

信用评级公告

联合〔2021〕6252号

联合资信评估股份有限公司通过对内蒙古高速公路集团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，确定维持内蒙古高速公路集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，“17蒙高路MTN002”“18蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN002”“19蒙高路MTN003”和“20蒙高路MTN002”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月十五日

内蒙古高速公路集团有限责任公司2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17蒙高路 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18蒙高路 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19蒙高路 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19蒙高路 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19蒙高路 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20蒙高路 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17蒙高路 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/09/12
18蒙高路 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/02/09
19蒙高路 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/02/28
19蒙高路 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/05
19蒙高路 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/11/08
20蒙高路 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/05/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券；到期兑付日为下一行权日或兑付日

评级时间：2022 年 7 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

内蒙古高速公路集团有限责任公司（以下简称“公司”）是内蒙古自治区重要的高等级公路建设及运营主体，跟踪期内仍保持区域内较强的竞争实力。随着疫情的逐步好转，跟踪期内公司运营路产的车流量和通行费收入均有所增长，此外公司持续获得政府在财政补贴、折旧政策方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司公路项目建设投资支出压力大、债务负担较重、经营业务持续亏损等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续承接内蒙古自治区内高等级公路的投资建设运营工作，随着疫情的逐步好转，公司经营规模有望稳步增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“17蒙高路MTN002”“18蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN002”“19蒙高路MTN003”和“20蒙高路MTN002”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 区域竞争实力较强。**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。
- 公司持续得到政府支持。**跟踪期内，公司持续得到政府在财政补贴、折旧政策方面的支持。

关注

- 公司经营业务持续亏损。**受高等级公路付息规模较大影响，跟踪期内公司经营业务持续亏损。
- 债务负担较重。**2022 年 3 月底，公司全部债务增长至 836.87 亿元，全部债务资本化比率为 78.90%，整体债务负担较重。
- 投资支出压力大。**截至 2022 年 3 月底，公司在建和拟建公路项目总投资 282.98 亿元，已投资 142.32 亿元，尚需投资规模仍较大。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构	4	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：胡元杰 丁晓

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	71.09	38.52	36.53	40.70
资产总额（亿元）	1055.13	1073.86	1085.83	1094.04
所有者权益（亿元）	235.99	230.13	226.23	223.79
短期债务（亿元）	117.02	62.53	99.17	52.25
长期债务（亿元）	644.81	738.33	727.60	784.62
全部债务（亿元）	761.83	800.86	826.77	836.87
营业总收入（亿元）	57.75	49.22	61.79	10.90
利润总额（亿元）	1.34	-18.41	-6.45	-2.37
EBITDA（亿元）	35.16	25.71	32.31	--
经营性净现金流（亿元）	24.35	19.20	33.28	3.67
营业利润率（%）	68.60	47.79	60.68	72.30
净资产收益率（%）	0.44	-8.13	-2.96	--
资产负债率（%）	77.63	78.57	79.17	79.54
全部债务资本化比率（%）	76.35	77.68	78.52	78.90
流动比率（%）	57.57	62.05	45.77	78.54
经营现金流流动负债比（%）	16.07	19.38	26.71	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.62	0.37	0.78
EBITDA利息倍数（倍）	0.93	0.68	0.86	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.67	31.15	25.59	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	1046.12	1060.89	1065.39	1072.98
所有者权益（亿元）	227.80	216.42	209.62	207.66
全部债务（亿元）	742.47	791.19	840.07	843.60
营业总收入（亿元）	50.56	40.64	50.21	10.27
利润总额（亿元）	2.57	-17.18	-4.47	-1.97
资产负债率（%）	78.22	79.60	80.32	80.65
全部债务资本化比率（%）	76.52	78.52	80.03	80.25
流动比率（%）	41.01	38.83	26.13	49.50
经营现金流流动负债比（%）	27.76	34.91	30.35	--

注：1.2022年一季度财务报告未经审计；2.已将其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告、公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 蒙高路 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021.06.28	马玉丹 胡元杰	收费公路运营企业信用评级方法 (V3.0.201907) 收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 蒙高路 MTN003							
19 蒙高路 MTN002							
19 蒙高路 MTN001							
18 蒙高路 MTN001							
17 蒙高路 MTN002							
20 蒙高路 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020.3.19	黄琪融 马玉丹	收费公路运营企业信用评级方法 (V3.0.201907) 收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 蒙高路 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019.10.21	黄琪融 马玉丹	收费公路运营企业信用评级方法 (V3.0.201907) 收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 蒙高路 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019.5.17	黄琪融 马玉丹	收费公路运营企业信用评级方法(2018年12月) 收费公路行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 蒙高路 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018.7.16	顾喆彬 马玉丹	高速公路行业信用评级方法 (2017年)	阅读全文
18 蒙高路 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018.2.2	马玉丹 李衡	高速公路行业信用评级方法 (2017年)	阅读全文
17 蒙高路 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017.8.22	李苏磊 马玉丹	高速公路行业信用评级方法 (2017年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受内蒙古高速公路集团有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

内蒙古高速公路集团有限责任公司2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于内蒙古高速公路集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司名称变更为内蒙古高速公路集团有限责任公司，注册资本增加至 108.42 亿元，主营业务未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 108.42 亿元；内蒙古自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“内蒙古自治区国资委”）和内蒙古国有资本运营有限公司分别对公司持股 90% 和 10%，公司实际控制人为内蒙古自治区国资委。

公司主要开展高等级公路建设和运营、公路施工等业务。截至 2022 年 3 月底，公司本部内设党委办公室、战略投资部、企业管理部、财务管理部、工程管理部等职能部门；公司合并范围内拥有子公司 23 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 1085.83 亿元，所有者权益 226.23 亿元（其中少数股东权益 15.18 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 61.79 亿元，利润总额 -6.45 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1094.04 亿元，所有者权益 223.79 亿元（其中少数股东权益 15.18 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.90 亿元，利润总额 -2.37 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区呼和浩特市新城区哲里木路 9 号内蒙古高等级公路建设有限责任公司监控综合楼；法定代表人：张翔。

