下简称“公司”)主营业务突出,规模优势及区域性垄断优势明显。公司具有多年的高速公路建设管理经验,核心竞争能力较强。公司资产结构较合理,近几年公司主营业务收入和营业利润快速增长,有稳定的现金流,未来盈利前景良好。公司债务负担重,整体偿债能力较弱。本期债券由中国农业银行(以下简称“农业银行”)提供担保,这对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

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. 公司能得到内蒙古交通厅在产业政策、投融资等方面的有力支持,具有较大发展潜力。
3. 近几年,公司业务稳步增长。

关注

1. 公司资产负债率较高,债务负担重。
2. 未来几年,公司投资规模较大,资金需求量大。
3. 高速公路收费政策的变化可能对公司的经营业绩产生影响。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合资信与评估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。

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，未因内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 2007 年 8 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

内蒙古高等级公路建设发展有限责任公司（以下简称“公司”）系经内蒙古自治区人民政府内政字（2004）145号文《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企业，2004年7月28日，公司在内蒙古自治区工商行政管理局取得编号为1500001000002的营业执照，注册资本35.027亿元。公司实际控制人为内蒙古自治区交通厅。

公司经营范围：对自治区内已经建成运营，正在建设期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。

公司成立后，对内蒙古高速公路管理局下属的集宁、呼和浩特、包头三个高等级公路管理处进行整体接管，全部转为分公司，按企业机制运作；公司成建制接管巴彦淖尔、乌海征费稽查分局移交的人员和资产，新组建巴彦淖尔、乌海2个分公司。截至2006年底，公司下设7个分公司，拥有员工4420人。

截至2006年底，公司资产总额2574481.71万元，负债总额1723596.31万元，所有者权益850885.40万元。2006年公司实现主营业务收入173606.46万元，利润总额9018.57万元；经营活动产生的现金流量净额145745.95万元，现金及现金等价物净增加额96467.10万元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市呼伦北路105号；公司法定代表人：包建设。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金（2007）602号”文批准，公司计划于2007年发行人民币债券8亿元，债券期限为10年，采用固定利率。本期债券采用单利按年计息，不

计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由中国农业银行（以下简称“农业银行”）内蒙古分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元，全部用于临河过境公路建设工程（使用募集资金5.4亿元）、二河国道主干线集宁至丰镇公路建设工程（使用募集资金2.6亿元）。

临河过境公路建设工程

该公路起自天吉泰，经临河农场，止于黄羊木头，全长52公里，建设工期为3年。该项目计划投资18亿元，已经国家发展和改革委员会（发改交运[2006]1075号文件）批准，该项目的环境影响报告已于2006年4月21日经国家环保总局环审[2006]184号文批准。该项目已于2006年12月开工建设，截至2007年2月底已累计投入资金1.91亿元，占工程总投资的10.66%。该项目投资回收期18.16年，项目投资收益率7.58%。

二河国道主干线集宁至丰镇公路建设工程

该公路起自集宁（马德青），经土贵乌拉（察哈尔右翼前旗），止于丰镇（蒙晋界据墙堡），路线全长73公里，另建互通连接线9公里，建设工期为3年。该项目计划投资16亿元，已经交通部（交规划发[2004]61号文件）批准。该项目的环境影响报告已于2005年1月28日经国家环保总局环审[2005]132号文批准；建设用地已于2004年12月14日由国土资源部国土资源厅函[2004]816号批准。该项目于2004年8月22日正式开工建设，截至2007年2月，该项目已完成工程量约占工程总量的90%，已累计投入资金11.58亿元，占工程总投资的72.38%。该项目投资回收期20.60年，项目投资收益率5.63%。

三、行业分析

公司主营业务为高等级公路建设与经营管理，高等级公路包括高速公路、汽车一级专用公路和汽车二级专用公路。

1. 公路行业

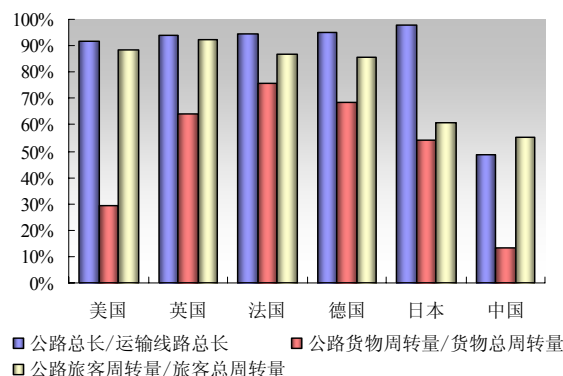
交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

现代交通是由公路、铁路、水路、航空、管道等五种运输方式构成的综合运输体系，其中，公路交通在综合运输体系中占主导地位。公路交通作为最广泛、最普及的运输方式，在综合运输体系中具有基础性、先导性的作用。它不仅可以与其他运输方式组合来满足不同的运输需求，为机场、港口、铁路枢纽等提供便捷的集疏运条件，而且可以在铁路、水运、航空不能到达的地方提供更大范围的交通覆盖，充分体现了“覆盖面广、时效性强、机动灵活、门到门运输”的特点与优势。

近20多年来，我国公路建设呈现出快速增长的态势，取得了举世瞩目的成就。据交通运输部统计，截至2005年底，我国公路总里程达到193.05万公里，比上年末增加5.99万公里，比“九五”期末增加25.07万公里；我国等级公路里程159.18万公里，占公路总里程的82.5%，比上年末提高1.4个百分点，比“九五”期末提高4.2个百分点。2006年全年我国新、改建公路里程34万公里，年底全国公路通车总里程达到348万公里（包括从2006年纳入统计的155万公里村道）。综合来看，近年来我国公路建设保持了稳定的增长态势。

在当前西方发达国家综合运输体系中，公路均居于明显的主导地位。通过与发达国家统计数据的比较可以看出（参见图1），我国公路总量和运输量在综合运输体系中所占比重偏低，与世界主要发达国家还存在一定的差距。

图1 主要国家公路占综合运输体系比重



资料来源：国家统计局，各国统计年鉴（2004年数据）。

2. 高速公路行业

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。

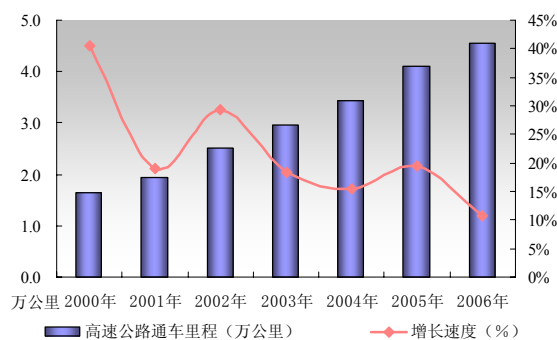
二十世纪二三十年代，意大利和德国修建了世界上最早的高速公路，但受经济发展程度和战争的影响，全球高速公路总体发展较为缓慢。二战结束后，伴随着经济的持续快速增长和汽车工业的兴起，美国、西欧、日本等西方发达国家相继进入了高速公路大规模发展的黄金时期。

相比西方发达国家的高速公路的建设，我国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年我国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，我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。

截至2005年底，我国“五纵七横”国道主干线（包括12条国道，总长5万公里，连接所有人口在100万以上的城市和绝大多数人口在50

万以上的城市)建成已超过90%,2006年我国“五纵七横”国道主干线京沪公路天津段、沪瑞公路三穗至凯里段、连霍公路清水至嘉峪关段,西部省际通道阿北公路黄陵至延安段、兰磨公路思茅至小勐养段,国家高速公路网京承高速公路北京段二期、杭瑞高速公路景德镇至婺源段等重点项目相继建成通车。2007年,我国计划建成高速公路5000公里以上,并确保完成“五纵七横”国道主干线系统最后2385公里的建设任务。从图2可以看出,2000年以来,我国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度,截至2006年底,我国高速公路通车里程达4.54万公里,仅次于美国位居世界第二位。

图2 我国高速公路通车里程



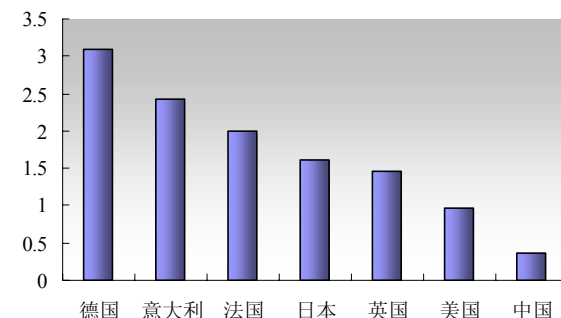
资料来源：国家统计局，中国新闻网。

加快高速公路建设是我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,我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。在我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。

