

跟踪评级公告

联合[2014] 991 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“07蒙路债”AAA、“10蒙路债”AA⁺、“11蒙高路MTN1”AA⁺和“12蒙路债/12蒙高路”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 蒙路债	8 亿元	2007/9/27-2017/9/27	AAA	AAA
10 蒙路债	8 亿元	2010/7/9-2016/7/9	AA ⁺	AA ⁺
11 蒙高路 MTN1	15 亿元	2011/7/21-2016/7/21	AA ⁺	AA ⁺
12 蒙路债/12 蒙高路	15 亿元	2012/11/12-2019/11/12	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.14	122.79	142.80	114.29
资产总额(亿元)	513.67	737.21	879.79	872.70
所有者权益(亿元)	168.36	172.26	180.07	176.69
长期债务(亿元)	312.26	465.84	559.69	461.75
全部债务(亿元)	320.36	477.63	612.49	487.95
主营业务收入(亿元)	73.85	62.99	63.08	10.90
利润总额(亿元)	6.04	1.33	0.34	-3.68
EBITDA(亿元)	58.81	48.17	44.76	--
经营性净现金流(亿元)	59.95	44.85	39.82	8.17
主营业务利润率(%)	34.06	38.17	40.14	37.25
净资产收益率(%)	3.03	0.63	0.11	--
资产负债率(%)	67.22	76.63	79.53	79.75
全部债务资本化比率(%)	65.55	73.49	77.28	72.42
流动比率(%)	199.82	284.51	161.90	196.79
全部债务/EBITDA(倍)	5.45	9.91	13.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	2.06	2.16	--
经营现金流/全部债务(%)	249.61	96.31	42.19	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

高景楠 闫昱州

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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”)运营高等级公路收费里程继续增长; 资产规模快速扩张, 现金类资产较为充裕; 经营获现能力保持较高水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内受项目施工及宏观经济增速放缓影响, 公司通行费收入规模持续下降; 利润规模继续下滑; 债务规模大幅扩张, 债务负担进一步上升等因素对其信用水平的不利影响。

近几年随着公司在建项目的推进, 未来几年投资需求逐年减少, 公司对外融资压力将有所减缓; 且在建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, 资产质量良好, 全部于 2015 年前通车, 通车后将为公司收入增长提供保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 蒙路债”由中国农业银行(以下简称“农业银行”)授权其内蒙古分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 经联合资信公开评级, 农业银行主体长期信用等级为 AAA_{api}, 对“07 蒙路债”的信用水平具有提升作用。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“07 蒙路债”AAA、“10 蒙路债”AA⁺、“11 蒙高路 MTN1”AA⁺和“12 蒙路债/12 蒙高路”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司运营高等级公路收费里程有所增长, 区域垄断地位进一步巩固。
2. 公司在建项目投资规模逐年减少, 对外融资压力将减轻; 在建路产主要为国道主干线、省际通道和国家高速公路网项目, 资产质量良好。
3. 农业银行的担保可进一步提升公司“07 蒙路债”偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，受项目施工及宏观经济增速放缓影响，公司通行费收入规模有所下降。
2. 跟踪期内，公司债务规模大幅扩张，债务负担进一步上升。
3. 财务费用对利润侵蚀进一步加大，公司利润规模继续下滑，整体盈利能力仍然很弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、评级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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及存续期内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

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150000000005811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运输厅（以下简称“内蒙古交通厅”）。

公司经营范围：一般经营项目：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。

截至2013年底，公司合并口径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”）2家全资子公司，其中，路桥公司系2012年由内蒙古自治区交通厅划拨给公司；公司下设呼和浩特、包头、乌兰察布、巴彦淖尔、乌海、通辽、兴安、鄂尔多斯等8家路段经营分公司；公司下设工程管理部、运营管理部、计划财务部等17个职能部门（见附件1-2）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额879.79亿元，所有者权益180.07亿元；2013年公司实现主营业务收入63.08亿元，利润总额0.34亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额872.70亿元，所有者权益176.69亿元；2014年1~3月，公司实现主营业务收入10.90

亿元，利润总额-3.68亿元。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会

保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自8月1日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资力度,7月31日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高启,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财经[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改

变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

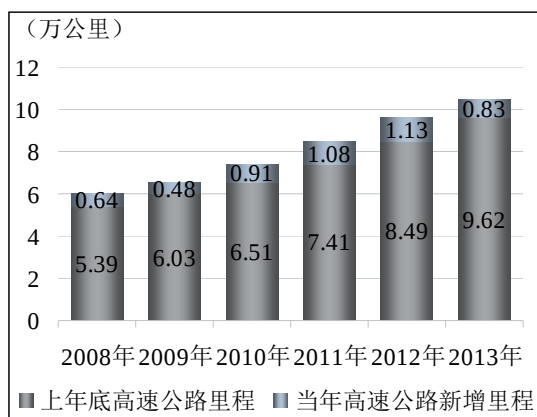
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

路网建设方面，根据交通运输部的统计数据，2013年1-11月，中国公路建设投资完成12445.54万亿元，其中，西部地区仍是投资重点，占全部投资的42.97%，东部地区占30.52%，中部地区占26.51%。2013年，中国新建高速公路8260公里，2013年底总里程突破10.00万公里，中国高速公路网络更加完善。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

公路运输方面，2013年中国公路运输仍保持了较快的增长速度。2013年，全年货物运输

总量451亿吨，比上年增长9.9%。货物运输周转量186478亿吨公里，增长7.3%。全年旅客运输总量402亿人次，比上年增长5.6%。旅客运输周转量36036亿人公里，增长7.9%。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个，3000-5000公里的将达9个。总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

