

信用等级公告

联合[2010] 118 号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司及其拟发行的 2010 年度 8 亿元公司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
主体长期信用等级为

AA

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司
2010 年度 8 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年三月十五日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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、内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 2010 年度 8 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年三月十五日

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2010 年度 8 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 3+3 年

评级时间: 2010 年 3 月 15 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额 (亿元)	310.29	356.80	430.85
所有者权益 (亿元)	103.71	109.48	122.80
长期债务 (亿元)	199.74	226.63	269.02
全部债务 (亿元)	199.74	231.63	279.02
主营业务收入 (亿元)	23.38	36.19	44.69
利润总额 (亿元)	1.59	2.43	5.05
EBITDA (亿元)	19.13	30.64	37.11
经营性净现金流 (亿元)	21.30	30.12	36.51
主营业务利润率 (%)	54.62	44.69	41.64
净资产收益率 (%)	1.22	1.82	3.45
资产负债率 (%)	66.58	69.32	71.50
全部债务资本化比率 (%)	65.82	67.90	69.44
流动比率 (%)	546.21	353.78	287.96
全部债务/EBITDA (倍)	10.44	7.56	7.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.83	2.37	2.98
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.39	3.83	4.64

注: 全部债务资本化比率为调整后数据; EBITDA 利息倍数未考虑资本化因素。

分析师

张晓斌 孙恒志

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.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债务负担重、盈利能力偏弱等因素给公司造成的不利影响。

由于内蒙古地区经济的持续增长、车流量的自然增长及计重收费政策的实施, 公司收入规模以及利润总额稳步提升。2008 年公司公路资产的折旧会计估计发生变更, 对公司盈利指标产生一定影响; 但鉴于公司经营规模较大, 地区垄断优势明显, 且经营活动获取现金能力很强, 联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用级别以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期公司债券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公路属国民经济基础设施行业, 是国家近年投资的重点, 行业发展前景良好。
2. 公司规模优势明显, 主营业务在区域内居垄断地位。
3. 公司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, 公司收入规模快速增长, 盈利能力稳步提高。
5. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动产生的现金流量净额对本期债券保障程度较高。

关注

1. 公司资产负债率高，债务负担重。
2. 2008年，公司公路资产折旧的会计估计发生变更，对当年盈利指标产生一定影响。
3. 公司财务费用支出受信贷政策及利率调整的影响大，高额的财务费用对盈利空间有所挤压，目前公司整体盈利能力偏弱。
4. 未来两年公司投资规模较大，对外筹资压力较大。

一、主体概况

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）系经内蒙古自治区人民政府内政字【(2004)】245号文件《关于组建内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的批复》批准组建的大型国有独资企业，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、乌海征费稽查分局移交的人员和资产，新组建巴彦淖尔、乌海2个分公司，新组建全资子公司内蒙古高路绿化有限责任公司和内蒙古高路公路工程检测有限责任公司，参股内蒙古高速石油销售有限责任公司（持股49%）。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 430.85 亿元，所有者权益 122.80 亿元；2009 年公司实现主营业务收入 44.69 亿元，利润总额 5.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.20 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 2010 年发行人民币债券 8 亿元，债券期限为 6 年，附投资人回售选择权及公司上调票面利率选择权。本期债券在存续期

内前 3 年的票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差，在本期债券存续期内前 3 年固定不变。在本期债券存续期的第 3 年末，公司可选择上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 3 年固定不变。本期债券采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元，全部用于省道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，上述项目投资总额34.90亿元，其中本期发债额度占投资总额的22.92%。

省道203线乌兰浩特至零点段

省道203线乌兰浩特至零点段公路起于科右前旗六间房村西，与阿荣旗至北海省际通道复兴屯至乌兰浩特段相接，经巴拉格歹、阿力得尔、乌不林、宝格达山林场，终点止于科右前旗得零点。该公路建设规模为192公里，设乌兰浩特南互通一处，设隧道二处，长约5000延米。该项目投资总额25.60亿元，其中自有资金9亿元，其余资金通过外部融资解决。

该项目经内蒙古自治区发展和改革委员会内发改交运字[2007]610号文件《关于省道203线乌兰浩特至零点段公路工程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内蒙古自治区环境保护局内环审[2007]211号文件《关于省道203线乌兰浩特至零点段公路环境影响报告书的批复》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[2007]124号文件《关于省道203线乌兰浩特至零点段公路水土保持方案报告书的批复》审核通过。该项目用地经内蒙古自治区国土资源厅内国土预审字[2007]88号文件《关于省道203线乌兰浩特至阿尔山段公路建设工程项目用地的预审批复》审核通过。

省道203线零点至阿尔山段

省道203线零点至阿尔山段公路起于科右前旗的零点，经边防二连，重点止于阿尔山市南端市政路。该段公路建设规模为61公里，设隧道一处，长约1600米延米。该项目投资总额9.30亿元，其中自有资金3亿元，其余资金通过外部融资解决。

该项目经内蒙古自治区发展和改革委员会发改交运字[2007]609《关于省道203线零点至阿尔山段公路工程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内蒙古自治区环境保护局内环审[2008]138号文件《关于省道203线零点至阿尔山段公路项目环境影响报告书的批复》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[2007]125号文件《关于省道203线零点至阿尔山段公路水土保持方案报告书的批复》审核通过。该项目用地经内蒙古自治区国土资源厅内国土预审字[2007]88号文件《关于省道203线乌兰浩特至阿尔山段公路工程项目用地的预审批复》审核通过。

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，实现区域经济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. 公路行业概况

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。据交通运输部统计，截至2008年底，中国公路总里程达373.02万公里，比上年末增加14.64万公里。从行政等级看，国道15.53万公里，省道26.32万公里，县道51.23万公里，乡道101.11万公里，专用公路

6.72万公里，村道172.10万公里，分别比上年末增加1.82万公里、0.80万公里、减少0.21万公里、增加1.27万公里、1.01万公里和9.95万公里。各行政等级公路里程分别占公路总里程的4.2%、7.1%、13.7%、27.1%、1.8%和46.1%，比上年末分别提高0.4个、持平、下降0.7个、0.8个、提高0.2个和0.9个百分点。