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标,我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,目前我国高速公路密度远低于发达国家水平

(参见图3);从连通城市看,我国目前仅连通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,我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,但仍存在大量的“断头路”,我国高速公路的网络化任务依然艰巨。

图3 主要国家高速公路密度比较
(单位:公里/百平方公里)



资料来源：申银万国证券研究所。

3. 高速公路收费政策

目前世界上的收费公路主要集中在欧洲(如法国、意大利及西班牙等国)和亚洲(如中国、日本、新加坡及马来西亚等国)。国外公路收费一般基于以下几种目的:一是筹集养护资金,以确保公路路况的完好,如美国的收费公路。二是调节交通流量,通过在某些较拥挤的高速公路征收通行费,引导车流量的走向,如新加坡等国。三是以偿还贷款或盈利为目的的经营性收费,如法国、意大利、日本等。

我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,开创了我国“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,我国收费公路开始迅速发展,公路交通建设出现跨越式发展。

据交通部统计,我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，如果不实施收费公路政策，我国公路建设将比现在滞后 20 年。可见，没有收费公路政策我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，未来二十年我国将新建高速公路 4 万公里，静态投资需求约为 2 万亿元人民币（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。

4. 发展规划

2005 年 1 月，我国公布了《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”）。

根据国家高速公路网的规划，到 2010 年，

我国将建成高速公路 5~5.5 万公里，占规划总里程的 60% 左右，其中，东部地区约 1.8~2.0 万公里，中部地区约 1.6~1.7 万公里，西部地区约 1.6~1.8 万公里；到 2010 年，从国家高速公路网实现的效果上看，可以基本贯通“7918”当中的 14 条路，国家高速公路网总体上将实现“东网、中联、西通”的目标。

总体来看，“十一五”期间，我国高速公路建设发展空间较大，高速公路发展前景良好。

5. 内蒙古自治区高等级公路情况

“十五”以来，内蒙古自治区公路交通事业有了长足发展，公路里程大幅度增加，路网密度进一步增大，布局趋于合理，公路交通基础设施的等级、规模和质量都得到了提高，公路运输在综合运输体系中的优势进一步发挥，主导性和基础性地位逐渐加强，有效缓解了区内的交通压力。截至 2005 年底，全区公路总里程 79000 公里，公路网密度 6.68 公里/百平方公里，其中高速公路达 1000 多公里，占总里程的 1.2%，一级公路达到 2000 公里，占总里程的 2.5%，二级公路达到 9000 公里，占总里程的 11.4%，二级以上公路达到 12000 公里，占总里程的 15.2%；高级、次高级路面达到 30000 公里，占到总里程的 38%，乡镇（苏木）通油路达到 73%，建制村（嘎查）通公路率达到 92.6%，分别较“九五”期末提高 36% 和 9.8%，公路好路率达到 81.5%，较“九五”期末提高 9.1%。

“十五”期间，虽然全区交通状况有了较大改善，但从发展状况分析，交通仍然是全区经济社会发展的薄弱环节，长期以来交通对全区经济社会发展的“瓶颈”制约仍然未能从根本上扭转。近年来公路建设的快速发展所带来的暂时缓解也是有限的、不平衡的。全区公路交通总体上在全国还处于不发达状况，公路交通总量不足，等级不高，路网结构不完善，仍然不能满足经济社会的发展要求。尤其是交通建设资金严重短缺仍是现阶段乃至今后一段时

期面临的制约公路交通发展的主要矛盾。

据内蒙古经济信息网报道，2006年内蒙古全区GDP完成4790亿元，同比增长18%，排在全国第17位、西部第3位，由“十五”期末的第19位前移到第17位。随着全区经济快速发展，2006年内蒙古财政收入再上新台阶，据内蒙古财政厅初步统计，2006年全区财政总收入712亿元，比2005年增收175.7亿元，增长32.7%。内蒙古自治区经济的快速发展，为高速公路行业的发展提供了有利的保证。

总体来看，“十一五”期间，经济的快速发展将带来客货运输的快速增长，公路运输需求将随着社会经济的进一步发展继续保持快速增长趋势。目前我国高速公路业正处在产业的扩张期，在国家产业政策的扶持下，高速公路行业面临着持续稳定发展的契机。

四、基础素质

1. 企业规模

公司主营高等级公路投资、建设和经营，主要利润来源于高等级公路的经营管理。公司是经内蒙古自治区人民政府批准成立的特许经营大型国有独资企业，资产规模居全区大型国有企业第2位。截至2006年底，公司投入营运的高等级公路里程2555公里，其中高速公路通车里程1117公里，占全区高速公路的89%，二级公路通车里程1438公里，占全区二级公路的16%。

总体来看，公司具有很强的规模实力，主营业务在区内居垄断地位。

2. 人员素质

截至2006年底，公司拥有员工4420人，其中正式员工3537人，临时员工883人，需要承担退休费用人员29人。截至2006年底，公司管理人员共计897人，从职称分布来看，公司管理人员中高级职称占12.82%，中级职称占

41.47%，初级职称占43.03%；从学历结构看，大专以上占71.35%，中专占12.60%，高中以下占16.05%。可以看出，公司管理人员整体文化素质较高。

公司现有高层管理人员6人（包括总经理、党委书记、纪委书记和副总经理），均具有大专及以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司总经理包建设先生，现年54岁，中共党员，硕士学历，蒙古族，高级工程师。包建设先生1969年参加工作，历任伊盟交通局副局长、局长，内蒙古交通厅副厅长，现任公司总经理兼党委副书记。公司党委书记赛文先生，现年57岁，中共党员，大学学历，蒙古族，高级工程师。赛文先生1964年参加工作，历任内蒙古人大常委会办公厅组织处副处长、处长，内蒙古交通厅党组成员、驻厅纪检组组长，现任公司党委书记兼副总经理。总体看，公司管理团队综合素质较高，团队凝聚力较强。

近年来，公司通过加大对内部管理人员的培训、积极引进专业技术和管理人才，人员素质逐年提高。

3. 外部环境

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速公路职责，按照国家和内蒙古自治区政府发展计划和投资战略的要求，进行有计划、有步骤的投资经营，得到了国家和内蒙古自治区在产业政策、税收政策等方面的大力支持。

税收方面，根据国家税务总局《关于公路经营企业车辆通行费收入营业税政策的通知》（财税〔2005〕77号文），自2005年6月1日起，对公路经营企业收取的高速公路车辆通行费收入统一减按3%的税率征收营业税（原营业税率为5%）。

总体来看，公司业务区域垄断优势明显，人员素质较好，外部环境较好。

五、治理结构与公司管理

1. 管理体制

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，内蒙古自治区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（兼纪委书记）、总经理、副总经理等主要负责人由内蒙古自治区党委组织部考核、任免。

公司下设行政办公室、人力资源部、运营管理部、计划财审部、政策法规研究室、养护工程部、规划发展部、工程管理部、结算中心和监控中心等 10 个职能部门（详见附件 5）。此外，在党委会下有党办、纪委、工会和团委，建立了与公司业务、政治思想工作相适应的内部机构。公司重视管理制度的建设与实施，已经基本建立健全了一整套完整的管理制度，近年来公司管理水平有所提高。

2. 内部控制

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，建立绩效工资体系，公司人力资源管理步入了科学化管理轨道。

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，节约型企业建设初见成效。

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，有效地提高了资金运作效

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，一方面，公司建立了完善的财务规章制度，加大审计力度，提高了公司的财务管理水平；另一方面，公司采取收支两条线的管理模式，规范收支程序，提高了资金的流动效率和使用效益。

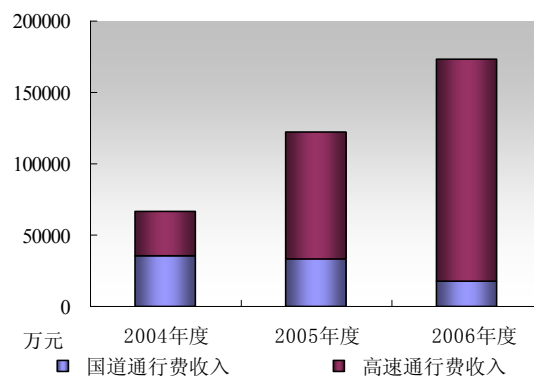
总体来看，公司几年来积累了丰富的高速公路建设、融资和管理经验，已基本建立了一整套管理制度，并不断强化内部管理，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险较低。

