

信用等级公告

联合[2008] 275 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 2008 年度 15 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
2008 年度 15 亿元企业债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年九月十一日



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2008 年度 15 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: AA⁺

发行额度: 15 亿元

发行期限: 5 年

评级时间: 2008 年 9 月 11 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 6 月
资产总额 (亿元)	160.82	257.50	310.29	325.12
所有者权益 (亿元)	58.92	85.31	103.71	107.27
长期债务 (亿元)	100.90	159.56	199.74	204.36
全部债务 (亿元)	100.90	159.56	199.74	205.36
主营业务收入 (亿元)	12.28	17.36	23.38	18.17
净利润 (亿元)	2.51	0.80	1.27	3.56
EBITDA (亿元)	9.37	13.99	19.13	--
经营性净现金流 (亿元)	9.88	14.63	21.30	14.69
主营业务利润率 (%)	49.15	53.12	54.62	56.49
净资产收益率 (%)	4.26	0.94	1.22	--
资产负债率 (%)	63.36	66.87	66.58	67.01
全部债务资本化比率 (%)	63.13	65.16	65.82	65.69
流动比率 (%)	728.92	139.31	546.21	515.80
全部债务/EBITDA (倍)	10.77	11.40	10.44	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.13	1.79	1.83	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.62	0.93	1.28	--

注: 全部债务资本化比率为调整后数据, 2008 年 6 月财务数据未经审计。

分析师

张晓斌

010-85679696-8839

zhangxb@lianheratings.com.cn

孙恒志

010-85679696-8810

sunhz@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司 (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特许经营大型国有独资企业, 在规模优势、区域地位及政府支持等方面具备的优势。同时联合资信关注到公司债务负担重、盈利能力弱等造成的不利影响。

由于内蒙古地区经济的快速增长、车流量的自然增长率及计重收费政策的实施, 2008 年以来公司收入规模及盈利能力有所增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券以设立高速公路收费收入账户作为偿还本息的保证, 同时由中国投资担保有限公司 (以下简称“中投保”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 监管账户的设立和中投保的担保进一步提升了本期债券偿还的安全性。

综合看, 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. 公司规模优势明显, 主营业务在区域内居垄断地位。
3. 公司能得到内蒙古交通厅在产业政策、税收优惠等方面的有力支持, 具有较大发展潜力。
4. 2008 年以来, 由于车流量的增长和计重收费政策的实施, 公司业务规模快速增长, 盈利能力大幅提高。
5. 公司设立了高速公路收费监管账户, 监管



账户的设立提升了本期债券的安全性。

6. 本期债券由中投保提供担保，中投保的实力强，可以进一步提升本期债券的安全性。

关注

1. 公司资产负债率较高，债务负担重，债务结构有待改善。
2. 公司利息支出逐年增长，导致整体盈利能力弱。
3. 未来几年，公司投资规模较大，对外筹资压力较大。

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 2008 年度 15 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：对内蒙古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、呼和浩特和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；公司接管巴彦淖尔、乌海收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，新组建全资子公司内蒙古高路绿化有限责任公司，参股内蒙古高速石油销售有限责任公司（持股49%）。截至2007年底，公司下设7个分公司，拥有员工5800人。

截至2007年底，公司（合并）资产总额310.29亿元，负债总额206.58亿元，所有者权益103.71亿元；2007年公司实现主营业务收入23.38亿元，净利润1.27亿元。

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：包建设。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2008年发行人民币债券15亿元，债券期限为5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。

本期债券以设立高速公路收费收入账户作为偿还本息的保证，同时由中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金15亿元，全部用于包头至树林召高速公路和乌兰浩特至白城公路的建设，上述项目投资总额29.45亿元，其中本期发债额度占投资总额的50.93%。

包头至树林召高速公路

包头至树林召公路起自包头沙尔沁，接已建成的丹东至拉萨国道主干线呼和浩特至包头高速公路，全长约38公里，其中黄河大桥长约5.5公里。该项目总投资约18.7亿元，其中静态投资16亿元，其中国家安排中央专项基金（车购税）4.68亿，内蒙古自治区公路建设资金安排2.72亿元作为项目资本金，共计7.4亿元，约占总投资的39.6%；其余11.3亿元资金利用银行贷款和本期债券募集资金解决。

该项目已经国家发展和改革委员会发改交运[2006]2560号文件《国家发展改革委关于内蒙古自治区包头至树林召公路可行性研究报告的批复》审核通过。该项目环境影响评估报告经国家环境保护总局环审[2006]183号文件《关于省际通道包头至树林召公路环境影响报告书的批复》审核通过。该项目用地经国土资源部国土资预审字[2006]130号文件《关于西部开发省际通道包头至树林召公路建设用地预审意见的复函》审核通过；该项目水土保持方案经水利部水保函[2006]384号文件《关于西部开发省际通道包头至树林召公路水土保持方案的复函》审核通过。

该项目已于2006年8月开工，拟于2009年8月建成通车，总工期36个月。该项目全部投资内部收益率为7.82%，投资回收期为14.2年，项目自有资金内部收益率为4.10%，投资回收期为

19.8年。

乌兰浩特至白城公路

该项目起于内蒙古自治区兴安盟与吉林省白城交界处的石头井子，终点止于乌兰浩特东，与阿容旗至北海省际通道新林北至乌兰浩特公路相接，建设规模主线35公里。该项目投资估算10.75亿元，拟申请国家安排中央专项基金2.45亿元，发行人自筹1.32亿元，其余6.98亿元通过银行贷款和本期债券募集资金解决。

该项目经国家发展和改革委员会发改交运【2008】1322号文件审核通过。该项目环境影响评估报告经国家环境保护总局环审[2007]265号文件《关于国家高速公路网珲春至乌兰浩特公路石头井子至乌兰浩特段环境影响报告表的批复》审核通过。该项目水土保持方案经内蒙古自治区水利厅内水保[2006]201号文件《内蒙古自治区水利厅关于石头井子（蒙吉界）至乌兰浩特段公路水土保持方案报告书的批复》审核通过；该项目用地经国土资源部国土资预审字[2007]198号文件《关于珲春至乌兰浩特公路石头井子（蒙吉界）至乌兰浩特段工程建设用地预审意见的复函》审核通过。

该于2007年开始动工建设，2009年建成通车。该项目全部投资内部收益率为7.65%，投资回收期为18.37年；项目自有资金内部收益率为4.83%，投资回收期为22.82年。

综合来看，上述项目用于内蒙古自治区公路建设项目，符合国家产业政策，项目建成后，对改善内蒙古自治区现有交通状况，实现区域经几跨越式发展具有重要意义。

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

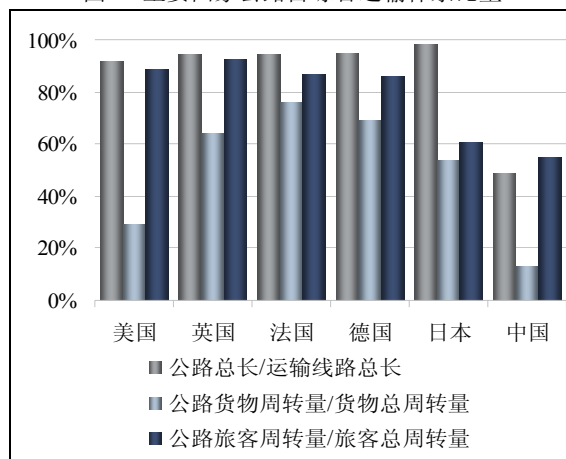
交通是国民经济的基础产业，公路交通是

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，中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。据交通部统计，截至2007年底，中国公路总里程达358.37万公里，较2006年增加12.67万公里。其中国道占3.83%，省道占7.12%，县道占14.35%，乡道占27.86%，专用公路占1.59%，村道占45.25%。中国高等级公路通车里程达253.54公里，占公路总里程的70.70%，较2006年末提高4.7个百分点。综合来看，近年来中国公路建设保持了稳定的增长态势。

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）

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），中国公路

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。

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。

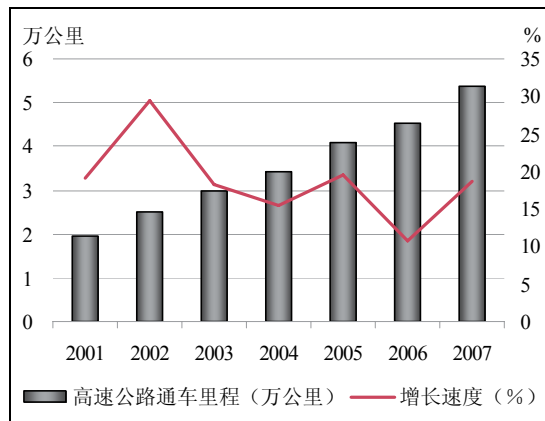
二十世纪二三十年代，意大利和德国修建了世界上最早的高速公路，但受经济发展程度和战争的影响，全球高速公路总体发展较为缓慢。二战结束后，伴随着经济的持续快速增长和汽车工业的兴起，美国、西欧、日本等西方发达国家相继进入了高速公路大规模发展的黄金时期。

相比西方发达国家的高速公路的建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段年通车里程基本保持在3000～5000公里之间。

截至2005年底，中国“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年中国“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，中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，2001年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，据交通运输部报道，截至2007年底，中国高速公路通车里程达5.39万平方公里，仅次于美国位居世界第二位。

图2 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路也为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇（而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇）；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模

跨省贯通，但仍存在大量的“断头路”，中国高速公路的网络化任务依然艰巨。

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。

中国高速公路收费始于 20 世纪 80 年代初期，1981 年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了中国“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，中国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越式发展。

据交通部统计，中国自实施收费公路政策以来，共筹集了 8000 多亿的建设资金，目前已建成的所有高速公路、70% 的一级公路、50% 的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的，如果不实施收费公路政策，中国公路建设将比现在滞后 20 年。可见，没有收费公路政策中国公路和国民经济的健康发展势必将受到较大影响。

2004 年 12 月，交通部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的通知》，要求各省对 10 吨以上货车收费下调 20%~30%，这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005 年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出，未来二十年中国将新建高

速公路 4 万公里，静态投资需求约为 2 万亿元人民币（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。

关于可能开征的燃油税，从目前情况分析暂时并不会影响收费高速公路通行费的正常收取。征收燃油税将可能增加公路运输成本，抑制人们的出行欲望并导致客货流转移到其他运输方式。预计若征收的燃油税较高，短期会对运输需求有抑制和挤出效应，但车流量将很快恢复正常增长。随着燃油成本的上升，高速公路的节油优势将得到明显体现，因此预计将会有部分车辆从普通公路分流到高速公路上来。

4. 发展规划

2005 年 1 月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均 30 分钟上高速，中部地区平均 1 小时上高速，西部地区平均 2 小时上高速，2020 年高速公路总里程达到 8.5 万公里，连接所有人口在 20 万以上的城市，基本形成国家高速公路网（“7918 网”）。

根据国家高速公路网的规划，到 2010 年，中国将建成高速公路 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。

总体看，“十一五”期间，中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。根据内蒙古自治区交通厅提供的数据，截至2007年底，内蒙古公路通车里程达到13.8万公里，其中高速公路达到1768公里，新增513公里；高等级公路通车里程突破1.5万公里；农村牧区公路建设完成1.8万余公里，内蒙古乡镇、苏木通油路率达到81%，行政村、嘎查通公路率达到63.4%。

“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。

据新华网报道，2007年内蒙古全区GDP完成6018.81亿元，同比增长19%。随着全区经济快速发展，2007年内蒙古财政收入再上新台阶，据内蒙古财政厅、统计局统计，2007年全区财政总收入1018亿元，比2005年增收306亿元，增长42.8%。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。

“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。

目前中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，资产规模居全区大型国有企业第2位。截至2007年底，公司投入营运的高等级公路里程2772.449公里，其中高速公路通车里程1337.625公里，约占全区高速公路的90%，一级公路121.326公里，约占全区一级公路的0.5%，二级公路通车里程1313.498公里，约占全区二级公路的15%。

2. 人员素质

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55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58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。

截至2007年底，公司拥有员工5800人（其

中本部员工 171 人), 其中正式员工 2937 人, 临时员工 2834 人, 需要承担退休费用人员 29 人。截至 2007 年底, 公司管理人员共计 806 人, 从职称分布来看, 公司管理人员中高级职称占 13.17%, 中级职称占 42.61%, 初级职称占 44.22%; 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。

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, 发展外部环境较好。

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, 在党委会下设有党办、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

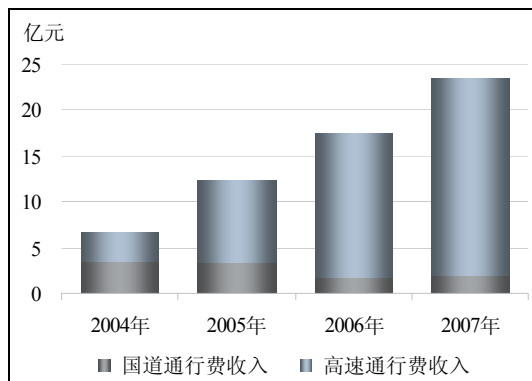
公路建设、融资和管理经验，已基本建立了一整套管理制度，并不断强化内部管理，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险较低。

国道通行费收入较前两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。

六、生产经营

1. 收入构成

图3 近四年公司主营业务收入情况



资料来源：公司年报

注：因一级公路通行费收入规模较小，公司将其纳入高速公路通行费口径合并统计

公司经营的核心业务是高等级公路投资、建设、经营和管理。2007年，公司实现主营业务收入233827.76万元，其中国道通行费收入占7.84%，高速公路通行费收入占92.16%，公司主营业务突出（参见图3）。公司2006年、2007年

2. 业务经营

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2007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、白集丰高速、110国道（附道）、210（附道）、208国道（附道）和二塞一级公路。截至2007年底，公司投入营运的高等级公路里程2772.449公里，其中高速公路通车里程1337.625公里，约占全区高速公路的90%，一级公路121.326公里，约占全区一级公路的0.5%，二级公路通车里程1313.498公里，约占全区二级公路的15%。

表1 2005年~2007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	2007年	变动率 (%)	2005年	2006年	2007年	变动率 (%)
呼集老高速公路	2290556	2933156	3395112	21.75	27147.71	51730.09	68913.86	59.33
呼包高速公路	2980864	3181224	4081643	17.02	19527.1	27845.08	45099.86	51.97
包东高速公路	7937934	9112883	9692048	10.50	23610.11	23305.71	22477.58	-2.43
哈磴高速公路	110489	1561520	2044422	330.16	1293.36	22034.56	32588.61	401.96
包头过境	1003566	1151678	1113591	5.34	12404.72	14533.36	13631.20	4.83
110国道(辅道)	6604066	948605	1092530	-59.33	25658.38	7322.71	9799.38	-38.20
东苏高速公路	180786	1620247	1678951	204.75	329.57	7460.8	8207.30	399.03
新麻高速公路	299240	947300	1512400	124.81	1425.01	5553.38	8961.75	150.78
208国道(附道)	2127400	619500	341100	-59.96	3702.38	3528.13	2302.15	-21.15
210国道(附道)	1753778	2489869	2198541	11.96	4294.22	6476.44	6236.79	20.51
磴巴高速公路	296940	401698	336253	6.41	2481.26	2278.69	2980.88	9.98
巴新高速公路	172940	275100	356200	43.52	884.11	1537.51	2345.99	62.90
二塞一级公路			230100	--			1298.33	--
白集丰高速公路			925700	--			8984.08	--
合计	25758559	25242780	28998591	6.10	122757.93	173606.46	233827.76	37.86

资料来源：公司提供，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。

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,2005年~2007年公司通行费收入持续增长。2005年~2007年,公司经营公路车流量年均增长6.10%,2007年为2899.86万辆,其中2006年较2005年下降的原因是公司对经营的110国道和208国道道路进行整修所致。从通行费收入来看,2005年~2007年公司道路通行费收入年均复合增长37.86%,保持较快增长态势。

由于内蒙古地区经济的快速增长、车流量的自然增长率及计重收费政策的实施,导致公司经营情况及盈利能力有较大提高。公司2008年第一季度车流量为744.66万辆,较2007年同比增长28.78%。

