

跟踪评级公告

联合[2010] 754 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将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由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，上调“10蒙路债”的信用等级为AA⁺，维持“07蒙路债”AAA和“08蒙路债”AA⁺的信用等级，并维持“10蒙高路CP01”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 蒙路债	8 亿元	2007/9/27-2017/9/27	AAA	AAA
08 蒙路债	15 亿元	2008/11/26-2013/11/26	AA ⁺	AA ⁺
10 蒙高路 CP01	9 亿元	2010/1/13-2011/1/13	A-1	A-1
10 蒙路债	8 亿元	2010/7/9-2016/7/9	AA ⁺	AA

跟踪评级时间: 2010 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 9 月
现金类资产(亿元)	34.65	53.25	69.44
资产总额(亿元)	356.80	430.85	464.31
所有者权益(亿元)	109.48	122.80	132.90
短期债务(亿元)	5.00	10.00	10.03
全部债务(亿元)	231.63	279.02	298.03
主营业务收入(亿元)	36.19	44.69	45.84
利润总额(亿元)	2.43	5.05	10.09
EBITDA(亿元)	30.64	37.11	--
经营性净现金流(亿元)	30.12	36.51	15.68
主营业务利润率(%)	44.69	41.64	44.48
净资产收益率(%)	1.82	3.45	--
资产负债率(%)	69.32	71.50	71.38
全部债务资本化比率(%)	67.90	69.44	69.16
流动比率(%)	353.78	287.96	422.34
全部债务/EBITDA(倍)	7.56	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	2.98	--
经营现金流/负债比(%)	285.56	186.71	--

注: EBITDA 利息倍数未考虑资本化因素; 短期债务已考虑 9 亿元短期融资券; 2010 年 9 月数据未经审计。

分析师

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.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 内蒙古地区经济保持平稳较快发展, 主要煤运通道货运流量快速增加, 带动区内总体车流量稳步增长。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司(以下简称“公司”)通行费收入实现较快提升, 从而带动公司利润明显改善。公司地区垄断优势明显, 且经营活动获取现金能力很强, 未来发展前景良好, 整体偿债能力增强。

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

“08蒙路债”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。2008年公司通行费收入及其增速基本符合预测, 对“08蒙路债”的偿还具备保证作用; 同时, 经联合资信评定, 中投保主体长期信用等级为AA⁺, 评级展望为稳定。中投保担保实力有所增强, 可进一步提升“08蒙路债”偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级上调为AA⁺, 评级展望为稳定, 上调“10蒙路债”的信用等级为AA⁺, 并维持“07蒙路债”AAA、“08蒙路债”AA⁺和“10蒙高路CP01” A-1的信用等级。

优势

1. 公司主营业务稳步发展, 在区域内居垄断地位。
2. 随着内蒙古全区经济企稳回升, 以及境内货运流量的快速增加, 公司自 2009 年二季度以来收入规模持续较快增长。

3. 随着通行费收入的持续快速提升，公司盈利能力显著增强。
4. 农行和中投保的担保可进一步提升公司两期企业债券偿还的安全性。
5. 公司经营活动现金流量状况较好。

关注

1. 公司债务负担重，财务费用支出受信贷政策及利率调整的影响大。
2. 公司未来计划投资规模较大，存在对外融资压力。

一、企业基本情况

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）系经内蒙古自治区人民政府内政字【2004】245号文件《关于组建内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的批复》批准组建的大型国有独资企业，2004年7月28日，公司在内蒙古自治区工商行政管理局取得编号为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，正在建设和将要建设的高速公路和相对应辅道的融资、建设、收费、还贷；保护路产，维护路权，开发服务，资本运营进行统一经营管理；代理发布广告，设备租赁。

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%）。

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、经营管理分析

1. 经营分析

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%。2010年前三季度，内蒙古自治区经济持续保持了平稳较快发展，前三季度全区地方财政总收入完成1287.95亿元，同比增长23.8%。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。