六、生产经营

1. 主营业务

公司经营的核心业务是高等级公路投资、建设、经营和管理。2006 年，公司实现主营业务收入 173606.46 万元，其中国道通行费收入占 10.07%，高速通行费收入占 89.93%，公司主营业务突出（参见图 4）。公司 2006 年国道通行费收入较前三年下降的主要原因是公司对经营的 110 国道、210 国道和 208 国道道路进行整修。

图 4 近三年公司主营业务收入情况



资料来源：公司年报

作为内蒙古自治区高等级公路建设运营的龙头企业，公司承担了内蒙古自治区大部分高速公路和高等级公路的投资、建设、经营、维

护及收费管理业务，地域性行业垄断优势突出。公司全程参与内蒙古交通厅制定整体道路建设规划方案。在确定由公司承接项目建设后，公司总部承担公路的建设；待工程完工后，交付分公司负责通车后的经营管理运作。

截至 2006 年底，公司经营管理的高等级公路主要有哈磴高速、呼包高速、呼集高速、包

东高速、东苏高速、集老高速、新麻高速、包头过境高速、巴新高速、磴巴高速、110 国道（附道）、210（附道）和 208 国道（附道）。截至 2006 年底，公司投入营运的高等级公路里程 2555 公里，其中高速公路通车里程 1117 公里，占全区高速公路的 89%，二级公路通车里程 1438 公里，占全区二级公路的 16%。

表1 近两年公司主要道路车流量及通行费收入情况

道路名称	车流量（辆）			通行费收入（万元）		
	2005 年	2006 年	变动率（%）	2005 年	2006 年	变动率（%）
呼集老高速公路	2290556	2933156	28.05%	27147.71	51730.09	90.55%
呼包高速公路	2980864	3181224	6.72%	19527.1	27845.08	42.60%
包东高速公路	7937934	9112883	14.80%	23610.11	23305.71	-1.29%
哈磴高速公路	110489	1561520	1313.28%	1293.36	22034.56	1603.67%
包头过境	1003566	1151678	14.76%	12404.72	14533.36	17.16%
110 国道（辅道）	6604066	948605	-85.64%	25658.38	7322.71	-71.46%
东苏高速公路	180786	1620247	796.22%	329.57	7460.8	2163.80%
新麻高速公路	299240	947300	216.57%	1425.01	5553.38	289.71%
208 国道（辅道）	2127400	619500	-70.88%	3702.38	3528.13	-4.71%
210 国道（辅道）	1753778	2489869	41.97%	4294.22	6476.44	50.82%
磴巴高速公路	296940	401698	35.28%	2464.58	1640.63	-33.43%
巴新高速公路	172940	275100	59.07%	884.11	1537.51	73.90%
总计	25758559	25242780	-2.00%	122741.3	172968.4	40.92%

资料来源：公司提供

通车里程的增长、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高速公路车流量带来不同程度的积极影响，近三年公司通行费收入持续增长。2006 年公司经营公路车流量为 2524.28 万辆，较 2005 年同比下降 2.00%（参见表 1），主要由于公司对经营的 110 国道和 208 国道道路进行整修，导致 2006 年车流量较 2005 年有所下降。从通行费收入来看，2006 年公司道路通行费收入较 2005 年增加 40.92%，保持较快增长态势。

表 2 是内蒙古自治区 2007 年高等级公路通行收费标准，与东部沿海地区高速公路通行费标准相比，内蒙古地区高速公路部分车型收费标准偏低。公司已经与内蒙古自治区发改委进行沟通，准备近期调高部分车辆类别的通行费收费标准，通行费标准的提高将使公司的运营状况有望得到进一步改善。

表 2 内蒙古 2007 年高等级公路通行收费标准

车辆类别	车型	车次费 (元/车次)	车公里费 (元/车·公里)
第一类	8≤客车≤19 座	20	0.4
	货车≤2 吨	15	0.4
第二类	客车 20 座-39 座（含）	25	0.5
	货车 2 吨-5 吨（含）	25	0.6
第三类	客车≥40 座	30	0.7
	货车 5 吨-10 吨（含）	35	0.85
第四类	货车 10 吨-15 吨（含）	45	1.1
第五类	货车 15 吨-25 吨（含）	60	1.3

资料来源：公司提供

根据 2005 年 3 月份交通部、公安部、国家发改委等 7 部委联合下发的《关于印发 2005 年全国治超工作要点的通知》，国家将“实施和规范计重收费，结合部分地方计重收费试点工作，以华东区域为重点，在更大范围内开展收费公路车辆通行费计重收费工作。对超过公路承载能力的货运车辆，可采取加重收取通行费的方式”。中原高速、宁沪高速、皖通高速、山东基建等上市公司因计重收费带来的通行费收入增长幅度在 10%~50% 之间。公司计划在 2007 年 5

月对部分车型实施计重收费，计重收费的实施将成为公司业绩提升的重要影响因素。

截至2006年底，公司投资建设和营运的高速公路完全实现全面联网收费。2005年以来，公司采取抽审监控光盘、跟车暗访等抽查手段，重点整治贪污票款行为，对相关人员进行处罚，收费秩序明显改善。

公司专门开发了车型识别软件，着力解决“大吨小标”车辆漏费问题，有效更正率达95%以上，仅此一项每年就可实现增收8000万元以上。同时，公司通过加强通行费统缴管理，严禁各类私放人情车行为，统一批准程序，统一收费标准，统一发放证件，制止了以前多环节、多层次不规范的通行费包缴做法，解决了私放车辆漏费问题。

总体看，公司主营业务突出，区域内垄断优势明显，具有较强竞争力；经营稳定，营业收入快速增长。

2. 经营效率分析

近三年，公司资产总额年均增长54.08%，所有者权益年均增长43.13%，主营业务收入年均增长61.49%，利润总额年均下降24.82%。总体看，公司增长质量一般。

2004年~2006年，公司管理费用率分别为3.45%、3.56%和4.02%，近三年管理费用率增长趋势明显，但仍处于较低水平。2004年~2006年，公司的总资产周转次数分别为0.08次、0.09次和0.08次，公司总资产周转次数较低的原因之一是公司资产规模较大，投资回收期长，主

营业务收入相对较小，与公司所处行业特点有关。总体来看，公司近年来经营效率较低。

3. 未来发展

“十一五”时期，公司的公路建设开发将以完善所辖高速公路网功能和框架为起点，在现有经营路段的基础上，将建设重点向东部、西部地区延伸，以高速公路为重点连接各盟市所在地与相邻省市区的省际出口，以一级、二级公路为重点连接蒙古、俄罗斯口岸和重要资源富集区，尽快形成东西贯通、南北连接的高等级公路主干网络。

“十一五”期间，公司计划在内蒙古自治区交通厅确定的建设重点中作为建设主体新建和改建公路项目19个（含建设期跨“十二五”项目），合计里程4140公里，其中高速公路2488公里，高速半幅953公里，一级公路507公里，二级公路192公里。

公司“十一五”期间主要规划工程项目见表3。从表3可以看出，“十一五”期间，公司公路建设项目主要是国道主干线、省际通道和国家高速公路网建设项目，符合国家高速公路建设规划，可以得到国家和地方政府政策及资金方面的支持。公司“十一五”期间计划投资528.27亿元，资金需求量大。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（约占投资总额的1/4~1/3）、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3 “十一五”期间公司主要计划建设项目

	项目名称	建设期	建设性质	建设规模	投资规模（亿元）
国道主干线	临河过境线	2006年~2008年	新建	52公里	18.00
	赛汉塔拉-白音察干	2008年~2011年	新建	169公里	35.00
	甘南-博克图-牙克石	2007年~2011年	新建	304公里	114.00
省际通道	包头-树林召	2006年~2009年	新建	38公里	18.70
	呼和浩特-白音查干	2010年~2012年	新建	133公里	35.00
	白音查干-阿荣旗、乌达-巴彦浩特	2008年~2011年	改建	1444公里	37.00
国家高速公路网	陕坝-乌力吉	2009年~2012年	新建	260公里	32.00
	乌力吉-达来呼市	2009年~2012年	改建	340公里	41.00
	达来呼市-三道明水	2008年~2011年	新建	310公里	38.00
	乌兰浩特-白城	2007年~2009年	新建	35公里	10.00
	经棚-锡林浩特	2010年~2012年	新建	161公里	44.00