随着中国公路建设的不断发展，公路运输也呈稳定增长态势。“十五”期间，以高等级公路为主的国道主干线的中国联网，为公路运输发展创造了基础设施条件。

2. 高速公路发展概况

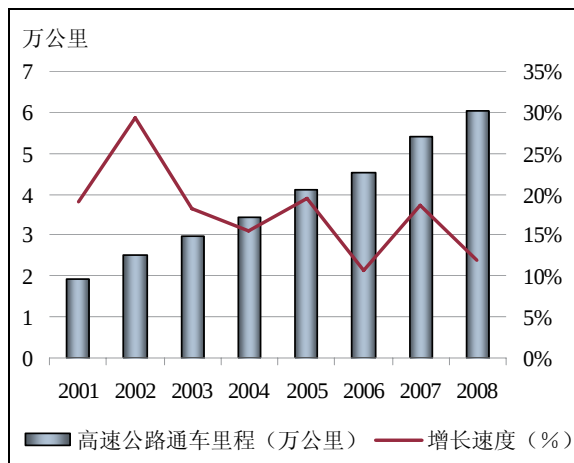
高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

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高速公路以来，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。

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 万公里，仅次于美国位居世界第二位。2008 年中国新建高速公路 6400 公里，总里程达到 6.03 万公里。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

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。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。

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，网络化建设任务依然艰巨。

3. 高速公路行业特征

从造价看，高速公路是使用周期长、技术标准高和投资巨大的基础性设施，高速公路行业属于资金密集型行业。为保证行车速度和行车安全，高速公路的路线线形和建筑材料都有严格的标准和要求。在高速公路的造价中，仅材料费用就占到 40%~50%，高速公路征地拆迁补偿费用、通讯监控等交通设施费用在造价中也占有很大比重。在中国一般平原微丘区，高速公路平均每公里造价为 3000 万元左右；在山区，高速公路平均每公里造价接近 4000 万元。

从周期看，高速公路建设周期和投资回收期均较长。高速公路建设周期，一般为 3~5 年，有的则长达 5~8 年。建设周期长，而贷款偿还一般是依靠通行费收入或者是政府财政收入，这决定了高速公路投资回收期较长。现阶段，中国高速公路的投资回收期一般为项目建成后的 8~10 年；特许经营经营期一般为 25~30 年，具体由政府与投资者协商确定。

从收益看，高速公路收益一般都比较稳定。这主要是因为，一是各国都建立相关的法律、法规，从制度上确保了高速公路健康稳定的发展空间。二是高速公路使用周期长，资产折旧缓慢，维修费用不高，即使大修，亦不影响功能；三是具有稳定的营运创收体系，除了具有通行费收入外，还有服务区的维修、加油、加水、餐饮等服务项目以及广告收入；四是随着国民经济发展和生活水平的不断提高，汽车保有量逐渐上升，客运、货运需求不断增长，为高速公路提供了稳定的市场增长空间，确保了通行费收入的稳定性和增长性。

此外，高速公路投资还具有一定公益性。国家建设高速公路，并非完全出于经济目的，相反很大程度上是从有利于国计民生和社会效益出发，带有明显的战略性、公益性目的。有些高速公路从经济角度来看并不可行，但是从社会公益事业角度出发，具有较好的社会效益。按照经济规律，这些高速公路如要维持正常营运，在车流量一定的情况下，只能通过提高收

费标准、增加通行费收入来弥补。但实际上，高速公路的收费标准由政府统一制定，任何高速公路投资方都无法按照测算的投资回报来自行确定收费标准。这也在一定程度上印证了高速公路所具有的社会公益性。

高速公路企业的折旧成本占主营业务成本的一半左右，而影响折旧高低的主要因素是会计政策。路产的折旧有直线法和车流量法两种，其中直线法是根据收费年限制定固定的折旧率。而目前大部分公司采用车流量法，年折旧额的多少随着车流量的变化而变化。车流量法相对而言更符合会计上的“权责发生制”的原则，但也存在一定的弊端，如考虑到实际车流量与预测车流量可能存在一定的偏差，目前上市公司每隔三年将对路产的车流量重新预测，从而增加了折旧的变动因素，导致公司盈利指标波动较大；另一方面，若对车流量预测太乐观，而实际车流量达不到预期，将折旧的压力延迟到公司经营的后期，将影响公司未来的业绩。可见，折旧政策对高速公路企业的盈利指标有较大影响。

总的来说，高速公路投资行业是一个投资额大、回收期长、属公益性基础设施的行业。有鉴于此，财政部、国家税务总局于2005年联合下文规定，从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营业税税率从5%下调至3%，以支持高速公路行业发展。

4. 行业关注

铁路运输的影响

2007年4月中国铁路实施第六次大面积提速，大幅提升了铁路运输的效率，对道路客运的冲击较为明显。与此同时，中国铁路在环渤海、长三角、珠三角城市群和其他重点城市间，大量组织开行高密度时速200公里及以上动车组旅客列车。2008年底，铁道部已初步形成了时速350公里高速铁路技术标准体系，并成功运用到客运专线建设中。

由于铁路在运输成本上，尤其是长途运输上要远远低于公路，铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用，特别是城际高铁的建成将对高速公路客流量产生较大的分流影响。

信贷政策变化

高速公路投资行业主要特点是投资额大、回收期长。从国家高速公路建设规划来看，高速公路建设存在着很大的资金缺口，除项目资本金外，高速公路的建设资金绝大部分来源于银行贷款，可见，未来几年高速公路企业对外筹资压力将大幅增加，债务负担有所加重。

作为高速公路的投资主体，企业需要承担高额的利息费用，因此，货币政策的波动对企业信贷成本及盈利水平有很大影响。高利率将导致快速攀升的财务费用，从而对企业盈利空间有所挤压；宽松的货币政策则对缓解财务成本压力形成利好。

2008年下半年，央行连续下调存款准备金率及存贷款基准利率，货币政策趋于宽松；2010年初，央行连续两次上调存款准备金率，政策紧缩预期有所增强。受国民经济总体运行状况和国家宏观政策等因素的影响，未来市场利率仍具有波动性，为高速公路行业带来一定利率风险。

