

# 信用等级公告

联合〔2019〕1231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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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<sup>+</sup>，维持“12 蒙路债/12 蒙高路”“14 蒙高路 MTN002”“15 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN002”“17 蒙高路 MTN001”“17 蒙高路 MTN002”“18 蒙高路 MTN001”“19 蒙高路 MTN001”和“19 蒙高路 MTN002”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年六月十一日



# 内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12蒙路债/12蒙高路	13.67亿元	2019/11/12	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
14蒙高路MTN002	10亿元	2019/11/17	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15蒙高路MTN001 <sup>1</sup>	15亿元	2020/08/18	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16蒙高路MTN001	10亿元	2021/09/26	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16蒙高路MTN002	10亿元	2021/10/20	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17蒙高路MTN001	10亿元	2020/01/24	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17蒙高路MTN002	10亿元	2022/09/12	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18蒙高路MTN001	10亿元	2023/02/09	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
19蒙高路MTN001	10亿元	2024/02/27	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
19蒙高路MTN002	10亿元	2024/06/05	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019年6月11日

## 财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 3月
现金类资产(亿元)	217.66	256.34	113.23	117.79
资产总额(亿元)	1099.36	1128.09	1033.23	1047.18
所有者权益(亿元)	202.73	214.67	217.08	215.07
短期债务(亿元)	126.09	125.29	158.58	139.67
长期债务(亿元)	618.35	634.13	588.15	622.94
全部债务(亿元)	744.44	759.41	746.73	762.61
营业收入(亿元)	55.67	61.39	58.28	11.25
利润总额(亿元)	2.98	2.78	0.55	-1.86
EBITDA(亿元)	36.07	37.34	36.66	--
经营性净现金流(亿元)	23.74	19.61	20.30	4.84
营业利润率(%)	69.91	65.22	67.19	73.30
净资产收益率(%)	1.31	1.14	0.19	--
资产负债率(%)	81.56	80.97	78.99	79.46
全部债务资本化比率(%)	78.60	77.96	77.48	78.00
流动比率(%)	84.46	106.04	60.72	82.00
经营现金流动负债比(%)	8.78	7.39	10.42	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.07	1.07	0.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.64	20.34	20.37	--

<sup>1</sup> 15蒙高路MTN001、16蒙高路MTN001、16蒙高路MTN002为永续期中期票据，期限均为5+N；17蒙高路MTN001为永续期中期票据，期限为3+N，所列示的到期日为最近一次行权日

## 评级观点

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）是内蒙古自治区内重要的高等级公路建设及特许经营大型国有独资公司，跟踪期内仍保持区域内较强的竞争实力，并持续获得国家和内蒙古自治区拨付的建设类专项资金；受施工业务收入下降影响，公司营业收入有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担重，财务费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力弱，项目建设投资需求较大，存在较大的筹资压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司高等级公路业务经营稳健，能持续为公司带来稳定的现金流入，其他业务板块收入规模及盈利能力均有所提升，存在一定发展潜力，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“12蒙路债/12蒙高路”“14蒙高路MTN002”“15蒙高路MTN001”“16蒙高路MTN001”“16蒙高路MTN002”“17蒙高路MTN001”“17蒙高路MTN002”“18蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN001”和“19蒙高路MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 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. 公司负责管理内蒙古自治区内大部分高速公路及与其有关的主要骨干公路，在区内主要经济带形成了较完善的高等级公路交通网络，规模优势明显，具有较强的竞争实力。
3. 跟踪期内，公司持续获得国家和内蒙古自治区拨付的建设类专项资金。

注：1. 公司其他流动负债中有息部分计入短期债务  
2. 长期应付款及其他非流动负债中有息部分计入长期债务  
3. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：黄琪融 马玉丹

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

#### 关注

1. 公司债务负担重，财务费用对利润侵蚀严重，盈利能力弱，2018 年因利息支出增长及汇兑损失带动财务费用增长，公司业务经营亏损。
2. 公司未来计划投资规模较大，加之现有债务还本付息的资金需求，筹资压力较大。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 108.42 亿元，内蒙古自治区交通运输厅（以下简称“内蒙古交通厅”）持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。

截至 2018 年底，公司资产总额 1033.23 亿元，所有者权益 217.08 亿元（含少数股东权益 3.15 亿元）；2018 年公司实现营业收入 58.28 亿元，利润总额 0.55 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1047.18 亿元，所有者权益 215.07 亿元（含少数股东权益 3.15 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 11.25 亿元，利润总额-1.86 亿元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市呼伦北路 105 号；法定代表人：黄永刚。

### 三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券 10 只，债券余额合计 108.67 亿元，详情参见下表。其中，“15 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN001”和“16 蒙高路 MTN002”为可续期中期票据，期限均为 5+N；“17 蒙高路 MTN001”为可续期中期票据，期限为 3+N。在跟踪期内，公司存续债券“12 蒙路债/12 蒙

高路”“14 蒙高路 MTN002”“15 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN002”“17 蒙高路 MTN001”“17 蒙高路 MTN002”和“18 蒙高路 MTN001”已按时付息；“19 蒙高路 MTN001”和“19 蒙高路 MTN002”尚未到付息日期。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	余额	到期日	票面利率
12 蒙路债/12 蒙高路	13.67	2019/11/12	5.90
14 蒙高路 MTN002	10.00	2019/11/17	5.39
15 蒙高路 MTN001	15.00	--	6.30
16 蒙高路 MTN001	10.00	--	4.29
16 蒙高路 MTN002	10.00	--	4.10
17 蒙高路 MTN001	10.00	--	5.50
17 蒙高路 MTN002	10.00	2022/09/12	5.70
18 蒙高路 MTN001	10.00	2023/02/09	7.50
19 蒙高路 MTN001	10.00	2024/02/27	5.39
19 蒙高路 MTN002	10.00	2024/06/05	5.34
合计	108.67	--	--