	双辽-通辽	2008年~2010年	新建	90公里	25.00
	金宝屯-协尔苏	2009年~2011年	新建	43公里	6.00
其它公路	G210线树林召-东胜	2007年~2008年	改建	52公里	5.90
	G210线阿镇-苏家河畔	2006年	改建	63公里	1.65
	G110呼和浩特-老爷庙	2006年~2008年	新建	213公里	22.00
	G110海勃湾-麻黄沟段	2007年~2008年	改建	51公里	8.00
	巴彦浩特-银川(蒙宁界)	2008年~2011年	新建	61公里	16.00
	鲁北-霍林郭勒	2007年~2010年	新建	191公里	16.00
	省道204线乌里雅斯太-珠恩嘎达布其口岸	2007年~2009年	改建	68公里	1.02
	省道301线拉布达林-黑山头口岸	2008年~2010年	改建	61公里	1.30
合计	--	--	--	4139公里	529.00

资料来源：公司提供

公司未来5年盈利预测见表4。公司2006年实现主营业务收入173606.46万元，实现利润总额9018.57万元。未来几年，随着公司在建及改建高等级公路的陆续通车，公司实现盈利预测

目标的可能性较大。

未来5年，随着投资力度的加大，公司预计债务负担进一步加重。

表4 公司未来5年经营预测

项目(万元)	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
主营业务收入	173606.46	208327.75	249993.31	299991.97	329991.16	362990.28
利润总额	9018.58	8154.29	17785.15	31342.18	35476.40	41024.04
净利润	5842.27	5282.39	11521.30	20303.60	22981.77	26575.55
预计折旧	52247.32	62696.78	75236.14	90283.37	99311.71	109242.88
预计摊销	71.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利息支出	78094.00	90000.00	100000.00	110000.00	120000.00	130000.00
EBITDA	139431.49	160851.08	193021.29	231625.55	254788.11	280266.92
短期债务	0.00	24885.00	53088.00	43804.00	44388.00	57773.00
长期债务	1595559.00	1900000.00	2200000.00	2500000.00	2800000.00	3100000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益	850885.40	876798.13	882080.52	893601.82	913905.42	936887.18
指标	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
全部债务资本化比率(%)	65.22	68.70	71.86	74.00	75.68	77.12
净资产收益率(%)	0.69	0.60	1.31	2.27	2.51	2.84
EBITDA利息倍数	1.79	1.79	1.93	2.11	2.12	2.16
债务保护倍数	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

资料来源：公司提供，其中2006年为实际数，2007年~2011年为预测数。

总体来看，“十一五”期间，我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最大的高等级公路投资、建设及经营企业，地区垄断优势明显，随着公司在建及改建公路的陆续通车，公司盈利能力有望增强，发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2004年~2006年财务报表已

经岳华会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

公司2003年、2004年的会计报表依照公司组建方案，根据公司所属5个分公司在公司成立之前相关期间的会计报表、账簿纪录为基础，将其纳入公司的资产及相关负债并依照公司组建方案调整编制。根据《内蒙古自治区高等级公路建设开发有限责任公司资产负债的通知》(内交发[2005]672号)文，公司自2005年1月1日起，正式建立账簿，并编制财务报表。近三年，由于公司合并范围

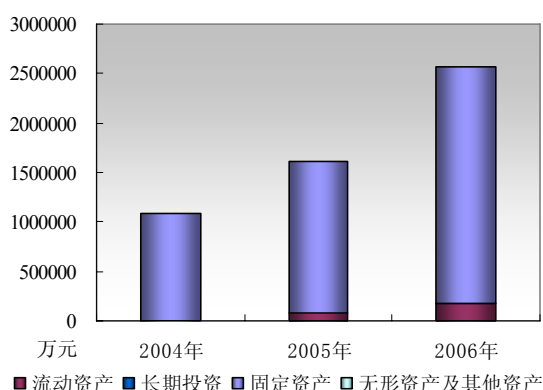
变化较大，公司 2004 年~2006 年的会计报表可比性较差。

截至 2006 年底，公司资产总额 2574481.71 万元，负债总额 1723596.31 万元，所有者权益 850885.40 万元。2006 年公司实现主营业务收入 173606.46 万元，利润总额 9018.57 万元；经营活动产生的现金流量净额 145745.95 万元，现金及现金等价物净增加额 96467.10 万元。

2. 资产质量

公司近三年资产总额年均增长 54.08%，资产构成基本稳定（参见图 5），资产总额增长较快的原因是增加合并范围所致。截至 2006 年底，公司资产总额 2574481.71 万元，其中流动资产占 6.75%，长期投资占 0.03%，固定资产占 93.00%，无形资产及其他资产占 0.22%，以固定资产为主。

图 5 公司资产构成图



截至 2006 年底，公司流动资产合计 173721.78 万元，其中货币资金占 94.10%，其他应收款占 5.58%，预付账款占 0.30%，存货净额占 0.02%，以货币资金为主。

截至 2006 年底，公司其他应收账款总额 10188.95 万元，其中 1 年以内占 50.93%，1~2 年占 49.07%。截至 2006 年底，公司应收内蒙古交通厅 5098.62 万元，占 2006 年其他应收款总额的 50.04%，主要是内蒙古交通厅移交资产时尚未收到的实物部分的金额，内蒙古交通厅

已经对该实物进行了确认，并以内交发（2006）472 号文件批复，要求相关各项目办按照制度规定进行核对后办理资产移交手续。2006 年，公司对其他应收款提取 500.00 万元坏账准备，坏账提取较为充分。

截至 2006 年底，公司预付账款 514.14 万元，全部在 1 年以内。公司 2006 年预付账款较 2005 年增加 440.59 万元，主要是增加预付工程款所致。

2004 年~2006 年，公司固定资产原值年均增加 47.95%，主要是公司合并范围扩大，相应增加公路及附属设施所致。截至 2006 年底，公司固定资产原值 2489979.39 万元，其中公路及附属设施占 99.02%。根据《内蒙古交通厅关于移交内蒙古自治区高等级公路建设开发有限公司资产负债的通知》（内交发[2005]672 号），公司对部分未做竣工决算的项目按照概算金额入账，2006 年底合计金额为 2363759.92 万元。截至 2006 年底，公司累计折旧 146431.11 万元，固定资产成新率为 94.12%。

截至 2006 年底，公司在建工程 50578.57 万元，主要是 110 国道线改扩建工程、临河国境公路工程、210 国道改建工程。

截至 2006 年，公司无形资产为 5560.45 万元，其中土地使用权为 5234.97 万元。2005 年 12 月 21 日，公司与呼和浩特新城区政府签订了《国有土地有偿划拨及转让协议》，取得了呼和浩特市北二环南侧、哲里木路西侧共计 191.411 亩的使用权，目前有关土地有偿划拨手续及土地使用权证手续正在办理中。

总体看，近几年公司资产以固定资产为主，资产构成基本稳定，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至 2006 年底，公司所有者权益 850885.40 万元，其中，注册资本占 96.36%，盈余公积占 0.66%，未分配利润占 2.98%，公司所有者权益以注册资本为主，稳定性好。公司注册资本与

工商营业执照不符的原因是公司未对注册资本进行变更登记。

2004 年~2006 年，公司负债总额年均增长 60.50%，主要是增加合并范围，相应增加负债所致。截至 2006 年底，公司负债总额 1723596.31 万元，其中流动负债占负债总额的 7.33%，长期负债占 92.67%，与资产构成来看，债务结构正常。

截至 2006 年底，公司流动负债 126360.23 万元，其中应付账款占 3.61%，预收账款占 0.27%，应付工资占 2.27%，其他应付款占 89.08%。

截至 2006 年底，公司其他应付款为 112567.36 万元，其中应付暂估资产余额 101476.00 万元（208 国道二连浩特—赛汗塔拉段已开始收费，但内蒙古交通厅尚未拨付，按预算数暂估入账），路政赔（补）偿经费余额 1075.11 万元，工程质保金、履约金 6338.00 万元。

截至 2006 年底，公司长期负债 1597236.08 万元，其中长期借款占 99.90%，专项应付款占 0.10%。

截至 2006 年底，公司长期借款 1595559.00 万元，其中银行信用借款 20000.00 万元，银行质押借款 40000.00 万元，应付内蒙古交通厅借款 1535559.00 万元（公司应付内蒙古交通厅借款在长期应付款科目反映，但需要公司偿还本息，具有长期借款性质，所以本报告将长期应付款看作长期债务）。