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4万亿元加快建设进度。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1万亿元水平。2009年，内蒙古自治区公路建设投资创历史新高，全年完成投资315.50亿元，创历史最高水平，全年新增公路里程3400公里。截至2009年底，全区公路建设规模达2.6万公里，公路总里程突破15万公里，其中高速公路达到2176公里，高等级公路为17200公里。

作为煤炭等资源、能源外运大省，2009年内蒙古自治区煤炭产量达6.37亿吨，首次超过山西位居全国第一位。根据内蒙古煤炭工业局和山西省煤炭工业厅公布的数据，2010年1~9月，内蒙古完成原煤产量5.48亿吨，同比增幅达19.8%，煤炭产量继续居全国第一位。内蒙古煤炭主产区为鄂尔多斯市，由于铁路运力有限，新增的煤炭运输集中由公路运输解决，区内主要煤运通道运力已接近饱和。2009年，内蒙古自治区公路客货运量快速增长，全年完成营业性客运量17998万人、旅客周转量198.38亿人公里，同比分别增长11.1%和10.4%；完成货运量70832万吨、货物周转量1885.25亿吨公里，同比分别增长16.2%、15.1%。全区公路运量增加的同时运力结构进一步优化，其中大型货车的比例达到56.5%，较2008年提高7个百分点。

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

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 2010 年 9 月底,公司投入营运的高等级公路里程合计约 3208 公里,其中高速公路通车里程 1446.625 公里,占全区高速公路的 66%,一级公路 288.326 公里,其余均为二级公路。

受国际金融危机影响,2009 年一季度公司实现通行费收入 7.38 亿元,同比减少 4.07%。二季度以来,随着区内经济的逐步回暖,以及境内车流量的自然增长,公司经营状况明显好转,全年实现主营业务收入 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%。公司通行费收入同比增速为 23.46%,较 2008 年同期有所回落,但仍保持较高水平。

从主要路段来看,2009 年公司优质路段呼集老高速、呼包高速和包东高速车流量和通行费收入均保持较高的增长速度(见表 1),其中呼集老高速呼集段和包东高速在一季度经济形势低迷期内仍保持了一定的增长;白集丰高速公路为 2007 年底通车道路,路网效应尚未完全发挥,同时 2009 年集丰段道路施工导致整体通车里程数减少,该路段全年通行费收入整体表现为负增长。此外,2009 年新通车的临河过境公路为丹东至拉萨国道主干线,该项目于 2006 年底开工建设,于 2009 年 3 月正式通车,2009 年实现通行费收入 0.52 亿元。

2010 年 1~9 月,随着通行费收入的快速增长,公司主营业务收入已超过 2009 年全年水平,实现 45.84 亿元。随着内蒙古自治区内煤产量的增加,及受限于铁路运力有限的影响,公司旗下主要煤运通道货运流量快速增加。2010 年前

三季度,随着货运量占比的提升,公司所辖公路通行费收入同比增长 46.49%,增幅明显高于同期车流量(12.86%)。

从表 2 来看,2010 年前三季度,呼集老高速(属 110 国道主干线)、包东高速(属 210 国道主干线)和 210 国(辅)道车流量同比分别下降 5.59%、31.99% 和 20.14%,主要原因为:2010 年前三季度,与煤炭运输通道相关的上述路段货运量与运力不匹配造成了连续道路拥堵现象,从而抑制了客运车辆的出行,造成总体车流量有所下降。此外,2010 年 8 月北京、河北境内部分路段维修限行,以及 2010 年 5 至 11 月 210 国道万水泉桥路段实施全封闭,对上述路段车流量也产生了一定的负面影响。另一方面,连续拥堵抑制了客运车辆的出行,使得通行于上述路段的货车流量及其占比有所上升,从而带动了单车收费能力提高,上述路段通行费收入反而呈现同比增长趋势。联合资信注意到,煤炭运输需求旺盛对公司相关路段收费形成利好,但随之带来的道路拥堵不利于公司长期发展。预计随着内蒙古铁路和公路建设的持续推进,公路路网将进一步得以完善,公路运输拥堵现象有望缓解。

