

信用等级公告

联合〔2019〕1021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 2019 年度第二期中期票据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 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十七日



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行金额: 10 亿元
本期中期票据期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
募集资金用途: 偿还公司到期债务

评级时间: 2019 年 5 月 17 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

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”)是内蒙古自治区人民政府批准成立的从事高等级公路特许经营的大型国有独资公司, 承担了内蒙古自治区大部分高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务, 区域竞争实力强。近年来, 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, 外部支持较大。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, 财务费用高企对利润侵蚀严重, 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。公司经营活动现金流和EBITDA对本期中票保障能力均较强。

内蒙古自治区公路货运需求旺盛, 对公司运营路产车流量形成支撑, 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不断提升, 存在一定发展潜力, 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状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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. 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, 政府支持力度大。

关注

1. 公司债务负担重，财务费用对利润侵蚀严重，公司盈利能力弱；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，公司筹资压力较大。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

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公司。历经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 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”）系公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：自治区境内已建成运营，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。

截至 2019 年 3 月底，公司本部设有工程管理部、运营管理部、计划财务部等 21 个职能部门；设有呼和浩特、包头、乌兰察布、巴彦淖尔、乌海、通辽、兴安、鄂尔多斯 8 家路段经营分公司及 3 家建设分公司；拥有内蒙古高路公路工程检测有限责任公司、内蒙古路桥有限责任公司（以下简称“路桥公司”）等 19 家全资子公司和内蒙古经乌高速公路管理有限责任公司等 7 家控股子公司。

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。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年 11 月注册中期票据额度 40 亿元，于 2019 年 2 月 28 日发行 2019 年度第一期中期票据 10 亿元，本期计划在注册额度内发行 2019 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10 亿元，期限 5 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金用于偿还公司到期债务。

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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全国，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，我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，我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，全国固定资产投资（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，全国房地产开发投资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，全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，全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，全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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。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；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、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“偿债期届满的政府收费高速公路、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

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. 区域经济发展

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，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，内蒙古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，近年来，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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系内蒙古交通厅下属国有独资公司，内蒙古交通厅为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争实力

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。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 珙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，公司实际控制并投入运营的高等级公路共计 37 条，通车里程合计 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，占 36.78%，二级公路 325 公里，占 8.39%。

总体看，公司负责管理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完善的高等级公路交通网络，规模优势明显，具有较强竞争实力。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司高层管理人员共 5 人（包括总经理、党委书记和副总经理），均具有大学本科以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业经历和管理经验。

明宏先生，1959 年 6 月出生，中共党员，蒙古族，研究生学历；历任内蒙古武警总队呼和浩特支队政治处副主任，内蒙古武警总队巴彦淖尔盟支队副政委，武警呼和浩特指挥学校轮训队政委，内蒙古武警总队一支队政委，内蒙古公安厅副巡视员，现任公司党委书记兼副总经理。

黄永刚先生，1961 年 7 月出生，中共党员，汉族，大学本科学历，高级会计师；历任内蒙古公安厅财务处办公室主任，内蒙古自治区公路工程局局长，呼和浩特高等级公路管理处处长，公司副总经理兼党委书记，现任公司总经理兼党委副书记。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有员工 9739 人，其中管理人员 1066 人，一般员工 8596 人，

退休人员 77 人。从学历结构看，大专以上占 50.78%，中专占 20.63%，高中以下占 28.59%。从职称分布来看，公司拥有职称的员工合计 584 人，其中高级职称占 17.64%，中级职称占 53.25%，初级职称占 29.11%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，员工学历及职称结构较合理，能够满足企业正常经营管理需要。

4. 外部支持

资金补贴

公司的投资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，可持续获得相关政府的补贴资金，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等。账务处理方面，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”。2014 和 2016 年，公司因在建项目竣工决算转固后，相应专项应付款转入增加资本公积金额分别为 20.91 亿元和 25.88 亿元。2016-2018 年底，公司专项应付款余额分别为 7.95 亿元、13.95 亿元和 30.13 亿元。

折旧政策

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。

总体看，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等级公路职责，得到了国家和内蒙古自治区在资金补贴以及折旧政策等方面的有力支持。

5. 企业信用记录

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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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, 内蒙古交通厅作为公司国有资产的出资人, 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、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。

2. 管理水平

截至 2019 年 3 月底, 公司管理部门包括 21 个职能部门, 另有呼和浩特、包头、乌兰察布、巴彦淖尔、乌海、通辽、兴安、鄂尔多斯等 8 家路段经营分公司及 3 家建设分公司。