公司长期借款中应付内蒙古交通厅款项是根据《内蒙古交通厅关于移交内蒙古自治区高等级公路建设开发有限责任公司资产负债的通知》（内交发[2005]672 号）的负债确定原则确定，并按期计提了利息。内蒙古交通厅移交公司经营管理资产的债权人主要包括：中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、国家开发银行、内蒙古自治区财政厅（国债转贷资金和世行贷款）、内蒙古自治区交通厅。对于国内银行贷款，内蒙古交通厅已向各承贷经办行提出了变更借款人的申请，由内蒙古交通厅、公司、银行三家协商后，由原借款人内蒙古自治区交通厅作为债务转让方、公司作为债务受让方，各承贷经办行作为贷款方共同签订《公路贷款转让协议》，以各银行现有贷款余额作为债务转让额，并明确：合同约定的贷款期限不变，利率不变；借据上的借款人变更为公司；借据贷款期限为剩余期限；收费权质押合同根据内蒙古交通厅承诺继续有效；银行开户维持内蒙古交通厅原有。

近三年公司负债水平有所增加，2004 年~2006 年，公司资产负债比率分别为 61.70%、63.36%和 66.95%，公司负债水平偏高。截至 2006 年底，公司债务总额 1595559.00 万元，全部为长期债务。近三年，公司全部债务资本化比率逐年上升，截至 2006 年底，公司全部债务资本化比率为 65.22%，债务负担重。与同行业中的省级高速公路建设运营企业相比（参见表 5），公司债务负担基本处于正常水平。

表5 公司与同行业主要指标比较

企业名称	资产总额（亿元）	资产负债比率（%）	全部债务资本化比率（%）
广东省交通集团有限公司	1175.37	67.99	63.34
江苏交通控股有限公司	1058.50	68.48	65.86
浙江省交通投资集团有限公司	651.07	58.79	54.42
安徽省高速公路总公司	302.19	70.99	64.86
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	257.45	66.95	65.22
天津市高速公路投资建设发展公司	192.07	75.01	69.25

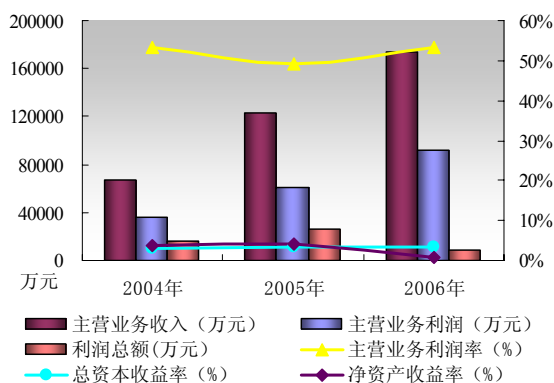
资料来源：www.chinabond.com.cn，其他公司是 2005 年报表数据，公司是 2006 年报表数据。

公司本期8亿元企业债券发行后，以公司2006年底的财务数据为基准，预计公司的资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至67.95%和66.32%，债务负担进一步加重。考虑到未来几年公司投资规模的增加，公司债务负担可能继续加重。

4. 盈利能力

近三年，受建成通车路段增长和车流量增加影响，公司主营业务收入、主营业务利润增长较快，年复合增长率分别为61.49%和60.96%，2006年公司实现主营业务收入和主营业务利润分别为173606.46万元和92225.53万元，实现利润总额9018.57万元。由于2006年公司利息支出较2005年增加48110.00万元，造成公司2006年利润总额较2005年下降较大。2004年~2006年，公司主营业务利润率分别为53.47%、49.15%和53.12%，公司主营业务盈利能力很强（参见图6）。

图6 公司盈利情况



2004年~2006年，公司总资本收益率分别为3.09%、3.45%和3.43%，2006年公司净资产收益率为0.69%，2006年公司净资产收益率较2005年下降较大的原因是：2006年利息支出的增加造成公司利润总额下降较大。总体看，公司主营业务盈利能力很强，但整体盈利能力弱。

从未来发展来看，随着公司在建及改扩建高速公路的逐步建成通车，预计整体收入规模还将继续增长，盈利水平将有所提高。

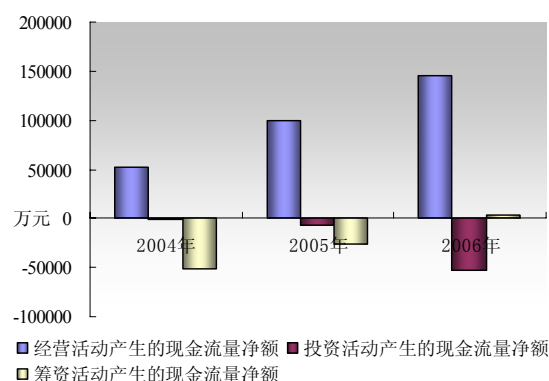
5. 现金流量分析

从经营活动来看，公司收入全部来源为车辆通行费收入，随着公司新增道路开通运营和整体车流量稳定增长，其经营活动产生的现金流入规模大，且保持了较好的稳定增长势头，2006年公司经营活动产生的现金流入达到184973.24万元，年均增长66.09%。受经营规模扩大影响，近三年经营活动产生的现金流出逐年增长，2006年公司经营活动产生的现金流量净额为145745.95万元，三年年均增长67.33%。

从投资活动来看，2004年~2005年，公司固定资产投资较少，2006年公司对固定资产投资支出较前2年增加较大，为52498.03万元，主要是对110国道线改扩建工程、临河国境公路工程和210国道改建工程项目投资支出。近三年，公司固定资产增加方式以内蒙古交通厅行政划拨为主，公司本身投资所建成的固定资产相对较小，造成公司固定资产投资与固定资产增加幅度相比差距较大。

2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额分别为50507.80万元、92168.97万元和93505.79万元，由于公司固定资产增加主要以行政划拨为主，所以近三年公司经营活动现金流量能满足公司投资需求。

图7 现金流量结构



从筹资活动来看，2004年~2005年，公司筹资活动现金流入量较小，2006年公司筹资活动现金流入为61757.31万元，其中借款所收到的现金为60000.00万元。近三年，公司筹资活

动现金流出主要是支付银行利息。2004~2006年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-50962.22万元、-25770.00万元和2970.31万元。

近三年，公司现金收入比分别为100.00%、100.23%和100.43%，公司现金回流情况基本正常。

综合来看，公司经营活动获取现金能力较强，经营活动获取现金能够满足目前投资活动需求，筹资活动主要是偿还银行借款利息。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司2006年流动比率和速动比率分别为137.48%和137.45%，公司短期支付能力正常；2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为2.91倍、3.07倍和1.20倍，公司筹资前现金流量净额对利息保护能力正常。总体看，目前公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA逐年增长，2004年~2006年公司EBITDA分别为52051.59万元、93705.81万元和139431.48万元。2004年~2006年，公司的EBITDA利息倍数有所波动，2006年为1.79倍，EBITDA对利息保护能力较差，2006年公司EBITDA利息倍数较2005年下降较大的原因是利息支出增加48110.00万元所致；近三年公司债务保护倍数分别为0.05倍、0.06倍和0.04倍；2004~2006年，公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为0.08倍、0.09倍和0.06倍。总体看，目前公司对全部债务的保护能力弱。

综合来看，目前公司债务负担重，整体盈利能力弱，公司整体债务偿还能力较弱。

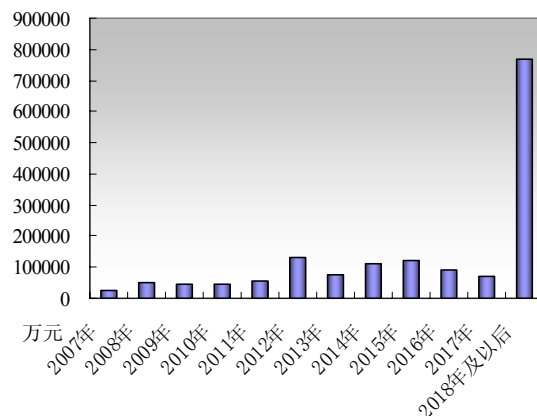
截至2006年12月底，公司无对外担保，也不存在逾期借款。

公司与国内多家商业银行建立有稳固的合作关系，截至2007年1月底，公司共获得银行授信14.50亿元，已使用6.00亿元（注：银行授信未包括应付内蒙古交通厅借款1535559.00万元）。