2. 内蒙古高速公路发展情况

根据《内蒙古自治区 2013 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2013 年内蒙古自治区 GDP 完成 16832.38 亿元，较 2012 年增长了 9.0%。随着全区经济快速发展，2013 年内蒙古全区完成地方财政总收入 2658.42 亿元，同比增长 6.5%，财政收入保持平稳的增长势头。经济的发展和财政收入的增长为区内高速公路企业的发展提供了有利的保证。

截至 2013 年 10 月底，内蒙古重点在建公路项目 63 个(含干线公路网改造、BOT 项目)，在建项目规模达到 16857 公里，其中：高速公路 1826 公里、一级公路 2499 公里，全区共累计新开工重点公路项目 11 个，新开工建设规模为：高速公路 114 公里，一级公路 344 公里，一级一幅 154 公里，二级及以下 316 公里；自治区规划的 14 条高速公路出区通道建成 13 条、16 条一级公路出区通道全部建成，全区 85 个旗县实现高速或一级公路连通，57%的嘎查村通沥青水泥路；到 2013 年底全区公路通车里程达到 16.5 万公里。

近两年，内蒙古自治区公路客货运量快速增长，2013 年 1~11 月份，全区营业性公路客货运量累计完成 22090 万人、旅客周转量累计完成 25046 百万人公里；营业性公路货运量累计完成 131544 万吨、货物周转量完成 347207 百万吨公里。分别比上年增长 2.6%、2.4%、

14.5%、14.9%，货运增速高于全国平均水平。

“十一五”以来，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。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。内蒙古为能源外运大省，到2015年，内蒙古煤炭生产能力将达到12亿吨，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，“十二五”期间，内蒙古自治区将进一步加大公路建设投资力度，力争在“十二五”期间完成公路建设投资2300亿元，是“十一五”期间的1.56倍，从而实现“十二五”期间自治区与周边10个大中城市的公路出口通道全部由高速公路贯通。

总体来看，跟踪期内，内蒙古经济保持较快增长，财政实力稳步提升。公路建设处于快速发展时期，跟踪期内高速公路建设规模及通车里程均实现较快增长。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，对高速公路经营形成长期利好。

五、基础素质分析

1. 产权关系

公司系内蒙古自治区交通厅下属国有独资公司，内蒙古自治区交通运输厅为其实际控制人。

2. 企业规模

公司规模优势明显，主营业务在区内居垄断地位。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。截至2013年底，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3975公里，其中高速公路收费里程1956公里、一级公路910公里、二级公路1109公里。

3. 车购税补助

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建设项目，可获得一定的中央车购税补贴款，随着公司建设规模的扩大，公司获得的车购税补贴资金大幅增加，2011年，公司获得韩集、呼集两项目车购税补贴款9亿元。2012年，根据内蒙古交通厅文件“内发改基础字[2012]1134号”《关于下达2012年公路建设项目投资计划的通知》，公司获得中央车购税拨付资金43.3亿元，用于呼包项目7.98亿元，呼集、韩集项目15.62亿元，和林清水河项目4.05亿元，呼和杀虎口项目15.73亿元。2013年，根据内蒙古交通厅（交发[2008]430号）和自治区发改委（内发改交运字[2008]1725号）文件拨付资金，用于海麻项目0.11亿元，乌海特大桥项目本年收到基建专项资金拨款0.68亿元，呼和杀虎口公路项目获得0.24亿元，和林清水河项目获得0.07亿元。

上述款项计入“专项应付款”及“吸收投资收到的现金”科目，待项目竣工结算后转入“资本公积”。其中，和林清水河项目及呼和杀虎口项目系交通厅移交公司项目，划转前两项目的车购税补贴资金即以到位，车购税补贴不体现为现金流入。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度方面无重大变化。

高管人员方面，公司原总经理包建设先生退休，根据“内政任字[2014]31号”，内蒙古自治区人民政府任命黄永刚为公司总经理。公司总经理黄永刚先生，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副处长、处长、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。公司新任总经理相关从业管理经验丰富，本次人事变动对公司生产经营无重大影响。

七、经营分析

1. 经营概况

公司负责经营内蒙古自治区内高等级公路的投资、建设、经营和管理，主营业务在区内

居垄断地位。

2011~2013年，公司实现主营业务收入分别为73.85亿元、62.99亿元和63.08亿元，通行费收入为公司主要收入来源，三年占比均超过94%。2012年，内蒙古交通厅将路桥公司划拨至公司，公司主营业务增加施工业务，2012~2013年，公司施工业务实现收入分别为0.09亿元和3.46亿元。2014年1~3月，公司实现主营业务收入10.90亿元。

从盈利水平看，公司通行费收入业务毛利率较高，三年分别为37.75%、42.00%和45.03%。施工收入规模较小，对利润贡献不大，2012~2013年，毛利率分别为27.41%和28.46%。通行费收入业务毛利率逐年增长带动公司整体盈利能力增强，三年毛利率分别为37.75%、41.90%和44.12%。2014年1~3月，公司整体毛利率为41.01%，较2013年略有下降。

表1 2011年~2013年公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 万元, %)

	2011年			2012年			2013年		
	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	738489.14	100.00	37.75	628990.26	99.86	42.00	596226.46	94.52	45.03
施工收入	--	--	--	901.48	0.14	27.41	34586.75	5.48	28.46
合 计	738489.14	100.00	37.75	629891.74	100.00	41.90	630813.21	100.00	44.12

资料来源：公司审计报告

注：通行费收入业务毛利率扣除固定资产折旧及运营养护、路政成本等计算得出。

2. 主营业务

通行费收入

2013年，公司新增一条高速公路，为呼杀高速。呼杀高速起于呼和浩特，终于杀虎口，是呼和浩特市通往山西省重要的高速出口公路，全长90.81公里，全线采用四车道高速公路标准，是连接华北和西北的重要干线。