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余额合计 55.00 亿元，债券存续情况详情见表 1。其中，“20 蒙高路 MTN002”为可续期债券，期限为 3+N 年。跟踪期内，“17 蒙高路 MTN002”“18 蒙高路 MTN001”“19 蒙高路 MTN001”“19 蒙高路 MTN002”“19 蒙高路 MTN003”和“20 蒙高路 MTN002”已按时足额付息。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
17 蒙高路 MTN002	10.00	10.00	2017/09/12	5
18 蒙高路 MTN001	10.00	10.00	2018/02/09	5
19 蒙高路 MTN001	10.00	10.00	2019/02/08	5
19 蒙高路 MTN002	10.00	10.00	2019/06/05	5
19 蒙高路 MTN003	10.00	10.00	2019/11/08	5
20 蒙高路 MTN002	5.00	5.00	2020/05/08	3
合计	55.00	55.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司存续债券的募集资金均用于偿还公司有息债务及补充运营资金，截至本报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (- 2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月

疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，

下同

长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，

其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展

展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.91 万公里，较 2020 年底增加 0.81 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较

2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2021 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 75.0% 和 61.3%，分别较 2020 年上升 1.20 个百分点和下降 10.0 个百分点，公路货运重要性进一步提升，铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2021 年，国内疫情形势较为稳定，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路货运指标呈现修复性增长；受局部性疫情扰动因素影响，人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

表 3 2016 - 2021 年中国公路运输主要指标情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量 (亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量 (亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量 (亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

注：联合资信根据公开资料整理

2022 年一季度，中国国内多点疫情爆发，本轮疫情传播能力较强、影响范围广、控制难度大，使得较长时间和较大范围的物流受限，同时居民出行意愿下降、人员流动管控政策明显收紧，交通运输需求均受到不同程度的不利影响。2022 年一季度，中国公路营业性客运量 9.7 亿人，环比和同比分别下降 16.86% 和 26.04%，绝对值仅为疫情前的 28.81%；公路货运量环比下降

21.03%，同比增长 0.4%，绝对值为疫情前的 99.49%，公路客运量和货运量环比降幅较大，尤其客运量仍在低位运行，与疫情前水平差距较大。

(2) 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资

端来看，交通基础设施是国民经济发展的硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2021年，中国高速公路建设完成投资15151.0亿元，增长12.4%，增速较2020年（17.2%）回落4.8个百分点，投资规模及增速维持高位。

图1 2016-2021年中国高速公路建设投资情况



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2020年，中国高速公路通行费总收入同比下降17.74%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长14.85%，通行费收支缺口扩大至7177.47亿元，较上年增加2503.53亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020年占83.11%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表4 2016-2020年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74
支出总额(亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出(亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口(亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021年以来，高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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)》，

开始在政府收费公路领域试点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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案(草案)》和《收费公路管理条例(修订草案)》。

按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；明确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，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围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，保障养护管理资金需要。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率，但根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准将有所降低。同年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输

领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

(4) 未来发展

高速公路作为重要的交通基础设施,在中国国民经济和社会发展中占据重要地位,近年来中国高速公路通车里程稳定增长,投资规模维持较高水平,未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大,行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低,展望为稳定。

长期来看,中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求,中西部地区起步晚且地域面积广,高速公路需求尚未得到充分满足,未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设,高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响,未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势;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,中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划(2013—2030年)》,到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网,由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成,另规划远期展望线1.8万公里,位于西部地广人稀地区。2020年11月,中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称“十四五规划”)提出:统筹推进基础设施建设,加快建设交通强国,完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络,加快城市群和都市圈轨道交通网络化,提高农村和边境地区交通通达深度。

2. 区域经济环境

2021年,内蒙古自治区经济平稳发展,公路货物运输指标有所增长,旅客运输受疫情影响持续下降。

根据《内蒙古自治区2021年国民经济和社会发展统计公报》,2021年,内蒙古自治区完成生产总值20514.2亿元,按可比价计算,比上年增长6.3%。其中,第一产业增加值2225.2亿元,增长4.8%;第二产业增加值9374.2亿元,

增长6.1%;第三产业增加值8914.8亿元,下降6.7%;三次产业比例调整为10.8:45.7:43.5。

交通运输方面,2021年,内蒙古自治区完成公路货物运输总量132847万吨,同比增长21.9%,货物周转量2218.50亿吨公里,同比增长17.5%;同期,内蒙古自治区完成旅客周转量34.20亿人公里,同比下降30.8%,完成客流量2686万人次,同比下降16.7%。总体看,2021年,内蒙古自治区公路货物运输有所增长,旅客运输量受新冠肺炎疫情影响持续下降。

根据《关于内蒙古自治区2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》,2021年全区实现一般公共预算收入2349.9亿元,增长14.6%,其中税收收入1671.0亿元,占一般公共预算收入的71.11%。同期,全区实现一般公共预算支出5240.1亿元,财政自给率为44.84%,财政自给能力较弱。2021年,内蒙古自治区实现政府性基金收入504.8亿元,下降23.1%,系国有土地使用权出让收入下降所致。

根据《内蒙古自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,内蒙古自治区将加快高速铁路布局建设,重点打通国家高速公路网自治区境内待贯通路段,全面建成东西高速公路通道,实现首府至盟市、相邻盟市通高速公路;加快推进普通国省干线提档升级,打通“断头路”,畅通“瓶颈路”;加强乡村旅游路、资源路、产业路建设;谋划实施内蒙古兴安岭上大通道建设工程。2025年,公路总里程预计达到21.5万公里。

六、基础素质分析

公司是内蒙古自治区内从事高等级公路投资建设及运营管理的重要主体。截至2022年3月底,公司实际控制并投入运营的高等级公路共计37条,收费里程合计3484公里,其中高速公路收费里程2090公里,占60.00%,一级公路收费里程1394公里,占40.00%。

表 5 截至 2022 年 3 月底公司运营公路情况 (单位: 年、公里)