7. 本期债券的偿还

本期债券发行额度为8亿元，期限为10年。图8反映的是公司现有债务（包括长期借款和长期应付款）的偿还期限分布情况。

图8 公司债务偿还期限



从图8可以看出，2007年~2017年公司每年债务偿还额度变化不大，债务偿还分布比较合理，2017年，公司应偿还债务70000万元，届时公司偿债压力正常。公司预计2017年偿还本期8亿元企业债券，届时公司将安排偿债资金，以保证本期企业债券的到期偿还。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据公司与农业银行内蒙古分行签订的担保协议书和农业银行出具的担保函，农业银行内蒙古分行为公司发行的8亿元企业债券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保行业分析

银行业在我国金融业中处于主体地位。2006年底中国银行业总资产高达43.95万亿元，同比增长17.3%；总负债达41.71万亿元，同比增长16.5%；银行业金融机构境内本外币资产总额达到43.95万亿元，约占全部金融资产的

73.25%；截至2007年3月底，我国共有各类银行业金融机构3万多家；银行在金融业中的主体地位进一步增强。

在全部银行业金融机构资产中，国有商业银行资产总额占比为51.3%，呈逐步下降趋势，但仍处于行业领导地位，对银行业的发展和稳定起着举足轻重的作用。股份制商业银行持续快速发展，资产总额占比达到16.2%，已成为银行业中一支不可忽视的重要力量；城市商业银行作为区域性的银行业金融机构，竞争力受到地域限制，但增长速度较快，已经成为银行业中一个生力军。随着市场主体的增多，银行业竞争也越来越激烈。

随着我国国民经济持续快速发展，消费需求的逐步增长，企业效益的明显改善，城乡居民收入的不断提高，中国银行业呈现持续良好的发展态势。行业经营取得新成效，经营指标显著改善，所有者权益、税前利润、资本充足水平和损失准备金抵补率大幅提高。新的《企业所得税法》实施后，对提升银行的盈利能力、改善银行业绩有着积极的作用。截至2006年三季度末，我国商业银行中资本充足率达标的已有66家，比年初增加13家；达标银行数量占比达44.30%，达标银行资产占商业银行总资产的73.58%。银行业总体实力和抗风险能力明显增强。

2006年中国银行业总体风险状况进一步好转。银监会成立以来，一直把银行业不良贷款的下降作为监管工作的重中之重，积极推进银行业金融机构体制和机制改革，不断推动商业银行积极清收贷款和利用拨备核销贷款损失，提高信贷资产质量。截至2006年底，国内主要商业银行（指4家国有商业银行和12家股份制商业银行）按贷款五级分类的不良贷款余额为11701.8亿元，比年初减少494.6亿元；不良贷款率为7.51%，比年初下降1.38个百分点。商业银行不仅总体上保持不良贷款余额和比例“双下降”的趋势，而且实现了各类商业银行不良贷款

的全面“双降”。资本充足率达标银行达到100家，比2006年增加47家，达标率为66.7%，资本充足率达标银行资产占商业银行总资产的77.4%，比2005年末提高2.3个百分点。连续4年实现了商业银行不良贷款余额和比例的“双下降”。

在对中国银行业积极评价的同时，我们也看到存在的一些问题。如部分商业银行和信用社依然处于改制阶段，不可预期因素依然很多。通过政府注资获得盈利能力的银行如何把这种能力内生，股份制银行如何克服发展中的瓶颈，使自身的发展具有可持续性，是这些银行需要继续面对的挑战。一些银行的改制初始于本轮经济周期上升阶段，还没有接受一个完整经济周期的考验。

总体看，目前我国经济运行良好，银行业稳定发展，资产质量、盈利能力、管理水平均有明显提高。国家对银行业给予了大力支持，商业银行的整体行业经营风险较低。

3. 担保人担保能力分析

农业银行是四大国有独资商业银行之一，也是我国现有的唯一一家国有独资商业银行。农业银行网点遍布城乡，提供齐全的金融产品和服务。2006年农业银行被《财富》评为世界500强企业之一。目前农业银行拥有一级分行32个，直属分行5个，支行7091个，基层营业网点20639个，并在新加坡、香港设立了分行，在伦敦、东京、纽约等地设立了代表处。

截至2005年底，农业银行资产总额47710.19亿元，负债总额46914.12亿元，所有者权益796.07亿元；2005年实现经营收入554.95亿元，净利润10.44亿元；不良贷款率26.17%。

作为国有独资银行，农业银行股份制改革得到了政府的大力支持。2007年，在全国金融工作会议确定的“面向三农、整体改制、商业运作、择机上市”的十六字方针的指导下，农业银行将完成财务重组。农业银行将通过国家注资，剥离不良资产等方法，消化历史包袱，

同时引入战略投资者进行股份制改革。

公司治理及战略分析

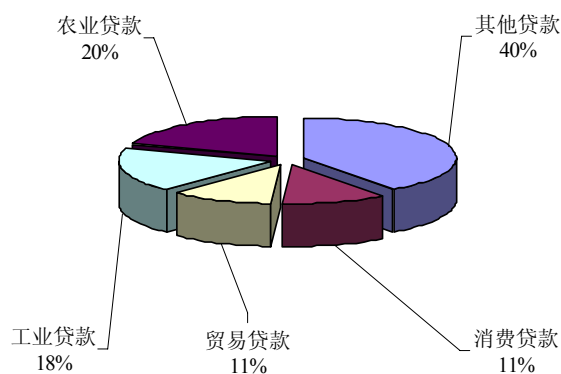
近年来，农业银行不断地对现有的组织结构进行调整，并努力探索符合现代商业银行治理要求和自身业务发展的公司治理模式。在国务院高度关注下，农业银行的财务重组、股份制改革必定能够顺利进行。股改完成后，农业银行将能够建立起更为合理、高效的法人治理结构。农业银行经营区域覆盖了全国的城市和乡村，为各省市的经济发展提供了资金支持。为适应现代银行业竞争需求，农业银行正在进行战略转型，业务结构调整，打造核心竞争力。但农业银行服务于“三农”的长远战略目标并不会改变。

业务发展及风险管理

“十五”期间，农业银行存贷款业务快速增长。存款余额年均复合增长率为38.93%，贷款余额年均复合增长率为31.10%。

在业务发展方面，农业银行重点发展长江三角地区、珠江三角地区、环渤海地区及省会城市，并不断的优化客户结构和产品结构。贷款的使用方向上，农业银行的贷款主要投向农业和工业分布（参见图9），在贷款中的比例分别为20%和18%。

图9 2005年农业银行贷款行业分布



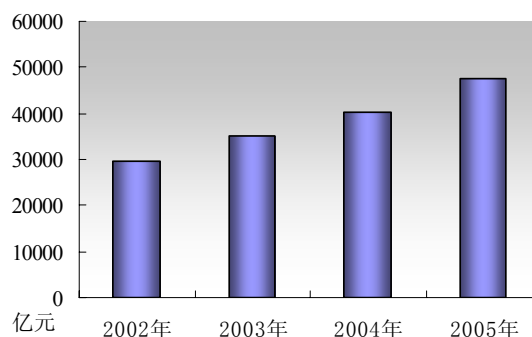
农业银行成立了资产风险管理委员会，并利用信贷管理信息系统，财会监管系统等先进手段，加强风险管理和控制。农业银行目前正在积极构建信用风险、市场风险、操作风险相

结合的全面风险管理体系。

资产质量

2002~2005年，农业银行资产总额年均复合增长率为26.60%（参见图10）。2005年底，农业银行资产总额为47710.19亿元。其中，贷款余额28292.91亿元，占资产总额的59.30%；投资总额12570.59亿元，占资产总额的26.35%。2005年底，不良贷款率为26.17%。贷款呆帐准备计提余额为360.20亿元，与不良贷款余额的比例为4.86%。

图10 农业银行资产增长情况



数据来源：中国农业银行年报

2006年，农业银行消化历史包袱487亿元，比2005年多消化151亿元，核销呆帐161亿元。2006年底，不良贷款率约为23.44%，拨备覆盖率为4.59%。

总体而言，农业银行不良贷款率高，拨备覆盖率低，资产质量不高，有大量的不良资产需要化解。

盈利能力

2002~2005年，农业银行年均营业收入为559.50亿元，年均净利息收入488.50亿元；净利息收入在营业收入比重下降到78.80%，手续费净收入的比重上升到16.48%。

2005年实现收入554.95亿元，净利润10.44亿元，比2004年减少9.65亿元，平均总资产收益率为0.02%。

从经营效率来看（参见表6），农业银行成本收入比较高，成本管理水平有待提高。盈利能力上，其盈利水平较低。

表6 经营情况

项 目 (亿元)	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
营业收入	482.54	562.94	637.55	554.95
净利息收入	452.23	513.35	551.13	437.31
手续费净收入	19.93	31.1	68.05	91.46
投资收益	75.32	104.23	141.86	232.82
净利润	28.97	19.22	20.03	10.44
成本收入比	69.01	64.21	62.53	66.15