5. 管理体制

高速公路企业运营模式主要有三种：以收费性高速公路为主的市场化运作模式，该类企业经营独立性强；以政府还贷性高速公路为主的城投类企业运作模式，该类企业为政府主导型，与政府关系比较密切；及介于以上两者之间的运营模式。国内高速公路企业主要是第三种运营模式。

目前，中国高速公路建设项目的前期工作和建设资金的筹措多由交通主管部门负责，投资来源包括交通部补助、养路费、通行费、车辆购置税、国债转贷和银行贷款等。项目建设及竣工后的管理、养护和车辆通行费的收取也是交通主管部门及下属企业负责。这种投融资

体制下的通行费缴入财政专户，纳入预算管理，建设资金贷款实行统一偿还。

随着高速公路管理体制的不断完善，高速公路行业政企不分、多头管理的落后体制正在被现代公司化管理所代替，特别是高速公路上市公司应用现代管理体系在控制成本和提高产出上积累了许多宝贵的经验并取得了较好的效益，高速公路行业管理水平有所提升。

6. 高速公路收费政策

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“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。

据交通运输部统计，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，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（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。

2008 年 12 月 18 日，国务院印发了关于时事成品油价格和税费改革的通知，决定从 2009 年 1 月 1 日起实施成品油税费改革，取消公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等六项收费，逐步有序取消政府还贷二级公路收费；同时，将汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元，柴油消费税单位税额由每升 0.1 元提高到 0.8 元。

燃油税的征收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。但另一方面，燃油成本的上升将使得高速公路的节油优势得到明显体现，部分车辆会从普通公路分流到高速公路上来。

7. 发展前景

2005 年 1 月，国家公布了《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。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。

2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议部署了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，明确到 2010 年年底，投资 4 万亿加快建设进度，2008 年第四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，其中 100 亿元投资将主要用于国家

高速公路网的在建项目和农村公路建设，并优先向西部地区倾斜，向欠发达方向倾斜。同时根据交通运输部规划，2009-2010年交通固定资产投资规模计划年均达到1万亿水平。

总体看，“十一五”期间，中国高速公路建设发展空间较大，行业发展前景良好。

8. 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2008年底，内蒙古高速公路通车里程达到1768公里；高等级公路通车里程突破1.5万公里；全区农村牧区公路通车里程约14万公里，其中沥青（水泥）路2.8万公里、砂石路11万公里。全区1235个乡镇（苏木）已有1143个通沥青（水泥）路，通畅率达92.6%；1.2306万个建制村（嘎查）已有9274个通公路，通达率达75.4%。

“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。

根据内蒙古自治区政府工作报告显示，2009年内蒙古自治区GDP完成9700亿元以上，较2008年增长了17%，增速连续8年保持全国第一位。随着全区经济快速发展，2009年内蒙古财政收入再上新台阶，全区完成地方财政总收入

1378.1亿元，同比增长24.5%。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2009年底，公司投入营运的高等级公路里程3047.449公里，其中高速公路通车里程1446.625公里，约占全区高速公路的90%，一级公路288.326公里，二级公路通车里程1313.498公里。

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57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60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 2009 年底，公司拥有员工 6696 人，其中管理人员 806 人（其中本部员工 171 人），一般员工 5861 人，退休人员 29 人。管理人员全部为正式员工，一般员工中正式员工 2442 人，临时员工 3419 人。公司管理人员整体文化素质较高，从职称分布来看，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%。

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 6）。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

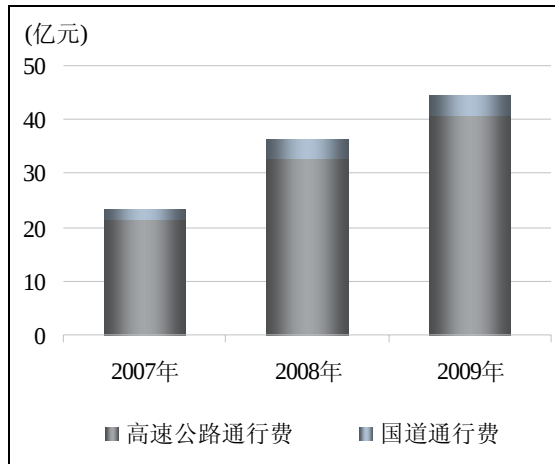
公路建设、融资和管理经验，已基本建立了一整套管理制度，并不断强化内部管理，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险较低。

六、生产经营

1. 收入构成

公司经营的核心业务是高等级公路投资、建设、经营和管理。

图2 公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供

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；子公司内蒙古高路绿化有限责任公司2009年实现树苗销售收入3.51万元，计入“主营业务收入”，因规模小未反映在上图中

2009年，公司实现主营业务收入44.69亿元，其中国道通行费收入占8.99%，高速公路通行费收入占91.01%，公司主营业务突出（参见图2）。

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。

2009年，公司高效推进公路建设，全年完成公路建设投资50.31亿元，较2008年增长0.54%。全年开展公路建设项目11个，其中东部区工程项目7个，累计完成投资概算65.52%。西部区4个项目累计完成投资概算71.80%。2009年，临河绕城线高速公路、国道304线鲁北至霍林郭勒一级公路和呼和浩特绕城高速公路相继建成通车，公司新建公路里程合计约275公里。

截至2009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、呼市绕城、包东高速、东苏高速、集老高速、新麻高速、包头过境高速、临河过境、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）、二塞一级公路和鲁霍一级公路。