公司制定了一套旨在规范公司内部管理的管理制度, 内容涉及人力资源管理、成本控制、安全生产、预算管理、财务管理等领域。

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, 建立了绩效工资体系。

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进行管理成本控制。

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以提高资金运作效率。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, 公司建立了完善的财务规章制度, 加大审计力度, 以提高公司财务管理水平; 同时, 公司采取收支两条线的管理模式, 规范收支程序, 以提高资金的流动效率和使用效益。

通行费收费管理方面, 公司设有通讯、收费、监控三大信息管理系统, 基本实现了通行费的 IC 卡自动收取。所有的收费站已实现半自动化收费方式, 采用了收费、监控分离的运营方式, 使通行费征收工作步入科学化、规范化的管理轨道。

总体看, 公司近年来积累了丰富的高等级公路建设、融资和管理经验, 管理制度相对健全, 但法人治理制度有待完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司系内蒙古自治区内高等级公路建设及运营的重要主体, 主要承担区内高等级公路的投资、建设、运营、维护和收费管理职能。经过不断发展, 逐步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。2016-2018 年, 公司营业收入分别为 55.67 亿元、61.39 亿元和 58.28 亿元。

从收入构成来看, 高等级公路运营形成的通行费收入一直是公司营业收入的主要来源, 近三年有所波动, 分别为 48.43 亿元、51.96 亿元和 50.63 亿元, 2018 年同比略有下降系主要路段大修所致。2016-2018 年, 公司施工收入有所波动, 分别为 6.27 亿元、7.07 亿元和 4.50 亿元; 公司其他业务收入快速增长, 年均复合增长 80.49%, 2017 年为 3.16 亿元, 主要来源于服务区运营收入以及贷款利息收入, 整体占营业收入比重较低。

毛利率方面, 2016-2018 年, 公司公路运营业务毛利率相对保持稳定, 分别为 77.37%、

74.38%和74.68%；同期，公司施工业务毛利率波动幅度较大，分别为41.52%、28.14%和33.29%，主要系内部交易毛利率较低，每年内部交易量波动抵消所致。2016-2018年，公司其他业务毛利率呈上升趋势，分别为3.09%、4.16%和16.69%，主要系服务区运营业务毛利

率增长所致。2016-2018年，公司综合毛利率相对保持稳定，2018年为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1 2016-2018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	2016 年			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	收入	占比	毛利率
通行费收入	48.43	86.99	77.37	51.96	84.64	74.38	50.63	86.86	74.68	10.61	94.34	79.47
施工收入	6.27	11.26	41.52	7.07	11.52	28.14	4.50	7.72	33.29	0.09	0.80	-179.80
其他业务	0.97	1.74	3.09	2.35	3.83	4.16	3.16	5.42	16.69	0.55	4.86	11.73
合计	55.67	100.00	71.03	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

① 路产质量

截至 2019 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，均为收费还贷公路，包括 20 条高速公路、14 条一级公路及 3 条二级公路；上述公路通车里程合计 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，占 36.78%，二级公路 325 公里，占 8.39%。

从路产区位分布看，公司的核心路产包括横贯全区的东西公路大通道主干线 110 国道高速公路及其分段高速路，“五纵七横”国道主干线辽宁丹东到西藏拉萨（即 110 国道）的内蒙古自治区段，西部开发省际通道区内路段主干线从陕西榆林到内蒙古自治区内的苏家河畔—鄂尔多斯—包头—呼和浩特—乌兰察布（可通往山西大同和河北张家口）—化德（可通往河北张北）等，自治区内“三横九纵十二

出口”公路主骨大多由其所辖的高速公路即 110 国道内蒙古自治区段、208 国道白音查干至丰镇段、210 国道内蒙古自治区段和与上述三条高速公路平行的二级公路辅道组成。总体看，公司所辖公路资产大多为各重要骨干道路在内蒙古自治区的主要路段，且基本位于内蒙古自治区经济发达的呼和浩特、包头、鄂尔多斯“金三角”地带，区位优势明显。

路产来源方面，公司运营的 37 条路产均由公司实际控制，其中临河过境高速公路、石乌高速公路、鲁霍一级公路、包树高速公路、乌阿一级公路等 19 条公路为公司自主建设，剩余 16 条公路为蒙古交通厅移交的资产。对于移交公路资产（含在建项目），根据相关文件通知，公司一并承接相应的债权债务，行使相应高速公路收费管理权。路产造价方面，公司所辖高速公路、一级公路和二级公路单公里（通车里程）建设成本分别为 2759.70 万元、1558.25 万元和 869.23 万元，建设成本适中。