截至2014年3月底，公司实际控制并已投入运营的公路共计29条，包括集老、呼集、呼包、呼市绕城、包头过境、哈磴、临河过境、磴巴、巴新、新麻、包东、包树、赛白、东苏、白集、集丰、石乌、呼杀等19条高速公路；110、210、208国（辅）道3条二级公路及208国道二

塞段、304国道主干线鲁霍、省道乌阿、白音华至霍林郭勒等7条一级公路。公司高等级公路收费里程合计3975公里，其中高速公路收费里程1956公里，一级公路收费里程910公里，二级公路收费里程1109公里。

2011~2013年，公司经营公路车流量总计分别为5843.24万辆、5831.76万辆和5511.10万辆，其中高速公路车流量为4709.52万辆、4537.42万辆和4228.87万辆。近三年，公司车流量逐年下降的主要原因为：（1）煤炭市场萧条，导致区内煤炭外运总量减少。受国内经济增速放缓影响，煤炭市场产能过剩、利润空间收窄，内蒙古自治区内超两成煤炭企业停产，

煤炭产销量分别下跌近一成；同时，从澳大利亚、南非、印尼等国进口煤炭价格低廉，导致大量进口煤涌入广东、福建等华南地区很多电厂，进一步挤占内蒙古自治区煤炭市场，对通行费形成的负面影响在短期内预计不会消除。

(2) 铁路运能增加，部分煤炭外运量被分流，使公路外运量持续下跌。张集、朔黄、新准、准池等多条铁路线陆续开通，几乎覆盖蒙西的主要煤炭产区，在 2013 年区内煤炭外运量中，公路运输仅占 1/4 的份额，同比下降 30%。(3) 由于公司京藏高速呼包段四改八改扩建工程施工，进行车辆分流、限流，导致车流总量及货车流量大幅减少，不仅直接影响呼包高速车流量及通行费收入，同时，与之相连的京藏高速集老段、呼集段、包头过境、哈磴段、磴巴段、

临河过境段、新麻段等均受到较大影响。

2011~2013 年，公司实现通行费收入分别为 73.85 亿元、62.90 亿元和 59.62 亿元，从收入构成方面看，高速公路通行费为公司通行费收入主要来源，三年分别占通行费收入 89.45%、86.03%和 84.07%，2012 年以来，受国发[2012]37 号文规定重大节假日高速公路免收小型客车通行费、煤炭外运总量减少、铁路分流等因素影响，高速公路通行费收入规模持续下降。2013 年，公司一级公路通行费收入和二级公路通行费收入分别为 2.55 亿元和 6.95 亿元。2014 年 1~3 月，公司经营公路车流量总计 1148.49 万辆，占 2013 年全年的 20.84%，通行费收入总计 10.90 亿元，占 2013 年全年的 18.28%。

表2 2011~2013年公司主要道路车流量及通行费收入情况

		车流量（辆）				通行费收入（万元）			
		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1 季度	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1 季度
1	集老高速公路	4129427	5070959	4203372	787620	225284.25	202445.62	174494.00	22398.56
2	呼集高速公路	2660056	2735704	2644531	575046	44332.20	27968.23	29449.70	7080.53
3	呼包高速公路	6167993	4008038	4117221	1482102	61475.93	26502.43	29101.58	14197.17
4	呼市绕城高速	2246345	3297284	3447052	268282	46639.10	54139.68	64772.20	3962.10
5	包头过境高速	2874522	2504957	1995564	469152	37004.95	21761.15	16287.05	3466.69
6	哈磴高速公路	2707957	2614450	2936311	711637	32742.96	24147.27	30396.63	8317.54
7	临河过境高速	786524	935201	965718	126218	14382.60	9652.56	8246.60	1065.55
8	磴巴高速公路	1130088	801846	813469	196094	17739.32	8495.87	9804.66	2954.17
9	巴新高速公路	732015	740884	758503	180614	8288.72	9695.43	7693.57	1339.66
10	新麻高速公路	4217533	3181774	2876351	628214	42409.95	30092.16	28742.04	6966.13
11	包东高速公路	9003503	8616726	8107431	1813562	54283.52	39149.44	36838.20	9115.43
12	包树高速公路	364713	782349	720948	208740	2257.89	4167.89	4175.21	1765.31
13	东苏高速公路	7359942	7269327	5874202	1061957	43787.16	46404.82	37857.35	6944.57
14	赛白高速公路	0	64546	177093	44762	0.00	365.91	930.20	192.01
15	白集高速公路	1756104	1521764	1394252	286013	23915.10	29304.69	15404.20	2117.77
16	集丰高速公路	821669	958874	928549	194558	5368.40	5581.10	5556.10	1068.30
17	石乌高速公路	136885	269522	324580	76619	686.90	1272.81	1477.33	318.52
18	呼杀高速公路	0	0	3512	98263	0.00	0.00	11.70	768.90
高速公路合计		47095276	45374205	42288659	9209453	660598.95	541147.07	501238.32	94038.92
1	二塞一级公路	372164	397502	442696	88038	3288.00	3957.18	4407.90	798.50

2	鲁霍一级公路	913998	1036322	1131623	219461	6561.10	7282.42	10364.18	1685.63
3	白霍一级公路	0	177581	364340	55752	0.00	2930.45	5693.34	825.97
4	乌阿一级公路	58584	816444	922909	145586	324.15	4369.43	5004.71	731.05
一级公路合计		1344746	2427849	2861568	508837	10173.25	18539.48	25470.13	4041.15
1	110 国道(辅道)	7627177	9035378	8812430	1551485	53784.25	56784.81	59593.25	9542.00
2	210 国道(辅道)	1855387	920603	737741	105570	10885.59	9682.42	7603.86	773.01
3	208 国道(辅道)	509777	559517	410619	109517	3047.10	2836.48	2320.90	577.62
二级公路合计		9992341	10515498	9960790	1766572	67716.94	69303.71	69518.01	10892.62
总 计		58432363	58317552	55111017	11484862	738489.14	628990.26	596226.46	108972.69