表2 内蒙古2006年3月1日~2007年11月30日
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

表2是内蒙古自治区2006年3月1日~2007年11月30日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。

经内蒙古自治区人民政府同意,内蒙古自治区交通厅和发改委批准联合下发《内蒙古自治区部分高等级收费公路载货类汽车计重收费实施办法》的通知(内交发[2007]614号),自2007年12月1日零时起,公司下属的110国道(辅道)、210国道(辅道)和208国道(辅道)实施计重收费,试行期一年。计重收费政策的实施,有望提高公司上述高等级公路的收入水平。

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。截至2007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。

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,竞争力强;近年来经营稳定,营业收入快速增长。

3. 经营效率

2005年~2007年,公司资产总额年均复合增长38.90%,所有者权益年均复合增长32.67%,主营业务收入年均复合增长38.01%,利润总额年均复合下降22.33%。总体看,公司增长质量一般。

2005年~2007年,公司的总资产周转次数分别为0.11次、0.08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。

4. 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13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。

公司主要在建项目见表3。从表3可以看出，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，2008年~2010年投资额度分别为500368.00万元、319523.00万元和57200.00万元，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（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”期间公司在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设规模	建设年限	剩余投资	2008年	2009年	2010年
1	临河过境高速公路	高速 53KM	2006-2008	76368	76368		
2	包头树林召高速公路	高速 38KM	2007-2009	143359	98000	45359	
3	G304 鲁北至霍林河一级公路	一级 153KM、支线二 14.6KM	2007-2009	88022	58000	30022	
4	G203 乌兰浩特至零点一级公路	一级 192KM	2007-2009	188071	98000	90071	
5	G203 零点至阿尔山一级公路	一级一幅 61KM	2007-2009	74071	50000	24071	
6	白彦花至霍林郭勒一级公路	一级 104KM	2008-2010	197000	90000	70000	37000
7	乌兰浩特至白城子高速公路	高速 35KM、支线一级 6KM	2008-2010	110200	30000	60000	20200
合 计		--	--	877091	500368	319523	57200

资料来源：公司提供，投资总额为尚需投入资金

公司未来三年盈利预测见表4。公司2007年实现主营业务收入233827.76万元，实现利润总额15896.89万元。未来几年，随着在建及改建高等级公路的陆续通车以及收费方式的改变，预计公司主营业务收入规模将大幅上涨，主营业务的盈利能力也将大幅提升，预计2008~2010年的主营业务收入增长率分别为38.06%、20.00%和20.00%。

由于公司公路建设需要依靠贷款融资，且目前正处于一个贷款加息期，每年的利息支出额度大，预计公司的整体盈利水平仍然弱。

投资方面，未来三年，由于在建项目投资额度较大，主要以高速公路、高等级公路建设为主（见表3），项目建设资金安排方面，中央

投资车购税补贴和自治区养路费补贴纳入的项目资本金合计217700.00万元，占公司未来总投资的24.82%。其余资金全部以银行借款和公司自有资金解决。整体看公司对外筹资压力较大。

在不考虑未来三年新通车公路收费收入的前提下，公司保守估计2011年相对2010年收费收入增长率为4.03%，2012~2013年收费增长率为零，即2001~2013年公司主营业务收入均为483602.00万元。

债务负担方面，公司计划发行短期融资券以改善债务结构，预计整体债务规模将略有增加，全部债务资本化比率维持在70%左右。未来几年公司债务负担仍处于较高水平。

表4 公司未来3年经营预测

项目（万元）	2006年	2007年	2008年6月	2008年E	2009年E	2010年E
计划投资	--	--	--	500368.00	319523.00	57200.00
主营业务收入	173606.46	233827.76	181668.67	322822.61	387387.13	464864.55
利润总额	9528.63	15896.89	35561.00	50000.00	70000.00	90000.00
净利润	8008.35	13410.77	35561.00	33500.00	46900.00	60300.00
预计折旧	52247.32	70689.62	--	77008.83	84709.72	93180.69
预计摊销	71.59	83.93	--	5880.50	5880.50	5880.50
利息支出	78094.00	103715.64	--	135840	138389	128115
EBITDA	139431.49	190386.07	--	268729.33	298979.22	317176.19
短期债务	0.00	0.00	10000.00	200000.00	250000.00	300000.00

长期债务	1595559.00	1997356.34	2043620.41	2100000.00	2150000.00	2000000.00
全部债务	1595559.00	1997356.34	2053620.41	2300000.00	2400000.00	2300000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益	853051.48	1037796.59	1072711.56	1071296.59	1118196.59	1178496.59
指标	2006年	2007年	2008年6月	2008年	2009年	2010年
全部债务资本化比率(%)	65.16	65.82	65.69	68.22	68.22	66.12
净资产收益率(%)	0.94	1.22	3.32	3.13	4.19	5.12
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	1.83	--	1.98	2.16	2.48
全部债务/EBITDA(倍)	11.40	10.44	--	8.56	8.03	7.25

资料来源：公司提供，其中2006年、2007年、2008年6月为实际数，2008年~2010年为预测数。

“十一五”期间，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，公司主营业务收入有望增长，发展前景较好。

整体看，表4公司未来经营数据预测有些保守相对保守，但债务规模方面还需根据中央和地方财政支持的项目资本金实际到位情况有所调整。因此公司未来债务水平和债务负担存在一定的不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005年~2007年财务报表已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

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《内蒙古交通厅关于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。

截至2007年底，公司（合并）资产总额310.29亿元，负债总额206.58亿元，所有者权益103.71亿元；2007年公司实现主营业务收入23.38亿元，净利润1.27亿元。

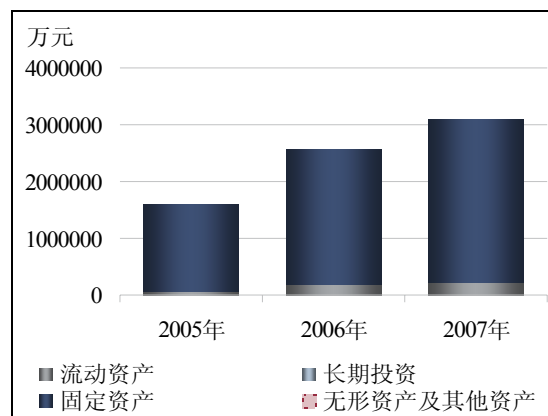
截至2008年6月底，公司（合并）资产总额

325.12亿元，所有者权益107.27亿元；2008年上半年公司实现主营业务收入18.17亿元，净利润3.56亿元。

2. 资产质量

2005年~2007年，公司资产总额年均复合增长38.90%，资产构成基本稳定（参见图4），资产总额增长较快的原因是合并范围增加所致。截至2007年底，公司资产总额310.29亿元，其中流动资产占6.86%，长期投资占0.05%，固定资产占92.84%，无形资产及其他资产占0.25%，公司资产以固定资产为主。

图4 2005年~2007年公司资产构成



资料来源：公司年报

截至2007年底，公司流动资产合计21.29亿元，其中货币资金占94.14%，其他应收款占5.12%，预付账款占0.71%，存货占0.03%，以货币资金为主。

2005年~2007年，公司货币资金年均复合增长72.94%，2007年底为20.04亿元。

2005年~2007年，公司其他应收款年均复合增长40.94%，2007年底为1.09亿元，其中1年

以内占58.15%，1~2年占1.09%，2~3年占39.13%，3年以上占1.63%。截至2007年底，公司应收内蒙古交通厅0.49亿元，占2007年其他应收款总额的45.04%，主要为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。2007年，公司对其他应收款提取0.17亿元坏账准备，坏账提取较为充分。

截至2007年底，公司预付账款0.15亿元，较2006年增加0.10亿元，主要是根据内蒙古自治区审计厅内审投决[2006]75号审计决定书，将原巴颜淖尔市、包头市、呼和浩特市、乌兰察布市高速公路管理处事业账报表纳入公司核算体系所致。

截至2007年底，公司长期投资0.16亿元，全部是对内蒙古高速石油销售有限责任公司的投资，公司持股49.00%。

2005年~2007年，公司固定资产原值年均复合增长34.21%，主要是合并范围扩大，相应增加公路及附属设施所致。截至2007年底，公司固定资产原值292.57亿元，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，2007年底合计金额为277.85亿元。截至2007年底，公司累计折旧22.09亿元，固定资产成新率为92.45%，固定资产质量较高。

截至2007年底，公司在建工程17.58亿元，主要是210国道改建工程、包头至树林召高速公路工程、临河过境公路工程、110国道改扩建工程、国道304线鲁霍一级公路工程、乌兰浩特至零点公路、零点至阿尔山公路等。

截至2007年，公司无形资产为0.77亿元，其中土地使用权为0.75亿元。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。

截至2008年6月底，公司资产总额325.12亿元，较年初增长4.78%，其中流动资产占12.13%，长期投资占0.05%，固定资产占87.58%，无形资产及其他资产占0.24%。

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，资产流动性较弱，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至2007年底，公司所有者权益103.71亿元，其中实收资本占95.58%，资本公积占0.01%，盈余公积占0.68%，未分配利润3.73%，公司所有者权益以实收资本为主，稳定性好。

2007年，公司实收资本较2006年增加17.13亿元，主要是因为：①2007年9月，根据内蒙古交通厅财审处公路投资情况：将208国道移交入账（该项目尚未办理竣工决算），其中暂估固定资产44.66亿元，长期应付款27.98亿元，实收资本16.67亿元；②2007年12月，根据内蒙古自治区审计厅内审投决[2006]75号审计决定书，并入原巴颜淖尔市、包头市、呼和浩特市、乌兰察布市高速公路管理处事业账，增加实收资本0.36亿元。

2005年~2007年，公司负债总额年均复合增长42.38%，主要是增加合并范围，相应增加负债所致。截至2007年底，公司负债总额206.58亿元，其中流动负债占1.89%，长期负债占98.11%。公司债务以长期负债为主，债务结构有待改善。

截至2007年底，公司流动负债3.90亿元，其中占比超过5%以上的科目包括其他应付款占44.27%，应付账款占34.43%，应交税金占12.46%，应付工资占7.39%。

截至2007年底，公司其他应付款1.73亿

元，较 2006 年下降较大，主要是将暂估资产 208 国道二连浩特至赛汗塔拉段 10.15 亿元资产转入实收资本所致。

截至 2007 年底，公司长期负债 202.68 亿元，其中长期借款占 94.54%，应付债券占 4.01%（公司于 2007 年 9 月发行 8 亿元 10 年期企业债券），专项应付款占 1.45%。

截至 2007 年底，公司长期借款 191.62 亿元，其中银行信用借款 2.00 亿元，质押借款 14.48 亿元，应付内蒙古交通厅借款 175.14 亿元（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。

2005 年～2007 年，公司负债水平有所增加，2007 年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.58%、65.82% 和 65.82%，公司负债水平较高，债务负担重。截至 2008 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 67.01%、65.69% 和 65.58%。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 公司与同行业企业比较（2007 年数据）

企业名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）
广东省交通集团有限公司	1272.58	66.77	62.66
江苏交通控股有限公司	1290.85	71.01	70.01
浙江省交通投资集团有限公司	1035.34	66.41	58.73
福建省高路公路有限责任公司	739.08	61.28	56.74
陕西省高速公路建设集团公司	386.92	88.40	84.56
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	310.29	66.58	65.82
深圳高速公路股份有限公司	152.00	47.45	41.80
山东高速公路股份有限公司	116.58	28.49	17.76
江西赣粤高速公路股份有限公司	116.04	41.74	26.04
四川成渝高速公路股份有限公司	76.28	29.89	27.24

资料来源：www.chinabond.com.cn

4. 盈利能力

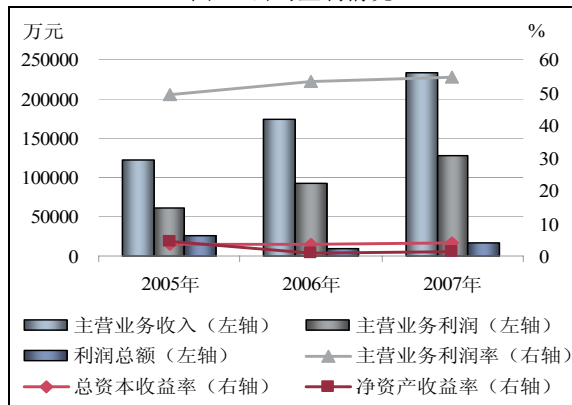
2005 年～2007 年，受建成通车路段增长和车流量增加影响，公司主营业务收入、主营业务利润增长较快，年复合增长率分别为 38.01% 和 45.49%，2007 年公司实现主营业务收入和主营业务利润分别为 23.38 亿元和 12.77 亿元。2005

年～2007 年，公司主营业务利润率分别为 49.15%、53.12% 和 54.62%，公司主营业务盈利能力强（参见图 5）。

由于 2005 年～2007 年公司财务费用年均复合增长 87.46%，2007 年为 10.37 亿元，造成公司整体盈利水平处于较低水平。2005 年～2007 年，

公司总资本收益率分别为3.45%、3.52%和3.87%，净资产收益率分别为4.26%、0.94%和1.22%。

图5 公司盈利情况



资料来源：公司年报

由于车流量的增长和计重收费的实施，2008年上半年公司主营业务收入、主营业务利润、营业利润及利润总额较2007年同期均呈现快速增长，分别为18.17亿元、10.26亿元、3.56亿元和3.56亿元，盈利能力大幅提升。

总体看，公司主营业务盈利能力强，但整体盈利能力弱。

从未来发展看，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

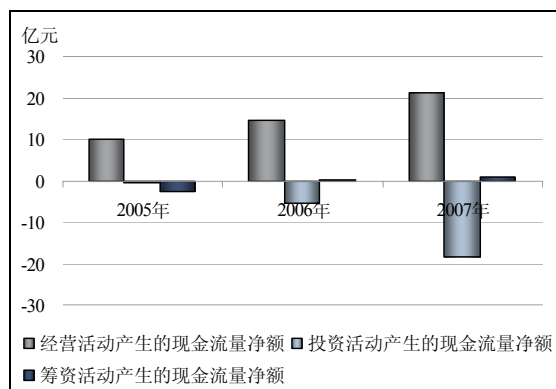
从经营活动来看，公司主营业务收入全部来源为车辆通行费收入，随着公司新增道路开通运营和整体车流量稳定增长，其经营活动产生的现金流入规模大，且保持了较好的稳定增长势头，2007年公司经营活动产生的现金流入达到25.34亿元，年均复合增长42.58%。2005年~2007年，公司现金收入比分别为100.23%、100.43%和104.95%，公司现金回流情况正常。受经营规模扩大影响，2005年~2007年经营活动产生的现金流出逐年增长，2007年公司经营活动产生的现金流量净额为21.30亿元，三年复合增长率为46.85%。

从投资活动来看，2005年~2006年，公司固定资产投资较少，2007年公司对固定资产投资支出较前两年增加较大，为18.36亿元，主要是对110国道线改扩建工程、临河国境公路工程、210国道改建工程项目投资支出。2005年~2007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。

2005年~2007年，公司筹资活动前现金流量净额分别为9.22亿元、9.35亿元和2.96亿元，公司经营活动现金流能满足公司投资需求。

从筹资活动来看，2005年~2007年，公司筹资活动现金流入量逐年增加，2007年公司筹资活动现金流入为18.58亿元，其中主要是银行借款和发行8亿元企业债券；筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2005~2007年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.58亿元、0.30亿元和0.74亿元。

图6 公司现金流状况



资料来源：公司年报

综合来看，近年来，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，筹资压力有上升趋势，但尚保持在合理水平。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司债务以长期为主，短期债务所占比例很小，2007年底

流动比率和速动比率分别为 546.21% 和 546.07%，2008 年 6 月底分别为 515.80% 和 515.34%，公司短期支付能力强。

从长期偿债能力指标看，2005 年～2007 年公司 EBITDA 逐年增长，2005 年～2007 年公司 EBITDA 分别为 9.37 亿元、13.99 亿元和 19.13 亿元。2005 年～2007 年，公司 EBITDA 利息倍数有所波动，2007 年为 1.83 倍，EBITDA 对利息保护能力较差，公司 EBITDA 利息倍数较 2005 年下降较大的原因是利息支出增加所致；2005 年～2007 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 10.77 倍、11.40 倍和 10.44 倍；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，由于财务费用支出金额大，造成整体盈利能力弱，公司整体债务偿还能力较弱。