资料来源：联合资信整理

公司于 2012 年 11 月发行 15 亿元“12 蒙路债/12 蒙高路”七年期固定利率债券，附设第五年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。跟踪期内，投资者回售“12 蒙路债/12 蒙高路”金额 13314.60 万元，2019 年 3 月底，债券余额 13.67 亿元。债券的募集资金用于国家高速公路网京新高速公路韩家营（晋蒙界）至呼和浩特公路建设。截至本报告出具日，募集资金已经按计划用途使用完毕，募投项目已完工投入运营。

截至本报告出具日，“14 蒙高路 MTN002”“15 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN001”“16 蒙高路 MTN002”“17 蒙高路 MTN001”“17 蒙高路 MTN002”“18 蒙高路 MTN001”“19 蒙高路 MTN001”和“19 蒙高路 MTN002”募集资金均用于偿还公司银行借款及补偿运营资金，除“19 蒙高路 MTN002”募集资金尚

未使用之外，上述其他债券募集资金均已按计划使用完毕。

#### 四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领中国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策

工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，中国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，中国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，中国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优

化升级。2018年，中国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，中国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理

充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政

策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将进一步放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 高速公路行业

#### 高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步

形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着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经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

#### 高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交

通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

### 高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期

限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

## 2. 区域经济环境

公司是内蒙古自治区内主要的从事高等级公路建设运营管理的国有公司，业务经营受内蒙古自治区的经济发展和路产投资建设规划影响较大。

2018年1月,内蒙古自治区统计局发布了《关于内蒙古工业增加值数据调整的说明》,显示:初步核算2016年全区规模以上工业增加值应核减2900亿元,根据内蒙古工业增加值占全区生产总值(GDP)比重测算,工业数据调整影响当年全区GDP总量10%左右,相应的,对历史数据也要进行修订,基本上不影响全区GDP增速。根据《内蒙古自治区2017年国民经济和社会发展统计公报》,2017年内蒙古自治区实现地区生产总值16103.2亿元,按可比价格计算,同比增长4.0%。

根据《内蒙古自治区2018年国民经济和社会发展统计公报》,2018年内蒙古自治区实现地区生产总值17289.2亿元,按可比价格计算,比上年增长5.3%。其中,第一产业增加值1753.8亿元,增长3.2%;第二产业增加值6807.3亿元,增长5.1%;第三产业增加值8728.1亿元,增长6.0%;三次产业比例调整为10.1:39.4:50.5;人均生产总值达到68302元,比上年增长5.0%。

公路运输方面,2016—2018年,自治区公路货运量及货运周转量不断增长,2018年分别为16.0亿吨和2985.6亿吨公里,同比分别增长8.5%和8.0%,增速较2017年有所放缓。同期,自治区经营性公路旅客运输总量及旅客运输周转量不断下降,2018年分别为7822万人和122.4亿人公里,同比分别下降17.0%及14.2%。

根据内蒙古自治区交通运输厅网站披露信息显示,2016—2018年,自治区公路建设投资总量不断下降,2018年,自治区完成交通建设投资额554.1亿元,同比下降21.11%,重点公路及干线公路建设投资量均有所下降。

财政方面,2016年,内蒙古自治区完成公共财政预算收入2016.5亿元。根据内蒙古自治区财政厅网站披露,经初步统计,2017年全区一般公共预算收入1703.4亿元,比2016年下降14.4%,剔除2016年虚增因素,全区一般公共预算收入同比增长14.6%。2018年,内蒙

自治区完成公共财政预算收入1857.5亿元,同比增长9.1%。

总体来看,跟踪期内,内蒙古自治区经济稳定发展,公路货运需求旺盛,为收费公路车流量提供有力支撑;“十三五”后期,经历较大规模投资建设后,自治区公路建设投资规模有所下降。

## 六、基础素质分析

公司是内蒙古自治区内重要的高等级公路建设及特许经营大型国有独资企业。公司已建成运营的公路包括G6京藏高速内蒙古段、G65包茂高速内蒙古段、G55二广高速白音查干至丰镇段, G12珲乌高速石头井子至乌兰浩特段、包头至树林召高速公路、110国道、210国道、208国道内蒙古段和304国道鲁北至霍林郭勒段、203省道阿尔山至乌兰浩特段。截至2019年3月底,公司投入运营(含已完工待验收公路)的高等级公路收费里程合计3874公里,其中高速公路通车里程2124公里,占54.83%,一级公路1425公里。

公司建设项目主要为国道主干线、省际通道和国家高速公路网项目,可获得一定补贴资金,主要包括中央专项车购税资金、地方财政返税资金以及地方政府债券专项资金。在项目建设期间收到的该类补贴款计入当期“专项应付款”,待项目竣工决算转固后随即转入“资本公积”。2018年底,公司专项应付款余额30.13亿元,同比增加16.18亿元,主要为胡凉丰项目、国道110线和呼和浩特至毕克齐项目收到的专项资金。

跟踪期内,公司债务履约情况良好,未发现公司其他不良信用记录。根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码为Q10150102000133304),截止2019年4月26日,公司本部无未结清和已结清不良信贷信息,企业信用记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，2018年，公司营业收入58.28亿元，同比下降5.07%，主要系施工收入下降所致。公司收入

仍主要来源于高等级公路运营形成的通行费收入和施工收入，2018年占公司营业收入比重分别为86.86%和7.72%。施工业务毛利率上升使得2018年公司综合毛利率较2017年提升1.98个百分点至68.34%。

2019年1—3月，公司实现营业收入11.25亿元，相当于2018年全年营业收入的19.30%；公司整体毛利率较2018年提升5.77个百分点至74.11%。

表2 2017—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	51.96	84.64	74.38	50.63	86.86	74.68	10.61	94.34	79.47
施工收入	7.07	11.52	28.14	4.50	7.72	33.29	0.09	0.80	-179.80
其他业务	2.35	3.83	4.16	3.16	5.42	16.69	0.55	4.86	11.73
合计	61.39	100.00	66.36	58.28	100.00	68.34	11.25	100.00	74.11