此外,2010 年 5 月,京藏高速哈磴段白彦花收费站及 210 国道耳字壕收费站收费广场和车道改造工程实施,导致通行哈磴高速的车辆绕行、单车通车里程数减少,使得该路段车流量增加的同时收入反而有所下降。

总的来看,得益于已运营和新投入运营公路的车流量的逐年增长及货车通行量占比的提高,公司近年来通行费收入持续增长。

表 1 2008-2009 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)		
	2008 年	2009 年	变动率(%)	2008 年	2009 年	变动率(%)
呼集老高速公路	4442517	5899184	32.79	108855.32	144535.69	32.78
呼包高速公路	4942995	6044276	22.28	54516.03	65499.73	20.15
包东高速公路	11600360	15195654	30.99	33966.36	47449.15	39.69
哈磴高速公路	2554093	2274253	-10.96	47287.51	34854.56	-26.29
包头过境高速	1754046	2326873	32.66	25317.62	32654.79	28.98
新麻高速公路	2359714	3587127	52.02	14786.27	27107.49	83.33
东苏高速公路	2065866	3016043	45.99	13241.49	18253.84	37.85

白集丰高速公路	1558579	1520869	-2.42	19383.28	13342.84	-31.16
磴巴高速公路	499409	647340	29.62	5688.85	10536.26	85.21
临河过境高速	--	264752	--	--	5236.31	--
巴新高速公路	406115	457876	12.75	3526.20	4488.76	27.30
呼市绕城高速	--	16418	--	--	195.40	--
二寨一级公路	280511	284189	1.31	2303.84	2325.08	0.92
鲁霍一级公路	--	15009	--	--	175.00	--
110 国道（辅道）	3050692	4217923	38.26	23156.86	31082.93	34.23
208 国道（辅道）	388141	318151	-18.03	2205.06	1681.98	-23.72
210 国道（辅道）	2098987	2464762	17.43	7692.07	7427.06	-3.45
合计	38002025	48550699	27.76	361926.76	446846.86	23.46

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。

表2 2010年前三季度主要道路车流量及通行费收入情况

道路名称	车流量（万辆）			通行费收入（万元）		
	2009年1-9月	2010年1-9月	变动率（%）	2009年1-9月	2010年1-9月	变动率（%）
呼集老高速公路	431.62	407.51	-5.59	101528.28	142044.45	39.91
呼包高速公路	431.76	539.81	25.02	46062.88	62740.09	36.21
包东高速公路	1061.58	721.94	-31.99	32397.91	43630.88	34.67
哈磴高速公路	172.17	188.58	9.53	26343.71	23334.10	-11.42
包头过境高速	168.75	196.61	16.51	22546.58	34343.58	52.32
东苏高速公路	215.06	368.12	71.17	12736.75	21571.20	69.36
新麻高速公路	233.96	387.90	65.80	18193.25	33119.78	82.04
磴巴高速公路	47.49	64.45	35.71	7455.89	9549.97	28.09
巴新高速公路	33.71	43.19	28.13	3130.07	4533.97	44.85
白集丰高速公路	111.19	144.32	29.79	9453.01	16332.90	72.78
呼市绕城高速	--	26.07	--	--	3381.40	--
临河过境高速	17.65	35.00	98.27	2938.86	8444.80	187.35
110 国道（辅道）	267.01	464.03	73.79	21702.64	37903.25	74.65
208 国道（辅道）	23.48	30.04	27.96	1230.55	1655.30	34.52
210 国道（辅道）	168.86	134.85	-20.14	5407.97	7629.19	41.07
二寨一级公路	21.73	25.02	15.16	1779.70	2025.80	13.83
鲁霍一级公路	--	66.62	--	--	6147.20	--
合 计	3406.01	3844.07	12.86	312908.04	458387.86	46.49