截至 2008 年 8 月底，公司对包头市公路建设开发有限责任公司提供 1.00 亿元担保，期限 2 年，担保比率为 0.96%。

八、本期债券的偿还

本期债券额度占公司 2008 年 6 月底总债务的 7.30%，对公司债务影响较小。

截至 2008 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.01% 和 65.69%，以公司 2008 年 6 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期企业债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 68.46% 和 67.26%，公司债务负担有所加重。

2005 年～2007 年，公司实现 EBITDA 分别为本期债券发行额度的 0.62 倍、0.93 倍和 1.28 倍，按照目前的盈利水平，公司对本期债券偿还能力尚可。

截至 2007 年底，公司现金类资产（货币资金+应收票据+交易性金融资产）为 20.04 亿元，是本期 20 亿元企业债券发行额度的 1.34 倍，公司现金类资产对本期企业债券保障能力较好。

2007 年，公司经营活动现金流入量为 25.34 亿元，经营活动产生的现金流量净额 21.30 亿元，分别为本期 15 亿元企业债券发行额度的 1.69 倍和 1.42 倍，公司经营活动现金流对本期企业债券的覆盖程度较高。

总体看，公司对本期债券保障程度较高。

九、债权保护条款

公司通过高速公路收费收入账户和中投保担保对本期债券的偿还进行保证。

账户监管协议

2008 年 9 月 11 日，公司与中投保、中国工商银行股份有限公司呼和浩特车站支行（以下简称“工行”）签订了账户监管协议，主要内容如下：

（一）公司将在工行开立“监管账户壹”和“监管账户贰”。

公司保证，在中投保发出《监管账户解除函》之前，“监管账户壹”为公司收费的唯一账户，公司未经中投保书面同意不得更换或取消此账户或在其他任何银行开立收费账户。

（二）资金使用

1. 公司在本期债券的每个付息日前 15 个工作日确保“监管账户贰”内资金足额支付本期利息。若监管账户贰内资金不足以支付本期债券本年利息的，工行须以书面形式通知中投保。在收到书面通知之后，中投保向公司、工行双方以书面方式发出《账户限制通知》。工行在收到《账户相知通知函》后协助中投保共同对“监管账户壹”实施限制，在限制期内该账户资金仅用于本期债券利息的提取。公司在收到中投保发出的《账户限制通知函》之日起，如需使用账户内资金必须提前向中投保进行申请，取得中投保出具的《付款确认函》之后，方可使用账户内资金。

2. 公司在本期债券到期日前 150 日开始提取本期债券还本资金，并确保在债券到期日前

120日“监管账户贰”内资金不低于1.5亿元人民币，在债券到期日前90日内“监管账户贰”内资金不低于4亿元人民币，在债券到期日前60日内“监管账户贰”内资金不低于7.5亿元人民币，在债券到期日前30日内“监管账户贰”内资金不低于11亿元人民币，在债券到期日前15日“监管账户贰”内资金不低于15亿元人民币。若“监管账户贰”内资金在规定时限内未达到约定数额，中投保向公司、工行以书面形式发出《账户限制通知函》。工行在收到《账户限制通知函》后协助中投保共同对“监管账户壹”实施限制，在限制期内该账户资金使用用于本期债券还本付息的提取。

3. 公司自收到中投保发出的《账户限制通知函》之日起，如需使用账户内资金必须提前向中投保进行申请，取得中投保出具的《付款确认函》之后，方可使用账户内资金。

根据同等信用级别企业债券的平均利率水平5.20%测算，本期债券最后一年到期本息合计为15.78亿元。从公司的经营预测情况来看，公司2013年实现营业收入48.36亿元，折合4.03亿元/月。假设在债券到期日前120日“监管账户贰”内资金低于1.5亿元人民币，按照协议将对“监管账户壹”实施限制，并提取剩余120天的高速收费收入用于本期还本付息，折合为16.12亿元，可以覆盖本期债券本息；假设在债券到期日前90日“监管账户贰”内资金低于4亿元人民币，按照协议将取剩余90天的高速收费收入折合12.09亿元用于本期还本付息，加上“监管账户贰”中1.5亿元资金，合计可用于还款的金额为13.59亿元，与本息总额的差距为2.19亿元；依此类推，假设在债券到期日前60日“监管账户贰”内资金低于7.5亿元人民币，合计可用于还款的金额为12.06亿元，与本息差距3.72亿元，假设在债券到期日前30日“监管账户贰”内资金低于11亿元人民币，合计可用于还款的金额为11.53亿元，差距为4.25亿元。

总体来看，上述保障措施在本期债券到期

日前90日、前60日、前30日几个时点均不能完全保障本期债券本息的安全，但资金缺口数不大，考虑到本期债券将在五年后进行偿还，公司对未来经营预测较为保守，届时“监管账户壹”内的资金对本期债券本金的覆盖程度将有可能超过预测数值。

中投保担保

担保条款

根据公司与中投保签订的担保协议书和中投保出具的担保函，中投保为本次债券的金融担保机构，为公司本次发行的15亿元企业债券的还本付息提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。

担保人概况

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于1993年12月4日在中国工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金50000万元，2000年公司注册资本增至66450万元。2006年，经国务院批准，中投保整体并入国家开发投资公司，注册资本增至300000万元，其中国家开发银行实际提供资本金233550万元。

中投保经营范围：投资担保；担保及担保的评审、培训、策划、咨询服务；实业项目的投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；技术成果及展览；仓储服务；组织、主办会议及交流活动等。

目前，中投保内设办公室、计划财务部、审计办公室、人力资源部等管理部门以及担保业务管理中心、研究开发管理中心、投资与资产管理中心、咨询与法律管理中心等4个管理中心。公司在上海与大连共设立了3家分公司。

经联合资信评估有限公司评定，中投保主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。（中

投保主体评级报告见附件)。

总体看，中投保的担保将提升本期债券本息偿还的安全性；同时，公司以高速公路收费收入作为本期债券本息偿还的资金来源，并且设立了监管账户壹（高速公路收费专户），可以起到进一步提升本期债券本息安全性的作用。虽然按照公司保守预测，监管账户内的资金在几个特定的时点不足以覆盖债券本息的全部金额，但高速公路收费专户由中投保负责监管，他们有动力切实履行好监管人的责任，其自身担保实力也比较强，债券到期时出现偿债资金不足覆盖债券本息的可能性非常低，本期债券的债项保护措施对债券本息安全的保障能力很强。

十、综合评价

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，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优势。近年来公司建成运营的高速公路通车里程持续增长，保持了良好的经营状况和发展态势。公司资产结构较合理，资产质量较好，近几年主营业务收入和营业利润快速增长，但债务负担重，偿债指标偏低。

本期债券设立了高速公路收费收入监管账户，同时由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。监管账户的设立和中投保的担保进一步提升本期债券偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1-1 资产负债表（资产类）

（单位：万元）

资 产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
流动资产					
货币资金	66999.27	163475.37	200390.79	72.94	277995.23
短期投资					
应收票据					
应收股利					
应收利息					
应收账款					
其他应收款	5488.76	9688.95	10903.23	40.94	17785.23
预付账款	73.55	514.14	1518.30	354.35	98271.83
期货保证金					
应收补贴款					
应收出口退税					
存货	20.63	43.32	54.81	62.99	348.39
待摊费用					
其他流动资产					
流动资产合计	72582.21	173721.78	212867.13	71.25	394409.52
长期投资					
长期股权投资		892.63	1641.92		1641.92
长期债权投资					
长期投资合计		892.63	1641.92		1641.92
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
长期投资净额		892.63	1641.92		1641.92
固定资产					
固定资产原值	1624268.73	2489979.39	2925690.23	34.21	2927985.73
减：累计折旧	94183.79	146431.11	220860.52	53.13	285099.02
固定资产净值	1530084.95	2343548.28	2704829.71	32.96	2642886.71
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	1530084.95	2343548.28	2704829.71	32.96	2642886.71
工程物资					
在建工程	1219.30	50758.57	175780.09	1100.68	204591.13
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	1531304.25	2394306.85	2880609.80	37.15	2847477.83
无形资产及其他资产					
无形资产	4332.90	6070.51	7748.14	33.72	7708.05
长期待摊费用					
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	4332.90	6070.51	7748.14	33.72	7708.05
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	1608219.36	2574991.78	3102867.00	38.90	3251237.32

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
流动负债					10000.00
短期借款					
应付票据					
应付账款	1395.61	4558.12	13418.36	210.08	19153.66
预收账款	121.97	343.23	462.77	94.79	
应付工资	2241.76	2865.58	2879.77	13.34	109.66
应付福利费	525.48	1182.22		-100.00	915.63
应付利润（股利）					
应交税金	1596.81	3173.88	4853.49	-	2418.86
其他未交款	22.96	11.15	102.64	111.41	154.59
其他应付款	4052.95	112567.36	17254.23	106.33	43713.11
预提费用		2.67	0.43		0.18
预计负债					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
流动负债合计	9957.54	124704.21	38971.68	97.83	76465.69
长期负债					
长期借款	1009026.00	1595559.00	1916157.00	37.80	1962421.07
应付债券			81199.34	-	81199.34
长期应付款					
专项应付款		1677.08	29455.66	-	58439.66
其他长期负债					
长期负债合计	1009026.00	1597236.08	2026812.00	41.73	2102060.07
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	1018983.54	1721940.30	2065783.68	42.38	2178525.76
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	564147.75	819955.06	991215.75	32.55	991282.92
资本公积			73.65		73.65
盈余公积	5017.61	5818.45	7088.20	18.86	7088.28
未分配利润	20070.46	27277.97	38705.72	38.87	74266.71
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额					
所有者权益合计	589235.82	853051.48	1037083.31	32.67	1072711.56
负债及所有者权益合计	1608219.36	2574991.78	3102867.00	38.90	3251237.32

注：将“长期应付款”科目调整到“长期借款”科目

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
一、主营业务收入	122757.93	173606.46	233827.76	38.01	181668.67
减: 主营业务成本	57400.43	75224.56	97670.17	30.44	72401.69
主营业务税金及附加	5021.90	6156.37	8435.29	29.60	6633.51
二、主营业务利润	60335.59	92225.53	127722.30	45.49	102633.47
加: 其他业务利润	-106.19	-388.72	240.27		-38.19
减: 营业费用					
管理费用	4373.78	6471.30	9204.87	45.07	4105.96
财务费用	29504.98	76437.75	103683.50	87.46	62843.35
三、营业利润	26350.64	8927.76	15074.20	-24.37	35645.97
加: 投资收益		660.44	1147.54		
补贴收入					
营业外收入	2.22	21.90	25.09	235.94	1.05
减: 营业外支出	0.86	81.47	349.94	1919.54	86.02
加: 以前年度调整					
四、利润总额	26352.01	9528.63	15896.89	-22.33	35561.00
减: 所得税	1263.94	1520.28	3199.39	59.10	
减: 少数股东损益					
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	25088.07	8008.35	12697.50	-28.86	35561.00

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 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	123039.12	174358.28	245408.59	41.23	181773.17
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	7995.72	122.67	287.38
现金流入小计	124651.69	184973.24	253404.31	42.58	182465.12
购买商品、接受劳务支付的现金	8393.69	15063.83	16329.02	39.48	4174.66
支付给职工以及为职工支付的现金	5957.10	8303.94	9924.14	29.07	6073.87
支付的各项税费	4633.86	6156.37	8435.29	34.92	10394.27
支付的其他与经营活动有关的现金	6886.65	9193.09	5703.98	-8.99	14921.16
现金流出小计	25871.31	38717.23	40392.42	24.95	35563.97
经营活动产生的现金流量净额	98780.38	146256.01	213011.89	46.85	146901.15
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金		257.87	98.25		
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	98.25		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6611.41	53008.09	183551.43	426.90	86293.52
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	6611.41	53008.09	183551.43	426.90	86293.52
投资活动产生的现金流量净额	-6611.41	-52750.22	-183453.19	426.76	-86293.52
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	4214.00	1757.31	967.64	-52.08	
借款所收到的现金		60000.00	184800.00		151800.00
收到的其他与筹资活动有关的现金					
现金流入小计	4214.00	61757.31	185767.64	563.95	151800.00
偿还债务所支付的现金			74695.28		72570.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	29984.00	58787.00	103715.64	85.98	62233.19
支付的其他与筹资活动有关的现金					
现金流出小计	29984.00	58787.00	178410.92	143.93	134803.19
筹资活动产生的现金流量净额	-25770.00	2970.31	7356.72		16996.81
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	66398.97	96476.10	36915.42	-25.44	77604.44

附件 3-2 现金流量表补充资料

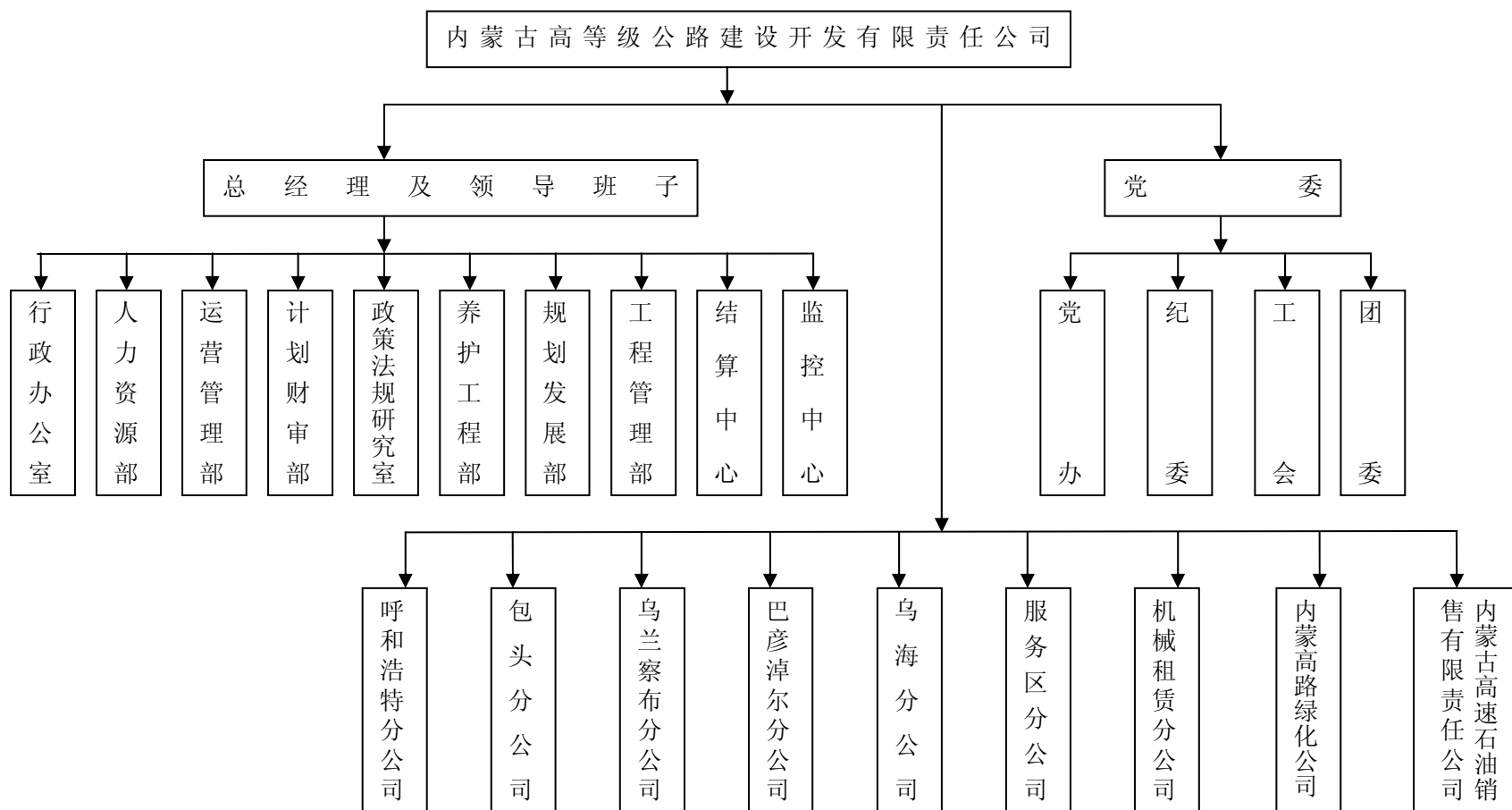
(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)	2008 年 6 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
其他					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	25088.07	8008.35	12697.50	-28.86	35561.00
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)					
加: 少数股东损益					
计提的资产减值准备		500.00	1151.42		
固定资产折旧	37353.79	52247.32	70689.62	37.57	64215.22
无形资产摊销	16.02	71.59	83.93	128.89	42.27
长期待摊费用摊销					
待摊费用减少(减:增加)					-7.33
预提费用增加(减:减少)		2.67	-2.24		-0.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)					
固定资产报废损失					
财务费用	29984.00	78094.00	104678.12	86.85	62843.35
投资损失(减:收益)		-660.44	-1148.37		
递延税款贷项(减:借项)					
存货的减少(减:增加)	-20.63	-22.69	-11.49	-25.37	-293.58
经营性应收项目的减少(减:增加)	-298.58	-4640.78	-3349.85	234.95	-45388.23
经营性应付项目的增加(减:减少)	6657.71	12656.00	28223.25	105.89	29928.70
其他					
经营性活动产生的现金流量净额	98780.38	146256.01	213011.89	46.85	146901.15
三、现金及现金等价物净增加情况					
现金的期末余额	66999.27	163475.37	200390.79	72.94	277995.23
减: 现金的期初余额	600.30	66999.27	163475.37	1550.22	200390.79
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	66398.97	96476.10	36915.42	-25.44	77604.44