数据来源：中国农业银行年报

资本充足性及偿债能力

截至2005年底，农业银行股东权益为796.07亿元，考虑到在财务重组之前，农业银行有大量的呆坏账和不良资产需要消化，农业银行的资本金存在重大缺口。

农业银行为国有银行，在经营中得到了政府的大力支持。政府为农业银行剥离了大量的不良资产，以化解沉重的历史包袱，并且在农业银行财务重组过程中，政府将注入大额资金，以增加农业银行的资本。

从流动性指标看（参见表7），农业银行流动性较弱。

表7 流动性指标

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
存贷比(人民币)	72%	69.06%	63.66%
流动性比例(本外币)	27.34%	25.02%	26.03%
备付率	5.88%	4.25%	3.38%

总体来看，目前农业银行的经营状况一般。但农业银行的财务重组、股份制改革及上市，会得到政府的大力支持。在股份制改革成功后，农业银行的资本规模将会扩大，公司治理结构将会得到优化，经营管理水平将会提高。综合分析，农业银行偿债能力很强。

本期债券占农业银行2005年底资产总额的0.017%、贷款总额的0.028%，所占比例很低；占其所有者权益的1.00%，占2005年经营收入的1.44%，立即偿还此笔担保债务对农业银行影响很小。在我公司2007年对农业银行进行的信用评级中，农业银行信用等级为AAA pi。

农业银行的主体信用等级农业银行为本期

债券提供的担保实力强，对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。

九、综合评价

综上所述，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。

“十一五”期间，我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最大的国有独资高速公路投资运营公司，在内蒙古自治区内高速公路投资建设、管理运营领域中占据绝对主导地位，具有明显的区域垄断经营优势。近年来公司建成运营的高速公路通车里程不断增长，保持了良好的经营状况和发展态势。公司资产规模不断扩大，资产质量较好，经营性现金流量充足，但近几年公司负债水平上升较快，债务负担重，整体盈利能力弱，利息支出大。本期债券由农行提供担保，农行对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险很小。

1.企业概况

1.1 基本情况

企业名称	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司			机构代码	nmgl
经营场所	内蒙古自治区呼和浩特市呼伦北路105号			邮政编码	
注册时间	2004-7-28	注册资本	35.027亿元	法人代表	包建设
所属产业		联系电话	0471-2305612	传 真	
主营业务	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			电子信箱	
				帐号	
基本帐户开户行				贷款卡号	

1.2 经营规模（截止 2006 年 12 月）

单位：万元

项 目	资产总额	固定资产净值	净资产	主营业务收入	利润总额	员工人数(人)
数 据	2574481.71	2343548.28	850885.4	173606.46	9018.57	

1.3 人员素质

总人数	项 目	文化素质			技术职称			年龄分布		
		高中及以下	大专	本科及以上	初级	中级	高级	30岁以下	30-50岁	50岁以上
高层领导 人	人数(人)									
	比重(%)									
员工人数 人	项 目	高中及以下	大专	本科及以上	初级	中级	高级	30岁以下	30-50岁	50岁以上
	人数(人)									
	比重(%)									

2.未来预测

单位：万元

项 目	年	年	年	年	年
计划投资数额					
预计主营业务收入					
预计利润总额					
预计净利润					
预计折旧					
预计摊销					
预计所有者权益					
预计少数股东权益					
预计长期债务余额					
预计短期债务余额					
预计利息支出					
到期长期借款本金					
其它偿债资金					
全部债务资本化比率(%)					
EBITDA利息倍数(倍)					
净资产收益率(%)					
债务保护倍数(倍)					
到期债务偿还倍数(倍)					

3.基础数据

3.1.1 资产负债表（资产）

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	本年截止 月
流动资产					
货币资金	600.3	66999.27	163475.37	1550.22	
短期投资					
减：短期投资跌价准备					
短期投资净额					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款					
其他应收款	1007.85	5488.76	10188.95	217.96	
减：坏帐准备			500		
应收款项净额	1007.85	5488.76	9688.95	210.06	
预付账款	1935.51	73.55	514.14	-48.46	
应收补贴款					
存货	170.96	20.63	43.32	-49.66	
减：存货跌价准备					
存货净额	170.96	20.63	43.32	-49.66	
待摊费用					
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产					
流动资产合计	3714.62	72582.21	173721.78	583.86	
长期投资					
长期股权投资			892.63		
长期债权投资					
长期投资合计			892.63		
减：长期投资减值准备					
合并价差					
长期投资净额			892.63		
固定资产					
固定资产原值	1137550.82	1624268.73	2489979.39	47.95	
减：累计折旧	56830	94183.79	146431.11	60.52	
固定资产净值	1080720.82	1530084.94	2343548.28	47.26	
减：固定资产减值准备					
固定资产净额	1080720.82	1530084.94	2343548.28	47.26	
工程物资					
在建工程		1219.3	50758.57	4062.93	
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	1080720.82	1531304.24	2394306.85	48.84	
无形资产及其他资产					
无形资产		4332.9	5560.45	28.33	
开办费					
长期待摊费用					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计		4332.9	5560.45	28.33	
递延税项					
递延税款借项					
资产总计	1084435.44	1608219.35	2574481.71	54.08	

3.1.2 资产负债表（负债及所有者权益）

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	本年截止 月
流动负债					
短期借款					
应付票据					
应付账款	398.04	1395.61	4558.12	238.4	
预收账款		121.97	343.23	181.41	
代销商品款					
应付工资		2241.76	2865.58	27.83	
应付福利费		525.48		-100	
应付股利			1182.22		
应交税金	3572.98	1596.81	4829.9	16.27	
其他应交款	133.14	22.96	11.15	-71.06	
其他应付款	3415.57	4052.95	112567.36	474.08	
预提费用			2.67		
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	7519.73	9957.54	126360.23	309.92	
长期负债					
长期借款	661559.63	1009026	1595559	55.3	
应付债券					
长期应付款					
专项应付款			1677.08		
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计	661559.63	1009026	1597236.08	55.38	
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	669079.36	1018983.54	1723596.31	60.5	
少数股东权益					
所有者权益					
注册资本	415356.08	564147.75	819955.06	40.5	
资本公积					
盈余公积		5017.61	5601.84	11.64	
其中：公益金		2508.81		-100	
未分配利润		20070.45	25328.5	26.2	
外币报表折算差额					
其它					
所有者权益合计	415356.08	589235.81	850885.4	43.13	
负债及所有者权益合计	1084435.44	1608219.35	2574481.71	54.08	

3.2 利润及利润分配表

单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	本年截止 月
一、主营业务收入	66572.14	122757.93	173606.46	61.49	
减：折扣与折让					
主营业务收入净额	66572.14	122757.93	173606.46	61.49	
减：主营业务成本	27278.32	57400.43	75224.56	66.06	
主营业务税金及附加	3694.75	5021.9	6156.37	29.08	
二、主营业务利润	35599.07	60335.6	92225.53	60.96	
加：其他业务利润		-106.19	-388.72	266.06	
减：存货跌价损失					
营业费用					
管理费用	2297.04	4373.78	6981.36	74.34	
财务费用	17345.15	29504.98	76437.75	109.93	
三、营业利润	15956.88	26350.65	8417.7	-27.37	
加：投资收益			660.44		
补贴收入					
营业外收入		2.22	21.9	886.49	
减：营业外支出		0.86	81.47	9373.26	
其他支出					
加：以前年度调整					
其它					
四、利润总额	15956.88	26352.01	9018.57	-24.82	
减：所得税		1263.94	3176.3	151.3	
少数股东损益					
加：未确认的投资损失					
其它					
五、净利润	15956.88	25088.07	5842.27	-39.49	
加：年初未分配利润			20070.46		
盈余公积转入					
减：合资企业提取奖福基金					
加：其它					
六、可供分配的利润	15956.88	25088.07	25912.73	27.43	
减：提取法定盈余公积		2508.81	584.23	-76.71	
提取法定公益金		2508.81		-100	
加：其它					
七、可供股东分配的利润	15956.88	20070.45	25328.5	25.99	
减：应付优先股股利					
提取任意盈余公积					
应付普通股股利					
转作股本的普通股股利					
加：其它					
八、未分配利润	15956.88	20070.45	25328.5	25.99	