公路名称	级别	收费期间	收费里程	获取方式
G6京藏高速集宁至老爷庙公路	高速	2005—2025	90	移交
G6京藏高速呼和浩特至集宁公路	高速	2004—2024	120	移交
G6京藏高速呼和浩特至包头公路	高速	2013—2033	210	自建
G6京藏高速呼和浩特市绕城公路	高速	2009—2029	81	移交
G6京藏高速包头过境公路	高速	2004—2029	64	移交
G6京藏高速哈德门至磴口公路	高速	2005—2025	224	移交
G6京藏高速磴口至巴拉贡公路	高速	2004—2024	52	移交
G6京藏高速巴拉贡至新地公路	高速	2005—2025	52	移交
G6京藏高速新地至麻黄沟公路	高速	2005—2025	64	移交
G6京藏高速临河过境高速公路	高速	2009—2029	53	自建
G65包茂高速包头至东胜公路	高速	2002—2027	101	移交
G65包茂高速东胜至苏家河公路	高速	2005—2025	121	移交
G65包茂高速包头至树林召公路	高速	2011—2031	35	自建
G55二广高速赛汉塔拉至白音察干公路	高速	2012—2032	178	移交
G55二广高速白音察干至集宁公路	高速	2006—2026	74	移交
G55二广高速集宁至丰镇公路	高速	2006—2026	96	移交
G12珲春高速石头井子至乌兰浩特公路	高速	2010—2030	40	移交
G59呼朔高速呼和浩特至杀虎口公路	高速	2013—2033	114	自建
G6京藏高速乌兰察布市集宁东绕城公路	高速	2015—2035	53	自建
G7京新高速韩家营至呼和浩特公路	高速	2014—2034	268	自建
高速公路小计	--	--	2090	--
国道110线呼市-集宁-兴和公路	一级	2012—2032	199	自建
国道110线海勃湾至麻黄沟公路	一级	2015—2035	43	自建
国道110线包头东兴至巴彦淖尔段	一级	2012—2032	125	移交
国道210线树林召至东胜公路	一级	2011—2031	50	自建
国道208线二连浩特至赛汉塔拉公路	一级	2006—2026	121	移交
国道304线鲁北至霍林郭勒公路	一级	2009—2029	155	自建
省道203线乌兰浩特至阿尔山公路	一级	2009—2029	253	自建
白音华至霍林郭勒公路	一级	2012—2032	103	自建
国道209线和林格尔至清水河公路	一级	2016—2036	65	自建
乌兰察布市集宁南绕城公路	一级	2015—2030	51	自建
国道110线协力气至西北门段一级公路	一级	2014—2034	69	自建
国道110线临河绕城一级公路	一级	2014—2034	57	自建
省道203线崞县窑至凉城公路	一级	2018—2038	52	自建
国道512线凉城至丰镇公路	一级	2018—2038	51	自建
一级公路小计	--	--	1394	--
国道110线辅道公路	二级	1995-2027	0	移交
国道210线辅道公路	二级	2003-2028	0	移交
国道208线辅道公路	二级	2001-2021	0	移交
二级公路小计	--	--	0	--
合计	--	--	3484	--

注: 二级公路已取消收费

资料来源: 公司提供

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91150000764471187Y），截至2022年7月13日，公司本部已结清和未结清账户中不存在关注类或不良类信贷信息。

根据公司提供的《企业信用报告》（授信机构版）（统一社会信用代码：911500004600270601），截至2022年7月11日，公司子公司内蒙古路桥集团有限责任公司（以下简称“路桥公司”）不存在已结清和未结清账户中不存在关注类或不良类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至评级报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理不再实行总经理负责制，公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》《国有企业公司章程制定管理办法》等有关法律法规的规定构建了新的法人治理结构，改为设立股东会、董事会、监事会以及经理层进行公司管理。

2021年，公司党委书记、董事长由黄永刚更换为张翔，内蒙古自治区政府任命洪海为公司总经理、党委副书记，任命张崇生为公司总会计师。

张翔，男，1964年生，研究生学历；历任内蒙古乌兰察布市察右后旗副旗长，乌兰察布市交通局副局长、党组成员，乌兰察布市委副秘书长，察右后旗旗委副书记、旗长、旗委书

记，乌兰察布市副市长，内蒙古自治区交通运输厅党组成员、副厅长；现任公司党委书记、董事长。

洪海，男，1968年生，大学本科学历；历任交通运输厅管理局机务科科长，公司乌兰察布分公司副经理、党委书记，公司呼和浩特分公司经理、公司副总经理等职位；现任公司党委副书记、总经理。

跟踪期内，公司在管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担区内高等级公路的投资建设、运营和维护等职能，已形成了以高等级公路运营为主、施工业务为辅、其他业务板块为补充的多元化经营格局。2021年，随着疫情的逐步好转，公司收入规模和毛利率均大幅增长。

2021年，公司实现营业收入61.54亿元，同比增长25.81%；其中通行费收入同比增长22.81%，系疫情好转后车流量增长所致；施工收入同比增长33.18%，系完工项目体量增长所致；其他业务收入同比增长53.98%，主要来自租赁业务收入的增长。

毛利率方面，2021年公司综合毛利率同比上升13.08个百分点，主要系高等级公路运营业务毛利率上升所致；施工业务毛利率同比下降2.86个百分点，系材料成本增长所致。

2022年1-3月，公司实现营业收入10.90亿元，相当于2021年全年营业收入的17.71%，毛利率为73.00%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年			2021年			2022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	40.93	83.66	54.59	50.27	81.68	74.29	10.37	95.16	78.30
施工收入	5.01	10.24	11.66	6.67	10.84	8.80	0.06	0.52	-294.37

其他业务	2.99	6.11	29.93	4.60	7.48	1.82	0.47	4.32	0.38
合计	48.92	100.00	48.69	61.54	100.00	61.77	10.90	100.00	73.00

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 其他业务收入包括服务区经营收入、销售收入和租赁收入等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 高等级公路运营

公司运营收费公路均为经营性高等级公路，路网区位优势显著，大部分路产运营成熟；公司在建项目未来投资规模较大，存在较大的资金需求。2021年，随着疫情的逐步好转，公司路产车流量和通行费收入均有所增长。