附件 4 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	加权平均值	2008 年 6 月
1. 经营效率					
销售债权周转次数 (次)	2.19	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	0.92	2352.42	1990.50	1701.16	351.99
总资产周转次数 (次)	0.11	0.08	0.08	0.09	0.11
2. 盈利能力					
营业利润率 (%)	49.15	53.12	54.62	53.08	56.49
总资本收益率 (%)	3.45	3.52	3.87	3.68	1.14
净资产收益率 (%)	4.26	0.94	1.22	1.75	3.32
3. 财务构成					
长期债务资本化比率 (%)	63.13	65.16	65.82	65.09	65.58
全部债务资本化比率 (%)	63.13	65.16	65.82	65.09	65.69
资产负债率 (%)	63.36	66.87	66.58	66.02	67.01
4. 偿债能力					
流动比率 (%)	728.92	139.31	546.21	460.68	515.80
速动比率 (%)	728.71	139.27	546.07	460.56	515.34
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.13	1.79	1.83	2.08	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.77	11.40	10.44	10.79	--
现金偿债倍数 (倍)	0.45	1.09	1.34	1.08	1.85
5. 现金流					
现金收入比 (%)	100.23	100.43	104.95	102.65	100.06
利润现金比率 (%)	393.73	1826.29	1677.59	1465.43	413.10

附件 5 公司组织结构图



附件6 长期债信用等级的定义

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	
资产总额年年复合增长率	
净资产年年复合增长率	(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%
利润总额年年复合增长率	
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

关于内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2008 年度 15 亿元企业债券信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行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，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或担保方出现重大变化，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。

如内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司提供相关资料。

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古高等级公路建设开发有限责任公司、主管部门、交易机构等。


联合资信评估有限公司
二零零八年九月十一日

声 明

除因本次评级事项本评级机构与中国投资担保有限公司构成委托关系外，本机构及本机构评估人员与中国投资担保有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。本机构及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。本次信用评级结论是本机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国投资担保有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次信用评级报告仅用于相关决策参考，并不构成对投资者买卖或持有的建议，投资者据此做出的任何决策，本机构概不负责。本次评级结论有效期为一年，本机构将对中国投资担保有限公司进行定期和不定期跟踪评级。

联合资信评估有限公司

二零零八年一月二十四日

信用等级公告

联合信评字[2008] 035 号

联合资信评估有限公司通过对中国投资担保有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

中国投资担保有限公司主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年一月二十四日



中国投资担保有限公司

2008 年信用评级分析报告

评级结果

金融担保机构*主体长期信用等级 AA

评级时间

2008 年 1 月 24 日

主要数据:

项 目	2007 年 10 月
资产总额(万元)	416542.69
所有者权益(万元)	346503.18
净资本(万元)	305566.38
担保责任余额(万元)	650000.00
净利润(万元)	28670.73
净资产担保倍数(倍)	1.87
净资本担保倍数(倍)	2.13
资本覆盖率(%)	308.71
净资产收益率(%)	8.63

分析员

杨 杰

Tel: 010-85679696-8832

E-mail: yangjie@lianheratings.com.cn

张 凯

Tel: 010-85679696-8865

E-mail: zhangkai@lianheratings.com.cn

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiang@lianheratings.com.cn

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

Fax: 8610-85679228

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: //www.lianheratings.com.cn

*金融担保机构是指为债券、金融衍生产品、结构化融资工具等资本市场金融产品提供增信服务的专业担保机构。

评估观点

基于中国投资担保有限公司(以下简称“公司”)的治理结构及内部风险控制机制,担保与投资业务经营与风险管理水平,财务实力,业务发展策略,尤其是其金融担保业务发展现状与未来规划,以及国内担保行业发展状况、金融担保业务运营环境等因素,联合资信评估有限公司评定中国投资担保有限公司主体长期信用等级为 AA。该信用等级反映了中国投资担保有限公司代偿能力很强,投资与担保业务风险管理能力很强,风险很小。

优势

- 公司在担保行业中处于领先地位。
- 公司有着良好的担保与投资业绩,业务风险管理能力强。
- 公司在金融担保业务领域进行了较深层次的理论研究,并在实务中积累了一定的经验。
- 公司员工整体素质较高,业务创新能力较强。
- 目前公司资产质量好,盈利能力较强,资本覆盖率高。

关注

- 由于金融担保业务刚刚起步,公司对金融担保业务风险认识、风险管理技术和运作模式处于探索阶段,需要逐步完善业务流程和操作规范。
- 公司对资金运用的范围、期限及规模有比较明确的规定,但投资组合管理政策尚需进一步完善。
- 目前,公司融资担保业务主要集中于房地产和钢材贸易领域,易受宏观经济政策的影响。

影响。

- 目前，我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，在金融担保机构监管方面处于空白，金融担保业务存在一定的不确定性。

一、公司概况

中国投资担保有限公司的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月 4 日在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 50000 万元，2000 年公司注册资本增至 66450 万元。2006 年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 300000 万元，其中国家开发银行实际提供资本金 233550 万元。

公司经营范围：投资担保；担保及担保的评审、培训、策划、咨询服务；实业项目的投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；技术成果及展览；仓储服务；组织、主办会议及交流活动等。

目前，公司内设办公室、计划财务部、审计办公室、人力资源部等管理部门以及担保业务管理中心、研究开发管理中心、投资与资产管理中心、咨询与法律管理中心等 4 个中心。公司在上海与大连共设立了 3 家分公司。

截至 2007 年 10 月末，公司资产总额 416542.69 万元，负债总额 69869.43 万元，所有者权益 346503.18 万元，净资本 305566.38 万元。2007 年 1~10 月，公司实现主营业务收入 10050.78 万元，投资收益 31865.85 万元，利润总额 29490.45 万元。期末，公司在保余额 931000 万元(包括政策性担保业务)，担保责任余额 650000 万元。

公司注册与经营地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 8-10 层。

法定代表人：刘新来。

二、行业环境

(一) 担保行业发展概况

在社会主义市场经济体制下，企业是社会经济活动的主体，国家信用逐步从一般经济活动领域退出。信用担保在我国已引起政府及全社会的高度重视，信用担保体系的建设纳入了国家发展计划。随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。

信用担保业务和担保机构的产生，从根本上说是市场经济和政府政策共同作用的结果，它与经济市场化程度和市场秩序有着密不可分的联系。从 1993 年开始至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系已迅速发展。目前，国内各类担保机构已突破 5000 家。

在担保行业起步阶段，我国大部分担保企业均由政府支持，不以盈利为目的，资本金基本上是靠财政注入，担保业务基本上都是政策性贷款担保业务。随着市场对担保服务需求不断多元化，担保机构商业化进程逐步加快，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007 年 10 月 12 日，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》（以下简称《意见》），要求各银行自《意见》发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构也不具备为企业债券（证券）等金融产品提供信用增级服务的实力。随着中国

资本市场的快速发展，在银行退出债券担保市场后，无论是从发行人角度还是从投资者角度，都呼吁成立专门为资本市场金融产品提供信用增级服务的金融担保公司。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

作为我国成立最早、目前资本规模最大的担保机构，中国投资担保有限公司一直致力于国际成熟担保业务的理论研究和实践，在推动担保行业发展方面起到了重要作用。近年来，公司在金融产品担保和政府采购担保等业务领域进行了有益尝试，并积累了一定的经验。

（二）政策与监管

由于我国资本市场发展落后于市场经济发达国家，我国的大部分担保机构都是为中小企业提供融资担保服务，目前我国尚未设立专门为资本市场金融产品提供信用增级服务的金融担保公司，也没有相应的法律法规，国内关于担保行业的监管法律法规和政策多数是针对中小企业信用担保机构制定的。并且国内对担保公司的监管处于“多头监管”的格局。在美国，金融担保机构是受到严格监管的增信服务机构，监管机构对其最低资本、单一风险限额、投资限制、担保业务品种及规模等都有严格要求。此外，金融担保机构在成立后，首先应取得资信评级机构的评级才能开展相关的金融担保业务，也只有具备足够高的信用等级的担保机构才有能力为资本市场金融产品提供信用增级服务，也才会得到市场的认可。我国应借鉴国际成熟的经验，相关监管当局应当加快对相关问题研究，根据我国资本市场发展的实际需要，尽早出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规。

三、竞争力分析

（一）经营历史与规模

作为国务院批准特例试办的国内首家专业

信用担保机构，自成立以来，公司以推进行业发展为己任，积极进行业务探索与实践，先后在上海、北京开展了扶持中小企业发展的政策性担保业务（累计担保金额约 200 亿元）。公司于 2002 年完成了国有企业体制改革，建立了现代企业制度，并大力推动商业性担保业务的发展。2006 年，为满足业务发展的需求，公司资本金从 5 亿元增加至 30 亿元，担保能力得到了大幅度的提高。目前，公司已与国家开发银行、上海银行、北京银行等银行结成战略合作关系，并得到了这些银行的授信支持。公司开展的担保业务包括贸易类综合授信担保、银行承兑汇票担保、信用证担保、工程投标担保、工程履约担保、财产保全担保、政府采购担保等多个业务品种，并正在积极地进行金融担保业务的研究与实践。截至 2007 年 10 月末，公司资产总额 416542.69 万元，所有者权益 346503.18 万元；已累计为 12000 家企业提供各类担保业务 15000 笔，担保总额约 460 亿元。

公司在总结担保业务经营经验和理论研究的基础上，创建了担保行业的基本规范和相关制度，在推进我国担保行业立法、加强行业自律，促进信用担保体系建设等方面起到了重要作用。公司先后发起成立了“中国担保论坛”和“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构的交流与合作。公司还积极开展与国际同业机构的交流与合作。1998 年，公司加入世界三大担保和信用保险联盟之一的“泛美担保协会”；并在 2004 年、2006 年先后加入美国保险监督官协会（NAIC）和美国保证和忠诚保证协会。加入国际担保行业协会有助于公司开展国际交流，学习和借鉴国际的先进经验，同时也为公司实现国际化战略奠定了基础。

总体看，公司经营历史长，担保业务经验丰富，在国内担保行业中处于领先地位，在国际同业中有较高的知名度，这为公司开展金融担保业务奠定了基础。但公司的金融担保业务处于起步阶段，其业务流程与操作规范仍需进一步完善。

（二）人力资本

公司现有高级管理人员 7 名，包括董事长、总裁、执行总裁、首席律师及咨询法律中心主任等。公司董事长刘新来先生，55 岁，大学学历，高级工程师，曾在国家经委、国家计委、国家经贸委从事企业投资计划管理等工作，长期担任公司总裁一职，具有丰富的企业管理经验和良好的社会背景，组织协调能力和驾驭企业的能力强。公司总裁马占春先生，45 岁，硕士，曾在国家财政部先后从事宏观经济分析和石油行业财务管理工作，具有 10 余年的担保与投资风险管理经验。党委书记兼执行总裁张立平先生、执行总裁田新先生与姜本强先生，均具有 10 多年的担保行业从业经验，具有丰富的担保业务风险管理经验。首席律师崔淑萍女士具有丰富的法律专业知识及较强的风险认知力和判断力。咨询法律中心主任、技术委员会主任徐捷女士历任公司咨询中心总工程师、评审部总经理、咨询法律中心主任、技术委员会主任等职务，具有丰富的风险管理经验。

公司的中层管理人员大都具有丰富的专业知识和担保业务管理经验，大部分管理人员具有 10 年以上的从业经验。

目前公司现有员工 261 人，其中具有硕士及以上学历 119 人，本科学历 106 人，大专及以下学历 36 人；员工专业构成以金融及法律为主，兼有财务及其他经济专业，持有注册会计师、注册律师以及注册金融分析师（CFA）等各种执业资格的人员共有 63 人，占员工总数的 24.14%。在公司服务 10 年以上的员工有 69 人，占员工总数的 26.43%，服务年限在 5 至 10 年的员工为 38 人，占员工总数的 14.56%。

公司一贯重视员工培训，先后制定了继续教育、持续培训及多渠道的职业发展计划，并积极创造条件让员工跨专业学习，如安排公司中级管理人员攻读清华大学 MBA 学位等。这有助于拓宽员工的知识结构，增强员工的风险意识，提高员工的研发能力和执业素质。

总体来看，公司主要管理人员经验丰富，

对担保风险的识别及控制能力较强，并具有良好的社会资源；公司员工队伍比较稳定，整体素质和专业能力较高，能够为公司开展金融担保业务提供较强的智力支持。

（三）法人治理结构与内部控制

● 法人治理结构

公司为国有独资企业，不设股东会，对于法律规定必须由股东或股东会做出决议的事项，由公司董事会拟定方案、报告或请示等书面文件，报股东审批。公司董事会由 7 名成员组成，其中 3 名董事为公司高级管理人员，2 名董事任职于国家开发投资公司，2 名董事任职于国家开发银行。公司监事会成员共 3 名，其中国家投资开发公司和国家开发银行各委派 1 名，职工代表 1 名。公司董事会是公司的决策机构，拥有对公司重大事项和一般事项的决策权。董事会一年至少召开两次，对公司的年度经营计划及发展方向等提出重要意见。公司监事会对公司财务和董事、高级管理人员的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或董事会决议的董事、高级管理人员可以提出罢免建议。监事会一年至少召开一次，也可以经监事提议，召开临时会议，对不规范行为起到了一定的监督和遏制作用。公司总经理由董事会聘任。公司设有总经理办公会，作为董事会决议的执行机构，负责公司的日常经营管理，并接受董事会的指导和监事会的监督。

● 组织架构

公司根据业务发展需要和功能定位设立了担保业务管理中心、研究开发管理中心、投资与资产管理中心及咨询与法律管理中心等 4 个业务管理中心；在担保业务管理中心下设有合作管理部、世行项目部及营业部；在研究开发管理中心下设有研究部、市场开发一部、市场开发二部及信息部；在投资与资产管理中心下设有风险管理部、投资部、资金经营部、中汇清算办；在咨询与法律管理中心设有评审咨询部、法律部和联络部。公司的业务管理中心由执行总裁主管。公司总经理办公会下设管理委