表 2 截至 2019 年 3 月底公司公路资产情况（单位：公里、亿元）

序号	公路名称	级别	公路类型	收费年限	通车里程	收费里程	路产造价
1	G6 京藏高速集宁至老爷庙公路	高速	收费还贷	2005-2025	94	90	26.53
2	G6 京藏高速呼和浩特至集宁公路	高速	收费还贷	2004-2024	122	120	27.50

3	G6 京藏高速呼和浩特至包头公路	高速	收费还贷	2013-2033	217	210	24.54
4	G6 京藏高速呼和浩特市绕城公路	高速	收费还贷	2009-2029	82	81	23.21
5	G6 京藏高速包头过境公路	高速	收费还贷	2004-2029	64	64	11.60
6	G6 京藏高速哈德门至磴口公路	高速	收费还贷	2005-2025	227	224	55.28
7	G6 京藏高速磴口至巴拉贡公路	高速	收费还贷	2004-2024	52	52	7.43
8	G6 京藏高速巴拉贡至新地公路	高速	收费还贷	2005-2025	54	52	8.34
9	G6 京藏高速新地至麻黄沟公路	高速	收费还贷	2005-2025	71	64	14.81
10	G6 京藏高速临河过境高速公路	高速	收费还贷	2009-2029	53	53	18.00
11	G65 包茂高速包头至东胜公路	高速	收费还贷	2002-2027	101	101	13.57
12	G65 包茂高速东胜至苏家河公路	高速	收费还贷	2005-2025	125	121	20.84
13	G65 包茂高速包头至树林召公路	高速	收费还贷	2011-2031	35	35	20.00
14	G55 二广高速赛汉塔拉至白音察干公路	高速	收费还贷	2012-2032	178	178	37.29
15	G55 二广高速白音察干至集宁公路	高速	收费还贷	2006-2026	74	74	16.30
16	G55 二广高速集宁至丰镇公路	高速	收费还贷	2006-2026	96	96	18.21
17	G12 珲春高速石头井子至乌兰浩特公路	高速	收费还贷	2010-2030	40	40	10.12
18	G59 呼朔高速呼和浩特至杀虎口公路	高速	收费还贷	2013-2033	118	114	54.00
19	G6 京藏高速乌兰察布市集宁东绕城公路	高速	收费还贷	2015-2035	53	53	19.69
20	G7 京新高速韩家营至呼和浩特公路	高速	收费还贷	2014-2034	268	268	158.90
高速公路小计					2124	2090	586.16
1	国道 110 线呼市-集宁-兴和公路	一级	收费还贷	2012-2032	199	199	32.63
2	国道 110 线海勃湾至麻黄沟公路	一级	收费还贷	2015-2035	43	43	8.91
3	国道 110 线包头东兴至巴彦淖尔段	一级	收费还贷	2012-2032	125	125	12.85
4	国道 210 线树林召至东胜公路	一级	收费还贷	2011-2031	50	50	6.86
5	国道 208 线二连浩特至赛汉塔拉公路	一级	收费还贷	2006-2026	121	121	10.15
6	国道 304 线鲁北至霍林郭勒公路	一级	收费还贷	2009-2029	155	155	14.46
7	省道 203 线乌兰浩特至阿尔山公路	一级	收费还贷	2009-2029	253	253	27.53
8	白音华至霍林郭勒公路	一级	收费还贷	2012-2032	103	103	18.51
9	国道 209 线和林格尔至清水河公路	一级	收费还贷	2016-2036	65	65	14.79
10	乌兰察布市集宁南绕城公路	一级	收费还贷	2015-2030	51	51	18.45
11	国道 110 线协力气至西北门段一级公路	一级	收费还贷	2014-2034	85	69	15.87
12	国道 110 线临河绕城一级公路	一级	收费还贷	2014-2034	72	57	14.53
13	S102 崞县窑至凉城	一级	收费还贷	2018-2038	52	52	17.40
14	G512 凉城至丰镇	一级	收费还贷	2018-2038	51	51	9.11
一级公路小计					1425	1394	222.05
1	国道 110 线辅道公路	二级	收费还贷	1995-2027	54	0	17.64
2	国道 210 线辅道公路	二级	收费还贷	2003-2028	85	0	3.26
3	国道 208 线辅道公路	二级	收费还贷	--	186	0	7.35
二级公路小计					325	0	28.25
合计					3874	3484	836.46

资料来源：公司提供

注：上表一级公路中国道 110、国道 208 及国道 210 系原二级公路提升改造路段

②通行费收入及通车流量

2016-2018 年，公司通行费收入有所波动，年均复合增长 2.22%，2018 年为 50.63 亿元，

同比下降 2.56%。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，2018 年收入占比分别为 66.64%和 12.36%；按车辆