截至2022年3月底，公司高等级路产运营里程数4517公里，未发生变动；收费里程3484公里，同比增长1.49%。

收费标准方面，内蒙古自治区继2020年1月1日起开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》行业标准（JT/T489—2019）后，为进一步加大货车通行费优惠力度、促进物流降本增效、简化收费标准体系。同年11月，自治区交通运输厅、发展和改革委员会及财政厅联合发布《关于进一步优化调整全区高速公路收费标准的通知》（以下简称“《优化调整通知》”），整合并进一步优化、降低部分车型收费标准。根据《优化调整通知》，此次收费调整主要针对三型、六型货车高速公路收费标准进行了优化，其中三型车辆由1.1元/车·公里调整为1.05元/车·公里，六型车辆由2.23元/车·公里调整为1.94元/车·公里，新收费标准自2020年11月6日零时起实施，同时，客货车ETC用

户继续享受九五折优惠政策。

收费结算方面，公司实行收支两条线管理，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，上述收费结算方式未发生变化。

路产运营方面，2021年公司经营的路产车流量8017.70万辆，同比增长15.14%；同期，公司实现通行费收入50.27亿元，同比增长22.81%，系疫情好转所致。从主要道路看，G6高速及G65高速是公司通行费收入的主要来源，2021年收入占比分别为72.72%和8.01%。2021年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）为144.28万元/公里，同比增长21.02%，由于大部分高速公路的通行费收入贡献较低，公司高速公路单公里通行费收入略低。经营效率方面，2021年，公司总资产周转率（总资产周转率=通行费收入/资产总额*100%）为4.72%，同比上升0.91个百分点。

2022年一季度，公司路产车流量1455.34万辆，同比下降11.48%；同期，公司实现通行费收入10.37亿元。

表7 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（万辆）	
	2020年	2021年	2020年	2021年
1 G6集老高速公路	13391.20	16183.03	154.51	223.78
2 G6呼集高速公路	43836.70	57791.07	258.94	336.49
3 G6呼包高速公路	90292.42	107280.26	1073.17	1101.98
4 G6呼市绕城高速	9760.07	12145.02	256.65	246.65
5 G6包头过境高速	20439.25	25112.48	569.18	575.39
6 G6哈磴高速公路	50157.97	61273.98	421.31	380.02
7 G6临河过境高速	9205.97	11455.53	106.44	99.21
8 G6磴巴高速公路	12035.01	14975.86	112.78	106.29
9 G6巴新高速公路	11535.78	15314.66	127.48	127.25
10 G6新麻高速公路	12320.89	15971.30	332.08	469.23
11 G65包东高速公路	14268.11	20463.13	456.32	1182.33

12	G65 包树高速公路	5287.55	6970.68	126.94	180.09
13	G65 东苏高速公路	10299.57	12816.35	319.20	486.10
14	G55 赛白高速公路	1573.61	1958.13	51.81	39.05
15	G55 白集高速公路	3643.05	4533.25	157.51	128.79
16	G55 集丰高速公路	3351.31	4170.23	171.80	182.54
17	G12 石乌高速公路	775.24	964.68	71.58	97.57
18	G59 呼杀高速公路	13501.47	16800.66	352.61	372.31
19	G6 韩集高速公路	22845.91	28029.72	65.97	143.32
20	G7 呼集高速公路	12186.69	18060.54	169.71	53.53
21	集宁东绕城	354.16	440.71	13.85	16.70
高速公路合计		361061.94	452711.29	5369.84	6548.61
1	二塞一级公路	2713.79	0.00	77.60	0.00
2	鲁霍一级公路	6115.20	8114.94	165.05	183.01
3	白霍一级公路	3504.74	5147.65	68.46	90.66
4	乌阿一级公路	4089.01	3932.37	167.98	181.74
5	和清一级公路	1985.76	3149.28	78.53	122.64
6	呼集兴一级公路	3575.42	3417.76	120.77	162.06
7	集宁南绕城一级公路	3998.79	4012.69	88.00	76.67
8	包头东兴至巴彦淖尔一级公路	3529.05	1007.71	76.78	75.73
9	协力气至西北门一级公路	2484.16	5019.42	125.33	163.14
10	临河绕城一级公路	1001.05	2002.78	33.18	73.37
11	海勃湾至麻黄沟一级公路	3105.24	2221.17	90.85	72.98
12	树林召至东胜一级公路	6512.75	4909.31	408.51	164.06
13	S102 崞县窑至凉城	1481.98	2481.44	44.73	55.33
14	G512 凉城至丰镇	4110.74	4543.02	47.59	47.72
一级公路合计		48207.70	49959.55	1593.35	1469.10
总计		409269.63	502670.84	6963.19	8017.70

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；3.高速公路中的 G7 呼集高速公路和 G7 韩集高速公路合并对应表 5 中的 G7 京新高速韩家营至呼和浩特公路；4.二塞一级公路处于升级改造期，未通车；5.分项加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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。2021 年和 2022 年一季度，公司养护成本支出分别为 4.03 亿元和 0.44 亿元。

公司主要在国家及内蒙古自治区内高速公路建设规划指导下开展公路建设，在建项目

主要是国道主干线、省际通道和国家高速公路网等，资金来源包括自有资金、银行贷款以及政府补贴资金。截至 2022 年 3 月底，公司在建公路 4 条，包括 3 条高速公路，1 条一级公路，总投资 183.82 亿元，已投资 140.02 亿元；拟建项目为 S43 呼和浩特新机场高速公路，总投资额 99.16 亿元。

表8 截至2022年3月底公司在建和拟建公路项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	已投资金额	投资计划		
				2022年4-12月	2023年	2024年
国道 110 线乌海黄河特大桥	2013—2020	10.25	8.87	1.86	0.00	0.00
国道 210 线添漫梁北至越家壕段（查干）公路	2015—2020	33.28	30.18	3.10	0.00	0.00
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	2017—2021	78.76	63.01	15.75	0.00	0.00
克什克腾至乌兰布统高速公路	2017—2021	61.53	37.96	23.57	0.00	0.00
在建小计	--	183.82	140.02	44.28	0.00	0.00
S43 呼和浩特新机场高速公路	2020—2023	99.16	2.30	30.75	33.05	33.05

项目名称	建设年限	总投资	已投资金额	投资计划		
				2022年4—12月	2023年	2024年
拟建小计	--	99.16	2.30	30.75	33.05	33.05
合计		282.98	142.32	75.03	33.05	33.05