员会、资金和投资管理委员会、薪酬和绩效管理委员会、审计委员会、法律委员会、技术委员会及专家委员会等 7 个专业委员会。公司组织架构见附图一。

目前公司正处于转型阶段，2008 年公司将进行组织架构的变革。根据新的组织架构，公司将实行前、中、后台的管理体系。前台包括贸易与金融担保中心、建设工程担保中心、专项业务担保中心、投资与资产管理中心以及区域经营中心等 5 个业务管理中心，主要负责公司担保与投资业务的开发与操作。根据业务品种的不同，公司对担保业务的管理进行了细化，即在贸易与金融担保中心下设贸易担保部和金融产品部；在建设工程担保中心设立建设工程部和综合业务部；在专项业务担保中心下设诉讼担保部、政府采购部及世行项目部。中台包括法律事务部、评审咨询部、风险管理部、研究部及信息技术部，主要负责公司法律事务管理、评审工作的管理、风险管理、发展战略的研究及担保业务相关信息技术的支持等工作；后台包括人力资源部、办公室、审计监察室、联络部、机构管理部、计划财务部及会计核算部，主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、子公司和分公司的日常管理、年度经营计划及会计核算等工作。新组织架构见附图二。

为提高公司经营效率，有效控制风险，完善公司管理架构，公司新的组织架构中增设了审批委员会、风险管理委员会、信息化委员会、员工发展管理委员会等，委员会的设立将完善公司风险管理体系、业务流程与准则体系、信息化战略及薪酬制度等方面。

目前，公司拥有大连分公司、上海分公司和华东分公司。分公司主要负责其所在地区的业务发展，大连分公司业务操作上相对独立，华东分公司业务在市场开发二部指导下开展担保业务，上海分公司在上海市财政局担保资金的支持下，独立开展政策性担保业务。

总体看，公司执行新组织架构后，部门设

置将更合理。

● 管理制度

公司制定了比较全面的管理制度，主要包括担保与投资业务管理制度、行政管理制度、人力资源管理制度、财务管理制度等，并根据公司的发展情况对各项管理制度进行修订和完善。

在担保业务管理方面，公司对资信调查人员和各担保业务品种的操作流程均作了详细规定，保前受理调查、担保业务审核、法律工作、保后检查监督等环节均明确规定由相应部门或人员负责。公司的投资业务坚持“在安全性前提下实现资本的稳定增值，满足公司发展和流动性需求，能够对冲、覆盖担保业务的周期性风险”的经营目标。在此目标下，公司制定了相应的管理办法，如证券投资管理辦法、股权投资管理辦法等。

公司制订了详细的财务管理制度，包括费用管理办法、投资管理、预算管理、支出及费用管理、资金管理、资产管理和预算外费用审批办法等，各项财务管理工作有章可循、有据可依，提高了资金使用的效率和安全性。对分公司的财务管理，实施“收支两条线”的管理方式，各分公司没有财务管理权限，收取的担保费收入全部汇入公司总部账户、各项支出控制在各分公司预算之内。

人事管理上，公司实行劳动合同制管理，并建立了“灵活多样，满足员工多方面需求”的激励机制。公司坚持理解人、尊重人、使用人、培养人、激励人相结合，充分调动员工的积极性和创造性，促进员工和公司共同发展。

● 信息系统建设

近年来，公司借助国内外 IT 技术应用的成功经验，在整合现有公司资源的基础上，设立了架构于业务操作层、业务管理层、业务决策层、信息共享和社会公众服务层之上的信息系统，目前公司已拥有信用担保综合业务管理子系统、钢材贸易融资担保监管系统、世行项目系统及办公自动化系统等 4 套信息系统。

公司通过信用担保综合业务管理子系统，实现规范的流程化作业、实现中小企业担保信用风险等级评定、业务提醒和风险预警等功能。

公司钢材担保监管系统实现了对质押钢材库存的实时监控，并对业务整体运行状况进行动态跟踪、分析和报告，通过自动、高效、准确的远程业务监管手段，控制了担保项目风险，同时也降低了业务运作费用。

通过世行项目系统，公司实现了 EMC 网上申请、资料的在线传递和初审以及 EMC 项目的分析和查询工作等。项目实施后，该系统可以实现网络化的评审和审批管理、在保项目的监管网络化、代偿项目管理以及报表分析和担保基金风险控制等功能。

经过两次升级的办公自动化系统（OA），公司已经实现了无纸化办公，通过 VPN 和手机短信提醒等功能，实现了完全意义的异地办公，大大地提高了工作效率，规范了公司的管理。在此系统下，信息系统入口均采用同一浏览器客户端方式；系统登陆必须通过个人身份证（CA 证书），保证了系统的安全性；对授权与转授权进行严格限制。

总体看，公司信息系统建设领先于国内同行业，有效地提高了其工作效率及风险控制能力。但是，公司业务系统的业务统计功能、在保项目监控功能尚未健全，并且尚需加强信息系统安全性和可靠性的审计工作。

（四）经营策略

在经营中，公司要求项目人员基于公司特有的风险理念，将风险防范放在首位，严格按照国家产业政策，利用项目评估以及风险控制措施来选择和管理担保项目，以增强担保业务风险的可控度，实现业务的稳健发展。

目前，公司正在制定新的五年发展规划。公司发展目标定位于“成为一流的非标准金融和信用增级服务的集成商”。公司将坚持以担保为主业，在未来一段时间，公司将采取业务领域纵深发展为主，并逐步扩展区域布局，同时积极拓展国际化业务和金融领域担保业务。在

业务体系建设方面，公司将健全业务管理制度，构建担保业务的专业技术平台，提升风险管理水平。在团队建设上，公司将加大高、中级管理团队建设的力度，进一步提升管理能力和决策能力，为公司长期持续发展奠定基础。公司还计划引进战略投资者，进一步增强资本实力。

公司根据近年担保业务发展情况，对未来经营目标进行了预测，见表 1。由于 2007 年公司处于转型期，公司注意控制担保业务开展的节奏。转型期过后，公司业务发展速度将可能加快，制定的发展目标基本可以实现。在 2007~2009 年，公司担保业务规模将保持快速增长。2009 年末，公司担保责任余额将增至 200 亿元，为 2007 年末的 1.67 倍。

表 1 公司经营预测

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
预计担保发生额(万元)	1100000	1900000	2600000
预计担保责任余额(万元)	1200000	1600000	2000000
预计担保业务收入(万元)	12307	15000	25260
预计担保代偿额(万元)	2500	3500	5000
预计实现利润总额(万元)	42080	55200	119584
预计税后利润(万元)	34700	44700	101600
预计净资产(万元)	371500	704050	805650

注：以上业务数据包括上海分公司、世行项目的数据。

总体看，公司比较稳健的经营策略和清晰的市场定位有助于公司担保业务的较快增长和业务创新，保持公司在担保行业中的领先地位。公司制定的发展战略凸显了金融担保业务在担保业务发展中的地位。

四、担保业务风险管理分析

目前，公司开展的担保业务包括金融担保业务和非金融担保业务。根据各类担保业务的性质和风险特性，公司制定了不同层次的业务管理制度，包括准则、通用规范和专项规范以及未进入准则和规范体系的业务管理制度等。公司的业务准则和通用规范适用于公司所有的担保业务。专项规范适用于特定的担保业务，目前公司的专项规范包括贸易融资担保、房地

产担保、工程保证担保及上海钢材贸易企业融资担保等业务操作规范。

（一）非金融担保业务风险管理原则与政策

● 担保项目的选择条件

对于非金融担保业务，公司制定了担保项目受理的一般原则：对于担保申请人，公司在申请人主体资格、管理层素质、财务状况、关联交易、资信水平等方面进行了比较明确的规定。

● 担保业务组合风险管理

公司根据各类担保业务风险特性和公司承受风险的能力，对单一项目的集中度进行了限制，以控制单一担保项目过于集中的风险。

公司于 2006 年末完成增资，正在制定新的发展战略，并对公司组织架构和业务操作流程进行了变革。为有效地控制转型期担保业务风险，2007 年公司对担保业务的单一项目规模和业务组合的总体规模进行了限制。

在对担保业务规模和集中度进行限制的同时，公司对担保项目的期限也进行了规定。

总体看，公司具有比较健全和完善的担保业务管理制度，对担保项目进行业务组合风险管理，且能够根据内外部经营环境的变化，及时地调整担保业务管理政策和风险控制标准。

（二）担保业务流程管理

公司担保业务采取差异化管理，对于可以建立稳定运作模式的担保业务，公司制定了专项规范，在内部形成业务平台，批量处理该类担保业务，以提高决策的效率。而尚未建立稳定的业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。

● 一般性担保业务流程管理

业务承做：公司一般性担保业务首先由业务部门按照内部程序对担保申请人和项目展开初评工作，依照公司业务承保政策，对项目进行筛选，以确定是否进入立项、评估、论证和审批等环节。

在项目通过审批后，业务部门按照审批意见，落实方案中的风险控制措施和合同条款，

经法律部进行合同审核后，与客户签订担保合同。

在保项目监控：在承保期内，项目的监控由业务部门具体负责。公司在项目操作中非常重视对反担保措施的设置，对于拟担保的项目，公司一般采用多种反担保方式进行组合反担保，并对被担保企业进行行为限制。公司针对不同的担保措施制定了相应的操作规范，以提高反担保措施的有效性。

公司将过程监控作为风险预警和风险控制的重要手段。业务人员定期对担保项目进行跟踪分析，及时了解被担保企业经营情况或项目的进展情况。

在使用存货质押作为反担保措施时，为控制市场价格变动带来质押物价值减少的风险，公司通常采用流动库存质押的方式。在一些项目监控过程中，公司引入第三方监管，委托物流公司等外部机构对被担保企业的存货进行监控。

理赔与追偿：在被担保企业未能按时足额偿还贷款或履行合同责任时，业务人员根据公司规定进行代偿前核查，确认承担赔付的范围与金额，在通过公司审批后，履行代偿责任并及时地启动代偿预案，进行代偿后的追偿工作。

合同档案管理：在担保业务承做工作结束后，业务人员将相应的业务档案进行存档，由专门的人员进行管理。公司对案卷资料进行编码管理，并制定了严格的借阅制度。根据公司的规定，公司对外签订的合同都要经过法律部审核。公司对合同的规范管理可以更好地防范由于合同缺陷导致的法律风险以及内外部人员的道德风险。

● 专项业务流程管理

（1）上海钢材贸易企业融资担保项目

上海钢材贸易企业融资担保项目由华东分公司和市场二部负责运营。由于公司在上海钢材贸易企业融资担保业务领域建立了一套比较稳定、规范的操作流程，公司在开展此项业务时，无需进入技术论证环节，在业务部门和评审

部对项目完成评估后，由总经理办公会审批。

（2）财产保全担保项目

财产保全担保业务基础是申请人与被申请人之间比较清晰的债权债务关系，并且申请人具备诉讼保全的理由。基于财产保全担保业务的特性，公司制定了相应的专项操作流程，并采用委托代理的方式开展此项业务。委托机构按照公司规定的条件选择项目，并收集公司决策所需的材料。业务部门审核通过的项目由部门主管执行总裁签署审批。

在实际操作中，由于担保机构承担的赔偿责任取决于相关诉讼案件的法律裁决，担保机构尚不能对担保期限和担保责任进行准确的估计。

● 分公司管理

目前公司经营商业性担保业务的分公司为华东分公司和大连分公司。华东分公司在市场二部的指导下经营上海钢材贸易企业融资担保项目，并由市场二部归口管理。大连分公司从事包括融资担保、工程保证、财产保全、履约担保等在内的担保业务。公司对分公司基本没有业务审批授权。

总体看，公司担保业务流程的设置考虑了各类担保业务风险特性，公司的业务流程体现了公司事前、事中及事后风险管理的理念，部门之间分工明确，技术委员会、评审部和法律部可以对业务部门形成了比较有效的监督作用，担保业务风险管理能力强。目前，公司正在搭建新的业务管理架构，完善业务流程。

（三）金融担保业务管理

公司成立了金融担保业务工作组，负责金融担保业务运作模式的研究和项目操作。

公司将金融担保业务划分为不同种类，制定了较为清晰的发展策略。公司将保本投资类担保业务作为未来几年重点发展的业务。对于企业债券担保业务，公司将持续关注企业债券市场的发展，并将企业债券中的准市政债券作为担保目标对象。公司将资产证券化产品、要约收购、P.E. 信托等担保业务作为机会性业务，即在具备良好机会的条件下开展担保业务。目前，公司已经具

有操作经验的金融担保业务主要集中在保本投资类产品（包括结构化信托担保和企业年金担保）和要约收购担保。为控制业务组合风险，公司对金融产品单一项目的最大担保金额做了明确规定。

公司金融担保业务面临的风险主要是信用风险、市场风险、法律风险、政策风险、业务流程系统风险等。

在信用风险管理方面，公司注重对客户资信水平的评估，并设置有效的反担保措施，在一定程度上对被担保企业经营活动进行限制。

为控制市场风险，在保本投资类担保项目上，公司与合作机构之间建立了信息沟通机制，严格监控基金和年金管理人投资行为，确保基金和年金管理人的投资行为符合事先约定的投资策略。

针对金融担保项目中存在担保性质、担保方式、担保对象、担保责任界定难的问题，公司十分重视合同条款的设立，用合同清晰地规定相关当事人的责任和权利，以规避法律风险。

由于金融担保方面的法律法规尚未健全，公司经营的金融担保业务存在一定的政策风险。鉴于此，公司深入研究相关法律法规，并主动与监管部门进行沟通，关注与金融担保业务相关法规的发布，对相应的征求意见稿提出修改意见和建议。

由于金融担保业务刚刚起步，公司对金融担保业务风险认识、风险管理技术和运作模式处于探索阶段，相关业务流程和操作规范有待于在实践中逐步完善。在实际操作中，公司选择一些经营管理能力强和资信良好的信托公司、证券公司、基金管理公司及银行进行合作，对参与项目的投资管理公司进行谨慎的选择，以控制项目风险。并且公司在项目论证和审批方面持谨慎态度。

总体看，公司在金融担保业务领域进行了较深层次的理论研究，并在实务中积累了一定的经验。公司有待逐步调整金融担保业务的承保原则和政策，健全和完善相关业务流程及操作规范。

从公司制定的金融担保业务的相关风险管理政策看，公司允许的单一最大担保金额偏高，容易导致集中风险。

（四）政策性担保业务管理

公司受托管理的两项政策性担保业务为上海市小企业担保业务和世界银行的中国节能促进项目二期贷款担保业务。

上海市财政局委托公司管理上海小企业融资担保资金 4 亿元，该资金由公司的上海分公司运营管理。另外还有 5 亿元担保资金由上海市各区县财政出资并管理。实质上，上海小企业融资担保业务由政策性担保资金支撑，上海分公司运营的担保业务独立于公司商业性担保业务，其担保业务的全部风险由上海市财政局的担保资金承担。上海分公司为上海银行贷款提供的担保项目，由国家开发银行提供 50% 的再担保。目前公司对该项受托管理业务暂未收取管理费，也不承担任何经济责任。2006 年，公司根据财政部制定的《担保企业会计核算办法》的有关规定，将该项受托管理的担保资金调到账外处理。

世界银行委托公司管理的中国节能促进项目二期贷款担保专项资金为 2200 万美元，管理期限为 7 年。该资金由财政部管理并对项目二期的实施情况进行监控，未纳入公司财务报表核算，对业务运作采取收支两条线的管理方式。世界银行每年对公司该项担保业务的开展情况进行春秋两次审查。公司每年按该业务年度担保费收入的一定比例收取管理费。世行节能项目融资担保业务风险由该项担保资金承担，代偿金额超出专项资金余额时，由公司承担代偿责任。考虑到公司具有丰富的担保业务管理经验，且世行担保项目余额相对较小，该项业务风险很小。

五、担保业务发展与风险管理水平

近年来，公司的担保业务保持较快发展，承保规模稳步增长。年度担保发生额（包括政

策性担保业务）由 2004 年的 53.6 亿元上升至 2006 年的 65 亿元，2007 年前 10 个月的担保发生额已超过 2006 年全年的发生额，达到了 83.2 亿元。2007 年，公司金融担保业务迅速增长，承保额为 19.04 亿元；另外，公司的商业性非金融担保业务继续保持良好的增长势头，2007 年前 10 个月的担保发生额为 48.86 亿元，较 2006 年全年增长近 7 亿元。近年来，公司的政策性担保业务发展趋缓，年担保发生额由 2002 年的 36.5 亿下降至 2006 年的 23 亿。公司近年的业务发展情况见表 2。