资料来源：公司提供

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

### 2. 业务经营分析

#### 高等级公路运营

跟踪期内，公司新投入运营两条高速公路，S102 崞县窑至凉城及 G512 凉城至丰镇一级公路，合计通行里程 103 公里；公司所辖路产通行费收费标准无变化。

2018年，公司经营路段通车流量 6461.74 万辆，较 2017 年增长 1.05%，同比增速有所放缓，收入贡献较大的 G65 包东高速和 G65 东苏高速路段车流量降幅明显，主要改扩建工程影响所致，同期，公司通行费收入 50.63 亿元，同比下降 2.56%。

根据内蒙古自治区人民政府《关于做好取消政府还贷二级公路收费和涉及人员安置工作有关事宜的通知》（内政发电（2017）7号），

内蒙古自治区将于 2017 年 5 月 1 日起，取消所有政府还贷二级公路收费。对此，公司于 2017 年二季度对一级公路及二级公路进行重新分类整理，将部分二级公路路段重新划分至一级公路，取消二级公路收费里程为 717.30 公里，取消二级公路收费政策对公司通行费收入影响小。2018 年，公司收到政府还贷二级公路中央补助资金 4.12 亿元（包含债务偿还阶段 3.86 亿元和未来发展阶段 0.31 亿元）。

2019 年 1—3 月，公司经营公路车流量总计 1500.81 万辆，同比增长 7.83%；同期，公司实现通行费收入 10.61 亿元，同比下降 2.84%，一季度通行费收入和通车流量变动幅度差异的原因主要系车流量构成中单车费率较低的客车数量占比较高。

表3 2017—2018年及2019年1—3月公司主要道路车流量及通行费收入情况

项目	通行费收入（万元）			车流量（辆）		
	2017年	2018年	2019年1—3月	2017年	2018年	2019年1—3月
1 G6 集老高速公路	40560.84	40343.40	7163.15	2775536	2963562	586579
2 G6 呼集高速公路	65613.61	67967.70	14581.33	2121910	2760761	706528

项目	通行费收入 (万元)			车流量 (辆)			
	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月	
3	G6 呼包高速公路	106669.45	110466.48	23740.21	10191229	11091744	2578573
4	G6 呼市绕城高速	10109.73	10677.06	2309.87	1785738	2083415	474007
5	G6 包头过境高速	19788.81	21968.65	5467.60	4679446	5343002	1270974
6	G6 哈磴高速公路	43344.25	42778.59	10893.49	3643607	3598499	913025
7	G6 临河过境高速	2625.12	3037.45	612.39	647355	649856	194144
8	G6 磴巴高速公路	11775.84	11790.90	2650.69	1342651	1414721	347715
9	G6 巴新高速公路	10915.22	10845.96	2579.25	973484	1048158	258673
10	G6 新麻高速公路	12844.02	15479.05	2941.98	2846898	2921857	769470
11	G65 包东高速公路	44456.45	32893.97	4534.13	8030205	7553519	1605952
12	G65 包树高速公路	10135.38	7434.07	1248.72	1555946	1590874	330806
13	G65 东苏高速公路	26925.77	22320.25	3536.53	4613253	3941465	716149
14	G55 赛白高速公路	1165.84	1150.15	209.48	465584	481886	95651
15	G55 白集高速公路	5821.18	4698.61	1012.43	1466428	1370551	327546
16	G55 集丰高速公路	3148.81	3045.68	747.25	1156084	1233265	313955
17	G12 石乌高速公路	1005.35	651.01	131.62	263338	178323	35357
18	G59 呼杀高速公路	18146.49	15861.25	3767.72	2779432	2659614	653283
19	G6 韩集高速公路	3913.85	2077.61	425.36	548908	280416	56691
20	G7 呼集高速公路	5237.48	3814.43	810.89	479302	289591	91964
21	集宁东绕城	162.68	287.34	66.99	--	42392	15244
<b>高速公路合计</b>		<b>444366.17</b>	<b>429589.61</b>	<b>89431.08</b>	<b>52366334</b>	<b>53497471</b>	<b>12342286</b>
1	二塞一级公路	5735.98	5594.75	1150.81	656050	681679	152077
2	鲁霍一级公路	11039.15	12455.95	2260.93	1541013	1587184	344526
3	白霍一级公路	9714.67	10717.13	1998.78	761590	919143	186919
4	乌阿一级公路	6533.78	6695.87	758.76	1611197	1749839	239562
5	和清一级公路	1669.99	2104.16	560.81	312135	408731	105964
6	呼集兴一级公路	8419.13	6339.42	1032.74	1375853	987143	209440
7	集宁南绕城一级公路	4134.45	4558.55	1128.28	449308	460114	106262
8	包头东兴至巴彦淖尔一级公路	1418.75	1254.34	377.37	1041774	797026	144067
9	协力气至西北门一级公路	6718.82	6529.85	1407.86	1058880	928651	177413
10	临河绕城一级公路	8689.8	9256.23	1163.94	843643	739304	127106
11	海勃湾至麻黄沟一级公路	1486.32	4467.95	1283.84	215076	485727	89204
12	树林召至东胜一级公路	2796.46	6415.48	2301.10	752184	1303239	382577
13	S102 崞县窑至凉城	--	40.96	288.08	--	24163	189775
14	G512 凉城至丰镇	--	291.21	963.38	--	47942	210900
<b>一级公路合计</b>		<b>68357.30</b>	<b>76721.87</b>	<b>16676.69</b>	<b>10618703</b>	<b>11119885</b>	<b>2265792</b>
1	110 国道 (辅道)	5861.5	--	--	677772	--	--
2	210 国道 (辅道)	154.32	--	--	39962	--	--
3	208 国道 (辅道)	880.13	--	--	244659	--	--
<b>二级公路合计</b>		<b>6895.95</b>		<b>--</b>	<b>962393</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>总计</b>		<b>519619.42</b>	<b>506311.49</b>	<b>106107.79</b>	<b>63947430</b>	<b>64617356</b>	<b>15008078</b>