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。

根据区交通厅确定的重点新建和改建公路项目规划，目前公司所承建的国道主干线、省际通道和国家高速公路网建设项目已基本完成。“十二五”期间，自治区将更加重视公路建设对经济发展的先导作用，计划用2-3年的时间把内蒙古周边省市区大城市的高速公路全部打通。根据区交通厅的规划，公司将承建连通周边省市区大城市的高速公路通道，同时继续承建国家高速公路网规划高速公路以及一二级公路的建设改造。

截至 2010 年 9 月底，公司在建、拟建项目 13 个（含建设期跨“十二五”项目），未来 5

年后续投资额合计超过 300 亿元。公司主要在建项目见表 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，2010 年～2014 年，公司每年投资额度均在 50-90 亿元之间，未来 5 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（主要为中央专项基金-车购税及自治区公路建设资金，合计约占投资总额的 30%）、通行费列支外，将充分利用国内外银行贷款，拓宽融资渠道。

表3 公司在建项目情况及未来投资计划（单位：亿元）

序号	项目名称	建设规模	剩余投资	2010	2011	2012	2013	2014
1	包头树林召高速公路	高速 38KM	6.52	5.00	1.52	--	--	--
2	G203 乌兰浩特至零点一级公路	一级 192KM	4.46	2.50	1.96	--	--	--
3	G203 零点至阿尔山一级公路	一级 61KM	12.10	6.00	4.00	2.10	--	--
4	白彦花至霍林郭勒一级公路	一级 104KM	6.52	5.00	1.52	--	--	--

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	6.27	4.00	2.27	--	--	--
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	7.06	3.00	4.06	--	--	--
7	G110 线察素齐段一级公路	一级主线 12KM、连接线 1.3KM	0.76	0.15	0.31	0.31	--	--
8	G208 赛汉塔拉至白音查干高速公路	高速 168KM	39.60	10.00	14.80	14.80	--	--
9	G110 线呼和浩特至兴和公路	一级主线 197KM、连接线 6.5KM	35.00	8.00	13.50	13.50	--	--
10	呼和浩特至包头四改八改扩建	高速主线 218KM	99.94	5.00	12.00	16.00	32.00	34.94
11	韩家营（蒙晋界）至集宁高速公路	高速主线 79.9KM	52.20	1.50	4.00	10.00	15.00	21.70
12	呼和浩特至集宁高速公路	高速主线 143.9KM	86.34	2.00	5.00	15.00	30.00	34.34
合计			--	356.77	52.15	64.94	71.70	77.00
							90.98	

资料来源：公司提供

从未来发展来看，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，以及货车通行量占比的提高，公司主营业务收入有望增长，发展前景较好。

2. 管理分析

跟踪期间，公司治理结构和高管人员等方面无重大变化。

三、募集资金使用情况

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

“08 蒙路债”募集资金全部用于包头至树林召高速公路和乌兰浩特至白城公路的建设，截至 2010 年 9 月底，包头至树林召高速公路项目累计完成投资 13.32 亿元，项目投资进度完成 71.23%，乌兰浩特至白城公路累计完成投资 9.43 亿元，项目投资进度完成 80%。

“10 蒙路债”募集资金全部用于省道 203 线乌兰浩特至零点段公路和省道 203 线零点至阿尔山段公路的建设，上述项目投资总额 34.90 亿元，截至 2010 年 9 月底累计完成投资 19.92 亿元。

四、财务分析

公司提供的 2008 年和 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；2010 年三季度财务报表未经审计。

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。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 464.31 亿元，所有者权益 132.90 亿元；2010 年 1-9 月，公司实现主营业务收入 45.84 亿元，利润总额 10.09 亿元。