表1 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）			
	2007年	2008年	2009年	变动率（%）	2007年	2008年	2009年	变动率（%）
呼集老高速公路	3395112	4442517	5899184	31.82	68913.86	108855.32	144535.69	44.82
呼包高速公路	4081643	4942995	6044276	21.69	45099.86	54516.03	65499.73	20.51
包东高速公路	9692048	11600360	15195654	25.21	22477.58	33966.36	47449.15	45.29
哈磴高速公路	2044422	2554093	2274253	5.47	32588.61	47287.51	34854.56	3.42
包头过境高速	1113591	1754046	2326873	44.55	13631.20	25317.62	32654.79	54.78
新麻高速公路	1512400	2359714	3587127	54.01	8961.75	14786.27	27107.49	73.92
东苏高速公路	1678951	2065866	3016043	34.03	8207.30	13241.49	18253.84	49.13
白集丰高速公路	925700	1558579	1520869	28.18	8974.76	19383.28	13342.84	21.93
磴巴高速公路	336253	499409	647340	38.75	2440.50	5688.85	10536.26	107.78
临河过境高速	--	--	264752	--	--	--	5236.31	--
巴新高速公路	356200	406115	457876	13.38	2895.69	3526.20	4488.76	24.51
呼市绕城高速	--	--	16418	--	--	--	195.40	--
二塞一级公路	230100	280511	284189	11.13	1298.33	2303.84	2325.08	33.82
鲁霍一级公路	--	--	15009	--	--	--	175.00	--

110 国道（辅道）	2405211	3050692	4217923	32.43	9799.38	23156.86	31082.93	78.10
208 国道（辅道）	552300	388141	318151	-24.10	2302.15	2205.06	1681.98	-14.52
210 国道（辅道）	2198541	2098987	2464762	5.88	6236.79	7692.07	7427.06	9.13
合计	30522472	38002025	48550699	26.12	233827.76	361926.76	446846.86	38.24

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，2007年～2009年公司通行费收入持续增长。2007年～2009年，公司经营公路车流量年均增长26.12%，2009年为4855.07万辆。从通行费收入来看，2007年～2009年，公司道路通行费收入年均复合增长38.24%，保持较快增长态势。其中，2008年通行费收入增幅高达54.78%；2009年一季度，受国际金融危机影响，公司通行费收入同比出现下滑，随着区内经济的逐步回暖、新建高速公路的陆续通车及境内车流量的自然增长，公司经营状况明显好转，全年通行费收入较2008年增长23.46%。

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。计重收费政策的实施，提高了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，营业收入持续较快增长。

3. 经营效率

2007年～2009年，公司资产总额年均复合增长17.84%，所有者权益年均复合增长8.82%，主营业务收入年均复合增长38.24%，利润总额年均复合增长78.23%。总体看，公司增长质量较好。

2007年～2009年，公司的总资产周转次数分别为0.08次、0.11次和0.11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骨干网络。

“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2。从表2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, 2010 年~2012 年投资额度分别为 72.19 亿元、40.00 亿元和 10.00 亿元, 未来两年投资额度较大。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。

“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继续增长, 发展前景较好。

表2 公司在建项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	建设规模	剩余投资	2010 年	2011 年	2012 年
1	包头树林召高速公路	高速 38KM	58702	58702		
2	G203 乌兰浩特至零点一级公路	一级 192KM	98347	98347		
3	G203 零点至阿尔山一级公路	一级 61KM	51065	51065		
4	白彦花至霍林郭勒一级公路	一级 104KM	120959	120959		
5	G302 乌兰浩特至石头井子高速公路	高速主线 35KM、连接线 3.6KM	62673	62673		
6	G110 线海勃湾至麻黄沟一级公路	一级主线 51.3KM、连接线 22.4KM	87885	87885		
7	G110 线察素齐段一级公路	一级主线 12KM、连接线 1.3KM	7315	7315		
8	G208 赛汉塔拉至白音查干高速公路	高速 168KM	384219	84219	200000	100000
9	G110 线呼和浩特至兴和公路	一级主线 197KM、连接线 6.5KM	346928	146928	200000	
10	G210 线包头至东胜公路		3807	3807		
合计		--	1221899	721899	400000	100000

资料来源: 公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年~2009 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。

公司自 2008 年 1 月 1 日起按新预测的《内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司经营公路交通量预测报告》预计车流量计算内蒙古境内的 G025 线、G210 线、G208 线、G110 线等公路剩余经营期限的折旧。上述会计估计变更采用未来适用法, 增加 2008 年度 G025 线、G210 线、G208 线、G110 线等公路折旧计提 2.42 亿元, 影响 2008 年度净利润减少数为 2.06 亿元。联合资信注意到, 2008 年因固定资产折旧会计估计变更影响减少净利润占 2008 年全年净利润的 103.52%, 上述会计估计变更将对公司未来盈利指标造成一定影响。

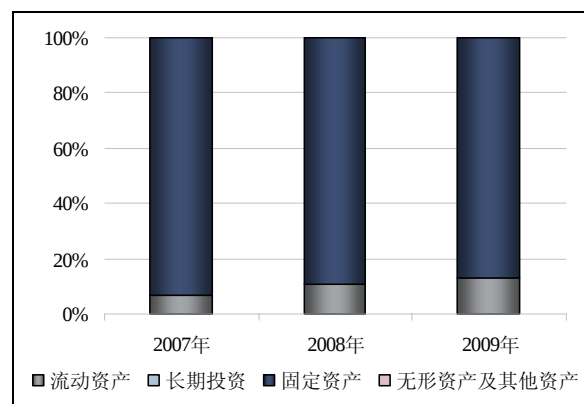
截至 2009 年底, 公司 (合并) 资产总额 430.85 亿元, 所有者权益 122.80 亿元; 2009 年公司实现主营业务收入 44.69 亿元, 利润总额 5.05 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 36.51 亿元, 现金及现金等价物净增加额 19.20 亿元。

以下分析以 2007 年~2009 年经审计的财务报表为主。

2. 资产质量

2007 年~2009 年, 公司资产总额年均复合增长 17.84%, 资产构成基本稳定 (参见图 3)。截至 2009 年底, 公司资产总额 430.85 亿元, 其中流动资产占 13.07%, 长期投资占 0.07%, 固定资产占 86.68%, 无形资产及其他资产占 0.18%, 公司资产以固定资产为主。

图3 公司资产构成



资料来源: 公司年报

2007 年~2009 年, 公司流动资产年均增长

62.63%，主要是货币资金增加所致。截至2009年底，公司流动资产合计56.30亿元，其中货币资金占94.58%，其他应收款占5.28%，以货币资金为主。

2007年~2009年，公司货币资金年均复合增长63.02%，主要是发行债券和增加借款收到的资金以及通行费收入增加所致。截至2009年底，公司货币资金53.25亿元，其中银行存款占96.99%，其他货币资金占3.00%；公司其他货币资金为1.60亿元，系发行债券时存入银行的定期保证金。