类型划分，货车单车费率较高，对公司通行费收入贡献较大。内蒙古自治区是国内最主要煤炭产区，得益于优越的地理位置，公司主营路段成为了区内煤炭公路运输的重要途径，为公司通行费收入提供了支撑，同时，公司通行费收入也容易受到煤炭行业景气程度波动的影响。

交通流量方面，2016-2018 年，公司经营公路车流量不断增长，年均复合增长 3.41%。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。总体看，优越的地理位置、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均为公司所辖公路车流量带来不同程度的积极影响；公司所辖路产的通车时间普遍较长，路段车流量已处于成熟期。

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 2016-2018 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）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
1 G6 集老高速公路	38626.84	40560.84	40343.40	7163.15	2687438	2775536	2963562	586579
2 G6 呼集高速公路	70688.22	65613.61	67967.70	14581.33	2989725	2121910	2760761	706528
3 G6 呼包高速公路	94912.92	106669.45	110466.48	23740.21	9274547	10191229	11091744	2578573
4 G6 呼市绕城高速	9038.21	10109.73	10677.06	2309.87	1514418	1785738	2083415	474007
5 G6 包头过境高速	18264.19	19788.81	21968.65	5467.60	3916451	4679446	5343002	1270974
6 G6 哈磴高速公路	44250.84	43344.25	42778.59	10893.49	3498457	3643607	3598499	913025
7 G6 临河过境高速	2375.66	2625.12	3037.45	612.39	633791	647355	649856	194144
8 G6 磴巴高速公路	10599.58	11775.84	11790.90	2650.69	1124999	1342651	1414721	347715
9 G6 巴新高速公路	9729.29	10915.22	10845.96	2579.25	869131	973484	1048158	258673
10 G6 新麻高速公路	12300.52	12844.02	15479.05	2941.98	2695856	2846898	2921857	769470
11 G65 包东高速公路	37674.53	44456.45	32893.97	4534.13	8060436	8030205	7553519	1605952
12 G65 包树高速公路	7935.12	10135.38	7434.07	1248.72	1257912	1555946	1590874	330806
13 G65 东苏高速公路	21507.60	26925.77	22320.25	3536.53	3774713	4613253	3941465	716149
14 G55 赛白高速公路	961.52	1165.84	1150.15	209.48	338968	465584	481886	95651
15 G55 白集高速公路	5914.53	5821.18	4698.61	1012.43	1290566	1466428	1370551	327546
16 G55 集丰高速公路	3138.15	3148.81	3045.68	747.25	951078	1156084	1233265	313955
17 G12 石乌高速公路	1265.64	1005.35	651.01	131.62	370156	263338	178323	35357
18 G59 呼杀高速公路	16875.80	18146.49	15861.25	3767.72	2378770	2779432	2659614	653283
19 G6 韩集高速公路	94.12	3913.85	2077.61	425.36	19868	548908	280416	56691
20 G7 呼集高速公路	202.71	5237.48	3814.43	810.89	10832	479302	289591	91964

项目	通行费收入（万元）				车流量（辆）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
21 集宁东绕城	12.34	162.68	287.34	66.99	--	--	42392	15244
高速公路合计	406368.33	444366.17	429589.61	89431.08	47658112	52366334	53497471	12342286
1 二塞一级公路	5212.97	5735.98	5594.75	1150.81	595031	656050	681679	152077
2 鲁霍一级公路	14008.48	11039.15	12455.95	2260.93	1502387	1541013	1587184	344526
3 白霍一级公路	8889.74	9714.67	10717.13	1998.78	542371	761590	919143	186919
4 乌阿一级公路	5542.01	6533.78	6695.87	758.76	1471081	1611197	1749839	239562
5 和清一级公路	972.35	1669.99	2104.16	560.81	223035	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
一级公路合计	34625.55	68357.30	76721.87	16676.69	4333905	10618703	11119885	2265792
1 110 国道（辅道）	36350.04	5861.5	--	--	6731632	677772	--	--
2 210 国道（辅道）	3720.79	154.32	--	--	876542	39962	--	--
3 208 国道（辅道）	3214.02	880.13	--	--	824581	244659	--	--
二级公路合计	43284.85	6895.95		--	--	962393	--	--
总计	484278.73	519619.42	506311.49	106107.79	60424772	63947430	64617356	15008078

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

③收费标准及结算方式

公司公路收费均经内蒙古自治区政府依法批准实施，在《收费公路管理条例》（2004）实施前，公司部分路产收费年限经获批超过 20 年。根据《关于开展收费公路专项清理工作的通知》（交公路发〔2011〕283 号）要求，相关清理整改工作正逐步进行中。

