

信用等级公告

联合〔2020〕628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2020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2020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

二〇二〇年三月十九日



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2020 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:

本期中期票据发行规模: 5—10 亿元

本期中期票据期限: 3+N

偿还方式: 按年付息, 第 3 个付息日和其后每个票面利率重置日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据; 投资者有权将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司

募集资金用途: 偿还公司到期的有息债务

评级时间: 2020 年 3 月 19 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

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa-		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
			经营分析	4
			企业管理	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		5
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

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、运营和维护业务, 区域内竞争优势明显。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, 外部支持力度大。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, 项目投资需求较大, 存在较大的对外筹资压力以及高等级公路运营业务受新冠病毒疫情影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据为可续期中期票据, 设有公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权及递延支付利息等条款, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具, 同时, 投资者回售条款的设置使得公司无法单方面使本期中期票据无限期存续。但公司递延利息未设置罚则, 约束力较弱; 赎回条款的设置使债券持有人可能面临提前结束投资的风险。若公司选择递延支付利息或者提前赎回本期中期票据, 可能对债券持有人的利益造成不利影响。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。

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; 其他业务板块收入规模及盈利能力不断提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

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

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，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，加之现有债务的还本付息，公司对外筹资压力较大。
3. 受新冠病毒疫情影响，收费公路免收车辆通行费时间大幅延长，相关补偿措施尚未明确，短期内将对公司高等级公路运营业务形成较大冲击。
4. 若公司选择递延支付利息或者提前赎回本期中期票据，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	217.66	256.34	105.37	121.58
资产总额(亿元)	1099.36	1128.09	1033.23	1067.25
所有者权益(亿元)	202.73	214.67	217.08	217.09
短期债务(亿元)	126.09	125.29	158.58	133.65
长期债务(亿元)	618.35	634.13	588.15	646.97
全部债务(亿元)	744.44	759.41	746.73	780.62
营业收入(亿元)	55.67	61.39	58.28	25.66
利润总额(亿元)	2.98	2.78	0.55	0.32
EBITDA(亿元)	36.07	37.34	36.66	--
经营性净现金流(亿元)	23.74	19.61	20.30	12.83
营业利润率(%)	69.91	65.22	67.19	76.53
净资产收益率(%)	1.31	1.14	0.19	--
资产负债率(%)	81.56	80.97	78.99	79.66
全部债务资本化比率(%)	78.60	77.96	77.48	78.24
流动比率(%)	84.46	106.04	60.72	95.25
经营现金流动负债比(%)	8.78	7.39	10.42	--
现金短期债务比(倍)	1.73	2.05	0.66	0.91
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.07	0.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.64	20.34	20.37	--

公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	1094.02	1110.45	1015.59	1054.79
所有者权益(亿元)	201.76	213.64	214.46	214.99
全部债务(亿元)	737.03	751.91	739.73	776.10
营业收入(亿元)	48.69	52.19	51.13	23.38
利润总额(亿元)	2.24	2.40	1.40	0.81
资产负债率(%)	81.56	80.76	78.88	79.62
全部债务资本化比率(%)	78.51	77.87	77.52	78.31
流动比率(%)	70.37	88.74	38.69	74.06
经营现金流动负债比(%)	12.60	14.22	18.95	--

注：1. 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. 2019 年半年度财务数据未经审计，2019 年 6 月底长期借款中一年内到期部分调整至短期债务计算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/3/10	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)	--
AA ⁺	稳定	2010/12/29	孙恒志	《资信评级原理》企业主体评级方法(2009)	阅读全文
AA	稳定	2008/8/29	孙恒志 张晓斌	债券资信评级方法(2003)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2007/7/24	张晓斌 石颖	债券资信评级方法(2003)	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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 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，由自治区政府授权内蒙古自治区交通运输厅（以下简称“内蒙古交通厅”）作为出资人组建的大型国有独资公司，初始注册资本 35.03 亿元，内蒙古交通厅以呼包高速公路、包东高速公路、包头过境高速公路、110 国道二级公路等 4 条公路的净资产 35.03 亿元作为对其资本金投入。历经多次增资，截至 2019 年 6 月底，公司实收资本为 108.42 亿元，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 6 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 6 月底，公司资产总额 1067.25 亿元，所有者权益 217.09 亿元（含少

数股东权益 3.15 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 25.66 亿元，利润总额 0.32 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 35 亿元（中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》（中市协注〔2018〕MTN671 号）），本期计划在注册额度内发行 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 5 亿元，发行规模上限 10 亿元，募集资金计划用于偿还公司到期的有息债务。