资料来源：公司提供

注：1.车流量为实际进出口车流量

2.车流量统计未按车的种类进行细分，不同种类车辆的收费标准不同

收费结算方式方面，公司实行收支两条线管理。公司通过建立统一的公路收费系统，在所辖路网实行统一联网收费，通行费收入作为营业收入进入公司归集专户，不上缴政府财政，由公司根据运营计划统一支配。跟踪期内，收费结算方式未发生变化。

公路养护方面，高等级公路养护一般分为日常养护、专项养护及大修、中修等。公司运营公路通常 6~7 年进行一次大中修，同时每年根据公路实际情况调整大中修计划。2018 年，公司养护成本支出 4.31 亿元，占同期通行费收入的比重 8.51%，较 2017 年提升 0.72 个百分

点。2019 年 1—3 月，公司养护成本支出 0.41 亿元，占通行费收入的 3.86%。

公司主要在国家及自治区内高速公路建设规划指导下开展公路建设，在建及拟建项目主要是国道主干线、省际通道和国家高速公路网等。截至 2019 年 3 月底，公司在建公路项目共计 9 个（高速公路 4 个，一级公路 5 个），计划总投资额 297.43 亿元，公司已完成投资额 114.55 亿元，占计划总投资额的 38.51%。公司拟建项目均为高速公路，详见表 5，计划总投资额 114.83 亿元，计划于 2021 年完成全部投资。

表4 2019年3月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金来源			已投资金	投资计划		
			银行贷款	补贴	自有资金		2019年4-12月	2020年	2021年
国道 110 线乌海黄河特大桥	2013-2019	10.25	6.90	--	3.35	7.47	2.78	--	--
国道 210 线添漫梁北至越家壕段(查干)公路	2015-2019	33.28	21.63	--	11.65	20.72	12.56	--	--
国道 302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路	2015-2019	13.36	8.68	2.89	1.79	8.79	4.57	--	--
国道 302 线阿力得尔至三岔一级公路	2016-2019	17.84	11.60	5.13	1.11	13.50	4.34	--	--
国道 302 线三岔至阿尔山一级公路	2016-2019	24.10	15.70	3.31	5.09	14.28	9.82	--	--
国道 110 线呼和浩特至毕克齐段一级公路	2017-2020	33.40	21.71	10.02	1.67	20.38	5.58	7.44	--
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	2017-2021	78.76	51.19	10.67	16.90	21.67	15.57	20.76	20.76
G55 二广高速公路二连浩特至赛汉塔拉	2018-2021	24.91	16.19	5.13	3.59	0.25	6.72	8.97	8.97
克什克腾至乌兰布统高速公路	2017-2021	61.53	33.60	12.86	15.07	7.49	14.74	19.65	19.65
<b>合计</b>		<b>297.43</b>	<b>187.20</b>	<b>50.01</b>	<b>60.22</b>	<b>114.55</b>	<b>76.68</b>	<b>56.82</b>	<b>49.38</b>

资料来源：公司提供

表5 2019年3月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金来源			投资计划		
			银行贷款	补贴	自有资金	2019年4-12月	2020年	2021年
G110 线毕克齐至协力气段高速公路	2019-2021	18.03	11.72	--	6.31	6.01	6.01	6.01
S43 呼和浩特新机场高速公路	2019-2021	96.80	47.14	30.20	19.46	32.27	32.27	32.27
<b>合计</b>	--	<b>114.83</b>	<b>58.86</b>	<b>30.2</b>	<b>25.77</b>	<b>38.28</b>	<b>38.28</b>	<b>38.28</b>

资料来源：公司提供

跟踪期内，受主要路段改扩建影响，公司通行费收入有所下降；公司在建及拟建项目为高速公路、一级公路项目，系内蒙古自治区干线公路网重要组成部分，随着项目建成通车，将对公司通行费收入增长形成有力支撑；同时，公司未来计划投资额度较大，存在较大的

筹资压力。

### 施工业务

公司施工业务的经营主体为全资子公司路桥公司。路桥公司于 2012 年由内蒙古交通厅划拨至公司，拥有总承包壹级、公路路面专

业承包、公路路基工程专业承包壹级、桥梁工程专业承包贰级资质，主要负责道路施工业务。2018年，公司施工收入4.50亿元，同比下降36.35%，主要系实施工程量较小。同期，公司施工业务毛利率33.29%，同比上升5.15个百分点，系内部交易毛利较低合并抵消影响所致。2019年1—3月，公司施工业务收入0.09亿元，毛利率-179.80%，系一季度部分收入尚未达确认标准所致。

2018年，公司施工业务新签合同（不含母公司委托）总计金额1.73亿元；截至2018年底，公司施工业务在建项目主要有丹锡高速经棚至乌兰布统段公路项目、国道110呼和浩特到毕克齐段一级公路工程施工等，存量项目待完成合同金额64.18亿元，其中受公司本部委托的待完成合同62.77亿元。

总体看，跟踪期内，公司外部施工业务体量下降使得施工收入有所下降；施工业务主要来源于公司本部，外部业务有待拓展。

#### 其他业务

公司其他业务主要为高等级公路运营辅业，包括服务区运营、路政清障施救、设备租赁、广告牌租赁等。2018年，公司其他业务收入3.16亿元，同比增长34.47%，主要系服务区运营收入增长所致；同期，其他业务毛利率同比提升12.53个百分点。总体看，目前公司其他业务板块收入相对较少，对公司收入和利润贡献有限，但存在一定的增长潜力。

#### 3. 未来发展

“十三五”期间，公司作为内蒙古自治区公路建设特别是高等级公路建设的骨干力量，将承担区内路网完善并提升改造等多项工作。

在做大公路建设的同时，公司将在突出主业的基础上，依托在内蒙古地区交通行业优势，探索交通运输产业链上的多元经营，不断提高各项投资的投资回报率。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2018年的合并财务报表，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度合并财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司共有纳入合并范围的子公司26家，2016-2018年公司合并范围共新增15家子公司，均系投资新设；2019年1—3月，公司合并范围无变化。公司合并范围变动对财务数据可比性影响小。