1. 盈利能力

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，2009 年一季度车流量同比出现下滑所致。2010 年 1~9 月，随着境内运煤货车车流量的增加，公司实现主营业务收入 45.84 亿元，占 2009 年全年主营业务收入的 102.58%，同比增幅接近 2008 年平均水平。2009 年和 2010 年 1~9 月，公司主营业务利润率分别为 41.64% 和 44.48%，公司主营业务盈利能力强。

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。2008 年和 2009 年，公司财务费用分别为 12.61 亿元和 12.33 亿元。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。2009 年，公司总资产收益率、净资产收益率分别为 4.15% 和 3.45%。

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。2010年1~9月，受益于通行费收入的大幅增加，公司实现利润总额10.09亿元，约为2009年全年利润的2倍，2010年公司整体盈利能力指标将有所提升。

总体看，公司主营业务盈利能力强，受大额财务费用支出影响，公司整体盈利能力处于较低水平。近年来，随着通行费收入的持续快速增加，公司盈利规模不断扩大，未来整体盈利能力有望增强。

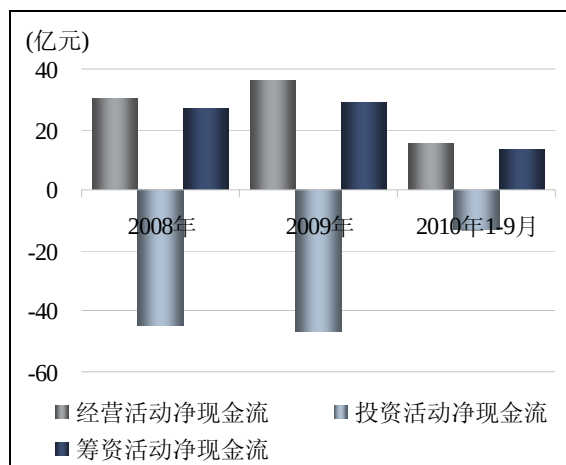
2. 现金流及保障

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，2009年公司经营活动产生的现金流入45.16亿元，较2008年增长23.20%。2008年和2009年，公司现金收入比分别为100.41%和100.60%，公司现金回流情况正常。2009年公司经营活动产生的现金流量净额为36.51亿元，同比增长21.21%，公司经营活动获取现金能力很强。

从投资活动来看，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，2009年为-46.51亿元。2008年和2009年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-14.64亿元和-10.01亿元，公司对外融资需求较大。

从筹资活动来看，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。2009年，公司筹资活动产生的现金流量净额为29.21亿元。

图1 公司现金流



资料来源：公司年报

2010年1~9月，公司经营活动现金流入量46.27亿元，继续保持较好的增长，公司将部分投资活动支出反映在购买商品、接受劳务支付的现金，导致当期经营活动现金流出值高达30.59亿元，经营活动现金流量净额账面值为15.68亿元。剔除上述因素影响，2010年前三季度公司实际经营净现金流与2009年全年数持平；公司投资活动支出在经营活动和投资活动均有反映，其中计入投资活动的现金流出量为13.11亿元，使得投资活动现金流量净额为-12.96亿元，公司实际投资支出与2009年同期基本持平。2010年1~9月，公司筹资活动现金流入量为43.73亿元，仍主要来自吸收投资、银行借款和发行债券收到的现金，筹资活动产生的现金流量净额为13.46亿元。整体看，公司现金流状况良好。

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。

3. 资本及债务结构

截至2009年底，公司资产总额430.85亿元，同比增长20.75%，主要来自公路资产的增加。从资产结构来看，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。

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。

公司资产以固定资产为主，2009年公司固定资产原值较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2010年9月底，公司资产总额464.31亿元，较2009年底增长7.77%。其中流动资产占19.34%，长期投资占0.03%，固定资产占80.46%，无形资产及其他资产占0.17%，流动资产占比有所提升，主要受公司货币资金以及预付工程款增长拉动。从构成上看较2009年底无明显变化。