本期中期票据为可续期中期票据，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限

本期中期票据期限为 3+N 年（N 为 3 的倍数），以 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末，附设公司赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。即本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前且投资者依据发行条款的约定回售前长期存续，并在公司依据约定赎回时或者投资者依据约定全部回售时到期。

赎回条款

公司有权选择在赎回日（每个票面利率重置日为赎回日）按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据，也可以在下列事件发生时赎回本期中期票据：①公司因税务政策变更进行赎回；②公司因会计政策变更进行赎回。如在前述赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信

息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。如公司不行使赎回权，则于付息日前一个月，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

票面利率及其重置

在利率方面，本期中期票据采用固定利率按年付息，前3个计息年度的票面利率通过集中簿记建档方式确定，在前3个计息年度内保持不变。如果公司选择延长本期中期票据期限，则从下一个重新定价周期开始，公司有权决定是否在下一个重新定价周期调整本期中期票据的票面利率。公司将于本期中期票据本周期结束前的第20个交易日，发布关于是否调整本期中期票据票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告。调整后的票面利率将在下一个重新定价周期内固定不变。若公司未行使调整票面利率选择权，则下一个重新定价周期内票面利率仍维持原有票面利率不变。

回售条款

公司作出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。具体事宜以公司在主管部门指定媒体上发布的具体回售登记办法为准。投资人选择回售的部分，如果此前因公司行使利息递延支付而未能支付利息的，投资人可以选择按本息合计向公司回售；如果公司计划续期，投资者仍可以按照自身意愿选择向公司回售。投资者选择将本期中期票据全部或部分回售给公司的，须于公司是否调整票面利率公告日期内5个工作日进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有中期票据并接受上述调整。

递延利息支付条款

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，公司在本期中期票据的每个付息日可以自行选择将全部或部分当期利息和按照本条款

已经递延的利息及其孳息推迟至下一利息支付日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制。前述利息递延不构成发行人未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择递延支付利息，则应在付息日前10个工作日通过交易商协会认可的网站披露披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指：在本期中期票据付息日前12个月内发生①向普通股股东分红；②减少注册资本。若付息日前12个月内公司发生上述事项，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照递延利息支付条款已经递延的所有利息及其孳息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据设公司赎回选择权，公司按照赎回条款的约定赎回本期中期票据的时间可能与债券持有人的投资意愿相违背，从而对债券持有人的利益产生不利影响。

（3）本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍可按照当期票面利率累计计息，利息支付实际约束力较弱。

（4）本期中期票据设投资者回售选择权，即债券持有人可按照自身意愿在票面利率重置

日选择将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，如果此前因公司行使利息递延支付而未能支付利息的，债券持有人可以选择按本息合计向公司回售，且不受公司计划续期的约束。故公司无法单方面使本期中期票据无限期存续。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回、票面利率重置、利息递延累计以及投资者可回售等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，投资者回售条款设置使得公司无法单方面使本期中期票据无限期存续。但公司递延利息未设置罚则，约束力较弱；赎回条款的设置使债券持有人可能面临提前结束投资的风险。若公司选择行使利息递延支付的权利或者提前赎回的权利，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016-2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7

固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额

累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动

力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。

短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面

下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路建设

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2018年底,全国高速公路累计债务余额56913.60亿元,同比增长7.70%;其中银行贷款余额占比83.90%。

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。2018年,中国高速公路实现通行费总收入5552.40亿元,同比增长8.20%,在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2018年,中国高速公路支出总额9621.80亿元,同比增长5.10%;通行费收支缺口4069.40亿元,比上年增加42.90亿元,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。

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》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费

公路免收车辆通行费。免费政策旨在服务疫情防控工作，促进企业复工复产，有助于保障宏观经济长远发展，但对收费公路企业短期现金流负面冲击较大，加大了相关企业资金周转压力。新冠病毒疫情对收费公路行业后续影响程度取决于疫情持续时间、免费政策补偿措施以及宏观经济恢复情况。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站等系列政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义；突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展及新冠病毒疫情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

公司主要从事内蒙古自治区内高等级公路建设和运营管理，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。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。

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。根据内蒙古自治区国民经济和社会发展统计公报，2017—2018年内蒙古自治区分别实现地区生产总值16103.2亿元和17289.2亿元，按可比价格计算，同比分别增长4.0%和5.3%。

2019年，内蒙古自治区实现GDP为17212.5亿元，按第四次全国经济普查修订数据后的同口径可比价计算，同比增长5.2%。

其中,第一产业增加值 1863.2 亿元,增长 2.4%;第二产业增加值 6818.9 亿元,增长 5.7%;第三产业增加值 8530.5 亿元,增长 5.4%。三次产业比例由 2018 年的 10.1:39.4:50.5 调整为 10.8:39.6:49.6;第一、二、三产业对生产总值增长的贡献率分别为 5.5%、43.9%和 50.6%。2019 年,内蒙古自治区人均生产总值为 67852 元,比 2018 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《2018 年内蒙古自治区收费公路统计公报》,2018 年底,内蒙古自治区收费公路里程 16809.7 公里,占公路总里程 202641 公里的 8.3%;其中,高速公路 6300.8 公里,一级公路 7600.3 公里,二级公路 2826.7 公里,占比分别为 37.5%、45.2%和 16.8%。