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。

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，2012 年由内蒙古交通厅划拨至公司，路桥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，2013 年公司施工收入大幅增长，为 3.46 亿元。

其他业务

除主营业务以外，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。公司其他业务板块收入相对较少，在收入和利润中占比均很小。

近年受政策、煤炭外运总量减少、铁路分流、公路改扩建等因素影响，高速公路车流量和通行费收入规模呈现一定程度下滑，但得益于采用先进管理手段大力减少收入流失、加强收费管理，公司主营业务盈利水平有所提高。总体看，公司主营业务突出，区域内垄断优势明显，收入规模较为稳定。

3. 在建及拟建项目

截至 2013 年底，公司在建公路项目（含建设期跨“十二五”项目）合计 12 个，合计主线 959.17 公里（其中高速公路 624.43 公里、

一级公路 334.74 公里）、总投资 479.94 亿元，已累计投资 349.68 亿元，未来两年（2014-2015 年）后续投资额合计 94.94 亿元。

公司未来五年（2014~2018 年）拟建公路项目共 3 个，为 G210 线添漫梁北至越家壕段（查干）公路项目、G110 线呼和浩特至毕克齐段公路项目、G65 包茂高速关碾坊至东胜改扩建公路项目，合计主线 183.74 公里（其中高速公路 50.34 公里、一级公路 133.40 公里）、总投资 97.09 亿元。考虑到公司在建项目投资计划，公司未来五年（2014-2018 年）分别需要投资金额为 80.45 亿元、44.53 亿元、35.50 亿元、21.27 亿元和 9.47 亿元。

未来五年，公司所需投资总额为 191.22 亿元，投资额度较大。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（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。

总体看，公司未来 5 年投资规模大但逐年减少，公司对外融资需求将有所减弱。随着公司在建公路项目完成，分流影响减弱，公司高速车流量有望回升，从而带动公司营业收入规模进一步提升。

表3 公司主要在建及拟建项目情况及未来投资计划（单位：万元）

项目名称	性质	建设年限	总投资	投资来源			已投资金 (2013年底)	计划投资额				
				银行贷款	补贴	自有资金		2014	2015	2016	2017	2018
在建公路项目			479.94	280.40	32.60	166.94	349.68	76.45	18.49	0	0	0
G6 京藏高速呼和浩特至包头改扩建公路	高速	2010-2014	114.91	62.40	7.98	44.53	94.20	10.50				
G7 京新高速韩家营（蒙晋界）至集宁公路	高速	2011-2014	57.72	39.15	8.35	10.22	49.52	5.00				
G7 京新高速呼和浩特至集宁公路	高速	2011-2014	112.48	73.00	16.27	23.21	85.93	15.00				
乌兰察布市集宁东绕城公路	高速	2011-2014	26.65	11.00		15.65	10.62	10.00				
G110 包头市协力气至西北门段公路	一级公路	2011-2014	20.41	8.88		11.53	14.58	2.00				
呼和浩特至杀虎口高速公路	高速	2011-2014	59.71	42.75		16.96	49.09	10.61				
和林格尔至清水河一级公路	一级公路	2011-2014	15.36	10.50		4.86	11.32	4.04				
G110 线临河绕城段公路	一级公路	2012-2014	14.44	7.69		6.75	13.17	0.80				
G210 线树林召至东胜公路	一级公路	2013-2015	11.92	8.13		3.79	1.95	6.00	39707			
乌兰察布市集宁南绕城一级公路	一级公路	2013-2015	27.28	10.00		17.28	14.31	7.50	5.47			
乌兰察布市兴和段连接线	一级公路	2013-2015	8.24	0		8.24	3.30	2.50	2.44			
G110 线乌海黄河特大桥	高速	2013-2015	10.80	6.90		3.90	1.70	2.50	6.61			
拟建公路项目			97.09	61.21	3.50	32.38	0.81	4.00	26.04	35.50	21.27	9.47
G210 线添漫梁北至越家壕段(查干)公路	一级公路	2014-2016	33.28	21.63		11.65	0.81	4.00	14.23	14.23		
G110 线呼和浩特至毕克齐段公路	一级公路	2015-2017	35.41	21.12		14.29	0		11.80	11.80	11.80	
G65 包茂高速关碾坊至东胜改扩建公路	高速	2016-2018	28.40	18.46	3.50	6.44	0			9.47	9.47	9.47
合计			577.03	341.61	36.10	199.32	350.50	80.45	44.53	35.50	21.27	9.47

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

“07 蒙路债”募集资金全部用于丹拉线临河过境公路、二河线集宁至丰镇公路项目，以上项目均已正式通车。

“08 蒙路债”募集资金全部用于包头至树林召高速公路和乌兰浩特至白城公路(即国道 302 石乌高速)的建设，石乌高速已于 2010 年通车，包树高速于 2011 年 7 月通车。

“10 蒙路债”募集资金全部用于省道 203 线乌兰浩特至零点段公路和省道 203 线零点至阿尔山段公路的建设，上述项目已于 2011 年 11 月开始运营通车。

“11 蒙高路 MTN1”募集资金用于置换银行贷款和补充流动资金，上述募集资金已全部使用完毕。

“12 蒙高债”募集资金全部用于京新高速公路韩家营(蒙晋界)至呼和浩特段公路项目建设。该项目预计总投资 170.2 亿元，截至 2013 年底已累计完成投资 135.45 亿元，预计 2014 年底完工。该期债券于 2012 年 11 月发行成功，截至目前上述募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2011~2012 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计、2013 年财务报表经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