2007年~2009年，公司其他应收款年均复合增长65.17%，增加原因主要是：依据包头市人民政府与公司《关于210国道包头城区段综合改造工程有关事宜的会议纪要》，公司每年暂代包头市交通局支付210国道包头城区段综合改造工程征拆费及交通工程市政工程费，2008年和2009年上述值分别为0.80亿元和0.69亿元。

截至2009年底，公司长期投资0.28亿元，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%。

2007年~2009年，公司固定资产原值年均复合增长12.45%，主要是增加公路及附属设施所致。其中2009年较2008年增加65.70亿元，主要系临河过境高速公路及国道304线鲁霍一级公路已建成通车暂估转固，以及公司接收内蒙古交通厅移交的呼和浩特绕城高速公路资产。截至2009年底，公司固定资产原值369.97亿元，其中公路及附属设施占98.19%。截至2009年底，公司累计折旧56.93亿元，固定资产成新率为84.61%，固定资产质量较高。联合资信注意到，内蒙古交通厅在向公司移交的公路和债务前，在国内有关银行借款时，已经将公路的收费权质押给贷款银行，该质押合同对公司继续有效。

截至2009年底，公司在建工程60.45亿元，主要是包头至树林召高速公路工程、省道203线（乌兰浩特至零点、零点至阿尔山）、赛汉塔拉至白音查干高速公路等。

截至2009年，公司无形资产为0.74亿元，其中土地使用权为0.73亿元。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，2009年其中总面积139.77亩的地块已纳入呼和浩特市人民政府经营性用地招拍挂出让地块范围。

总体看，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

2007年~2009年，公司所有者权益年均增长8.82%。截至2009年底，公司所有者权益122.80亿元，其中实收资本占87.86%，资本公积占3.33%，盈余公积占1.33%，未分配利润7.48%，公司所有者权益以实收资本为主，稳定性好。

2008年，公司实收资本较2007年增加3.78亿元，主要是因为：根据内蒙古自治区交通厅内发[2007]280号内蒙古交通厅关于移交一塞、白音察干-丰镇高速公路资产负债的通知，公司接收内蒙古交通厅移交的二河国道主干线附带的四个子项目资产及负债。该子项目资产总额6.72亿元，负债总额2.95亿元，实收资本3.77亿元。根据内蒙古交通厅修正文件要求，2009年公司调减上述二河国道主干线子项目资产值872万元，同时冲减实收资本。

2009年，公司实收资本和资本公积分别较2008年增加5.00亿元和4.08亿元，主要是因为：①根据内蒙古自治区交通厅内交发[2009]621号内蒙古交通厅关于移交呼和浩特绕城高速公路资产负债的通知，公司接收内蒙古交通厅移交的呼和浩特绕城高速公路资产及负债。呼和浩特绕城高速公路资产总额23.21亿元，负债总额18.12亿元，实收资本5.09亿元。②2009年临河过境公路已正式通车，公司

将政府部门下达的中央车购税资金和地方财政返还营业税合计 3.92 亿元转入资本公积，作为政府部门资本金投入。

2007 年~2009 年，公司负债总额年均复合增长 22.11%，主要是加大筹资力度，发行债券所致。截至 2009 年底，公司负债总额 308.45 亿元，其中流动负债占 6.35%，长期负债占 93.65%。

截至 2009 年底，公司流动负债 19.55 亿元，其中短期借款占 5.11%，应付账款占 23.67%，其他应付款占 15.00%，其他流动负债（主要为公司 2009 年 2 月发行的 9 亿元短期融资券）占 47.53%。

截至 2009 年底，公司长期负债 288.50 亿元，其中长期借款占 85.21%，应付债券占 8.04%（公司于 2007 年 9 月发行 8 亿元 10 年期公司债券，于 2008 年 11 月发行 15 亿元 5 年期公司债券），专项应付款占 6.75%。

截至 2009 年底，公司长期借款 245.83 亿元，其中银行信用借款 4.00 亿元，质押借款 65.05 亿元，应付内蒙古交通厅借款 176.78 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。

截至 2009 年底，公司专项应付款 19.47 亿元，较 2008 年大幅增加 9.33 亿元；公司专项应付款主要是包头至树林召公路建设费、203 线乌零公路养路费、203 零阿项目养路费等。

2007 年~2009 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率指标相对稳定，三年平均值分别为 69.86 %和 68.26%，2009 年分别为 71.50% 和 69.44%，公司负债水平高，债务负担重。与同行业中的省级高速公路建设运营企业相比（参见表 3），公司债务负担基本处于正常水平。

表 3 公司与同行业企业比较

主体名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	全部债务 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)
江苏交通控股有限公司	1572.51	457.83	1034.38	70.89	69.32
广东省交通集团有限公司	1461.80	457.73	842.36	68.69	64.79
浙江省交通投资集团有限公司	1342.02	375.23	668.92	72.04	64.06
福建省高速公路有限责任公司*	937.67	332.11	558.20	64.58	62.70
重庆高速公路集团有限公司	922.34	284.48	592.77	69.16	67.57
河南高速公路发展有限责任公司	805.27	183.39	527.55	77.23	74.21
山东高速集团有限公司*	802.28	183.43	210.27	77.14	53.41
北京市首都公路发展集团有限公司	725.92	327.27	367.01	54.92	52.86
安徽省高速公路总公司*	547.97	114.33	362.69	79.14	76.03
陕西省高速公路建设集团公司	547.27	102.23	416.49	81.32	80.29
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	430.85	122.80	279.02	71.50	69.44
安徽省交通投资集团有限责任公司*	269.49	44.40	195.20	83.52	81.47