表 2 近年来公司担保业务发展情况

项 目	2004	2005	2006	2007.10
当年担保发生额(亿元)	53.6	60.71	65	83.2
金融担保(亿元)	0	2.17	0	19.04
非金融担保(亿元)	53.6	58.54	65	64.16
商业性担保(亿元)	32.6	35.33	42	48.86
政策性担保(亿元)	21	23.21	23	15.3
当年担保余额(亿元)	60.4	66.13	80.2	93.1
金融担保(亿元)	0	0	0	19.04
非金融担保(亿元)	60.4	66.13	80.2	74.06
商业性担保(亿元)	38.4	43.43	54.2	46.76
政策性担保(亿元)	22	22.7	26	27.3

（一）主要担保业务发展情况

公司的商业性担保业务可以分为融资类担保业务和非融资类担保业务。近年来，公司主要承做的融资类担保业务包括钢材贸易市场融资担保、投保结合、工程建筑类融资担保、贸易流通类其它融资担保、金融担保等 7 个品种；非融资类担保业务主要包括财产保全担保、工程保证担保、贸易流通类非融资担保 3 个品种。

2002~2006 年，各担保业务品种的规模占比如图 1 所示。2002~2006 年，上海小企业贷款担保、钢材贸易市场融资担保、财产保全担保和其他贸易流通类担保承保额分别占总承保额的 42.10%、17.70%、17.40%和 8.90%。

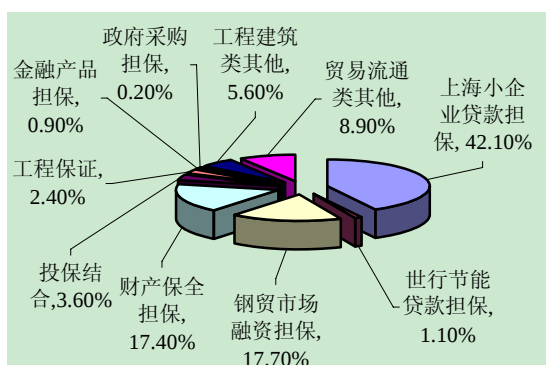


图1 2002~2006年各类担保业务承保额占比

2002~2006年，在各项担保业务中，上海小企业贷款担保、投保结合、钢材贸易市场融资担保、其他贸易流通类担保等业务收入分别占担保业务总收入的36.00%、18.70%、14.20%和10.50%。由于公司的金融担保业务开展时间短，其对公司的累计承保额和收入中的贡献仍比较小，但根据公司的发展战略，该项业务在公司的担保业务中的占比将会逐步上升。

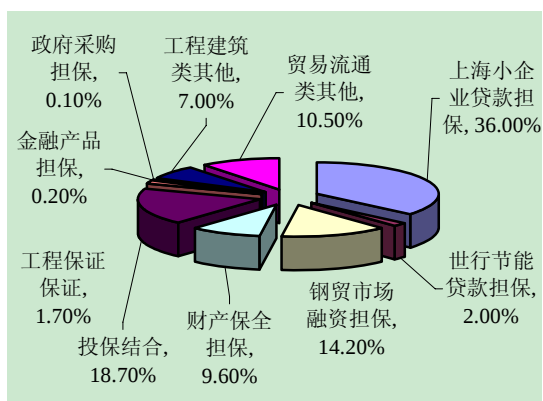


图2 2002~2006年各类担保品种收入占比

由于金融市场的规范性较好、监管有力、信息透明且金融产品更具多样性，公司自2004年以来加大了对金融产品担保的研发力度。2007年，公司在金融担保领域取得了突破性的进展，共承做了2笔结构化信托产品担保、4笔企业年金本金担保和1笔结构性融资担保，担保额合计19.04亿元。

2008年，公司计划在结构化信托产品担保和企业年金本金担保顺利运行的基础上，继续和几家知名信托机构和银行合作开展结构化信

托产品担保业务；继续和国内领先的基金公司和资产管理公司合作开发年金担保业务；另外，公司也将适度开展企业债担保业务。

由于钢材贸易市场融资担保业务有较大的市场需求，同时钢材市场发展情况良好，自2003年公司开展此项业务以来，承保额迅速扩大，成为公司一项业务模式比较固定、客户群稳定的业务品种，承保额由2003年的2.86亿元上升至2006年的17.90亿元，年均复合增长率为84.29%；收入由2003年的585万上升至2006年的2074万，年均复合增长率为52.48%。钢材贸易市场融资担保业务是公司的主要盈利业务之一。但随市场竞争的日益加剧，2006年的费率水平有一定程度的下降，这些因素对该项业务收入造成了一定的影响。

公司财产保全担保业务在2002~2006年快速增长，承保额由2002年的2.72亿上升至2006年的11.50亿，年均复合增长率为43%。2007年前10个月的承保额上升至16.23亿，该业务对公司非融资担保业务的开展具有重要意义，提高了公司中低风险担保业务在担保业务组合中的比例，有效地降低了担保业务组合风险。2002~2006年，该项业务收入的年均复合增长率为68%，2006年该项业务实现收入1008万元。由于费率较低，该项业务收入相对于承保额而言并不高。但近年来随着保费水平的提高，收入增速快于承保额的增长。

上海小企业贷款担保业务是公司有发展潜力的科技成长型、有还款能力的都市发展型和社区服务型小企业提供的信用支持服务。自1999年公司开始承做，至2007年10月末，该业务的累计担保额为175.35亿元。该项业务运作是以政策性担保资金为支撑，并不占用公司的资本，公司在该项业务中仅为受托管理的角色。近年来，该项业务的担保发生额有一定程度的下降，该项业务的收入亦随承保规模的下降而同步变化。

公司约20%的商业性担保客户集中在贸易流通领域，在此领域中，公司建立了一批稳定

的客户群。2003年后，因钢材贸易市场融资担保的分流，贸易流通领域担保的承保规模有一定程度的下降，收入亦随承保规模同步变化。2006年，公司在该领域的承保额有较大幅度的增长，担保业务收入也随之快速增长。

在投保结合业务方面，自2003年以来，承保额平稳上升，承保额由2003年的0.7亿元上升至2006年的3.9亿，年均复合增长率为77%；收入亦由567万上升至2567万，年均复合增长率为65.44%。目前，公司在保的此类业务均涉及房地产开发领域。投保结合业务是公司各项担保业务中费率最高的业务。

近年来，由于房地产行业快速增长，带动了工程建设领域的担保需求。目前，公司约有40%的商业性担保客户集中在该领域。2002~2007年期间，公司的工程建设类担保的承保额波动较大。承保额出现较大幅度的波动，主要是由于房地产行业的周期性，且单个房地产项目的融资规模比较大。

（二）在保项目期限分布

从在保项目到期的时间分布看(如图3所示)，公司担保项目到期时间主要集中在6~12个月内和12~24个月内。

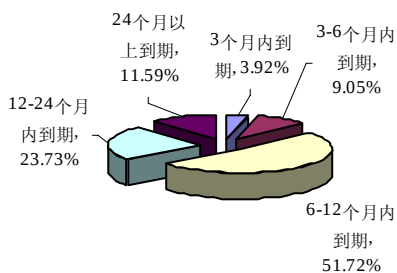


图3 公司在保项目到期时间分布

（三）担保业务代偿情况

2004~2007年10月，公司商业性担保业务的累计代偿率为0.81%，累计代偿回收率为85.44%。2007年1~10月，公司未发生担保代偿事件。这表明近年来公司在担保项目方案设计、风险控制措施执行等方面有良好的表现。

表3 公司商业性担保业务代偿及回收情况

项 目	2004	2005	2006	2007.10
当年代偿项目数(个)	7	3	2	0
当年代偿额(万元)	2088	540	6623	0
当年累计代偿回收额(万元)	745	270	6889	0
当年代偿率(%)	0.73	0.27	1.81	0
当年代偿回收率(%)	35.67	50.00	104.02	0

注：当年代偿率=当年担保代偿额/当年解除担保责任额

代偿回收率=当年累计代偿回收额/当年代偿额

总体看，公司各项担保业务发展良好，特别是金融担保业务在近两年来有了实质性的突破。在担保业务发展过程中，公司注重担保业务风险控制，公司近年来担保业务代偿率低，代偿回收率较高。

六、担保业务组合质量分析

公司的各项担保业务风险程度不一，各项业务所涉及的主要风险类别亦不尽相同。为考察公司的担保组合在担保期内的风险价值（VaR），我们将按担保业务品种逐类分析每类担保组合的风险价值来综合分析公司整个担保组合的风险程度。对应于各预定评级，公司担保业务组合的风险价值计算方法不同：级别越高，担保业务组合风险价值将会在以更大的置信区间下的最大潜在损失衡量。公司的资本能否覆盖该损失，将会成为公司被评为该预定级别的必要条件。以下对各担保业务组合风险价值的计算是以截至2007年10月末公司在保担保组合为基础。

（一）非金融担保业务组合质量分析

● 融资担保业务组合

（1）钢材贸易市场融资担保

截至2007年10月末，该项业务的担保责任余额为91112万元，担保笔数为300笔，平均每笔担保责任余额为303.71万元。

该项业务涉及的客户均为上海地区的钢材贸易商。我们根据公司对该业务客户的评级情况，对客户资料进行抽样调查，并将公司的评级结果转换成联合资信的评级结果。该类客户的信用状况较差，担保风险较高，但公司在承

做该项业务时采用了多种反担保和监管措施，有效缓解了担保风险，截至 2007 年 10 月末，该项业务未发生一笔代偿。

该项业务主要涉及的风险为担保客户的信用风险以及钢材市场管理公司的管理风险，由于过程监控在该业务的运行中占有重要地位，该项业务也涉及操作风险，此外，该业务也涉及宏观政策风险以及钢材行业的周期波动风险。

(2) 贸易流通类其它融资担保

目前公司的该类业务大多为承兑汇票担保，截至 2007 年 10 月末，该业务的担保责任余额为 26337.67 万元，担保客户数为 15 户，担保笔数为 19 笔。平均每户担保责任余额为 1753.33 万元，最大单户担保责任余额为 4500 万元。

表 4 贸易流通类融资担保组合概况

担保责任余额(万元)	26337.67
担保户数(户)	15
担保笔数(笔)	19
单户平均责任余额(万元)	1753.33
最大单户责任余额(万元)	4500

该项业务的风险主要为客户的信用风险和仓储公司操作风险。由于过程监控在该业务的运行中占有重要地位，该项业务也涉及操作风险。

(3) 工程建筑类融资担保

截至 2007 年 10 月末，公司在该领域承保了 2 笔业务，在保余额合计 86100 万元。

该类业务的风险主要来源于客户的信用风险、房地产行业风险和信贷政策风险。公司在承做该项业务时采用了多种反担保和监管措施的组合管理。

(4) 上海小企业贷款担保和世行节能贷款担保

公司的上海小企业担保和世行节能贷款担保属于融资担保业务，但由于在此两项业务中公司仅作为受托管理的角色，担保业务风险由专项资金承担，因此我们未将此两项担保业务

纳入担保组合进行分析。

(5) 融资担保组合风险分析

截至 2007 年 10 月末，公司担保责任余额 65 亿元（不包括上海小企业融资贷款担保业务与世界银行担保项目）。公司融资担保最大单一客户担保额与公司净资产比例超过了 20%，单一客户集中风险较高。由于公司融资担保业务主要集中于钢材贸易及房地产领域，该两个领域容易受到宏观经济政策的影响，公司担保业务组合的质量将会呈现一定的不稳定性。

联合资信通过对每项业务进行抽样，并对样本池资产进行逐笔评估，赋予每笔样本资产一定的级别。通过样本池的信息，我们计量出每项业务的样本资产的加权平均级别，并将该级别作为一项业务的非样本池资产的级别。然后，我们将每笔担保资产的特征信息输入蒙特卡洛模型，经过模拟得出融资担保组合的损失分布。

由于公司在房地产领域有一笔担保额度非常大的担保项目，为谨慎起见，我们将单独考虑公司在该担保项目中的潜在损失。

● 非融资担保业务组合

(1) 财产保全担保

截至 2007 年 10 月末，公司的财产保全担保责任余额为 162275.47 万元，担保笔数为 100 笔，单笔担保责任余额存在很大差异，单笔最高责任余额 36000 万元，单笔最低责任余额为 13 万元，单笔平均担保责任余额为 1622.75 万元。

表 5 财产保全担保组合概况

担保责任余额(万元)	162275.47
担保笔数(笔)	100
单笔平均责任余额(万元)	1622.75
单笔最高责任余额(万元)	36000

公司承做的财产保全担保业务中，涉诉原由主要包括：保证合同纠纷、建设工程合同纠纷、海事纠纷、买卖合同纠纷、股权转让合同纠纷、婚姻财产纠纷等。

该项业务主要的风险为期间风险：因诉讼程序和时间不固定，担保期往往没有具体日期，不易对项目进行过程监控。另外，随着公司在该项业务中各个省份的代理机构增多，在合作平台管理方面存在来自合作机构的信用风险，比如合作机构提供的案件申请人的信息不准确等。但总体而言，由于法院立案时会对案宗进行基本分析，同时会审核案件中被申请人对保全财产的所有权，申请人发生败诉或错误保全的可能性不大，因此该项业务的风险较低。

（2）工程保证担保

截至 2007 年 10 月末，公司的工程保证担保（包括履约、投标、预付款担保等）责任余额为 24168.75 万元，担保笔数为 151 笔，单笔最高担保责任余额为 7500 万元，平均每笔担保责任余额为 160.26 万元。

表 6 工程保证担保组合概况

担保责任余额(万元)	24168.75
担保笔数(笔)	151
单笔平均责任余额(万元)	160.26
单笔最高责任余额(万元)	7500

工程保证担保业务相对于融资担保业务而言，风险较低，其主要涉及的风险是客户信用风险，特别是客户的技术能力和业务经验。同时，该业务也涉及法律风险，如担保责任的界定、免责条款的设定等。

（二）金融担保业务组合质量分析

（1）结构化证券信托担保项目

自 2007 年 3 月起，公司与一家信托公司合作进行了两期结构化证券投资信托项目。截至 2007 年 10 月末，公司已承保 15 只信托计划的优先收益权本金及固定收益。

信托公司作为信托的唯一受托人，与信托资金托管银行共同对投资管理人进行监管，主要风险控制措施包括设立优先/一般交易结构、投资范围限定、投资组合结构限定、止损线等措施。

公司在此类结构化证券信托担保项目中所面临的主要风险是市场风险、流动性风险（信

托计划财产净值触及止损线或到期不能及时变现，以及变现后价值跌落较大危及优先受益人的本金和固定收益的安全。另外，如果投资管理人将信托资金投资于级别较低的债券，这也会引起一定程度的信用风险）。同时，公司也面临一定的操作风险，如投资管理人恶意违反有关投资管理协议进行操作，以及经纪商、托管银行的操作风险等。但由于参与该项目的信托公司、托管人、证券公司均为业内领先机构，操作规范，且监管部门对此类信托业务监管严格，因此公司面临的操作风险较小。

为衡量公司在该类担保业务中所可能承担的潜在损失，联合资信对证券投资信托产品进行市场风险、流动性风险以及信用风险的压力测试，并考察该组合在证券市场可能出现的最恶劣情况下的表现，以此考察公司在该担保业务中的最大潜在损失。

（2）企业年金基金保本担保项目

截至 2007 年 10 月末，公司共承做了 4 笔企业年金基金保本担保项目，本金担保额合计 17510.50 万元。

公司企业年金基金保本担保项目中所面临的主要风险是市场风险、流动性风险，另外，如果基金管理人将资金投资于级别较低的债券，这也会引起一定的信用风险。

为衡量公司在该项担保业务中所可能承担的潜在损失，联合资信将对企业年金基金进行市场风险、流动性风险以及信用风险压力测试，方法与对信托证券投资测试的方法类似。

（3）房地产结构性融资担保

2007 年 9 月末，公司承保了一笔房地产结构性融资担保项目。该担保项目的反担保措施主要包括：借款人股权质押、借款人母公司的信用反担保、阶段性土地抵押等。

公司该笔担保业务实质上是房地产项目公司融资担保。该项目所涉及主要风险为客户的信用风险、市场风险以及宏观政策风险。由于借款人的母公司规模较大，管理制度较完善，抗风险能力较强。公司在该项目中承担的风险