截至2018年底，公司资产总额1033.23亿元，所有者权益217.08亿元（含少数股东权益3.15亿元）；2018年，公司实现营业收入58.28亿元，利润总额0.55亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1047.18亿元，所有者权益215.07亿元（含少数股东权益3.15亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入11.25亿元，利润总额-1.86亿元。

### 2. 资产质量

2018年底，公司资产总额1033.23亿元，构成仍以非流动资产构成，占比较2017年底提升13.50个百分点至88.56%，主要资产构成如表6所示。

表6 2017—2018年底及2019年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	256.34	22.72	105.37	10.20	110.49	10.55
<b>流动资产合计</b>	<b>281.31</b>	<b>24.94</b>	<b>118.25</b>	<b>11.44</b>	<b>123.15</b>	<b>11.76</b>
固定资产	767.22	68.01	797.36	77.17	798.38	76.24
在建工程	73.26	6.49	106.90	10.35	117.40	11.21

非流动资产合计	846.78	75.06	914.98	88.56	924.03	88.24
资产总计	1128.09	100.00	1033.23	100.00	1047.18	100.00

资料来源：审计报告及合并财务报表

2018 年底，公司流动资产 118.25 亿元，同比下降 57.96%，主要系货币资金下降所致。

2018 年底，公司货币资金 105.37 亿元，同比下降 58.89%，主要系归还股权投资保证金所致，其中受限资金 2.42 亿元，主要是结构性存款和保证金。

2018 年底，公司应票据及应收账款 7.86 亿元，均为应收账款，同比增长 20.08%，主要系工程款及保证金增长所致，公司应收账款主要来源于子公司路桥公司施工业务，欠款方系各公路项目管理办，账龄多在 2 年以内。

2018 年，公司预付款项 0.45 亿元，同比大幅下降，主要系 2017 年预付的项目建设土地征拆款结转至在建工程所致。

2018 年底，公司非流动资产 914.98 亿元，同比增长 8.05%，构成上以固定资产和在建工程为主。公司固定资产主要由公路及附属设施和房屋及建筑物构成，2018 年底为 797.36 亿元，同比增长 3.93%，系在建工程转固所致。2018 年底，公司在建工程 106.90 亿元，同比增长 45.93%，主要系 G210 线添漫梁北至越家壕一级改建公路项目、包茂高速包东路段改扩建项目及 G302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路项等工程投入所致。

2018 年底，公司发放贷款及垫款主要为抵押贷款，其中，对个人贷款金和垫款 0.51 亿元，对企业贷款和垫款 2.31 亿元；正常类贷款 2.78 亿元，次级类贷款 0.11 亿元；公司共计提贷款损失准备 754.00 万元。2018 年底，公司发放贷款及垫款中 0.11 亿元存在逾期情况。

2018 年底，公司其他非流动资产 4.96 亿元，系预付采购设备及土地征拆款。

2019 年 3 月底，公司资产总额 1047.18 亿元，较 2018 年底增长 1.35%，其中，货币资金 110.49 亿元，较 2018 年底增长 4.86%；应收票据及应收账款 7.30 亿元，较 2018 年底下

降 7.12%；固定资产和在建工程分别为 798.38 亿元和 117.40 亿元，分别较 2018 年底增长 0.13%和 9.82%；其他非流动资产 2.90 亿元，较 2018 年底下降 41.55%，系资产入账转入固定资产。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月底，公司共有 2.42 亿元货币资金（主要为结构性存款和保证金）使用受限，占货币资金的 2.19%；此外，因行业性质，公司公路资产收费权大部分用于借款质押，质押收费权的公路资产原值合计 775.70 亿元，获取借款余额合计 298.49 亿元。公司资产受限比例高，流动性弱。

总体看，跟踪期内，因归还战略投资者的股权投资款，公司资产规模有所下降，资产构成仍以货币资金和固定资产为主，但整体流动性弱，资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2018 年底，公司所有者权益合计 217.08 亿元，同比增长 1.12%；构成方面较 2017 年底变化不大，其中实收资本占 49.95%，资本公积占 44.83%（未分配利润为负，其余项目占比合计超 100%）。

2018 年公司未分配利润-11.76 亿元，同比略有下降，系分配的其他权益工具（永续债）股利和计提的一般风险准备所致，折旧政策变更后，公司账面盈利情况有望逐年好转。

2018 年，公司少数股东权益 3.15 亿元，同比大幅增长主要系中国石油股份有限公司对内蒙古高速石化销售有限责任公司增资所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 215.07 亿元，较 2018 年底略有下降，主要系账面亏损未分配利润下降所致；构成方面与 2018 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所

增长，构成以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

### 负债

2018 年底，公司负债合计 816.15 亿元，同比下降 10.65%，非流动负债占 23.86% 较 2017 年底有所提升。

2018 年底，公司流动负债 194.75 亿元，同比下降 26.59%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2018 年底，公司应付票据和应付账款 13.48 亿元，同比下降 16.07%，构成主要以质保金及尚未到结算期的工程款为主；公司其他应付款 20.92 亿元，主要为往来款，同比大幅下降主要系归还战略投资者股权保证金和利息收入所致；公司一年内到期的非流动负债 94.58 亿元，主要是 41.56 亿元长期借款、42.08 亿元应付债券和 10.94 亿元长期应付款；公司其他流动负债 60.37 亿元，其中公司发行的超短期融资券余额 60.00 亿元，本文将其计入有息债务计算。

2018 年底，公司非流动负债 621.41 亿元，同比下降 4.12%，主要由长期借款（57.01%）、应付债券（16.16%）和长期应付款（25.84%）构成。2018 年底，公司长期借款 354.25 亿元，同比增长 2.55%，主要为高速公路收费权质押借款；公司应付债券 100.45 亿元，同比下降 22.20%，应付债券明细如表 7 所示。