注：上表中公司为 2009 年底数据，标*均为 2008 年底数据，其余为 2009 年 9 月数据

资料来源：www.chinabond.com.cn

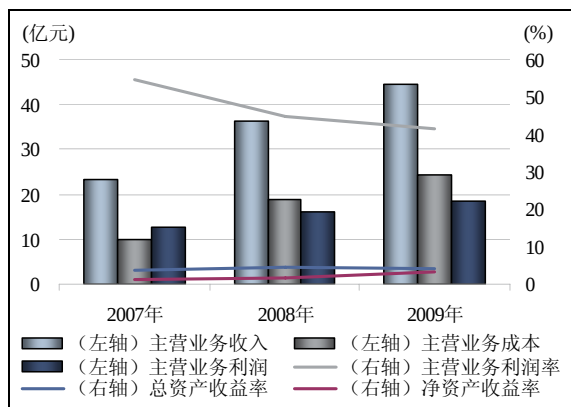
4. 盈利能力

2007年~2009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38.24%和20.70%（参见图4）。2009年，公司实现主营业务收入和主营业务利润分别为44.69亿元和18.61亿元，同比分别增长23.46%和15.05%，增幅有所下降，主要是受年初区内经济增速放缓的影响，公司2009年一季度车流量同比出现下滑所致。

2008年，公司主营业务成本为18.70亿元，较2007年增长91.48%，主要是收入增加以及折旧政策变更，增加固定资产折旧所致；2009年，公司主营业务成本增幅明显下降，较2008年增长30.74%，略高于同期主营业务收入增幅。2007年~2009年，公司主营业务利润率分别为54.62%、44.69%和41.64%，公司主营业务盈利能力强（参见图4）。

公司债务规模大，长期借款主要采用随基准利率浮动的信贷方式。2007年~2009年，公司财务费用分别为10.37亿元、12.61亿元和12.33亿元，财务成本受债务规模和信贷政策影响有所波动。2008年下半年央行连续五次降息，信贷利率的降低导致公司2009年在债务规模大幅增加的同时，财务费用反略有下降，从而带动公司利润明显改善，2009年实现利润总额5.05亿元，是2008年的2.08倍。

图4 公司盈利情况



资料来源：公司年报

高额的财务费用侵蚀了公司大部分营业利润，造成公司整体盈利处于较低水平。2007年~2009年，公司总资本收益率、净资产收益率三年平均值分别为4.16%和2.52%，2009年分别为4.15%和3.45%。

总体看，公司主营业务盈利能力强，受固定资产折旧会计估计变更以及大额财务费用支出影响，公司整体盈利能力处于较低水平。

5. 现金流

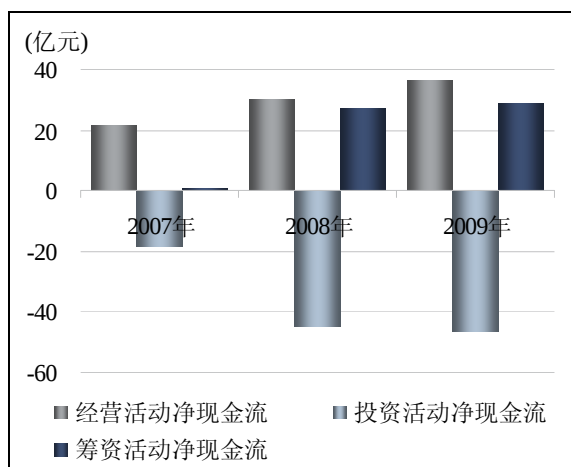
从经营活动来看，公司主营业务收入全部来源为车辆通行费收入，随着公司新增道路开通运营和整体车流量稳定增长，其经营活动产生的现金流入规模大，且保持了较好的稳定增长势头，2007年~2009年三年均复合增长35.34%，2009年公司经营活动产生的现金流入达到44.95亿元。2007年~2009年，公司现金收入比分别为104.95%、100.41%和100.60%，公司现金回流情况正常。受经营规模扩大影响，2007年~2009年经营活动产生的现金流出逐年增长，2009年公司经营活动产生的现金流量净额为36.51亿元，三年复合增长率为30.91%，公司经营活动获取现金能力很强（参见图5）。

从投资活动来看，2007年~2009年，公司投资活动现金流入相对很小；投资活动现金流出主要是对固定资产、无形资产和其他资产的投资，投资活动产生的现金流量净额均为负值，三年分别为-18.35亿元、-44.76亿元和-46.51亿元。2007年~2009年，公司筹资活动前现金流量净额分别为2.96亿元、-14.64亿元和-10.01亿元，公司投资活动支出逐年增长，对外融资需求较大。

从筹资活动来看，2007年~2009年，公司筹资活动现金流入量呈波动性上升趋势，2009年公司筹资活动现金流入为48.46亿元，其中主要是银行借款和发行债券所收到的资金；筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2007年~2009年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.74亿元、27.06亿元和

29.21亿元。

图5 公司现金流



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很强，投资规模逐年增加，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，流动比率和速动比率均保持较高水平，2007年~2009年三年平均值分别为359.36%和359.18%，2009年底分别为287.96%和287.80%；近三年公司经营现金流动负债比分别为546.58%、285.56%和186.71%，经营活动现金流对短期债务保护程度强；总体看，公司短期支付能力强。

从长期偿债能力指标看，2007年~2009年公司EBITDA逐年增长，三年分别为19.13亿元、30.64亿元和37.11亿元。2007年~2009年，公司EBITDA利息倍数略有增长，三年平均值为2.57倍，2009年为2.98倍，EBITDA对利息保护能力较弱；2007年~2009年，公司全部债务/EBITDA分别为10.44倍、7.56倍和7.52倍；公司对全部债务的保护能力有所增强，但仍处于较低水平。

综合来看，目前公司债务负担重，由于财务费用支出金额大，造成整体盈利能力处于较低水平；公司短期偿债能力强，整体偿债能力一般。

截至2009年底，公司无对外担保等或有负债情况。

截至2009年底，公司共获得银行授信120.21亿元，其中已使用77.55亿元，尚未使用42.66亿元，公司间接融资渠道畅通。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券额度占公司2009年底债务总额的2.87%，对公司债务影响小。

截至2009年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为71.50%和69.44%，以公司2009年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至72.02%和70.04%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2007年~2009年，公司实现EBITDA分别为本期债券发行额度的2.39倍、3.38倍和4.64倍，公司EBITDA对本期债券的保障能力较强。