总体看，公司资产以固定资产为主，资产流动性偏弱，整体资产质量较好。

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。

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。截至2010年9月底，公司所有者权益132.90亿元，较2009年底增加10.09亿元，全部来自2010年1~9月的净利润贡献额。

近年来，公司负债规模不断扩大，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%，以长期负债为主。

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%。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）。

截至2010年9月底，公司负债总额331.42亿元，较2009年底增长7.59%，主要为长期负债中的长期借款和应付债券（2010年7月发行8亿元公司债券）增加所致。其中流动负债占6.42%，非流动负债占93.58%，负债结构未有明显变化。

近年来，公司资产负债率、全部债务资本化比率指标相对稳定，2009年分别为71.50%和69.44%。截至2010年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为71.38%、68.43%和69.16%，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4），公司债务负担基本处于正常水平。

表 4 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	1621.37	463.71	1067.66	71.40	69.72
广东省交通集团有限公司	1434.81	454.69	806.42	68.31	63.95
浙江省交通投资集团有限公司	1378.74	393.17	668.42	71.48	62.96
山东高速集团有限公司	1130.55	316.95	236.52	71.96	42.73
福建省高速公路有限责任公司	1121.74	407.29	616.00	63.69	60.20
重庆高速公路集团有限公司	955.40	296.62	617.54	68.95	67.55
河南高速公路发展有限责任公司	974.54	167.81	658.37	82.78	79.69
北京市首都公路发展集团有限公司	733.45	331.23	345.14	54.84	51.03
陕西省高速公路建设集团公司	646.36	109.19	463.36	83.11	80.93
安徽省高速公路控股集团有限公司	636.36	129.15	407.55	79.70	75.94
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	306.39	44.02	231.48	85.63	84.02

注：上表中数据均来自各公司 2009 年审计报告

资料来源：www.chinabond.com.cn

4. 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，2009 年底分别为 287.96%和 287.80%。截至 2010 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 422.34%和 422.15%；2009 年公司经营现金流动负债比为 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，2009 年公司 EBITDA 为 37.11 亿元，同比增长 21.13%。公司 EBITDA 利息倍数略有上升，2009 年为 2.98 倍；2009 年公司全部债务/EBITDA 为 7.52 倍，对全部债务的保护能力有所增强，但仍处于较低水平。2010 年 1~9 月，公司利润总额大幅提升，为 2009 年全年的 2 倍，有利于带动 2010 年全年 EBITDA 的增长，公司整体偿债能力有望增强。

截至 2010 年 9 月底，公司无对外担保等或有负债情况。

截至 2010 年 9 月底，公司共获得银行授信 110.21 亿元，其中已使用 90.61 亿元，尚未使用 19.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。

目前公司处于存续期内的企业（公司）债券余额 31 亿元，分别于 2013 年、2016 年和 2017 年到期；处于存续期内的短期融资券余额 9 亿元，将于 2011 年 1 月 13 日到期。2009 年公司

经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 45.16 亿元和 36.51 亿元，分别为待偿还债券总额 40 亿元的 1.13 倍和 0.91 倍；截至 2009 年底，公司现金类资产合计 53.25 亿元，为待偿还债券总额的 1.33 倍；公司 EBITDA 为待偿还债券总额的 0.93 倍；可见，公司经营活动现金流入量、现金类资产均可以覆盖待偿还债券总额。

“07 蒙路债”由农业银行授权其内蒙古分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信公开评级，农业银行主体长期信用等级为 AA^{Api}，对“07 蒙路债”本息偿还的安全性保障能力强。

“08 蒙路债”以设立高速公路收费收入账户作为偿还本息的保证，同时由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2010 年 1-9 月，公司实现通行费收入 45.84 亿元，同比增长 46.49%，收入实现额及实际增长速度均超过预测情况（见表 5），对“08 蒙路债”的偿还具备保证作用。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。中投保的担保实力增强，可进一步提升“08 蒙路债”偿还的安全性。