表 7 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	余额	到期日
15 蒙高路中期票据 PPN001	15.29	2020.08
15 蒙高路永续中票 MTN001	15.66	2020.04
16 蒙高路中期票据 MTN001	10.12	2021.09
16 蒙高路中期票据 MTN002	10.09	2021.10
17 蒙高路 MTN002	10.18	2022.09
境外中长期债券	27.07	2020.12
18 蒙高路 MTN001	10.68	2023.02
<b>合计</b>	<b>99.09</b>	<b>--</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

注：2018 年底公司应付债券除上表所列债券余额之外还包括 2018 年 2-7 期超短期融资券应付利息合计 1.36 亿元

2018 年底，公司长期应付款 160.59 亿元，同比增长 2.57%，主要系专项应付款增加所致。其中，公司对内蒙古交通厅的长期应付款系从内蒙古交通厅接收公路资产时一并接收的银行借款，根据内蒙古交通厅与公司签订的《公路资产移交协议》，公司承担每笔资产对应的负债，并按照贷款约定还款计划向内蒙古交通厅给付应还本息，由内蒙古交通厅统一偿还，由于其具有长期借款性质，本报告将其计入有息债务计算。公司专项应付款系公司各公路建设项目或专项工程收到的中央专项车购税资金、地方财政返税资金、地方政府债券专项资金，2018 年底为 30.13 亿元，较 2017 年底增加 16.18 亿元，主要为呼凉丰项目、国道 110 线呼和浩特至毕克齐项目收到的专项资金。

2018 年底，公司其他非流动负债 6.30 亿元，同比增长 101.46%，系公司尚未确认收益的政府还贷二级公路取消收费后补助；公司其他非流动负债中含 3.00 亿元永续期信托贷款，本文将其计入有息债务计算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 832.11 亿元，较 2018 年底增长 1.95%，构成上非流动负债占比进一步提升至 81.95%。2019 年 3 月底，公司应付票据及应付账款 15.92 亿元，较 2018 年底增长 18.15%，主要系应付施工方工程款增长所致；公司其他应付款 22.52 亿元，同比增长 7.63%，系往来款增长所致；公司长期借款 399.74 亿元，较 2018 年底增长 12.84%，其中一年内到期部分 29.03 亿未调整至一年内到期非流动负债，本文将其计入短期债务计算。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 746.73 亿元，同比下降 1.67%，构成中短期债务占比较 2017 年提升 4.74 个百分点至 21.24%，公司债务结构仍以长期债务为主。从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.99%、77.48% 和 73.04%，较 2017 年底

均有所下降。

2019年3月底，公司全部债务762.61亿元，较2018年底增长2.13%，构成上长期债务占81.69%，较2018年底有所提升。2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.46%、78.00%和74.34%，均较2018年底略有提升。此外，将计入所有者权益中的“17蒙高路MNT001”调整至全部债务后计算，2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.42%、79.02%和75.53%。有息债务到期分布方面，2019年4~12月、2020年及2021年公司到期有息债务规模分别为134.69亿元、85.26亿元和25.23亿元，以到期债券为主，分别为101.67亿元、59.26亿元（含“17蒙高路MNT001”）和20.00亿元，2019年公司到期债务相对集中。

表8 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	125.29	158.58	139.67
长期债务	634.13	588.15	622.94
全部债务	759.41	746.73	762.61
资产负债率	80.97	78.99	79.46
全部债务资本化比率	77.96	77.48	78.00
长期债务资本化比率	74.71	73.04	74.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：公司其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息部分计入全部债务

总体看，跟踪期内，公司负债有所下降，有息债务以长期债务为主，公司整体债务负担重。

#### 4. 盈利能力

2018年，公司营业收入58.28亿元，同比下降5.06%，主要系主要路段改扩建公司通行费收入下降所致。同期，公司营业成本18.45亿元，同比下降10.64%。

2018年公司期间费用42.86亿元，同比增长14.03%，以财务费用为主（占88.64%）；公司期间费用率73.53%，期间费用对利润侵蚀

严重。

2018年，公司利润总额同比下降80.25%至0.55亿元，主要系利息支出增长及汇兑损失（公司发行的境外债由于汇率变化引起汇兑损益3.02亿元）带动财务费用增长所致。2018年公司其他收益4.21亿元，主要系政府还贷二级公路取消收费中央补助资金4.17亿元。

从盈利指标看，2018年，公司营业利润率有所提升，总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2018年上述指标分别为67.19%、3.56%和0.19%，公司整体盈利能力弱。

表9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	61.39	58.28
财务费用	32.29	37.99
营业利润	2.82	0.61
利润总额	2.78	0.55
营业利润率	65.22	67.19
总资本收益率	3.57	3.56
净资产收益率	1.14	0.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司实现营业收入11.25亿元，相当于2018年营业收入的19.30%；营业利润率为73.30%，较2018年全年水平提升6.16个百分点；利润总额-1.86亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，2018年因财务费用高企，期间费用对公司利润侵蚀严重，公司经营亏损，公司整体盈利能力弱。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量69.98亿元，主要来源于车辆通行费收入；同期，公司现金收入比109.75%，收入实现质量良好。公司收到其他与经营活动有关的现金规模较小，主要为收到的招投标保证金。2018年，公司经营活动现金流出量49.68亿元，主要为工程投入支出和职工薪酬支出等。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额20.30亿元。

投资活动方面, 2018年, 公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 39.17 亿元; 公司投资活动现金流入 17.38 亿元, 主要系车购税补贴资金。2018年, 公司投资活动产生的现金流量净额-23.86 亿元。

筹资活动方面, 2018年, 公司筹资活动现金流入量 126.34 亿元, 同比大幅下降 37.72%, 公司筹资来源主要为银行贷款、信托贷款和发行债券等(发行债券收到的现金计入取得借款收到的现金中), 其中吸收投资收到的现金 2.57 亿元, 系子公司少数股东投资。同期, 公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2018年, 公司筹资活动产生的现金流量净额-42.80 亿元。

表 10 公司现金流情况(单位: 亿元、%)