2014 年 12 月 11 日，内蒙古自治区发展改革委、财政厅、交通运输厅联合下发了《关于调整统一收费公路车型分类和整合车辆通行费收费标准的通知（试行）》（内发改费字〔2014〕1684 号），决定自 2015 年 1 月 1 日起统一整合全区车辆通行费收费标准，试行期两年。为了降低公路交通运输成本，减轻公路运输企业

及从业者负担，试行收费标准取消了高速公路上路基价，统一上调了区内计重收费和治理超载货车车货总重限高标准，总体上对收费公路单车通行费率给予了一定幅度的下调。

2017 年 7 月 4 日，内蒙古自治区发展改革委、财政厅、交通运输厅联合下发了《关于重新核定全区车辆通行费收费标准的通知》（内发改费字〔2017〕816 号），对全区车辆通行费收费标准进行了重新核定，自 2017 年 7 月 10 日起执行。与试行收费标准相比，重新核定的收费标准调整内容不大，主要变化体现在：①政府还贷类二级公路取消收费；②按车型收费中，第 6 类车型由“每增加 1 吨加收 2 元”调减为“每增加 1 吨加收 1 元”；③按计重收费

中，独立桥梁及隧道的费率由 3 元 / 吨 · 车次调减为 2.5 元 / 吨 · 车次。

截至 2019 年 3 月底，公司运营的高等级公路全部为收费还贷公路，通行费绝大部分以现金方式收取，少部分路段对企事业单位车辆按年收取包缴费，整体看，现金回收率高。

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。

④公路养护

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。2016-2018 年，公司养护成本支出分别为 3.63 亿元、4.78 亿元和 4.31 亿元，占同期通行费收入的比例逐年提升，分别为 6.52%、7.79%和 8.51%。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%。

⑤在建及拟建项目

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%。公司拟建项目共 2 个，均为高速公路，详见表 5，计划总投资额 130.74 亿元，计划于 2021 年完成全部投资。

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。对此，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）、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
合计		297.43	187.20	50.01	60.22	114.55	76.68	56.82	49.38

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

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
合计		130.74	69.20	30.20	31.34	43.58	43.58	43.58

资料来源：公司提供

总体看，公司运营高等级公路路网区位优势显著，大部分路产运营成熟，公司路产质量较好；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，存在较大的资金需求；同时，联合资信也关注到，近年来国家大力提倡内蒙古煤炭当地转换成电能外运，以及各类环保政策对煤炭企业的停工限产等因素，对公司依托煤炭运输的通行费收入将产生不利影响。

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。2016-2018年，公司施工收入有较大幅度波动，分别为6.27亿元、7.07亿元和4.50亿元，2018年同比下降36.35%，主要系实施工程量较小。同期，公司施工业务毛利率波动幅度较大，分别为41.52%、28.14%和33.29%，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。

业务模式方面，公司施工项目采用公开招标方式获取，多数工程款于年底与业主结算收取，在结算时确认收入。近年来，公司施工业务收入主要来自丹锡高速经锡公路建设、京新高速临白段公路建设、国道111线那尼屯至尼尔基公路建设和国道218线长流水至中卫（蒙宁界）一级公路工程项目。

2016-2018年，公司施工业务新签合同（不含母公司委托）总计金额分别为8.71亿元、4.16亿元和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，路桥公司道路施工业务方面具备较好的专业资质，同行业中具备一定竞争优势；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。2016-2018年，公司其他业务收入快速增长，年均复合增长80.49%，2018年为3.16亿元，主要系服务区运营收入增长所致；同期，其他业务毛利率亦呈增长趋势。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，有助于提升公司实际经营获现能力。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016年、2017年和2018年的合并财务报表，其中2016年合并报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017

年及2018年合并报表经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计,事务所均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。

截至2018年底,母公司资产总额1015.59亿元,所有者权益214.46亿元;2018年母公司实现营业收入57.91亿元,利润总额0.55亿元。

截至2019年3月底,母公司资产总额1028.78亿元,所有者权益213.05亿元;2019年1~3月,母公司实现营业收入11.25亿元,利润总额-1.86亿元。

2. 资产质量

2016-2018年,公司资产规模波动中有所下降,年均复合下降3.05%。2018年底,公司资产总额1033.23亿元,其中流动资产占11.44%,非流动资产占88.56%。