2012 年，公司合并范围新增路桥公司；2013 年，公司注销内蒙古高路绿化有限责任公司，不再纳入合并范围；合并范围变化对财务数据影响小，财务数据可比性强。

截至 2013 年底，公司(合并)资产总额 879.79 亿元，所有者权益 180.07 亿元；2013 年公司实现主营业务收入 63.08 亿元，利润总额 0.34 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司(合并)资产总额 872.70 亿元，所有者权益 176.69 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 10.90

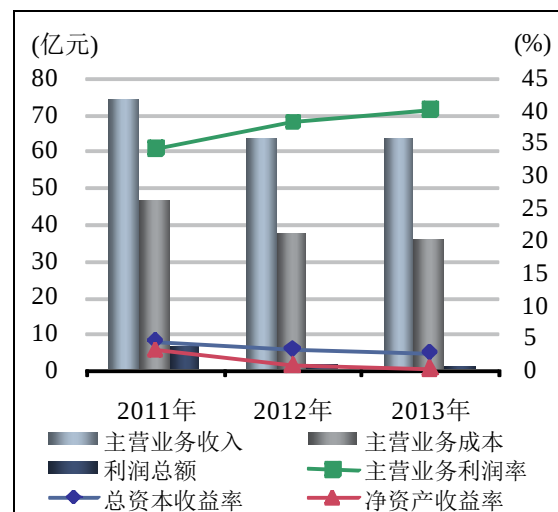
亿元，利润总额-3.68 亿元。

1. 盈利能力

由于国家实行节假日免费通行政策，以及呼包高速公路“四改八”、国道 110 呼集段“二改一”公路改扩建道路封闭限行的影响，2011~2013 年，公司通行费收入整体呈下降趋势，主营业务收入分别为 73.85 亿元、62.99 亿元和 63.08 亿元，年均复合下降 7.58%；同期，公司主营业务成本年均复合下降 12.44%；2011~2013 年，公司主营业务利润分别为 25.15 亿元、24.04 亿元和 25.32 亿元；同期，公司主营业务利润率分别为 34.06%、38.17% 和 40.14%。公司 2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 10.90 亿元，主营业务利润率为 37.25%。

期间费用方面，由管理费用和财务费用构成，2011~2013 年，公司期间费用逐年增长，分别为 18.82 亿元、22.63 亿元和 24.66 亿元。

图1 近年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

受土地转让收入骤减的影响，公司 2013 年营业外收入 0.07 亿元。2011~2013 年，公司利润总额分别为 6.04 亿元、1.33 亿元和 0.34 亿元，年均复合下降 76.20%，高额的财务费用侵蚀了公司大部分营业利润，造成公司整体盈利能力处于较低水平。

从盈利指标看，2011~2013 年，公司总资产

本收益率和净资产收益率呈下降趋势，均值分别为 3.17% 和 0.85%，其中 2013 年分别为 2.64% 和 0.11%。

总体看，公司主营业务收入呈下降趋势，受大额财务费用支出影响，公司整体盈利能力处于较低水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金绝大部分来源于车辆通行费收入，与公司主营业务收入保持高度一致，2011~2013 年，年均复合下降 7.17%；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金规模较小，主要为收到的投标保证金；近三年，公司经营活动产生的现金流入分别为 74.05 亿元、64.54 亿元和 69.62 亿元。2011~2013 年，公司现金收入比分别为 99.92%、100.62% 和 100.81%，公司现金回流情况正常。2011~2013 年经营活动产生的现金净流量分别为 59.95 亿元、44.85 亿元和 39.82 亿元。总体看，公司经营活动获取现金能力很强。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动现金流入很小；投资活动现金流出主要是对公路项目的投资，分别为 128.10 亿元、112.88 亿元和 124.74 亿元；为此，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为 -127.53 亿元、-110.49 亿元和 -124.71 亿元。公司经营活动现金流入不足以覆盖投资活动支出，对外举债规模大。

筹资活动方面，2011~2013 年，公司筹资活动现金流入量均保持在较大规模，借款收到的现金年均复合大幅增长 57.74%；吸收投资收到的现金年均大幅下降 77.15%，2013 年为 1.09 亿元，同比大幅下降 94.39%，主要因公司 2013 年发行债券规模较前两年大幅下降所致。筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 51.90 亿元、146.29 亿元和 104.82 亿元。

综合来看，近年来，公司经营活动获取现金能力很强，投资规模大，债务规模大。

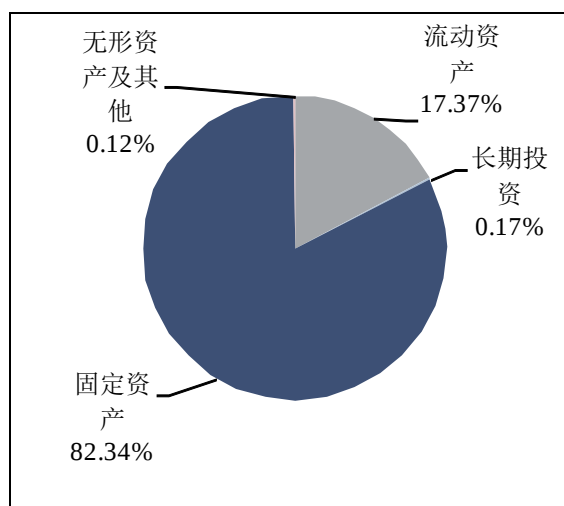
3. 资本及债务结构

资产

2011~2013 年，公司资产总额年均复合增长 30.87%，资产构成以固定资产为主。截至 2013 年底，公司资产总额 879.79 亿元，其中流动资产占 17.37%，长期投资占 0.17%，固定资产占 82.34%，无形资产及其他资产占 0.12%。