项 目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	72.98	69.98
经营活动现金流出量	53.37	49.68
经营活动现金流量净额	19.61	20.30
投资活动现金流量净额	-16.16	-23.86
筹资活动现金流量净额	33.84	-42.80
现金收入比	100.83	109.75

资料来源: 公司审计报告

2019年 1—3 月, 公司经营活动现金流量净额 4.84 亿元; 投资活动现金流量净额-9.23 亿元, 主要系公司路产项目的持续建设投入所致; 筹资活动现金流量净额 9.52 亿元。

总体看, 跟踪期内, 公司收入实现质量保持在较好水平, 项目建设投资规模较大, 加之现有债务还本付息的资金需求, 公司面临较大的筹资压力。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 60.72%和 59.63%, 受货币资金大幅下降影响, 同比分别下降 45.32 和 45.40 个百分点; 2019 年 3 月底, 上述两项指标分别为 82.00%和 80.55%。2018 年, 公司经营现金流动负债比 10.42%, 同比提升 3.03 个百分点, 经营性净现金流对短期债务保

护程度弱。2019 年 3 月底, 公司现金类资产 117.79 亿元, 剔除受限资金后相当于短期债务的 1.04 倍, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数为 0.95 倍; 同期, 公司全部债务/EBITDA 为 20.37 倍, 公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底, 公司对外担保余额 9.00 亿元, 担保比率 4.22%, 担保比率不高。公司对外担保中包括对乌兰察布交通运输局的 3.50 亿元保证担保和乌兰察布市金达公路建设开发有限公司的 5.50 亿元质押担保。乌兰察布市交通运输局是呼和浩特市政府职能部门。乌兰察布市金达公路建设开发有限公司是乌兰察布市交通运输局下属平台企业, 主要承担融资职能。公司对外担保规模较小, 或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底, 公司共获得金融机构授信额度合计 762.22 亿元, 尚可使用额度 239.48 亿元, 其中公路项目贷款 207.48 亿元, 需提供质押; 流动资金贷款 12.00 亿元; 其他 20.00 亿元, 公司间接融资渠道通畅。

整体看, 公司长短期偿债能力一般, 或有负债风险可控, 间接融资渠道畅通, 考虑到公司在内蒙古自治区高等级公路建设及运营的重要地位及持续获得政府支持, 公司整体偿债能力很强。

## 7. 母公司财务分析

截至 2018 年底, 母公司资产总额 1015.59 亿元, 同比下降 8.54%。母公司资产占合并口径资产总额的 98.29%, 构成上与公司资产构成相似, 均以高速公路项目形成的固定资产为主。截至 2019 年 3 月底, 母公司资产总额 1028.78 亿元, 较 2018 年底增长 1.30%, 资产构成较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底, 母公司负债合计 801.13 亿元, 同比下降 10.67%, 构成上以长期借款、应付债券和长期应付款形成的非流动负责为

主。2018 年底，母公司资产负债率 78.88%，债务负担较重。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 815.73 亿元，较 2018 年底增长 1.82%，构成较 2018 年底变化不大。

2018 年母公司实现营业收入 51.13 亿元，占公司同期收入的 88.29%，是公司收入主要来源；母公司实现利润总额 1.40 亿元，占公司同期利润总额的 254.55%。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 10.50 亿元，利润总额-1.27 亿元。

总体看，母公司资产和负债总额占合并口径比重高，对合并口径营业收入和利润的贡献程度高。

## 十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级

的债券余额合计 108.67 亿元。以 2018 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额和 EBITDA 对存续债券待偿还余额的保护倍数分别为 0.64 倍、0.19 倍和 0.34 倍。公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额及 EBITDA 对存续期内债券余额的覆盖程度均较弱。

假设公司在所有可续期中票的第一个可赎回日时选择赎回，公司将于 2019—2021 年面临债券本金集中偿付，单年最大偿付金额为 25.00 亿元，公司存续债券本金偿还分布情况如表 11 所示。以 2018 年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流净额和 EBITDA 对存续债券未来单年最大偿付本金的保护倍数分别为 2.80 倍、0.81 倍和 1.47 倍。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对未来最大偿付本金的保障能力尚可，经营活动产生的现金流净额对其的覆盖能力差。

表 11 公司存续债券余额情况（单位：亿元）

债券名称	余额	到期兑付日	本金偿还分布					
			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
12 蒙路债/12 蒙高路	13.67	2019/11/12	13.67	--	--	--	--	--
14 蒙高路 MTN002	10.00	2019/11/17	10.00	--	--	--	--	--
15 蒙高路 MTN001	15.00	2020/04/23	--	15.00	--	--	--	--
16 蒙高路 MTN001	10.00	2021/09/26	--	--	10.00	--	--	--
16 蒙高路 MTN002	10.00	2021/10/20	--	--	10.00	--	--	--
17 蒙高路 MTN001	10.00	2020/01/24	--	10.00	--	--	--	--
17 蒙高路 MTN002	10.00	2022/09/12	--	--	--	10.00	--	--
18 蒙高路 MTN001	10.00	2023/02/09	--	--	--	--	10.00	--
19 蒙高路 MTN001	10.00	2024/02/27	--	--	--	--	--	10.00
19 蒙高路 MTN002	10.00	2024/06/05	--	--	--	--	--	10.00
<b>合计</b>	<b>108.67</b>	--	<b>23.67</b>	<b>25.00</b>	<b>20.00</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>	<b>20.00</b>

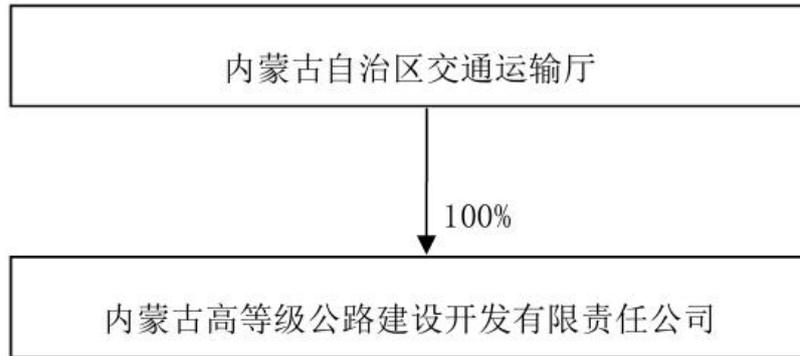
资料来源：联合资信整理

## 十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“12 蒙路债/12 蒙高路”“14 蒙高路 MTN002” “15 蒙高路 MTN001” “16 蒙高路 MTN001” “16 蒙高路 MTN002” “17 蒙高路 MTN001” “17 蒙高路 MTN002” “18