表6 2016-2018年底及2019年3月底公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	217.66	19.80	256.34	22.72	105.37	10.20	110.49	10.55
流动资产合计	228.30	20.77	281.31	24.94	118.25	11.44	123.15	11.76
长期应收款	56.30	5.12	--	--	--	--	--	--
固定资产	769.53	70.00	767.22	68.01	797.36	77.17	798.38	76.24
在建工程	40.98	3.73	73.26	6.49	106.90	10.35	117.40	11.21
非流动资产合计	871.07	79.23	846.78	75.06	914.98	88.56	924.03	88.24
资产总计	1099.36	100.00	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

流动资产

2016-2018年,公司流动资产波动下降,年均复合下降28.03%,2018年底118.25亿元,同比下降57.96%,主要系货币资金下降所致。

2016-2018年,公司货币资金波动下降,年均复合下降30.42%。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。

2016-2018年,公司应收票据及应收账款快速增长,年均复合增长33.65%。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。

2016-2018年,公司预付款项分别为1.49亿元12.88亿元和0.45亿元,年均复合下降45.06%。其中,2017年底,公司预付款项同比大幅增长763.22%,主要系新增预付给国道110线新城区段一级公路工程征拆指挥部及呼和浩特毕克齐段公路(回民区段)建设项目征地拆迁工作领导小组等单位的项目建设土地征拆款所致;2018年预付款项结转至在建工程,同比大幅下降至0.45亿元。

非流动资产

2016-2018 年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合增长 2.49%。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，2016-2018 年保持相对稳定，年均复合增长 1.79%。2018 年底，公司固定资产 797.36 亿元，同比增长 3.93%，系在建工程转固所致。

公司长期应收款主要是内蒙古交通厅委托公司向金融机构借款。2015 年，公司与农业发展银行签订借款合同 105 亿元，实际借款 93.50 亿元，全部划转至内蒙古交通厅所属机构内蒙古自治区公路局，公司不承担该部分借款利息。截至 2016 年底，公司长期应收款为 56.30 亿元，系该借款偿还贷款本金及利息后结余金额。2018 年底，上述委托贷款已全部清偿。

2016-2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 61.52%。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。

2016-2018 年，公司发放贷款及垫款分别为 1.02 亿元、3.28 亿元和 2.82 亿元，主要系向企业和个人发放贷款及垫款。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，近年来公司资产规模相对保持稳定，资产构成以货币资金、固定资产和在建工程为主，结构合理且构成稳定，符合行业特征。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016-2018，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 3.48%。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%）。

2016-2018 年，公司实收资本和资本公积均保持稳定，2018 年底分别为 108.42 亿元和 97.32 亿元，公司资本公积主要由高速公路资产构成。

2018 年底，公司其他权益工具 10.00 亿元，系公司于 2017 年 1 月发行的 2017 年度第一期中期票据（期限 3+N，发行金额 10 亿元）。

2016-2018 年，公司未分配利润分别为 -13.48 亿元、-11.53 亿元和 -11.76 亿元，2018 年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。

2016-2018 年，公司少数股东权益波动增长，分别为 0.59 亿元、0.58 亿元和 3.15 亿元，

2018 年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，近年来，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

2016-2018 年，公司负债规模波动中有所下降，年均复合下降 4.59%。2018 年底，公司负债合计 816.15 亿元，同比下降 10.65%。公司非流动负债占比逐步提升，2018 年底流动负债占 23.86%，非流动负债占 76.14%。

2016-2018 年，公司流动负债快速下降，年均复合下降 15.12%。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。

2016-2018 年，公司应付票据和应付账款快速下降，年均复合下降 22.99%，2018 年底 13.48 亿元，同比下降 16.07%，主要是质保金及尚未到结算期的工程款。

2016-2018 年，公司其他应付款分别为 119.43 亿元、120.80 亿元和 20.92 亿元。2016 及 2017 年公司其他应付款规模较大，主要是为组建合资子公司收取的战略投资者股权保证金和利息收入，均已于 2018 年底前归还。2018 年底，公司其他应付款主要为应付往来款。

2016-2018 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 105.09 亿元、68.89 亿元和 94.58 亿元，年均复合下降 5.13%。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债主要是 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。

2016-2018 年，公司其他流动负债快速增长，2018 年底为 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。

2016-2018 年，公司非流动负债有所波动，年均复合下降 0.39%。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。

2016-2018 年，公司长期借款有所波动，分别为 381.06 亿元、345.46 亿元和 354.25 亿元，年均复合下降 3.58%。2018 年底，公司长期借款同比增长 2.55%，主要为高速公路收费权质押借款。

2016-2018 年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长 3.09%，2018 年底公司应付债券 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
合计	99.09	--

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

2016-2018 年，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长 3.22%，2018 年底为 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。