2011~2013 年，公司流动资产呈大幅增长态势，年均增长率为 78.44%。截至 2013 年底，流动资产合计 152.80 亿元，主要由货币资金、应收款项、存货和预付账款构成。

图2 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金有年均复合大幅增长 84.08%。截至 2013 年底，公司货币资金为 142.79 亿元，其中，现金及银行存款合计 141.11 亿元，其他货币资金 1.68 亿元，为公司发行债券时存入银行的保证金，以及公司子公司路桥公司的履约保证金。

2011~2013 年，公司应收款项有所下降，截至 2013 年底，公司应收款项 4.29 亿元，其中应收账款 1.31 亿元，同比增长 415.16%；其他应收款 2.98 亿元，同比下降 1.41%。应收账

款方面,账龄在 1 年以内的占 81.23%、1~2 年的占 18.65%、5 年以上的 0.12%(计为坏账),欠款金额前五名的有中交第一公路工程有限公司、山东高速集团四川乐宜公路有限公司、甘肃高等级公路建设开发有限公司、呼和浩特至杀虎口高速公路建管办和京化高速张家口管理处,上述合计 0.79 亿元,占应收账款总额的 60.59%;其他应收款方面,其他应收款原值 4.04 亿元,账龄在 1 年以内的占 63.18%、1~2 年以内的占 6.91%、2~3 年的占 0.56%、3~4 年的占 5.50%、4~5 年的占 14.67%、5 年以上的占 9.18%,5 年以上款项为内蒙古交通厅向公司移交资产时尚未收到的实物部分的金额,已全额计提坏账,公司合计计提坏账准备 1.06 亿元,其他应收款净额 2.98 亿元,前五名欠款单位合计 1.69 亿元,占其他应收款总额的 41.85%。总体看,公司应收款项账龄较短,计提坏账准备较充分。

公司预付账款主要系尚未结算的工程款,截至 2013 年底,公司预付账款 1.36 亿元,同比大幅下降 71.67%,主要系子公司高路公司在会计处理上将尚未结算的工程计入在建工程科目所致。账龄在 1 年以内的占 61.74%、1~2 年的占 29.66%、2~3 年的占 0.10%、3 年以上的占 8.50%。

截至 2013 年底,公司存货 4.36 亿元,同比大幅增加 164.24%,主要系路桥公司尚未完工项目。

2011~2013 年,公司长期投资年均增长 58.42%,均为公司长期股权投资。截至 2013 年,公司长期股权投资 1.52 亿元,基本与 2012 年持平,主要是对内蒙古高速石油销售有限责任公司(持股 49%)和国开思远(北京)投资基金有限公司(持股 3.17%)的投资。

2011~2013 年,公司固定资产净额年均增长 13.31%,截至 2013 年底,公司固定资产净额 473.03 亿元,同比增长 22.52%,主要是增加公路及附属设施等所致。2011 年,公司由在建工程转入的固定资产为 50.13 亿元,主要为

赛汉塔拉-白音察干公路、白音华至霍林郭勒一级公路、包头至东胜高速公路等几条路段暂估转固;2012 年,110 二期呼集兴项目、110 国道临河绕城公路二改一扩工程东段及三盛公至大陆盖段旧路改造项目等几条路段暂估转固;2013 年,由在建工程转入固定资产 88.00 亿元,主要为 110 国道临河绕城二改一工程(西段)、京藏高速呼和浩特至包头段改扩建工程项目、整车称重设备改建工程、兴和检测站改扩建工程等几条路段暂估转固。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。2013 年底,公司固定资产原价为 648.13 亿元,公司对固定资产计提折旧累计 174.87 亿元,对固定资产中的机械设备计提减值准备 0.23 亿元,固定资产净额 473.03 亿元。

2011~2013 年,公司在建工程呈大幅增长态势,年均增长率为 61.55%。2013 年底,在建工程为 251.34 亿元,持续投资 123.27 亿元,扣除 88.00 亿元转固,净增 35.27 亿元,主要系持续对 G7 高速公路韩家营至集宁段工程、京新高速公路集宁至呼和浩特段公路、呼和浩特至杀虎口高速公路、京藏高速呼和浩特至包头段改扩建工程项目的投资。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额为 872.70 万元,较 2013 年底下降 0.81%,资产结构较 2013 年底变化不大。

总体看,近三年公司资产规模逐年增长,资产以固定资产为主,结构合理且构成基本稳定,符合行业经营特点。

所有者权益

2011~2013 年,公司所有者权益年均增长 3.42%。截至 2013 年底,公司所有者权益 180.07 亿元,同比增长 4.54%。其中,实收资本(占 60.21%)108.42 亿元,同比略降 0.07%,系公司呼和浩特分公司 1998 年度职工房改时未处理的房屋建筑物,根据《内蒙古自治区财政厅行政处理处罚事项决定书》(内财监[2013]1654 号)冲减实收资本;资本公积(占 27.67%)

49.83 亿元，同比增长 18.77%，主要系 G6 高速公路呼包四改八项目完工后公司获得的中央车购税拨付资金由专项应付款转入资本公积所致；盈余公积（占 5.49%）9.88 亿元，基本与上年持平，由法定盈余公积金和任意盈余公积金构成；未分配利润（占 6.63%）11.94 亿元，基本与上年持平，由于公司净利润较少，未分配利润增长幅度有限。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 176.69 亿元，较 2013 年底减少 1.88%，主要为未分配利润的减少。总体看，公司所有者权益以实收资本为主，稳定性好。