注：1.克什克腾至乌兰布统高速公路系PPP项目，纳入国家PPP项目库，公司作为社会资本方占股75%，赤峰市交通投资（集团）有限公司作为政府方代表占股25%；2. S43呼和浩特新机场高速公路已投资额为前期项目投资，该项目为PPP项目，公司作为社会投资人在项目公司中占股72.67%；3.个别项目建设进度滞后

资料来源：公司提供

（2）施工业务

公司具备较好的专业资质，在内蒙古自治区道路施工业务方面具备一定竞争优势。跟踪期内，工程施工业务收入大幅增长，毛利率水平有所下降。

公司施工业务由子公司路桥公司负责。路桥公司拥有公路工程施工总承包一级、公路路面专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、桥梁工程专业承包二级等资质，主要负责道路施工业务，业主方包括区域内事业单位、国有企业和公司自身。

业务模式方面，公司承接施工业务主要采用建筑承包合同方式，每年按照合同完工进度确认收入及成本。2021年，公司实现施工收入6.67亿元，同比增长33.18%，主要系实施工程量增加所致。同期，公司施工业务毛利率同比下降2.86个百分点，系材料成本增长所致。

截至2022年3月底，公司施工业务在手合同额244.17亿元，其中外部合同额84.05亿元，承接项目主要包括丹锡高速经棚至乌兰布统段公路、二连浩特至广州高速公路二连浩特至赛汉塔拉段公路施工总承包以及S43机场高速公路项目等。

（3）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。2021年，公司其他业务收入4.60亿元，同比增长53.98%，主要系租赁

业务收入增长所致。

3. 未来发展

未来，公司在做大公路建设的同时，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，提高投资回报率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务报告未经审计。

截至2022年3月底，公司有纳入合并范围子公司23家，2021年新设1家子公司，2022年一季度合并范围未发生变化。跟踪期内新增的子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长；资产主要以货币资金和公路资产为主，资产质量尚可。

2021年底，公司资产总额较2020年底增长1.11%，主要来自固定资产的增长，资产结构仍以非流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	61.46	5.72	57.02	5.25	61.46	5.62

货币资金	38.52	3.59	36.52	3.36	40.66	3.72
应收账款	7.32	0.68	6.32	0.58	5.33	0.49
存货	7.08	0.66	1.88	0.17	3.19	0.29
合同资产	0.00	0.00	6.57	0.61	5.48	0.50
非流动资产	1012.40	94.28	1028.81	94.75	1032.58	94.38
其他权益工具投资	0.00	0.00	18.05	1.66	18.05	1.65
固定资产	836.42	77.89	872.52	80.36	874.87	79.97
在建工程	150.54	14.02	135.41	12.47	137.22	12.54
资产总额	1073.86	100.00	1085.83	100.00	1094.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年底，公司货币资金主要由银行存款（占99.54%）构成；其他货币资金0.17亿元，为履约保证金和保函保证金，使用受限。应收账款主要为来自阿盟交通局、呼和浩特市交通局等政府部门的施工款。存货较2020年底下降73.44%，系调整至“合同资产”所致，存货中包括项目施工成本和原材料，合同资产为工程质量保证金。其他权益工具投资主要包括公司对蒙商银行股份有限公司（以下简称“蒙商银行”）的投资17.67亿元，截至2022年3月底公司对蒙商银行持股8.33%，公司按照成本法进行后续计量，尚未取得投资收益。固定资产主要包括公路及附属设施823.58亿元、房屋及建筑物34.15亿元、监控设施4.24亿元和收费设施6.59亿元。在建工程较2020年底下降10.05%，系部分项目转入固定资产所致，在建工程主要包括包茂高速包东段改扩建项目投资59.19亿元、添漫梁至越家壕工程28.48亿元、经乌高速38.30亿元、国道110线乌海黄河特大桥工程（桥梁及互通工程）8.87亿元。

截至2022年3月底，公司资产规模和结构均较2021年底变动不大。

截至2021年底，公司受限资产0.17亿元，为履约保证金以及保函保证金。此外，公司将

高速公路以及一级公路资产收费权进行质押获得银团贷款余额528.19亿元。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

受高等级公路运营持续亏损影响，公司所有者权益有所下降，但权益结构稳定性较好。

2021年底，公司所有者权益226.23亿元，较2020年底下降1.70%，主要系未分配利润下降所致；公司所有者权益主要由实收资本（占47.93%）和资本公积（占58.15%）构成，权益稳定性较好。

2021年底，公司实收资本和资本公积分别为108.42亿元和131.55亿元，均较2020年底保持稳定，实收资本和资本公积主要为政府注入的公路资产和收到的专项债资金。

2022年3月底，公司所有者权益规模和结构均较2021年底变动不大。

负债

2021年，公司债务规模有所增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

2021年底，公司负债规模较2020年底增长1.88%，以非流动负债为主。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	99.06	11.74	124.59	14.49	78.25	8.99
短期借款	10.00	1.19	5.00	0.58	5.00	0.57
应付账款	23.98	2.84	13.79	1.60	12.03	1.38
其他应付款	8.29	0.98	6.69	0.78	9.86	1.13

一年内到期的非流动负债	52.53	6.23	89.17	10.37	42.25	4.85
合同负债	0.00	0.00	3.03	0.35	0.19	0.02
其他流动负债	0.34	0.04	5.52	0.64	5.47	0.63
非流动负债	744.67	88.26	735.01	85.51	792.00	91.01
长期借款	532.99	63.17	589.60	68.59	647.43	74.40
应付债券	98.69	11.70	65.00	7.56	73.00	8.39
长期应付款（合计）	108.71	12.88	76.11	8.85	70.27	8.07
其他非流动负债	4.18	0.50	4.16	0.48	1.16	0.13
负债总额	843.73	100.00	859.60	100.00	870.25	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 50.00%，全部为信用借款，借款年利率为 3.70%。应付账款较 2020 年底下降 42.48%，系工程款结算所致。其他应付款较 2020 年底下降 19.30%，系保证金和押金下降所致，其他应付款中主要包括往来款 1.72 亿元、保证金和押金 2.95 亿元。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 24.96 亿元、一年内到期的应付债券 46.86 亿元和一年内到期的长期应付款 17.35 亿元。合同负债为预收租赁款；其他流动负债包括短期融资券 5.00 亿元和待转销项税 0.52 亿元。