蒙高路 MTN001”“19 蒙高路 MTN001”和“19 蒙高路 MTN002”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图





**附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司子公司情况**

(单位: 万元、%)

企业名称	级次	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	投资额	取得方式
内蒙古路桥集团有限责任公司	2	公路工程施工总承包、路面专业承包	103000.00	100.00	100.00	82654.49	投资设立
内蒙古高路公路工程检测有限责任公司	2	公路工程及市政道路工程质量检测咨询服务	2065.00	100.00	100.00	2065.00	投资设立
内蒙古高速小额贷款有限公司	2	发放小额贷款及相关业务	50000.00	100.00	100.00	50000.00	投资设立
内蒙古高速金驰科技有限公司	2	电子、通信与控制技术研究及相关服务	3000.00	100.00	100.00	3000.00	投资设立
内蒙古高速广告传媒有限责任公司	2	广告策划、会展与标牌制造服务	1800.00	100.00	100.00	1800.00	投资设立
内蒙古颂美餐饮管理有限责任公司	2	餐饮管理、食品销售服务	200.00	100.00	100.00	200.00	投资设立
内蒙古颂美物业服务有限责任公司	2	物业管理、装修材料销售及相关设备租赁服务	100.00	100.00	100.00	100.00	投资设立
内蒙古高速汽车租赁有限责任公司	2	汽车租赁、汽车代驾服务、汽车维修服务	4519.67	100.00	100.00	4519.67	投资设立
内蒙古高速善美生态开发有限公司	2	农业、畜牧业、水产养殖、绿化管理	2000.00	100.00	100.00	2000.00	投资设立
内蒙古美驿高速服务区开发有限公司	2	餐饮服务、物业管理	3000.00	100.00	100.00	3000.00	投资设立
内蒙古呼凉丰公路项目有限责任公司	2	公路、桥梁的投资建设及运营管理	20000.00	75.00	75.00	15000.00	投资设立
内蒙古高速路畅投资有限公司	2	对公路工程建筑	51200.00	2.54	100.00	1300.00	投资设立
内蒙古经乌高速公路管理有限责任公司	2	经棚至乌兰布统高速公路运营服务	55860.00	75.00	75.00	30140.00	投资设立
内蒙古公路交通基础设施产业基金合伙企业	2	非上市企业股权投资	45000.00	49.95	100.00	22477.50	投资设立
内蒙古高等级公路发展投资基金合伙企业	2	非上市企业股权投资	333408.00	20.00	100.00	66681.60	投资设立
内蒙古高速畅融商务服务有限责任公司	2	资产管理、项目管理、项目咨询	169267.00	0.12	100.00	200.00	投资设立
内蒙古沐林园林绿化工程有限公司	3	园林绿化施工及养护管理	300.00	100.00	100.00	300.00	投资设立
内蒙古高速石化销售有限责任公司	3	润滑油、日用百货的销售	2000.00	51.00	51.00	1020.00	投资设立
内蒙古路桥工程技术检测有	3	检测服务	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立

限责任公司							
内蒙古路桥建筑安装工程有 限责任公司	3	建筑施工	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古路桥劳务有限责任公 司	3	劳务服务	200.00	100.00	100.00	200.00	投资设立
内蒙古路桥钢结构工程有限 责任公司	3	钢结构销售	600.00	100.00	100.00	600.00	投资设立
内蒙古路桥工程物资有限责 任公司	3	公路工程材 料、水泥制品	1500.00	100.00	100.00	1500.00	投资设立
内蒙古蒙云数通工程技术有 限公司	2	公路机电工程	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古综合交通科学研究院 有限责任公司	2	技术服务	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古高速公路发展有限公 司	2	建筑业	0.00	100.00	100.00	0.00	投资设立

资料来源：公司提供

注：上表中公司拥有被投资单位表决权不足半数但能对被投资单位形成实际控制，纳入公司合并报表范围

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	217.66	256.34	113.23	117.79
资产总额(亿元)	1099.36	1128.09	1033.23	1047.18
所有者权益(亿元)	202.73	214.67	217.08	215.07
短期债务(亿元)	126.09	125.29	158.58	139.67
长期债务(亿元)	618.35	634.13	588.15	622.94
全部债务(亿元)	744.44	759.41	746.73	762.61
营业收入(亿元)	55.67	61.39	58.28	11.25
利润总额(亿元)	2.98	2.78	0.55	-1.86
EBITDA(亿元)	36.07	37.34	36.66	--
经营性净现金流(亿元)	23.74	19.61	20.30	4.84
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	12.65	11.22	8.09	--
存货周转次数(次)	5.48	8.26	7.66	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	92.74	100.83	103.67	94.00
营业利润率(%)	69.91	65.22	67.19	73.30
总资本收益率(%)	3.56	3.57	3.56	--
净资产收益率(%)	1.31	1.14	0.19	--
长期债务资本化比率(%)	75.31	74.71	73.04	74.34
全部债务资本化比率(%)	78.60	77.96	77.48	78.00
资产负债率(%)	81.56	80.97	78.99	79.46
流动比率(%)	84.46	106.04	60.72	82.00
速动比率(%)	83.60	105.03	59.63	80.55
经营现金流流动负债比(%)	8.78	7.39	10.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.07	0.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.64	20.34	20.37	--

注: 1. 公司其他流动负债有息部分计入短期债务;  
2. 长期应付款及其他非流动负债中有息部分计入长期债务;  
3. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/主营业务收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变