3.3.1 现金流量表

单位: 万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	本年截止 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	66572.14	123039.12	174358.28	61.84	
收到的租金					
收到的税费返还					
收到的其他与经营活动有关的现金		1612.57	10614.96	558.26	
现金流入小计	66572.14	124651.69	184973.24	66.69	
购买商品、接受劳务支付的现金	1381.95	8393.69	15063.83	230.16	
经营租赁所支付的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	4598.92	5957.1	8303.94	34.37	
支付的各项税费合计	3694.75	4633.86	6156.37	29.08	
支付的其他与经营活动有关的现金	4845.41	6886.65	9703.15	41.51	
现金流出小计	14521.03	25871.3	39227.29	64.36	
经营活动产生的现金流量净额	52051.11	98780.39	145745.95	67.33	
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金			257.87		
取得投资收益所收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他 长期资产而收回的现金					
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计			257.87		
购建固定资产、无形资产和其他 长期资产所支付的现金	1543.31	6611.41	52498.03	483.24	
投资所支付的现金					
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	1543.31	6611.41	52498.03	483.24	
投资活动产生的现金流量净额	-1543.31	-6611.41	-52240.16	481.8	
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金		4214	1757.31	-58.3	
发行债券所收到的现金					
借款所收到的现金			60000		
收到的其他与筹资活动有关的现金					
现金流入小计		4214	61757.31	1365.53	
偿还债务所支付的现金					
发生筹资费用所支付的现金					
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	33302.5	29984	58787	32.86	
融资租赁所支付的现金					
减少注册资本所支付的现金					
支付的其他与筹资活动有关的现金	17659.72			-100	
现金流出小计	50962.22	29984	58787	7.4	
筹资活动产生的现金流量净额	-50962.22	-25770	2970.31		
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-454.42	66398.98	96476.1		

3.3.2 现金流量表补充资料

单位: 万元

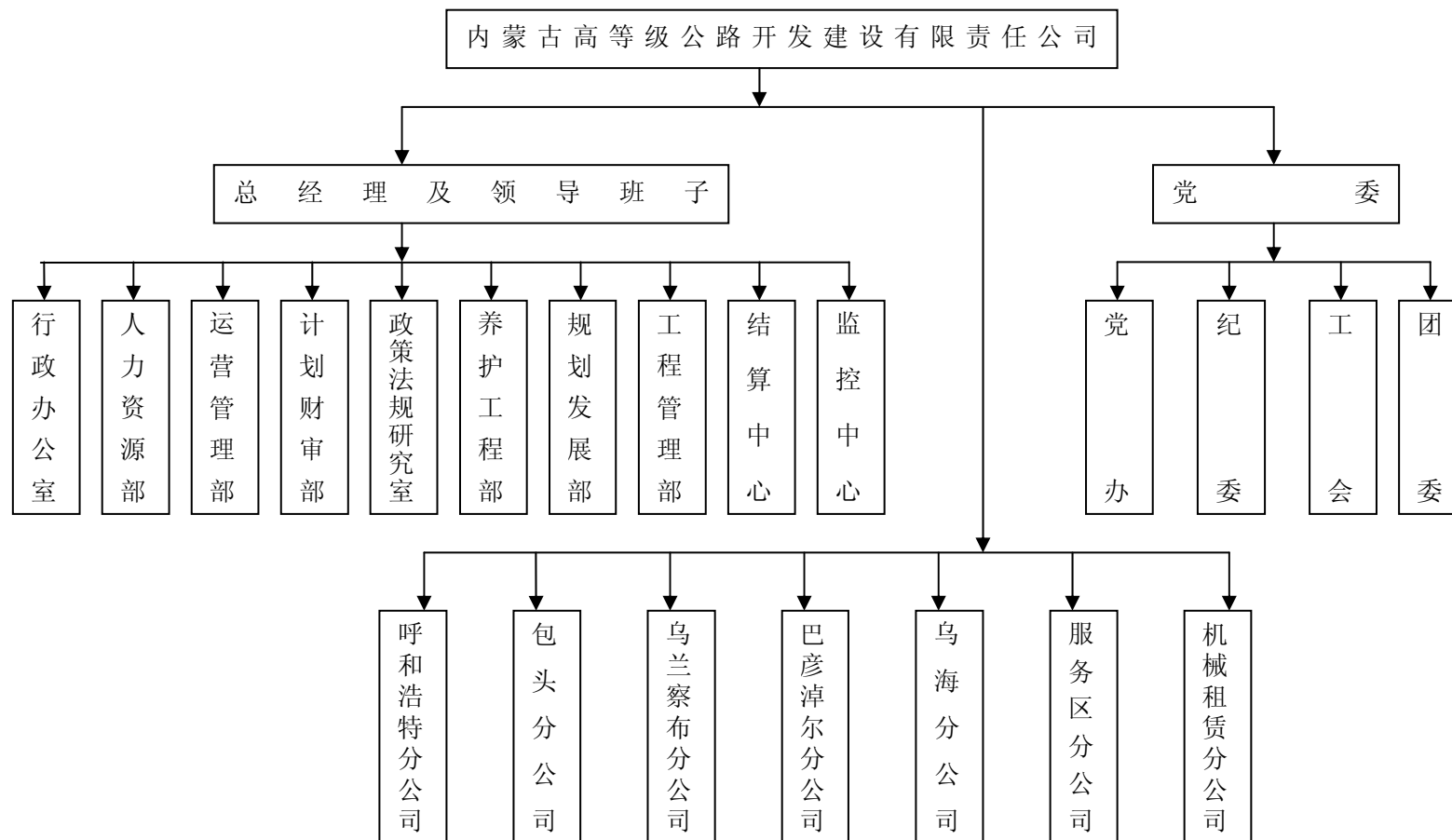
项 目	2004年	2005年	2006年	变动率(%)	本年截止 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
以固定资产偿还债务					
以投资偿还债务					
以固定资产进行长期投资					
以存货偿还债务					
融资租赁固定资产					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	15956.87	25088.07	5842.27	-39.49	
加: 少数股东损益					
计提的资产减值准备			500		
固定资产折旧	18749.09	37353.79	52247.32	66.93	
无形资产摊销		16.02	71.59	346.88	
长期待摊费用摊销					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)					
待摊费用减少(减:增加)					
预提费用增加(减:减少)			2.67		
固定资产报废损失					
财务费用	17345.63	29984	78094	112.18	
投资损失(减:收益)			-660.44		
递延税款贷项(减:借项)					
存货的减少(减:增加)	-145.21	-20.63	-22.69	-60.47	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1294.93	-298.58	-4640.78	89.31	
经营性应付项目的增加(减:减少)	1439.67	6657.71	14312.01	215.3	
其他					
经营活动产生的现金流量净额	52051.12	98780.38	145745.95	67.33	
三、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	600.3	66999.27	163475.37	1550.22	
减: 货币资金的期初余额	1054.72	600.3	66999.27	697.01	
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	-454.42	66398.97	96476.1		

4 主要计算指标

单位: 万元

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值	本年截止 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)					
存货周转次数(次)	277.35	599.2	2352.61	1411.54	
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.08	0.08	
盈利能力					
总资本收益率(%)	3.09	3.45	3.43	3.37	
净资产收益率(%)	3.84	4.26	0.69	2.39	
主营业务利润率(%)	53.47	49.15	53.12	52	
现金收入比(%)	100	100.23	100.43	100.28	
财务构成					
资产负债率(%)	61.7	63.36	66.95	64.82	
全部债务资本化比率(%)	61.43	63.13	65.22	63.84	
长期债务资本化比率(%)	61.43	63.13	65.22	63.84	
偿债能力					
EBITDA利息倍数(倍)	3	3.13	1.79	2.43	
债务保护倍数 (倍)	0.05	0.06	0.04	0.05	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.08	0.09	0.06	0.07	
流动比率(%)	49.4	728.92	137.48	297.3	
速动比率(%)	47.12	728.71	137.45	296.76	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.91	3.07	1.2	2.1	
筹资前现金流量净额本息偿还能力(倍)					
期内长期债务偿还能力					

附件 5 公司组织结构图



附件 6 企业债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

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

附件 7 有关指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
现金收入比率	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 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
债务结构指标	
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 全部债务
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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

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

联合资信评估有限公司

关于内蒙古高速公路建设开发有限责任公司

2007 年 8 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

内蒙古高速公路建设开发有限责任高速(内蒙高路)应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。内蒙高路如发生重大变化,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内蒙高路的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现内蒙高路出现重大变化,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,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如内蒙高路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,直至内蒙高路提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券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内蒙高路、主管部门、交易机构等。