负债

2011~2013 年，公司负债总额年均复合增长 37.26%，截至 2013 年底，公司负债总额为 699.72 亿元，同比增长 23.85%，主要是由于银行借款及应付债券增加所致。从负债结构来看，流动负债占 13.49%，比重较上年有所上升，主要由于公司发行的 20 亿元 1 年期短期融资券所致，长期负债占 86.51%。

2011~2013 年，公司流动负债年均大幅增长 98.24%，截至 2013 年底，公司流动负债 94.38 亿元，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的长期负债和其他流动负债构成。

截至 2013 年底，公司短期借款 25 亿元，同比增长 112.04%；应付账款为 21.48 亿元，同比增长 72.57%，主要是质保金及工程款；公司其他应付款为 18.40 亿元，同比下降 5.87%，主要为工程质保金、履约金、未支付的工程款，其中 1 年以内的占 61.04%，1~2 年的占 37.10%，2~3 年的占 1.11%，3 年以上的占 0.75%；其他非流动负债 20.21 亿元，主要系公司发行的 20 亿元 1 年期短期融资券及其利息。

2011~2013 年，公司长期负债年均复合增长 37.26%，截至 2013 年底，公司长期负债 605.34 亿元，同比增长 16.78%，主要来自公司长期借款的增长。

截至 2013 年底，公司长期借款 372.66 亿元，同比增长 43.79%，主要以高速公路收费权质押借款为主。

截至 2013 年底，公司应付债券为 65.63 亿元，同比下降 20.50%，主要系公司 2008 年 11 月发行的 15 亿元 5 年期公司债券到期所致。

截至 2013 年底，公司长期应付款 121.40 亿元，主要为应付内蒙古交通厅的款项。由于长期应付款需偿还本息，具有长期借款性质，本报告在计算长期有息债务进行考虑。

公司长期应付款是根据《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。

截至 2013 年底，公司专项应付款 45.61 亿元，明细见下表。

表 4 截至 2013 年底公司专项应付款列表

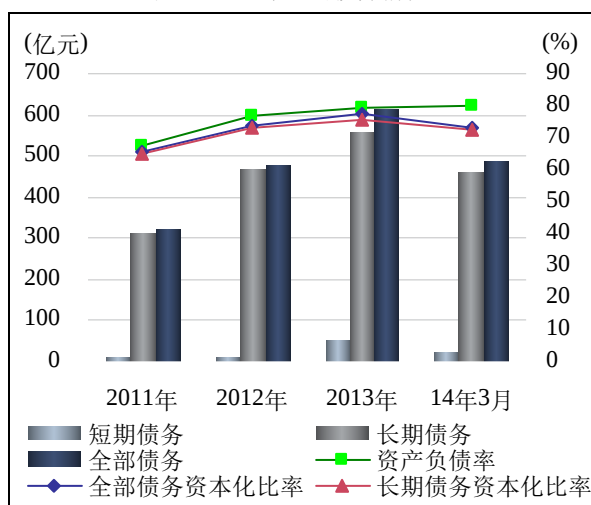
项 目	金额（万元）
卸载点建设	250.00
治超检测设备建设款	25.00
财政厅 G65 全程监控	870.00
韩集、呼集项目	246200.00
和林清水河	158000.00

呼和浩特	42926.63
海麻项目	1068.24
乌海特项目	6754.00
合 计	456093.87

来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司全部有息债务呈快速增长趋势，年均增长率为 38.27%，2013 年底为 612.49 亿元。债务结构以长期债务为主，2013 年底，长期债务占全部债务的 91.38%。

图3 近三年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，2011~2013 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呈不同幅度的上涨趋势，近三年平均值为 76.20%、72.72%和 73.80%，2013 年底分别为 79.53%、75.66%和 77.28%。2014 年 3 月底，此三项指标分别为 79.75%、72.32%和 72.42%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 696.01 亿元，规模较 2013 年底基本持平，其中流动负债为 67.92 亿元，同比下降 28.04%；公司债务总额为 487.95 亿元，较 2013 年底下降 20.33%，其中长期债务占 94.66%。

总体看，公司负债水平高，债务结构以长期债务为主，符合行业特点。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司债务以

长期债务为主，短期债务所占比例很小，流动比率和速动比率均保持较高水平。2011~2013 年，公司流动比率和速动比率均值分别为 206.27%和 202.84%，2013 年由于公司短期借款增加和发行短期融资券的影响，使得流动比率和速动比率有所下降，分别为 161.90%和 157.28%；2014 年 3 月底，两项指标分别为 196.79%和 190.35%。2011~2013 年公司经营现金流动负债比分别为 249.61%、96.31%和 42.19%，经营活动现金流对短期债务保护程度持续减弱；总体看，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年公司 EBITDA 逐年下降，三年分别为 58.80 亿元、48.17 亿元和 44.76 亿元，相应地，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，2013 年为 2.16 倍；2011~2013 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.45 倍、9.91 倍和 13.69 倍，公司对全部债务的保护能力有所减弱。总体看，目前公司债务负担重，由于财务费用支出金额大，造成整体盈利能力处于较低水平；公司长期偿债能力较弱，但整体偿债能力尚可。

目前公司处于存续期内的债券余额合计 44.2 亿元（“07 蒙路债”8 亿元、“10 蒙路债”6.2 亿元（10 蒙路债已回购 1.8 亿元）、“11 蒙高路 MTN1”15 亿元、“12 蒙高债”15 亿元），将陆续于 2016、2017、2019 年到期，到期兑付本金额度分别为 21.2 亿元、8 亿元、15 亿元。2012-2013 年，公司 EBITDA 分别为 48.17 亿元和 44.76 亿元，分别为公司待偿还债券发行总额度的 1.09 倍和 1.01 倍；经营活动产生的现金流入量分别为 64.54 亿元和 69.62 亿元，分别为待偿还债券总额的 1.46 倍和 1.58 倍；经营活动现金流量净额分别为 44.85 亿元和 39.82 亿元，分别为待偿还债券总额的 1.01 倍和 0.90 倍。同时考虑到公司待偿还债券还款期限较为分散，公司经营活动现金流和 EBITDA 对待偿还债券的保障能力适宜。