表 5 公司通行费收入预测表（亿元）

	2010E	2011E	2012E	2013E
通行费收入	43.96	48.36	48.36	48.36
同比增长率（%）	10.00	10.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级上调为 AA⁺，评级展望为稳定，上调“10 蒙路债”的信用等级为 AA⁺，并维持“07 蒙路债”AAA、“08 蒙路债”AA⁺和“10 蒙高路 CP01” A-1 的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月底
流动资产				
货币资金	346533.16	532530.41	53.67	694388.02
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	6.00	6.00	0.00	
其他应收款	25532.17	29746.16	16.50	53637.57
预付账款	832.50	427.29	-48.67	149771.49
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	228.35	308.73	35.20	395.21
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				12.86
流动资产合计	373132.17	563018.59	50.89	898205.15
长期投资				
长期股权投资	2319.26	2802.35	20.83	1278.90
长期债权投资				
长期投资合计	2319.26	2802.35	20.83	1278.90
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	2319.26	2802.35	20.83	1278.90
固定资产				
固定资产原值	3042730.21	3699683.57	21.59	3705731.53
减：累计折旧	373463.37	569333.51	52.45	779495.06
固定资产净值	2669266.84	3130350.05	17.27	2926236.47
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	2669266.84	3130350.05	17.27	2926236.47
工程物资				
在建工程	515807.00	604457.43	17.19	809529.47
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	3185073.84	3734807.49	17.26	3735765.94
无形资产及其他资产				
无形资产	7522.04	7384.03	-1.83	7370.05
长期待摊费用		525.10		525.33
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	7522.04	7909.13	5.15	7895.38
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	3568047.31	4308537.56	20.75	4643145.38

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 9 月底
流动负债				
短期借款	50000.00	10000.00	-80.00	10267.87
应付票据				
应付账款	23770.95	46284.17	94.71	75548.57
预收账款	811.15	3425.65	322.32	3103.74
应付工资	2877.13	2534.77	-11.90	645.32
应付福利费				
应付利润（股利）				
应交税金	10228.62	10760.08	5.20	59.78
其他未交款	386.01	267.48	-30.71	229.55
其他应付款	17396.03	29323.89	68.57	30188.12
预提费用				
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债		92925.00		92632.00
流动负债合计	105469.89	195521.05	85.38	212674.95
长期负债				
长期借款	2034328.60	2458262.84	20.84	2561595.82
应付债券	231971.62	231971.62	0.00	318460.28
长期应付款				
专项应付款	101480.16	194734.37	91.89	221441.07
其他长期负债				
长期负债合计	2367780.38	2884968.82	21.84	3101497.16
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	2473250.27	3080489.87	24.55	3314172.11
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	1028985.75	1079013.75	4.86	1079013.75
资本公积	73.65	40883.65	55410.73	40883.65
盈余公积	12082.57	16323.84	35.10	16323.84
未分配利润	53655.08	91826.45	71.14	192752.03
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	1094797.05	1228047.68	12.17	1328973.27
负债及所有者权益合计	3568047.31	4308537.56	20.75	4643145.38

注：将“长期应付款”科目调整到“长期借款”科目；2009 年和 2010 年公司各发行的 9 亿元短期融资券均在“其他流动负债”科目反映。

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1-9 月
一、主营业务收入	361926.76	446850.37	23.46	458387.86
减：主营业务成本	187019.80	244512.01	30.74	237575.89
主营业务税金及附加	13165.26	16252.88	23.45	16926.57
二、主营业务利润	161741.70	186085.49	15.05	203885.40
加：其他业务利润	-328.96	51.16	-115.55	-428.99
减：营业费用				
管理费用	12217.73	13906.66	13.82	8450.11
财务费用	126126.30	123273.83	-2.26	94184.03
三、营业利润	23068.70	48956.16	112.22	100822.26
加：投资收益	1369.30	1692.71	23.62	
补贴收入				
营业外收入	31.92	46.82	46.68	158.60
减：营业外支出	143.15	198.94	38.97	55.28
加：以前年度调整				
四、利润总额	24326.77	50496.75	107.58	100925.58
减：所得税	4383.04	8084.11	84.44	
减：少数股东损益				
加：未确认的投资损失				
五、净利润	19943.74	42412.64	112.66	100925.58