2016-2018 年，公司其他非流动负债快速增长，分别为 0.04 亿元、3.04 亿元和 6.13 亿元。2017 及 2018 年公司其他非流动负债含 3.00 亿元可续期信托贷款，本文将其计入有息债务计算。2018 年，公司其他非流动负债同比增长 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。

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，2016-2018 年，公司全部债务保持相对稳定，年均复合增长 0.15%。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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	126.09	125.29	158.58	139.67
长期债务	618.35	634.13	588.15	622.94
全部债务	744.44	759.41	746.73	762.61
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
长期债务资本化比率	75.31	74.71	73.04	74.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告及合并财务报表整理
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，近年来公司债务规模保持相对稳定，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

2016-2018 年，公司营业收入有所波动，分别为 55.67 亿元、61.39 亿元和 58.28 亿元，2018 年，公司营业收入同比下降 5.06%，主要系工程量下降导致施工收入下降所致。同期，公司营业成本呈同步变化趋势，2018 年为 18.45 亿元，同比下降 10.64%。

2016-2018 年，公司期间费用有所增长，年均复合增长 8.68%，2018 年为 42.86 亿元，同比增长 14.03%，以财务费用为主（占 88.64%）。同期，公司期间费用率波动增长，分别为 65.18%、61.23% 和 73.53%，期间费用对利润侵蚀严重。

2016-2018 年，公司利润总额快速下降，分别为 2.98 亿元、2.78 亿元和 0.55 亿元。2018

年公司利润总额同比下降 80.25%，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，2016-2018 年，公司营业利润率有所波动，总资本收益率保持相对稳定，净资产收益率不断下降，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	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	55.67	61.39	58.28
财务费用	31.88	32.29	37.99
营业利润	2.99	2.82	0.61
利润总额	2.98	2.78	0.55
营业利润率	69.91	65.22	67.19
总资本收益率	3.56	3.57	3.56
净资产收益率	1.31	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，近年来公司营业收入有所波动，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，2016-2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 57.80 亿元、72.98 亿元和 69.98 亿元，主要来源于车辆通行费收入；同期，公司现金收入比为分别为 92.74%、100.83%和 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。2016-2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 34.06 亿元、53.37 亿元和 49.68 亿元，主要为工程投入支出

和职工薪酬支出等。2016-2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 23.74 亿元、19.61 亿元和 20.30 亿元。

投资活动方面，近年来，公司投资活动以对公路项目的投资支出为主。2016-2018 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 19.07 亿元、21.62 亿元和 39.17 亿元。2018 年，公司投资活动现金流入 17.38 亿元，主要系车购税补贴资金。2016-2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-25.23 亿元、-16.16 亿元和-23.86 亿元。

筹资活动方面，2016-2018 年，公司筹资活动现金流入量有所波动，2018 年为 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。2016-2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 39.81 亿元、33.84 亿元和-42.80 亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	57.80	72.98	69.98
经营活动现金流出量	34.06	53.37	49.68
经营活动现金流量净额	23.74	19.61	20.30
投资活动现金流量净额	-25.23	-16.16	-23.86
筹资活动现金流量净额	39.81	33.84	-42.80
现金收入比	92.74	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，公司收入实现质量保持在较好水平，项目投资规模较大，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，2016-2018 年底公司流动比率和速动比率均波动下降，2018 年底分别为 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%。2016-2018 年，公司经营现金流动负债比分别 8.78%、7.39%和 10.42%，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，2016-2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.07 倍、1.07 倍和 0.95 倍；同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 20.64 倍、20.34 倍和 20.37 倍，公司整体偿债能力一般。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，政府对公司的支持力度大，公司整体偿债能力很强。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行规模 10 亿元，相

当于 2019 年 3 月底公司长期债务、全部债务的 1.61%和 1.31%，对公司现有债务影响小。

以 2019 年 3 月底财务数据为准，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 80.60%、79.24%和 75.82%。考虑到本期中期票据资金将用于偿还金融机构借款，公司实际债务水平将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016-2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 57.80 亿元、72.98 亿元和 69.98 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 5.78 倍、7.30 倍和 7.00 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 23.74 亿元、19.61 亿元和 20.30 亿元，分别为本期中期票据的 2.37 倍、1.96 倍和 2.03 倍；公司 EBITDA 分别为 36.07 亿元、37.34 亿元和 36.66 亿元，分别为本期中期票据的 3.61 倍、3.73 倍和 3.67 倍。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。