2009年，公司经营活动现金流入量为45.16亿元，经营活动产生的现金流量净额36.51亿元，分别为本期8亿元公司债券发行额度的5.64倍和4.56倍，公司经营活动现金流对本期公司债券的覆盖程度高。

总体看，公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动产生的现金流量净额对本期债券保障程度较高。

九、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，整体偿债能力一般。

本期公司债券发行额度对公司现有债务影响小，且公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动产生的现金流量净额对本期债券保障程度较高，总体看，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	200390.79	346533.16	532530.41	63.02
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款		6.00	6.00	
其他应收款	10903.23	25532.17	29746.16	65.17
预付账款	1518.30	832.50	427.29	-46.95
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	54.81	228.35	308.73	137.33
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	212867.13	373132.17	563018.59	62.63
长期投资	0.00	0.00		
长期股权投资	1641.92	2319.26	2802.35	30.64
长期债权投资				
长期投资合计	1641.92	2319.26	2802.35	30.64
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	1641.92	2319.26	2802.35	30.64
固定资产				
固定资产原值	2925690.23	3042730.21	3699683.57	12.45
减：累计折旧	220860.52	373463.37	569333.51	60.56
固定资产净值	2704829.71	2669266.84	3130350.05	7.58
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	2704829.71	2669266.84	3130350.05	7.58
工程物资				
在建工程	175780.09	515807.00	604457.43	85.44
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	2880609.80	3185073.84	3734807.49	13.87
无形资产及其他资产				
无形资产	7748.14	7522.04	7384.03	-2.38
长期待摊费用			525.10	
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	7748.14	7522.04	7909.13	1.03
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	3102867.00	3568047.31	4308537.56	17.84

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款		50000.00	10000.00	
应付票据				
应付账款	13418.36	23770.95	46284.17	85.72
预收账款	462.77	811.15	3425.65	172.08
应付工资	2879.77	2877.13	2534.77	-6.18
应付福利费				
应付利润（股利）				
应交税金	4853.49	10228.62	10760.08	48.90
其他未交款	102.64	386.01	267.48	61.43
其他应付款	17254.23	17396.03	29323.89	30.37
预提费用	0.43			-100.00
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债			92925.00	
流动负债合计	38971.68	105469.89	195521.05	123.99
长期负债				
长期借款	1916157.00	2034328.60	2458262.84	13.27
应付债券	81199.34	231971.62	231971.62	69.02
长期应付款				
专项应付款	29455.66	101480.16	194734.37	157.12
其他长期负债				
长期负债合计	2026812.00	2367780.38	2884968.82	19.31
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	2065783.68	2473250.27	3080489.87	22.11
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	991215.75	1028985.75	1079013.75	4.33
资本公积	73.65	73.65	40883.65	2256.07
盈余公积	7088.20	12082.57	16323.84	51.76
未分配利润	38705.72	53655.08	91826.45	54.03
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	1037083.31	1094797.05	1228047.68	8.82
负债及所有者权益合计	3102867.00	3568047.31	4308537.56	17.84

注：将“长期应付款”科目调整到“长期借款”科目；2009年公司发行的9亿元短期融资券在“其他流动负债”科目反映。

附件 2 利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	233827.76	361926.76	446850.37	38.24
减: 主营业务成本	97670.17	187019.80	244512.01	58.22
主营业务税金及附加	8435.29	13165.26	16252.88	38.81
二、主营业务利润	127722.30	161741.70	186085.49	20.70
加: 其他业务利润	240.27	-328.96	51.16	-53.86
减: 营业费用				
管理费用	9204.87	12217.73	13906.66	22.91
财务费用	103683.50	126126.30	123273.83	9.04
三、营业利润	15074.20	23068.70	48956.16	80.21
加: 投资收益	1147.54	1369.30	1692.71	21.45
补贴收入				
营业外收入	25.09	31.92	46.82	36.60
减: 营业外支出	349.94	143.15	198.94	-24.60
加: 以前年度调整				
四、利润总额	15896.89	24326.77	50496.75	78.23
减: 所得税	3199.39	4383.04	8084.11	58.96
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	12697.50	19943.74	42412.64	82.76

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
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	245408.59	363394.58	449539.47	35.34
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	7995.72	3142.60	2031.32	-49.60
现金流入小计	253404.31	366537.19	451570.79	33.49
购买商品、接受劳务支付的现金	16329.02	25680.57	36479.70	49.47
支付给职工以及为职工支付的现金	9924.14	18604.75	18014.70	34.73
支付的各项税费	8435.29	17074.25	19995.90	53.96
支付的其他与经营活动有关的现金	5703.98	3994.72	12027.13	45.21
现金流出小计	40392.42	65354.28	86517.42	46.35
经营活动产生的现金流量净额	213011.89	301182.91	365053.37	30.91
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	98.25			-100.00
取得投资收益所收到的现金		391.97	1209.62	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		41.43	2076.58	
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	98.25	433.39	3286.20	478.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	183551.43	433363.55	461496.13	58.56
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金		14666.04	6900.00	
现金流出小计	183551.43	448029.59	468396.13	59.75
投资活动产生的现金流量净额	-183453.19	-447596.20	-465109.93	59.23
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	967.64	220268.00	127599.80	1048.33
借款所收到的现金	184800.00	283500.00	351000.00	37.82
收到的其他与筹资活动有关的现金			6000.00	
现金流入小计	185767.64	503768.00	484599.80	61.51
偿还债务所支付的现金	74695.28	63245.00	55000.00	-14.19
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	103715.64	147967.34	136850.52	14.87
支付的其他与筹资活动有关的现金		22000.00	695.47	
现金流出小计	178410.92	233212.34	192545.98	3.89
筹资活动产生的现金流量净额	7356.72	270555.66	292053.81	530.07
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	36915.42	124142.38	191997.25	128.06