2021 年底，公司长期借款较 2020 年底增长 10.62%，主要为高速公路收费权质押借款，其中向国开行牵头的银团借款余额 528.19 亿元（融资再安排借款）²。应付债券较 2020 年底下降 34.14%，系调整至一年内到期所致；截至 2022 年 6 月底，公司存续债券包括中期票据 65.00 亿元、债务融资工具 20.00 亿元以及私募债 13.90 亿元。长期应付款较 2020 年底下降 29.99%，系调整至一年内到期所致；长期应付款 69.91 亿元，包括内蒙古交通厅移交债务 24.05 亿元、应付融资租赁款 15.67 亿元、产业基金 19.58 亿元和信托借款 10.60 亿元，专项应付款 6.20 亿元，为公司公路建设项目或专项工程收到的中央专项车购税资金、地方财政退税资金、地方政府债券专项资金。其他非流动负债包括可续期信托借款 3.00 亿元、财政拨付

资金 1.12 亿元和住房周转金 0.04 亿元。报告将长期应付款和其他非流动负债中有息部分计入有息债务核算。

2022 年 3 月底，公司负债总额较 2021 年底小幅增长 1.24%，主要来自长期借款和应付债券的增长，负债结构仍以非流动负债为主。

全部债务方面，2021 年底，公司全部债务较 2020 年底增长 3.24%，其中短期债务占 12.00%，长期债务占 88.00%，以长期债务为主。2022 年 3 月底，公司全部债务小幅增长 1.22%，短期债务占比下降至 6.24%。

2021 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较 2020 年底均小幅上升；2022 年 3 月底上述指标小幅上升 0.38 个、0.39 个和 1.53 个百分点。

表 11 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	62.53	99.17	52.25
长期债务	738.33	727.60	784.62
全部债务	800.86	826.77	836.87
资产负债率	78.57	79.17	79.54
全部债务资本化比率	77.68	78.52	78.90
长期债务资本化比率	76.24	76.28	77.81

资料来源：联合资信根据公司财务报告以及公司提供资料整理

2022 年 4—12 月、2023 年和 2024 年，公司到期债务规模分别为 64.00 亿元、51.00 亿元和 41.00 亿元。

² 融资再安排借款采用浮动利率，初始利率为提款日前一个营业日所适用的 LPR5Y 报价，每满 1 年调整一次，调整日为 1 月 1 日，调整后的贷款利率为调整日前一个营业日所适用的 LPR5Y 报价

4. 盈利能力

2021年，随着疫情的逐步好转，公司收入规模大幅增长，但受限於高等级公路的付息支出规模较大，仍持续亏损。

2021年，公司营业总收入同比增长25.54%，营业成本下降6.26%，营业利润率同比上升12.89个百分点。

2021年，公司期间费用同比增长2.22%，以财务费用（占87.58%）为主，期间费用占营业总收入的70.50%，对利润的侵蚀严重。

2021年，公司其他收益0.27亿元，主要为政府还贷二级公路取消收费后的中央补助资金；利润总额-6.45亿元，亏损缺口缩小。

盈利指标方面，2021年公司总资本收益率有所增长，净资产收益率持续为负。

表12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年 1-3月
营业总收入	49.22	61.79	10.90
营业成本	25.10	23.53	2.94
期间费用	42.61	43.56	10.32
其他收益	1.26	1.07	0.27
利润总额	-18.41	-6.45	-2.37
营业利润率	47.79	60.68	72.30
总资本收益率	1.61	2.83	--
净资产收益率	-8.13	-2.96	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1-3月，公司实现营业收入10.90亿元，相当于2021年全年营业收入的17.64%；营业利润率为72.30%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金净流入大幅增长，收现质量好，投资活动现金流量净额持续为负，公司现金流对筹资活动有较大依赖；未来随着项目的持续投入，公司对外筹资需求较强。

经营活动方面，2021年，公司经营活动现金流入同比增长29.93%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为69.85亿元，同比增长

37.65%，主要为通行费收入和工程施工业务回款；收到的其他与经营活动有关的现金1.76亿元，同比下降57.07%，主要为往来款和收到的补助款。2021年，公司现金收入比同比上升，收入实现质量好。2021年，公司经营活动现金流出同比增长6.77%，其中购买商品、接受劳务支付的现金17.46亿元，同比下降1.98%，主要为工程施工项目建设成本和公路养护成本支出；支付其他与经营活动有关的现金6.78亿元，为支出的往来款和其他费用。2021年，公司经营活动现金流量净额大幅增长。

表13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年 1-3月
经营活动现金流入小计	55.18	71.70	11.01
经营活动现金流出小计	35.98	38.42	7.34
经营活动现金流量净额	19.20	33.28	3.67
投资活动现金流入小计	1.09	0.47	0.00
投资活动现金流出小计	62.75	30.84	2.92
投资活动现金流量净额	-61.66	-30.36	-2.92
筹资活动现金流入小计	569.86	143.95	56.54
筹资活动现金流出小计	559.71	149.11	53.15
筹资活动现金流量净额	10.15	-5.16	3.39
现金收入比	103.10	113.05	100.80

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入规模较小。公司投资活动现金流出同比下降50.86%，全部为收费公路项目建设支出。2021年，公司投资活动现金流量净额为负。

筹资活动方面，2021年公司筹资活动现金流入同比下降74.74%，主要为发行债券和借款取得的现金，此外公司收到其他与筹资活动有关的现金1.16亿元，为政府专项拨款。公司筹资活动现金流出同比下降73.36%，主要系偿还债务本息支付的现金。公司筹资活动现金流量净额转负。

2022年1-3月，公司经营活动现金流量净额3.67亿元、投资活动现金流量净额-2.92亿元、筹资活动现金流量净额3.39亿元。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标较弱，间接融资渠道畅通，但对外担保存在关注类担保。