十、结论

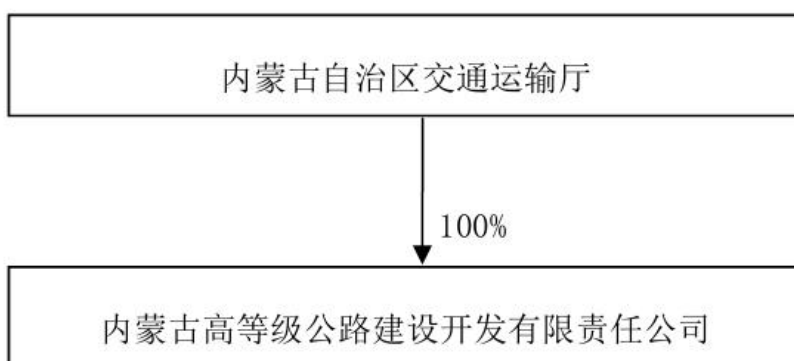
交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

公司作为内蒙古自治区高等级公路建设运营的龙头企业，承担了内蒙古自治区大部分高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，地域性行业竞争优势突出。近年来，公司资产规模波动中有所增长，所有者权益稳定性好；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不断提升，存在一定发展潜力。同时，联合资信也关注到，公司整体债务负担重，财务费用高企，期间费用对公司利润侵蚀严重，建设项目投资规模较大，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。考虑到公司在内蒙古自治区内高等

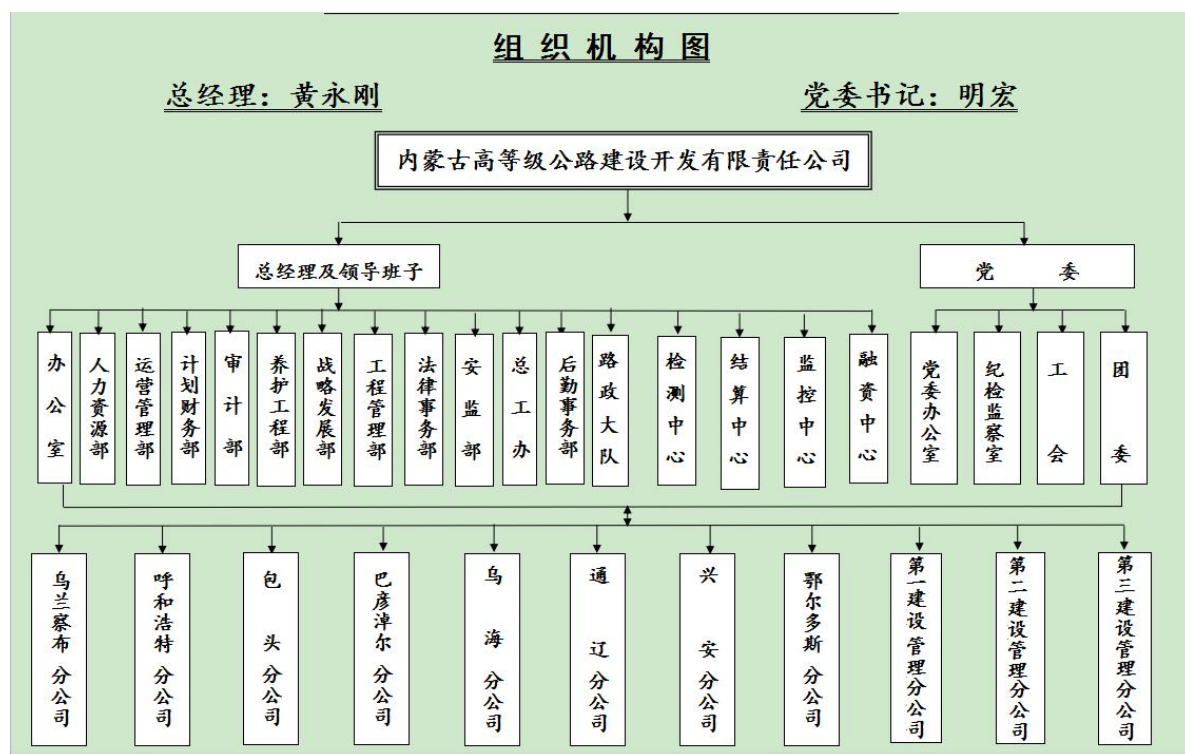
级公路建设运营领域的重要地位，公司整体偿债能力很强。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



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	对公路工程建设	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限责任公司	3	检测服务	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立
内蒙古路桥建筑安装工程有	3	建筑施工	1000.00	100.00	100.00	1000.00	投资设立

限责任公司							
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
财务数据				
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
财务指标				
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
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	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%
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	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 主营业务收入 × 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%

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

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 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，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，或发现存在或出现可能对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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跟踪评级资料，导致联合资信无法对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。