较小。

(三) 担保组合最大潜在损失

联合资信对不同信用等级情景下公司担保组合的最大潜在损失(风险价值)进行了测算。截至 2007 年 10 月末,在预定情景下,公司担保组合的最大潜在损失为 98981.95 万元。

七、财务分析

(一) 财务概况

公司提供了 2004~2006 年和 2007 年 10 月末的合并财务报表,其中 2004~2006 年财务报表经中兴华会计师事务所有限公司审计,会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2007 年 10 月末,公司资产总额 416542.69 万元,其中流动资产 273158.78 万元,长期投资净额 133724.43 万元,固定资产净额 7662.76 万元;负债总额 69869.43 万元,其中流动负债 39112.74 万元,长期负债 30756.69 万元;所有者权益 346503.18 万元。2007 年 1~10 月,公司实现主营业务收入 10050.78 万元,投资收益 31865.85 万元,利润总额 29490.45 万元。期末,在保余额 931000 万元(包括政策性担保业务),担保责任余额 650000 万元,各项担保准备金余额合计 32595.09 万元。

(二) 担保资金来源

2006 年末,公司注册资本由 66450 万元增加至 300000 万元。增资后,公司担保实力得到了大幅提升,有力地支持了担保业务的发展。截至 2007 年 10 月末,公司所有者权益中,实收资本占 86.58%;盈余公积 6733.13 万元(其中一般风险准备金为 2568.96 万元),占 1.94%;未分配利润 32885.37 万元,占 9.49%。公司负债中,流动负债、长期负债分别占负债总额的 55.98%和 44.02%。流动负债中,客户存入的担保保证金 26225 万元,占 67.05%。长期负债中,专项应付款 3000 万元,担保赔偿准备金 27756.69 万元。截至 2007 年 10 月末,公司资产负债比率为 16.77%。由于公司的负债中大部

分是客户保证金与担保赔偿准备金,总体偿债压力不大。

(三) 担保资金运用与资产质量

在资金运营方面,公司制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。从公司制定的投资策略看,短期投资关注流动性需求,投资范围是风险低、流动性强的金融产品,主要通过委托业内领先的证券公司、基金管理公司、信托公司等金融机构进行操作。中期投资包括委托贷款、信托贷款以及上市公司可流通股等。公司长期投资包括非上市公司股权投资以及上市公司可流通股战略性持股。公司长期投资坚持委托专业机构运作,通过持有较高升值潜力的股权,经过 3~5 年的培育后择机退出,以实现较高的收益率。未来几年,公司短期投资在投资资产中的占比将保持在 40%以上。总体看,公司对资金运用的范围、期限及规模有比较明确的规定,但投资组合管理政策需进一步完善。

近 3 年,公司的资产主要由货币资金、长期股权投资构成,如表 7 所示。公司货币资金在总资产中的比例保持在 36%以上,其中绝大部分为银行存款。自 2006 年以来,公司加大了长期股权投资,长期股权投资在资产中的比重逐步上升。2006 年末,公司长期股权投资净额为 95911.93 万元,比 2005 年末增加 77540.6 万元,在总资产中的比重上升至 24.78%。截至 2007 年 10 月末,公司长期投资净额 133724.43 万元。公司长期投资主要是已上市企业的战略配售股份,风险较小。

公司持有的债券均为长期固定利率企业债券,在目前加息周期中,存在较大的市场风险。公司持有的债券的发行人具有良好的资信水平,面临的信用风险较小。

2006 年末,公司其他长期投资余额 2862.61 万元,其中委托管理美元资产合计人民币 2342.61 万元,由于人民币对美元汇率不断上升,公司美元资产有一定的汇兑损失。

表 7 公司近 3 年资产结构变化情况

项 目	2004	2005	2006	2007.10
货币资金/总资产(%)	36.54	44.15	58.67	46.93
流动资产/总资产(%)	78.89	80.18	69.81	65.58
固定资产净额/总资产(%)	4.17	3.72	2.04	1.84
长期股权投资净额/总资产(%)	14.72	8.14	24.78	29.54
长期投资净额/总资产(%)	16.78	15.20	27.62	32.10

注：2004 年、2005 年财务报表中受托管理的上海市小企业融资担保基金（记入专项应付款科目）分别为 46326.93 万元、46956.66 万元。2006 年，公司对该项受托管理基金进行表外核算。

在 2004 至 2005 年期间，公司进行了清产核资，对以前年度形成的资产损失进行了核减，并计提了大量的资产减值损失准备。以前年度出现的担保代偿损失、投资损失等事件，有助于公司强化担保与投资业务的风险管理意识，提高风险控制水平。

总体看，2006 年以来，公司加大了上市公司股权投资，长期投资在总资产中的比例上升，但资产仍具有良好的流动性。目前，公司资产质量好。

（四）盈利能力

公司主营业务收入包括担保业务收入、评审费收入以及追偿收入。随着担保业务规模的扩大，公司主营业务收入稳步增长。2004~2006 年，公司主营业务收入年均复合增长率为 13.97%。2007 年 1~10 月，公司实现主营业务收入 10050.78 万元。

公司投资收益主要来自被投资企业的利润分配、委托贷款利息收入、委托理财收入以及资本市场投资收益。2004~2006 年，公司投资收益年均复合增长率为 37.00%。由于公司资本规模增长较大，且股票市场行情高涨，导致公司 2007 年的投资收益有较大提高，2007 年 1~10 月，公司实现投资收益 31865.85 万元，其中资本市场投资收益 29689 万元。

2006 年，公司实现利润总额 8722.99 万元，其中由于会计政策变更增加的利润总额为 4367.62 万元。由于投资收益的大幅上升，2007 年 1~10 月，公司已实现利润总额 29490.45 万元。

2007 年 1~10 月，公司总资产收益率、净

资产收益率分别为 7.13%和 8.63%，较 2006 年有较大幅度的上升。考虑到公司持有的有限售条件的上市公司股票在 2008 年将上市流通，届时将带来可观的投资收益，公司盈利水平将得到提升。

表 8 盈利能力

项 目	2004	2005	2006	2007.10
主营业务收入(万元)	6503.18	6710.90	8447.23	10050.78
管理费用(万元)	12086.19	11238.55	11104.10	11907.28
营业利润(万元)	-6612.94	-5062.83	-3680.35	-2343.59
投资收益(万元)	6751.70	8850.15	12672.84	31865.85
利润总额(万元)	167.56	3795.53	8722.99	29490.45
净利润(万元)	-334.84	3500.54	7332.22	28670.73
净资产收益率(%)	-	4.60	3.71	8.63
总资产收益率(%)	-	1.69	2.63	7.13

注：1、2004 年收入指标为核减资产损失后的调整数，2004 年，公司在清产核资中，计提了大量的资产价值准备，使得当年调整后的净利润为-334.84 万元。

2、净资产收益率=净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)÷2]。

3、总资产收益率=净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)÷2]。

4、表中财务数据包括了上海分公司的收入和成本，上海分公司的成本与收入相抵，账面利润为零，对公司盈利能力无实质性影响。

2004~2007 年 10 月收支情况如下：

项 目	2004	2005	2006	2007 年 1~10 月
收入（万元）	2094	2260	2767	1786
支出（万元）	2094	2260	2767	1786

（五）资本充足率及代偿能力

公司面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

公司担保项目到期期限主要分布于 1 年以内，而近年来公司流动资产在资产中的比重保持在 60%以上，由此看，公司的流动性压力较小。

联合资信根据公司 2007 年 10 月末的资产状况计算出公司净资本为 305566.38 万元，在预定情景下，公司的资本覆盖率为 308.71%，目前公司资本覆盖率高。由于公司对投资组合

管理政策尚需进一步完善，公司金融担保业务的发展受到内外部因素的影响较大，且国内对金融担保机构尚未有强制监管要求，因此，公司金融担保业务发展规模和投资存在一定的不确定性，可能对其未来的资本覆盖率产生较大影响。

表 9 资本充足性和偿债能力

项 目	2007 年 10 月
担保责任余额（万元）	650000.00
累计提取各项担保业务准备金(万元)	32595.09
净资产(万元)	346503.18
净资本(万元)	305566.38
净资产担保倍数(倍)	1.87
净资本担保倍数(倍)	2.13
净资本比率(%)	88.18
资本覆盖率(%)	308.71

注：1、净资产担保倍数=期末担保责任余额/净资产

2、净资本担保倍数=期末担保责任余额/净资本

3、净资本比率=净资本/净资产

4、资本覆盖率=净资本/担保业务组合风险价值

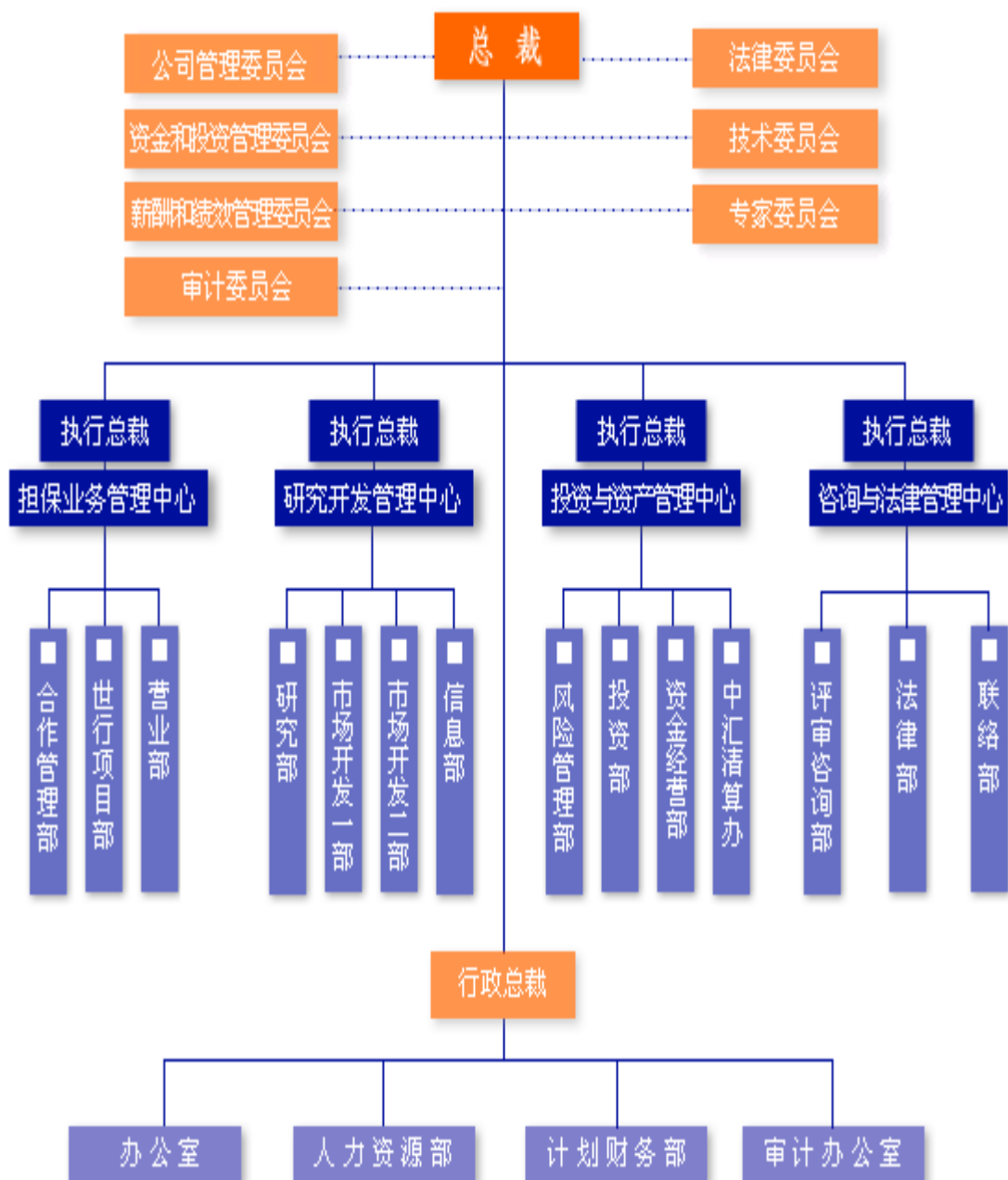
考虑到公司经营历史长，积累了丰富的风险管理经验。从近年公司投资与担保业务发展情况看，公司经营策略比较稳健，预计公司未来投资与担保业务的规模和结构将控制在合理范围之内。

联合资信将密切关注公司担保与投资业务的实际发展情况。如果公司资本覆盖率降低幅度较大，达到联合资信认为的临界水平时，联合资信将及时通知公司调整资产结构或业务规模，以确保必要的资本覆盖率水平，否则，联合资信将根据实际情况调整公司的信用等级。

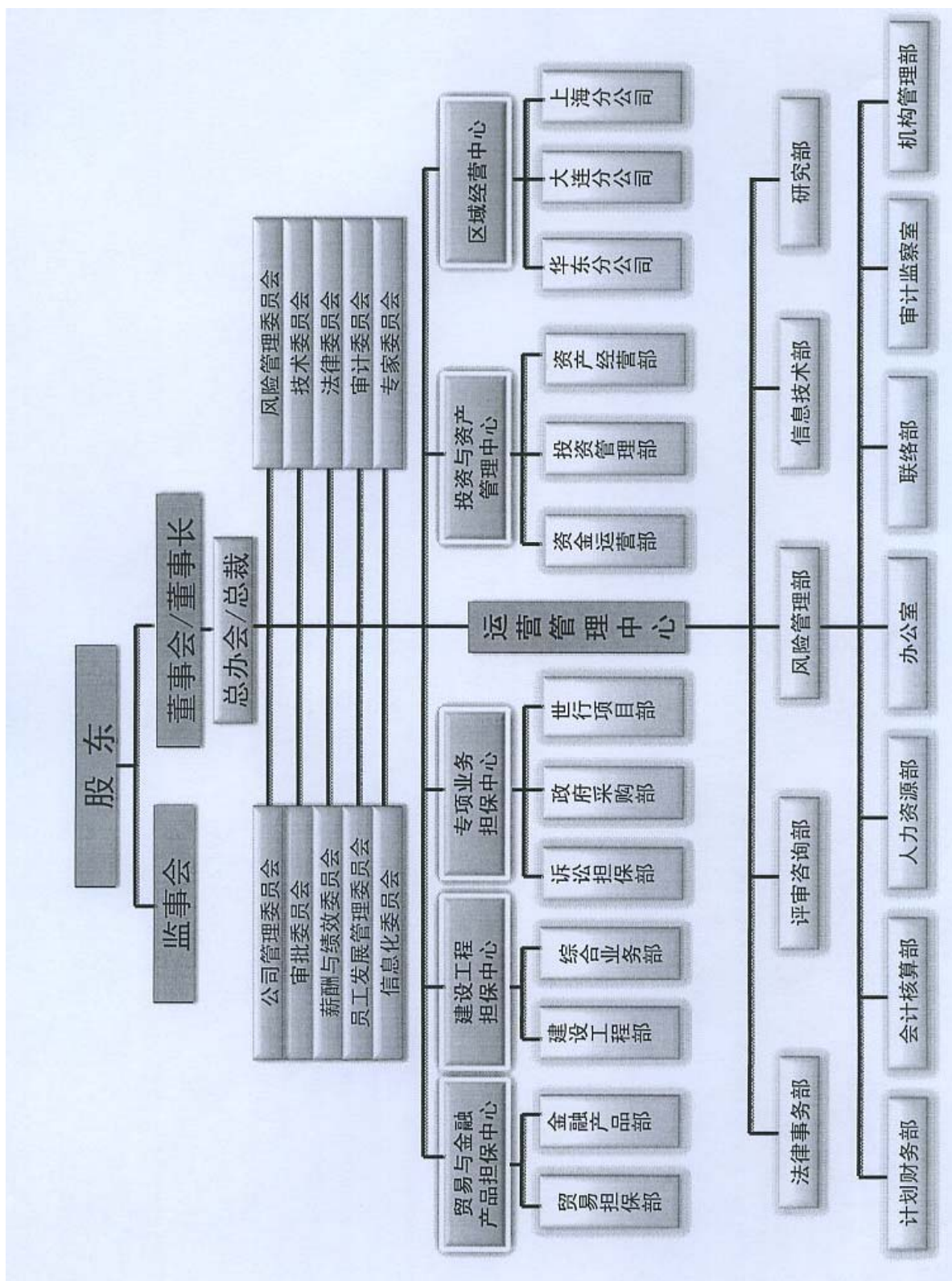
公司与国家开发银行签订战略合作协议，获得了国家开发银行 300 亿元综合授信；公司还获得上海银行 100 亿元的授信。来自外部银行的授信，在一定程度上提高了公司的融资能力。此外，根据公司的规划，公司将在 2009 年内引进战略投资 3 亿美元，如能顺利实现，将会大大增强公司的资本实力，从而有效提高公司的代偿能力。