从短期偿债能力指标看，2021年底公司流动比率和速动比率均有所下降，现金短期债务下降至0.37倍。2022年3月底，上述指标均有所上升。公司短期偿债能力指标较弱。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力指标			
流动比率	62.05	45.77	78.54
速动比率	54.91	44.26	74.47
现金短期债务比	0.62	0.37	0.78
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.68	0.86	--
全部债务/EBITDA	31.15	25.59	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2021年公司EBITDA为32.31亿元，同比增长25.66%。同期，公司EBITDA利息倍数有所上升，全部债务/EBITDA有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2022年3月底，公司银行授信额度461.08亿元，已使用额度298.56亿元，未使用额度162.52亿元，融资渠道畅通。

截至2022年3月底，公司对外担保余额6.44亿元，包括对乌兰察布市交通运输局的担保余额2.85亿元和对乌兰察布市金达公路建设开发有限责任公司的担保余额3.59亿元，上述对乌兰察布市交通运输局的担保被列为关注类担保，公司存在一定或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司高等级公路建设和运营业务由本部开展，资产、所有者权益和收入主要集中在本部，本部债务负担较重且面临一定的短期偿债压力。

2021年底，母公司资产总额1065.39亿元，较2020年底变动不大，其中流动资产占2.65%，

非流动资产占97.35%。2021年底，母公司流动资产主要由货币资金（占85.45%）、预付款项（占6.99%）和其他应收款（占5.79%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占6.82%）、固定资产（占81.41%）和在建工程（占9.98%）构成。

2021年底，母公司所有者权益为209.62亿元，较2020年底下降3.14%，主要由实收资本（占51.72%）和资本公积（占59.37%）构成。

2021年底，母公司负债总额855.77亿元，较2020年底增长1.34%，其中流动负债占12.62%，非流动负债占87.38%。母公司资产负债率为80.32%，较2020年底上升0.72个百分点；全部债务资本化比率和现金短期债务比分别为80.03%和0.26倍，母公司债务负担重，短期偿债压力大。

2021年，母公司实现营业总收入50.21亿元；利润总额为-4.47亿元。

截至2022年3月底，母公司资产总额1072.98亿元，所有者权益207.66亿元，均较2021年底变动不大；2022年1-3月，母公司实现营业总收入10.27亿元，利润总额-1.97亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司在财政补贴、折旧政策方面得到政府的支持。

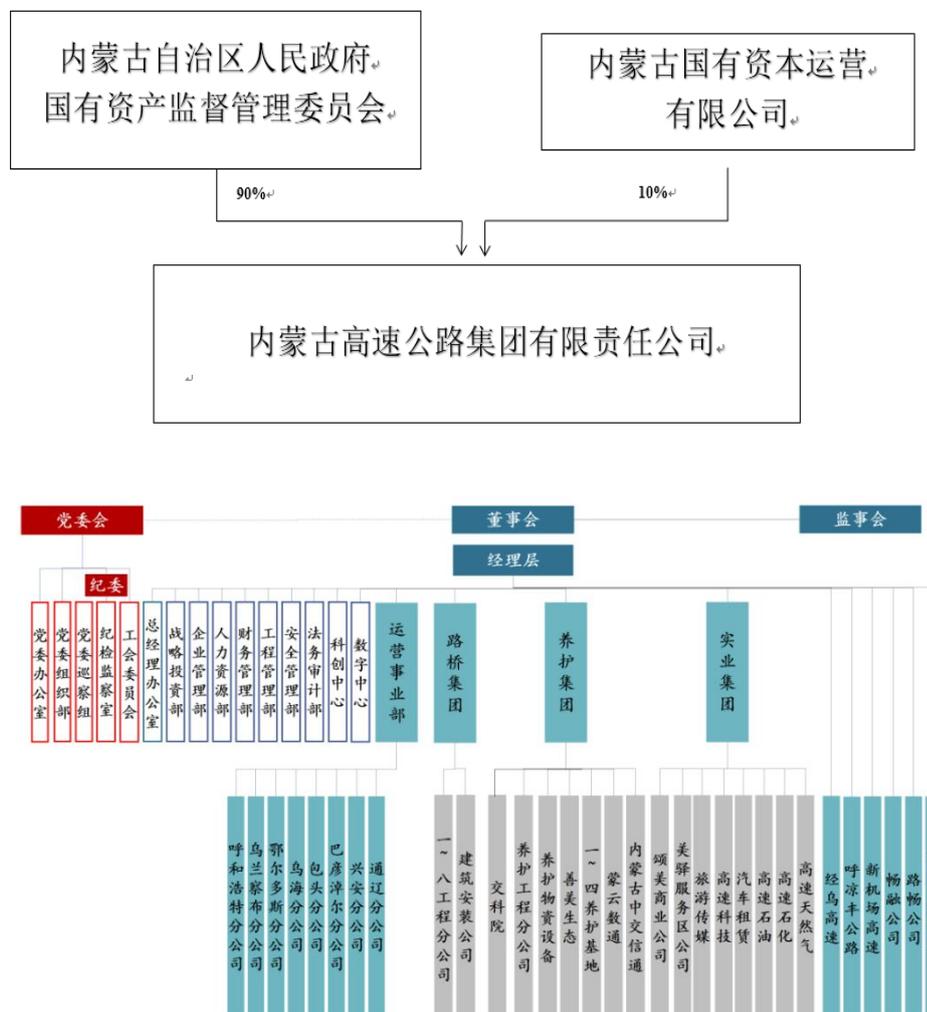
2021年，公司收到二级公路中央补助资金和稳岗补贴0.27亿元，计入“其他收益”；获得来自政府的补充耕地开垦费及森林植被恢复费1.16亿元，计入“专项应付款”。

2016年5月，内蒙古交通厅向公司下达了《关于公益性公路资产不计提折旧的批复》（内交发〔2016〕306号）。根据上述文件，公司于2016年1月起对所属公益性公路资产（公司所有路产）暂停计提折旧。上述折旧政策变更更有利于改善公司账面盈利水平，降低资产负债率。