“07 蒙路债”由农业银行授权其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。经联合资信公开评级，农业银行主体长期信用等级为 AA^Api，对“07 蒙路债”本息偿还的安全性保障能力强。

截至 2013 年底，公司无对外担保事项。

截至 2013 年底，公司共获得银行授信 488.19 亿元，其中已使用 423.84 亿元，尚未使用 64.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

截至目前，公司在资本市场已发行过多期债券，公司对已发债券均按时付息，未出现债务违约情况。

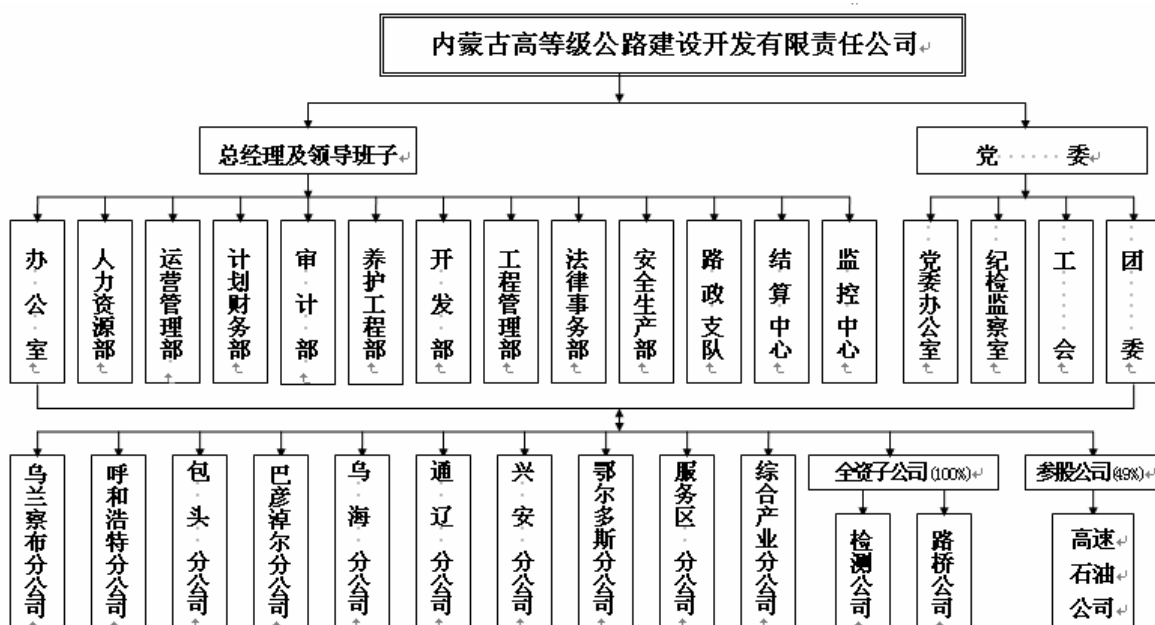
6. 抗风险能力

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强。

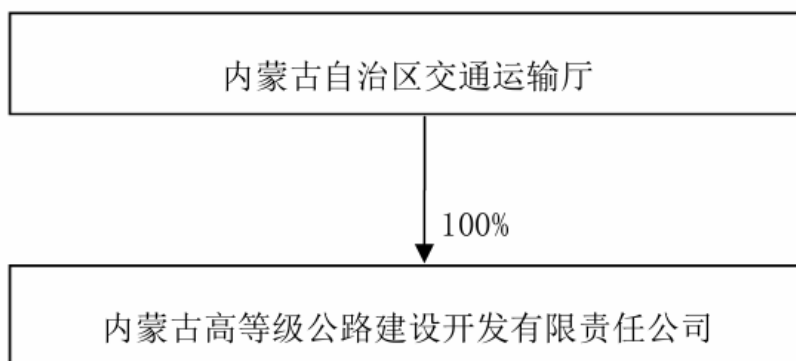
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“07 蒙路债”AAA、“10 蒙路债”AA⁺、“11 蒙高路 MTN1”AA⁺和“12 蒙路债/12 蒙高路”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.14	122.79	142.80	114.29
资产总额(亿元)	513.67	737.21	879.79	872.70
所有者权益(亿元)	168.36	172.26	180.07	176.69
短期债务(亿元)	8.10	11.79	52.80	26.20
长期债务(亿元)	312.26	465.84	559.69	461.75
全部债务(亿元)	320.36	477.63	612.49	487.95
营业收入(亿元)	73.85	62.99	63.08	10.90
利润总额(亿元)	6.04	1.33	0.34	-3.68
EBITDA(亿元)	58.81	48.17	44.76	--
经营性净现金流(亿元)	59.95	44.85	39.82	8.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	71008.57	494.81	80.88	--
存货周转次数(次)	725.74	42.70	11.74	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.10	0.08	--
现金收入比(%)	99.92	100.62	100.81	115.18
主营业务利润率(%)	34.06	38.17	40.14	37.25
总资本收益率(%)	4.49	3.18	2.64	--
净资产收益率(%)	3.03	0.63	0.11	--
长期债务资本化比率(%)	64.97	73.00	75.66	72.32
全部债务资本化比率(%)	65.55	73.49	77.28	72.42
资产负债率(%)	67.22	76.63	79.53	79.75
流动比率(%)	199.82	284.51	161.90	196.79
速动比率(%)	199.55	280.98	157.28	190.35
经营现金流流动负债比(%)	249.61	96.31	42.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	2.06	2.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.45	9.91	13.69	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。