总体看，公司资本实力强，对金融担保业务具有很强的代偿能力。

附图一 组织结构图



附图二 新组织结构图



附表一 资产负债表

项 目	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.10.31
货币资金	801,601,668.75	995,899,698.54	2,270,464,777.86	1,954,838,562.78
短期投资	512,935,841.74	530,212,694.13	303,593,758.71	662,893,481.23
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	226,724,453.57	212,348,709.73	22,998,807.78	19,380,918.83
其它应收款	171,752,495.63	70,260,430.25	51,827,146.09	54,380,072.54
预付账款				
期货保证金				
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	3,429,302.38			
其中：原材料				
产成品（库存）				
待摊费用	260,984.93	19,000.00	33,770.00	94,774.17
待处理流动资产净损失				
一年内到期长期债权投资			52,700,000.00	40,000,000.00
其它流动资产	13,975,022.00			
流动资产合计	1,730,679,769.00	1,808,740,532.65	2,701,618,260.44	2,731,587,809.55
长期投资	368,131,075.35	342,823,337.33	1,068,955,440.73	1,337,244,336.58
其中：长期股权投资	322,951,075.35	183,713,337.33	959,119,340.73	1,230,273,112.58
长期债权投资	20,840,000.00	119,110,000.00	86,410,000.00	86,410,000.00
*合并价差				
长期投资合计	368,131,075.35	342,823,337.33	1,068,955,440.73	1,337,244,336.58
固定资产原值	116,252,080.38	111,808,129.08	111,429,583.76	112,611,932.62
减：累计折旧	24,823,660.99	28,208,966.62	32,305,245.38	35,984,335.92
固定资产净值	91,428,419.39	83,599,162.46	79,124,338.38	76,627,596.70
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	91,428,419.39	83,599,162.46	79,124,338.38	76,627,596.70
工程物资				
在建工程		319,718.60		
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	91,428,419.39	83,918,881.06	79,124,338.38	76,627,596.70
无形资产	3,453,632.06	3,107,253.63	2,997,237.05	2,946,803.25
其中：土地使用权				

长期待摊费用	227,030.20			
其中：固定资产修理				
估定资产改良支				
出				
股权分置流通权			39,674.82	
其他长期资产		17,040,396.38	17,040,396.38	17,020,396.38
其中：特种储备物资				
无形资产及递延资产合	3,680,662.26	20,147,650.01	20,077,308.25	19,967,199.63
计				
递延税项借项				
资产总计	2,193,919,926.00	2,255,630,401.05	3,869,775,347.80	4,165,426,942.46

附表二 资产负债表（续）

项 目	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.10.31
短期借款		100,000,000.00		
应付票据				
应付账款	10,784,277.60	9,024,197.71	14,635,155.22	8,869,788.89
预收账款	7,780,562.80	8,984,102.59	2,320,600.01	8,163,341.68
代销商品款			10,455,178.65	
应付工资	4,173,907.42	5,869,494.48	5,476,154.67	1,535,141.64
应付福利费	2,264,901.58	3,519,445.81		3,540,911.22
应付利润（股利）				
应付利息			13,961,011.42	
应交税金	5,330,322.52	4,129,255.30	104,256.96	-482,794.97
其他应交款	8,605.42	72,055.58	339,861,269.50	53,546.85
其他应付款	430,317,038.63	617,336,204.15		346,753,180.08
预提费用				
预计负债				
递延收益				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债	22,137,941.71	32,955,566.21	22,694,272.43	22,694,272.43
流动负债合计	482,797,557.68	781,890,321.83	409,507,898.86	391,127,387.82
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	493,269,304.95	499,566,608.50	30,000,000.00	30,000,000.00
其他长期负债	214,188,169.98	198,700,527.95	248,067,674.46	277,566,953.87
其中：特准储备资金				
长期负债合计	707,457,474.93	698,267,136.45	278,067,674.46	307,566,953.87
递延税款贷项				
负债合计	1,190,255,032.61	1,480,157,458.28	687,575,573.32	698,694,341.69
*少数股东权益	305,053.75	323,422.46	1,152,626.78	1,700,762.19
实收资本（股本）	664,500,000.00	664,500,000.00	3,000,000,000.00	3,000,000,000.00
国家资本	664,500,000.00	664,500,000.00		
集体资本				
法人资本			3,000,000,000.00	3,000,000,000.00
其中：国有法人资本			3,000,000,000.00	3,000,000,000.00
国有集体资本				
个人资本				
外商资本				

资本公积	66,429,651.56	74,494,028.88	67,848,278.88	59,191,028.88
盈余公积	266,582,671.38	27,453,152.07	67,331,275.46	67,331,275.46
其中：法定公益金	20,280,683.36	2,553,744.46		
*未确定的投资损失				
未分配利润	5,847,516.70	8,702,339.36	42,146,381.61	328,853,685.45
其中：现金股利				
外币报表折算差额			3,721,211.75	9,655,848.79
所有者权益小计	1,003,359,839.64	775,472,942.77	3,181,047,147.70	3,465,031,838.58
减：未处理资产损失				
所有者权益合计(剔除未处理资产损失后的金额)	1,003,359,839.64	775,472,942.77	3,181,047,147.70	3,465,031,838.58
负债和所有者权益合计	2,193,919,926.00	2,255,630,401.05	3,869,775,347.80	4,165,426,942.46

附表三 利润表

项 目	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.10.31
一、主营业务收入	65,031,794.60	67,109,060.44	84,472,299.27	100,507,821.18
其中：出口产品销售收入				
进口产品销售收入				
减：折扣与折让				
二、主营业务收入净额	65,031,794.60	67,109,060.44	84,472,299.27	100,507,821.18
减：（一）主营业务成本	10,759,449.44	12,726,346.26	17,982,171.08	9,779,648.35
其中：出口产品销售成本				
（二）主营业务税金及附加	2,751,967.86	2,676,355.65	3,206,359.76	6,428,927.38
（三）经营费用				
（四）其它				
加：（一）递延收益				
（二）代购代销收入				
（三）其它				
三、主营业务利润	51,520,377.30	51,706,358.53	63,283,768.43	84,299,245.45
加：其它业务利润	1,183,228.75	1,319,116.54	2,166,706.12	1,246,969.37
减：（一）营业费用				
（二）管理费用	117,609,273.19	11,385,515.92	111,040,988.30	119,072,856.55
其中：业务招待费			2,299,909.13	
研究与开发费				
（三）财务费用	-2,028,852.28	-8,731,753.92	-8,786,953.01	-10,090,756.60
其中：利息支出	2,070,645.00	171,332.53	2,404,430.50	
利息收入	4,187,653.77	5,471,641.07	10,806,796.77	
汇兑净损失	84,227.38	-3,461,559.25	-420,863.79	
（四）其它				
四、营业利润	-62,876,814.86	-50,628,286.93	-36,803,560.74	-23,435,885.13
加：（一）投资收益	84,048,460.51	88,501,505.15	126,728,397.08	318,658,560.21
（二）期货收益				
（三）补贴收入				
其中：亏损的企业补贴收入				
（四）营业外收入	436,616.98	82,060.09	1,124,168.16	371,747.43
其中：处置固定资产净收益	3,350.00	41,370.09	190,025.79	
非货币性交易收益				
出售无形资产收益				
罚款净收益	1,700.00			
（五）其它				
其中：用前年度含量工资弥补利润				
减：（一）营业外支出	148,598.51	16.42	3,819,120.61	689,879.74
其中：处置固定资产净损失			5,731.65	
债务重组损失				
罚款支出	9,335.41	16.42	13,388.96	
捐赠支出			100,000.00	
（二）其它支出				
其中：结转的含量工资包干结余				
五、利润总额	21,459,664.12	37,955,261.89	87,229,883.89	294,904,542.77
减：所得税	5,057,348.97	2,950,036.22	13,853,513.93	7,649,103.52
*少数股东损益	9,569.02	-132.94	54,204.32	548,135.41
加：*未确认的投资损失				
六、净利润	16,392,746.13	35,005,358.61	73,322,165.64	286,707,303.84

附表四 利润分配表

项 目	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
一、净利润	16,392,746.13	35,005,358.61	73,322,165.64
加：（一）年初未分配利润		-9,871,764.30	8,702,339.36
（二）盈余公积补亏			
（三）其它调整因素			
二、可供分配利润	16,392,746.13	25,133,594.31	82,024,505.00
减：（一）提取法定盈余公积	1,622,342.99	2,527,885.38	7,250,567.89
（二）提取法定公益金	1,622,342.99	2,527,885.38	
（三）提取职工奖励福利基金			
（四）提取储备基金			
（五）提取企业发展基金			
（六）利润归还投资			
（七）补充流动资金			
（八）单项留用的利润			
（九）其它	2,433,514.48	3,791,828.06	10,875,851.83
三、可供投资者分配的利润	10,714,545.67	16,285,995.49	63,898,085.28
减：（一）应付优先股股利			
（二）提取任意盈余公积	4,867,028.97	7,583,656.13	21,751,703.67
（三）应付普通股股利			
（四）转作资本的普通股股利			
（五）其它			
四、未分配利润	5,847,516.70	8,702,339.36	42,146,381.61
其中：应由以后年度税前利润弥补的亏损			
补充资料			
一、出售、处置部门或被投资单位所得收益			55,504.17
二、自然灾害发生的损失			
三、会计政策变更增加（或减少）利润总额		9,134,772.70	26,600,703.05
四、会计估计变更增加（或减少）利润总额			17,075,560.75
五、债务重组损失			3,700,000.00
六、其它非经常性损益	80,926,491.24		1,005,047.55

附表五 现金流量表

项 目	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
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	67,244,774.09	75,336,933.63	93,677,203.27
收到的税费返还			
收到的其它与经营活动有关的现金	212,875,861.88	571,151,287.90	159,881,118.63
现金流入小计	280,120,635.97	646,488,221.53	253,558,321.90
购买商品、接受劳务支付的现金	11,099,709.16	3,043,878.81	178,755,262.09
支付给职工以及为职工支付的现金	25,933,916.32	27,212,675.78	28,498,937.04
支付的各项税费	9,738,811.74	7,743,138.90	9,223,807.59
支付的其它与经营活动有关的现金	220,703,387.94	519,507,877.79	146,986,928.39
现金流出小计	267,475,825.16	557,507,571.28	363,464,935.11
经营活动产生的现金流量净额	12,644,810.81	88,980,650.25	-109,906,613.21
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	576,547,392.06	842,588,292.49	1,181,424,047.85
其中：出售子公司收到的现金			9,850,000.00
取得投资收益所收到的现金	15,021,221.19	65,881,697.31	98,204,916.40
处置固定资产、无形资产和其它长期资产所收回的现金	3,003,350.00	364,640.00	1,656.00
收到的其它与投资活动有关的现金	2,049,327.61	4,700,000.00	270,000.00
现金流入小计	596,621,290.86	913,534,629.80	1,279,900,620.25
构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金	9,939,658.00	1,638,302.00	2,820,597.82
投资所支付的现金	328,362,090.01	905,799,769.35	1,859,027,466.87
其中：购买子公司支付的现金			
支付的其它与投资活动有关的现金			
现金流出小计	338,301,748.01	907,438,071.35	1,861,848,064.69
投资活动产生的现金流量净额	258,319,542.85	6,096,558.45	-581,947,444.44
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金		50,000.00	2,336,500,000.00
借款所收到的现金	60,000,000.00	100,000,000.00	50,000,000.00
收到的其它与筹资活动有关的现金			
现金流入小计	60,000,000.00	100,050,000.00	2,386,500,000.00
偿还债务所支付的现金	90,000,000.00		150,000,000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2,070,645.00	182,391.03	2,404,430.50
支付的其它与筹资活动相关的现金			
现金流出小计	92,070,645.00	182,391.03	152,404,430.50
筹资活动产生的现金流量净额	-32,070,645.00	99,867,608.97	2,234,095,569.50
四、汇率变动对现金的影响	-1,213.32	-646,787.88	-1,010,796.23
五、现金及现金等价物净增加额	238,892,495.34	194,298,029.79	1,541,230,715.62
补充资料			
1.将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	16,392,746.13	35,005,358.61	73,322,165.64
加：少数股东损益	9,569.02	-132.94	54,204.32
减：未确认的投资损失			
加：计提的资产减值准备	51,437,993.06	38,350,532.33	33,268,793.36
固定资产折旧	5,363,650.43	5,992,985.46	5,904,274.05
无形资产摊销	309,485.83	346,378.43	323,447.58
长期待摊费用摊销	196,664.17	227,030.20	
待摊费用减少（减：增加）	-194,183.44	241,984.93	-14,770.00

预提费用增加（减：减少）			
处置固定资产、无形资产和其它长期资产的损失	-3,350.00	-41,370.09	-184,294.14
固定资产报废损失			
财务费用	2,070,645.00	-3,290,226.72	2,404,430.50
投资损失（减：收益）	-84,048,460.51	-68,289,164.74	-126,728,397.08
递延税款贷项（减：借项）			
存货的减少（减：增加）			
经营性应收项目的减少（减：增加）	-55,595,281.02	-45,775,298.78	19,704,635.70
经营性应付项目的增加（减：减少）	76,705,332.14	126,485,974.47	-121,661,103.14
其他		-273,400.91	3,700,000.00
经营活动产生的现金流量净额	12,644,810.81	88,980,650.25	-109,906,613.21
2.不涉及现金手指的投资和筹资活动			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
其他			
3.现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	801,601,668.75	995,899,698.54	2,270,464,777.86
减：现金的期初余额	562,709,173.41	801,601,668.75	729,234,062.24
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	238,892,495.34	194,298,029.79	1,541,230,715.62

附录 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

AA—CCC 级可用“+”、“-”进行微调，但最高信用级别为 AAA 级。

中国投资担保有限公司跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与中国投资担保有限公司（以下简称“公司”）签署的协议，本次信用评级结果的有效期为一年。

中国投资担保有限公司应在 2008 年 7 月 15 日之前向联合资信提供跟踪评级所要求的资料。在有效期内，中国投资担保有限公司若出现以下两种情形：（1）实际业务经营情况与其预测数据有较大偏离；（2）发生重大变化，或发生可能对公司信用状况产生较大影响的突发事件，中国投资担保有限公司应在 10 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料，并说明该事项对公司业务发展或财务状况可能产生的影响。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信根据中国投资担保有限公司提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级，联合资信将在收到跟踪评级资料后 20 个工作日内向中国投资担保有限公司提供跟踪评级结果及跟踪评级报告。若中国投资担保有限公司出现上述两种情形，联合资信将进行不定期跟踪评级，联合资信将在中国投资担保有限公司提供相关资料后 10 个工作日内向中国投资担保有限公司提供不定期跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合资信将根据实际情况，对中国投资担保有限公司进行定期和不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。如中国投资担保有限公司不能及时向联合资信提供有关跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整中国投资担保有限公司信用等级，并予以公布；必要时，可公布中国投资担保有限公司的信用等级暂时失效，直至其向联合资信提供有关跟踪评级资料。

联合资信将指派一个联系人及时与中国投资担保有限公司联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