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“17蒙高路MTN002”“18蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN001”“19蒙高路MTN002”“19蒙高路MTN003”和“20蒙高路MTN002”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	级次	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
1	内蒙古路桥集团有限责任公司	1	公路工程施工总承包、路面专业承包	103000	100.00	投资设立
2	内蒙古高速科技产业有限公司	1	发放小额贷款及相关业务	30000	100.00	投资设立
3	内蒙古高速文化旅游传媒发展有限责任公司	1	广告策划、会展与标牌制造服务	5000	100.00	投资设立
4	内蒙古颂美商业管理服务有限责任公司	1	物业管理、装修材料销售及相关设备租赁服务	1000	100.00	投资设立
5	内蒙古高速汽车租赁有限责任公司	1	汽车租赁、汽车代驾服务、汽车维修服务	4519.67	100.00	投资设立
6	内蒙古高速善美生态开发有限公司	1	农业、畜牧业、水产养殖、绿化管理	8000	100.00	投资设立
7	内蒙古美驿高速服务区开发有限公司	1	餐饮服务、物业管理	3000	100.00	投资设立
8	内蒙古呼凉丰公路项目有限责任公司	1	公路、桥梁的投资建设及运营管理	20000	75.00	投资设立
9	内蒙古高速路畅投资有限公司	1	对公路工程建筑	30000	100.00	投资设立
10	内蒙古经乌高速公路管理有限责任公司	1	经棚至乌兰布统高速公路运营服务	176184	75.00	投资设立
11	内蒙古公路交通基础设施产业基金合伙企业(有限合伙)	1	非上市企业股权投资	500000	49.95	投资设立
12	内蒙古高等级公路发展投资基金合伙企业(有限合伙)	1	非上市企业股权投资	1000000	20.00	投资设立
13	内蒙古高速畅融商务服务有限责任公司	1	资产管理、项目管理、项目咨询	308487	0.06	投资设立
14	内蒙古沐林园林绿化工程有限公司	2	园林绿化施工及养护管理	1000	100.00	投资设立
15	内蒙古高速石化销售有限责任公司	2	润滑油、日用百货的销售	2000	51.00	投资设立
16	内蒙古路桥工程技术检测有限责任公司	2	检测服务	1500	100.00	投资设立
17	内蒙古路桥建筑安装工程有限责任公司	2	建筑施工	6500	100.00	投资设立
18	内蒙古路桥工程物资有限责任公司	2	公路工程材料、水泥制品	5000	100.00	投资设立
19	内蒙古蒙云数通工程技术有限公司	1	公路机电工程	3000	100.00	投资设立
20	内蒙古综合交通科学研究院有限责任公司	1	技术服务	5000	100.00	投资设立
21	内蒙古高速国际旅游发展有限公司	2	租赁和商务服务业	300	100.00	投资设立
22	内蒙古呼和浩特新机场高速公路管理有限责任公司	1	机场高速公路投资、建设	202035.66	72.67	投资设立
23	内蒙古高速天然气有限责任公司	2	机动车充电销售;集中式快速充电站	2000	51.00	投资设立

注：公司对内蒙古高速畅融商务服务有限责任公司经营具有实际控制权，将其纳入合并范围

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	71.09	38.52	36.53	40.70
资产总额（亿元）	1055.13	1073.86	1085.83	1094.04
所有者权益（亿元）	235.99	230.13	226.23	223.79
短期债务（亿元）	117.02	62.53	99.17	52.25
长期债务（亿元）	644.81	738.33	727.60	784.62
全部债务（亿元）	761.83	800.86	826.77	836.87
营业总收入（亿元）	57.75	49.22	61.79	10.90
利润总额（亿元）	1.34	-18.41	-6.45	-2.37
EBITDA（亿元）	35.16	25.71	32.31	--
经营性净现金流（亿元）	24.35	19.20	33.28	3.67
财务指标				
现金收入比（%）	113.26	103.10	113.05	100.80
营业利润率（%）	68.60	47.79	60.68	72.30
总资本收益率（%）	3.34	1.61	2.83	--
净资产收益率（%）	0.44	-8.13	-2.96	--
长期债务资本化比率（%）	73.21	76.24	76.28	77.81
全部债务资本化比率（%）	76.35	77.68	78.52	78.90
资产负债率（%）	77.63	78.57	79.17	79.54
流动比率（%）	57.57	62.05	45.77	78.54
速动比率（%）	53.72	54.91	44.26	74.47
经营现金流动负债比（%）	16.07	19.38	26.71	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.62	0.37	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.68	0.86	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.67	31.15	25.59	--

注：1. 2022 年一季度财务报告未经审计；2. 已将其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算
资料来源：联合资信根据公司财务报告和公司提供资料整理

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	55.72	26.46	24.13	29.78
资产总额（亿元）	1046.12	1060.89	1065.39	1072.98
所有者权益（亿元）	227.80	216.42	209.62	207.66
短期债务（亿元）	116.43	61.93	93.26	52.25
长期债务（亿元）	626.04	729.26	746.81	791.35
全部债务（亿元）	742.47	791.19	840.07	843.60
营业总收入（亿元）	50.56	40.64	50.21	10.27
利润总额（亿元）	2.57	-17.18	-4.47	-1.97
EBITDA（亿元）	35.05	17.13	31.27	--
经营性净现金流（亿元）	38.69	29.69	32.79	5.02
财务指标				
现金收入比（%）	102.18	99.73	102.91	100.24
营业利润率（%）	74.45	53.04	72.03	76.14
总资本收益率（%）	3.49	1.70	2.98	--
净资产收益率（%）	1.13	-7.94	-2.13	--
长期债务资本化比率（%）	73.32	77.12	78.08	79.21
全部债务资本化比率（%）	76.52	78.52	80.03	80.25
资产负债率（%）	78.22	79.60	80.32	80.65
流动比率（%）	41.01	38.83	26.13	49.50
速动比率（%）	40.89	38.66	25.97	49.25
经营现金流动负债比（%）	27.76	34.91	30.35	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.43	0.26	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	0.86	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.18	46.19	26.87	--

注：1.2022年一季度财务报告未经审计；2.已将其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算；3.未获取母公司2019年和2020年资本化利息，相关指标无法计算，用“/”表示；4.部分计算公式中分母为0，数据计算结果用“*”表示
资料来源：联合资信根据公司财务报告和公司提供资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持