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。

2019 年,内蒙古自治区公路货运量及货运周转量分别为 11.1 亿吨和 1954.5 亿吨公里,均较 2018 年明显下降。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,2019 年分别为 6518.00 万人和 101.6 亿人公里,同比分别下降 16.7%及 17.0%。

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—2019 年,内蒙古自治区分别完成公共财政预算收入

1857.5 亿元和 2059.7 亿元,同比分别增长 9.1%和 10.9%。

五、基础素质分析

公司负责管理区内大部分高速公路及与其有关的骨干公路,区域竞争优势明显,并持续在资金及折旧政策等方面得到中央和内蒙古自治区政府的有力支持。

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 6 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 3433 公里,其中高速公路收费里程 2090 公里,占 60.88%,一级公路收费里程 1343 公里,占 39.12%。

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 6 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，内蒙古交通厅副巡视员，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；历任内蒙古交通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6月底，公司拥有员工9739人，其中管理人员占10.95%，一般员工占88.26%，退休人员占0.79%。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

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。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91150000764471187Y），截至2020年2月13日，公司本部未结清信贷记录中存在1笔欠息，报告欠息日期为2019年12月21日，欠息金额4333.16万元；公司存在4笔关注类担保，系对乌兰察布交通运输局和乌兰察布市金达公路建设开发有限公司的贷款担保，担保金额合计9.00亿元。

根据中国建设银行股份有限公司内蒙古自治区分行营业部出具的说明，该笔欠息是由国家开发银行牵头的银团贷款利息，2019年12月20日，国家开发银行内蒙古自治区分行已将公司偿还上述银团贷款的利息4333.16万元足额划转至指定还款账户，但由于外部银团贷款利息需通过经办机构手工扣划进行偿还，且恰逢还款日期为2019年12月21日（星期六），无法进行贷款利息手工划扣，故顺延至2019年12月23日（星期一）进行划扣，故产生上述欠息记录，实际公司已偿还上述欠息。

六、管理分析

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。

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 6 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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是内蒙古自治区内重要的高等级公路建设及运营主体，主要承担区内高等级公路的投资建设、运营和维护等职能。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。近年来，公司营业收入及毛利率均保持相对稳定。

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—6 月，公司实现营业收入 25.66 亿元，相当于 2018 年全年营业收入的 44.03%；公司整体毛利率较 2018 年提升 9.17 个百分点至 77.51%。

表2 2016—2018年及2019年1—6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—6 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	23.59	91.93	81.22
施工收入	6.27	11.26	41.52	7.07	11.52	28.14	4.50	7.72	33.29	0.74	2.89	58.11
其他业务	0.97	1.74	3.09	2.35	3.83	4.16	3.16	5.42	16.69	1.33	5.18	22.56
合计	55.67	100.00	71.03	61.39	100.00	66.36	58.28	100.00	68.34	25.66	100.00	77.51

注：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

2. 业务经营分析

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，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。此外，受新冠病毒疫情影响，收费公路免收通行费期限大幅延长，相关补偿措施尚未明确，短期内将对公司高等级公路运营业务形成较大冲击。

① 路产质量

截至 2019 年 6 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；上述公路收费里程合计 3433 公里，其中高速公路收费里程 2090 公里，占 60.88%，一级公路收费里程 1343 公里，占 39.12%。

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 2722.53 万元、1653.38 万元和 276.69 万元。

表 3 截至 2019 年 6 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 京藏高速呼和浩特至绕城公路	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	49	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	289	268	158.90
高速公路小计					2153	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	74	74	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	69	69	15.87
12	国道 110 线临河绕城一级公路	一级	收费还贷	2014-2034	57	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					1343	1343	222.05
1	国道 110 线辅道公路	二级	收费还贷	1995-2027	578	0	17.64
2	国道 210 线辅道公路	二级	收费还贷	2003-2028	135	0	3.26
3	国道 208 线辅道公路	二级	收费还贷	--	307	0	7.35
二级公路小计					1021	0	28.25
合计					4517	3433	836.46

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

资料来源：公司提供

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。2016—2018 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/10000）分别为 122.83 万元/公里、153.14 万元/公里和 147.48 万元/公里，由于大部分高速公路的通行费收入贡献较低，公司高速公路平均单公里通行费收入略低。经营效率方面，2016—2018 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%）保持稳定，分别为 4.41%、4.61%和 4.90%，处于行业较高水平。