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1-9 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	363394.58	449539.47	23.71	459689.18
收到的税费返还				2858.70
收到的其他与经营活动有关的现金	3142.60	2031.32	-35.36	158.60
现金流入小计	366537.19	451570.79	23.20	462706.48
购买商品、接受劳务支付的现金	25680.57	36479.70	42.05	250989.82
支付给职工以及为职工支付的现金	18604.75	18014.70	-3.17	11205.73
支付的各项税费	17074.25	19995.90	17.11	27447.72
支付的其他与经营活动有关的现金	3994.72	12027.13	201.08	16257.96
现金流出小计	65354.28	86517.42	32.38	305901.22
经营活动产生的现金流量净额	301182.91	365053.37	21.21	156805.26
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金	391.97	1209.62	208.60	1523.44
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	4912.83	4.83
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	433.39	3286.20	658.25	1528.28
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	433363.55	461496.13	6.49	131111.92
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	-52.95	
现金流出小计	448029.59	468396.13	4.55	131111.92
投资活动产生的现金流量净额	-447596.20	-465109.93	3.91	-129583.65
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	72068.00	127599.80	77.05	196706.70
借款所收到的现金	431700.00	351000.00	-18.69	240600.00
收到的其他与筹资活动有关的现金		6000.00		
现金流入小计	503768.00	484599.80	-3.80	437306.70
偿还债务所支付的现金	63245.00	55000.00	-13.04	210062.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	147967.34	136850.52	-7.51	92608.71
支付的其他与筹资活动有关的现金	22000.00	695.47	-96.84	
现金流出小计	233212.34	192545.98	-17.44	302670.71
筹资活动产生的现金流量净额	270555.66	292053.81	7.95	134635.99
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	124142.38	191997.25	54.66	161857.60

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	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	19943.74	42412.64	112.66
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	1823.18	2024.07	11.02
固定资产折旧	152619.02	195870.14	28.34
无形资产摊销	235.08	236.26	0.50
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)	-0.43		-100.00
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		-100.00
财务费用	132999.55	124493.75	-6.40
投资损失(减:收益)	-1369.30	-1692.71	23.62
递延税款贷项(减:借项)			
存货的减少(减:增加)	-173.22	-80.39	-53.59
经营性应收项目的减少(减:增加)	80.67	2177.21	2599.00
经营性应付项目的增加(减:减少)	-4959.28	-389.79	-92.14
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	301182.91	365053.37	21.21
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	324533.16	516530.41	59.16
减: 现金的期初余额	200390.79	324533.16	61.95
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	124142.38	191997.25	54.66

附件 4 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	120642.25	74475.06	--
存货周转次数(次)	1320.95	910.53	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	--
现金收入比(%)	100.41	100.60	100.28
盈利能力			
主营业务利润率 (%)	44.69	41.64	44.48
总资本收益率(%)	4.37	4.15	--
净资产收益率(%)	1.82	3.45	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	67.43	68.66	68.43
全部债务资本化比率(%)	67.90	69.44	69.16
资产负债率(%)	69.32	71.50	71.38
偿债能力			
流动比率(%)	353.78	287.96	422.34
速动比率(%)	353.56	287.80	422.15
经营现金流流动负债比(%)	285.56	186.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	2.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.56	7.52	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.13	-0.80	--

注：EBITDA 利息倍数未考虑资本化因素；2010 年 9 月数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金 + 现金等价物) / 本期债券到期偿还额

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 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 7 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息