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
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	12697.50	19943.74	42412.64	82.76
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	1151.42	1823.18	2024.07	32.59
固定资产折旧	70689.62	152619.02	195870.14	66.46
无形资产摊销	83.93	235.08	236.26	67.78
长期待摊费用摊销			2.20	
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)	-2.24	-0.43		
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		-16.10		
财务费用	104678.12	132999.55	124493.75	9.06
投资损失(减:收益)	-1148.37	-1369.30	-1692.71	21.41
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-11.49	-173.22	-80.39	164.49
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3349.85	80.67	2177.21	#NUM!
经营性应付项目的增加(减:减少)	28223.25	-4959.28	-389.79	#NUM!
其他				
经营活动产生的现金流量净额	213011.89	301182.91	365053.37	30.91
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	200390.79	324533.16	516530.41	60.55
减: 现金的期初余额	163475.37	200390.79	324533.16	40.90
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	36915.42	124142.38	191997.25	128.06

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	120642.25	74475.06	--
存货周转次数(次)	1990.5	1320.95	910.53	1249.65
总资产周转次数(次)	0.08	0.11	0.11	0.11
现金收入比(%)	104.95	100.41	100.60	101.41
盈利能力				
主营业务利润率(%)	54.62	44.69	41.64	45.15
总资本收益率(%)	3.87	4.37	4.15	4.16
净资产收益率(%)	1.22	1.82	3.45	2.52
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	65.82	67.43	68.66	67.72
全部债务资本化比率(%)	65.82	67.90	69.44	68.26
资产负债率(%)	66.58	69.32	71.50	69.86
偿债能力				
流动比率(%)	546.21	353.78	287.96	359.36
速动比率(%)	546.07	353.56	287.80	359.18
经营现金流动负债比(%)	546.58	285.56	186.71	288.34
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	2.37	2.98	2.57
全部债务/EBITDA(倍)	10.44	7.56	7.52	8.12
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	-0.06	-0.04	-0.03
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.28	-1.13	-0.80	-0.69
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.39	3.83	4.64	3.95
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.17	4.58	5.64	4.83
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.66	3.76	4.56	3.94
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.37	-1.83	-1.25	-1.10

附件 5 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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率	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
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

全部债务= (长期债务+短期债务)

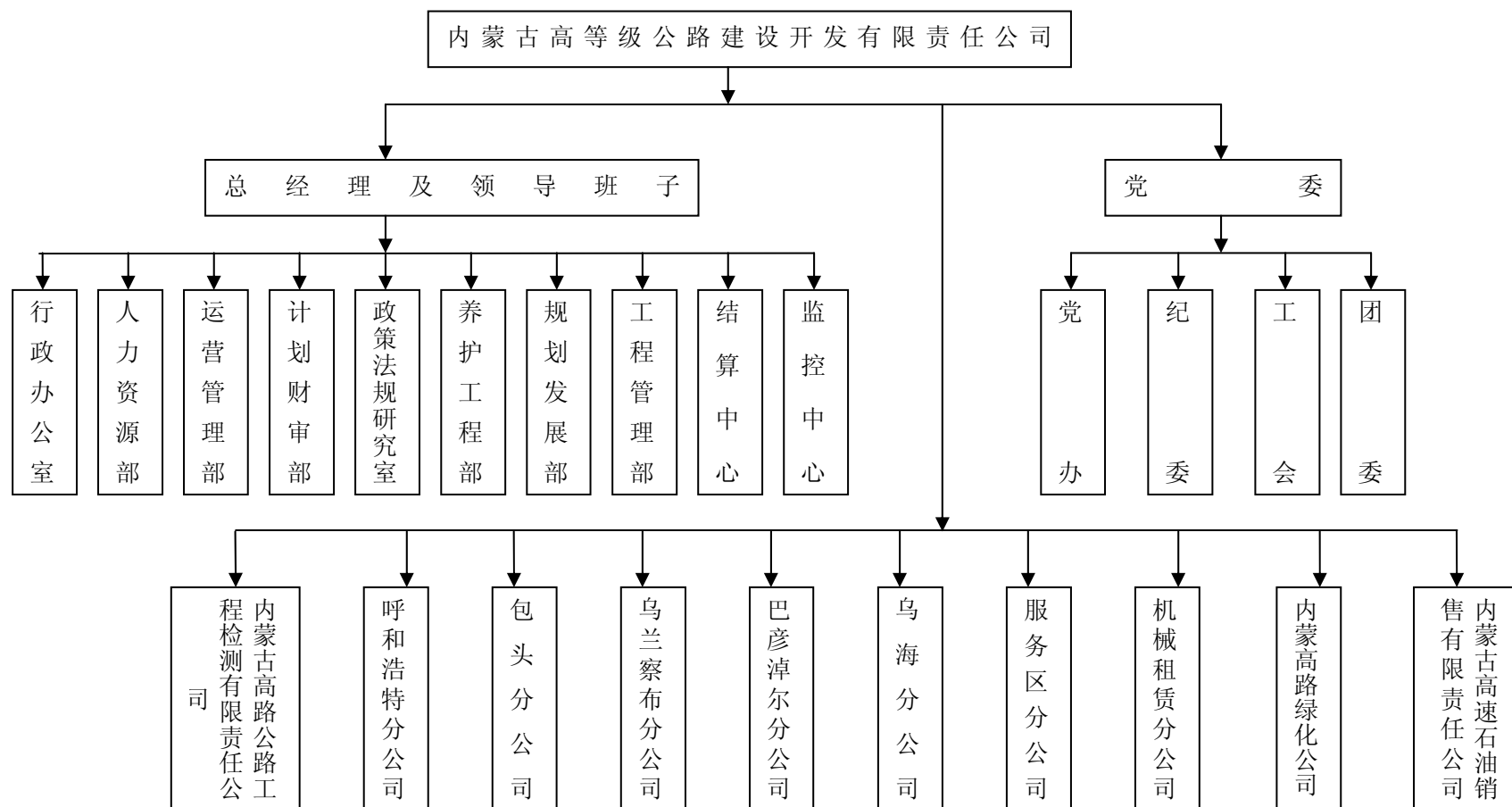
EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 公司组织结构图



附件7 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2010 年度 8 亿元公司债券的跟踪评级安排

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。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司如发生重大变化，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
二零一零年三月十五日