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。

2020年受新冠病毒疫情影响，收费公路免收车辆通行费期间大幅延长，截至本报告出具日，相关补偿措施尚未明确。免费政策短期内将对公司高等级公路运营业务形成较大冲击。联合资信将持续关注疫情对公司经营和财务状况的影响情况。

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—6 月，公司经营公路车流量总计 3162.27 万辆，同比增长 5.11%；同期，公司实现通行费收入 23.59 亿元，同比下降 1.18%。

表 4 2016—2018 年及 2019 年 1—6 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—6 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
1	G6 集老高速公路	38626.84	40560.84	40343.4	13129.26	2687438	2775536	2963562	1075555
2	G6 呼集高速公路	70688.22	65613.61	67967.7	27713.99	2989725	2121910	2760761	1532567
3	G6 呼包高速公路	94912.92	106669.45	110466.48	52386.2	9274547	10191229	11091744	5498180
4	G6 呼市绕城高速	9038.21	10109.73	10677.06	5240.05	1514418	1785738	2083415	1100104
5	G6 包头过境高速	18264.19	19788.81	21968.65	12026.53	3916451	4679446	5343002	2731225
6	G6 哈磴高速公路	44250.84	43344.25	42778.59	25235.9	3498457	3643607	3598499	1901253
7	G6 临河过境高速	2375.66	2625.12	3037.45	3022.95	633791	647355	649856	464436
8	G6 磴巴高速公路	10599.58	11775.84	11790.9	5877.88	1124999	1342651	1414721	778438
9	G6 巴新高速公路	9729.29	10915.22	10845.96	5760.74	869131	973484	1048158	568208
10	G6 新麻高速公路	12300.52	12844.02	15479.05	6319.57	2695856	2846898	2921857	1532516
11	G65 包东高速公路	37674.53	44456.45	32893.97	9444.71	8060436	8030205	7553519	3384535
12	G65 包树高速公路	7935.12	10135.38	7434.07	2886.28	1257912	1555946	1590874	727379
13	G65 东苏高速公路	21507.6	26925.77	22320.25	7431.31	3774713	4613253	3941465	1525064
14	G55 赛白高速公路	961.52	1165.84	1150.15	640.76	338968	465584	481886	242576

项目		通行费收入（万元）				车流量（辆）			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
15	G55 白集高速公路	5914.53	5821.18	4698.61	2067.6	1290566	1466428	1370551	656799
16	G55 集丰高速公路	3138.15	3148.81	3045.68	1596.81	951078	1156084	1233265	648916
17	G12 石乌高速公路	1265.64	1005.35	651.01	295.48	370156	263338	178323	78080
18	G59 呼杀高速公路	16875.8	18146.49	15861.25	8372.9	2378770	2779432	2659614	1483189
19	G6 韩集高速公路	94.12	3913.85	2077.61	5297.07	19868	548908	280416	138156
20	G7 呼集高速公路	202.71	5237.48	3814.43	3605.31	10832	479302	289591	204335
21	集宁东绕城	12.34	162.68	287.34	171.13	--	--	42392	34824
高速公路合计		406368.33	444366.17	429589.61	198522.43	47658112	52366334	53497471	26306335
1	二塞一级公路	5212.97	5735.98	5594.75	3159.21	595031	656050	681679	352646
2	鲁霍一级公路	14008.48	11039.15	12455.95	4977.89	1502387	1541013	1587184	733671
3	白霍一级公路	8889.74	9714.67	10717.13	4411.4	542371	761590	919143	419320
4	乌阿一级公路	5542.01	6533.78	6695.87	2145.35	1471081	1611197	1749839	602279
5	和清一级公路	972.35	1669.99	2104.16	1436.3	223035	312135	408731	237099
6	呼集兴一级公路	--	8419.13	6339.42	2247.3	--	1375853	987143	408151
7	集宁南绕城一级公路	--	4134.45	4558.55	2650.27	--	449308	460114	239459
8	包头东兴至巴彦淖尔一级公路	--	1418.75	1254.34	750.9	--	1041774	797026	307641
9	协力气至西北门一级公路	--	6718.82	6529.85	3211.37	--	1058880	928651	362100
10	临河绕城一级公路	--	8689.8	9256.23	2113.9	--	843643	739304	233238
11	海勃湾至麻黄沟一级公路	--	1486.32	4467.95	2778.07	--	215076	485727	230443
12	树林召至东胜一级公路	--	2796.46	6415.48	4966.64	--	752184	1303239	797654
13	S102 崞县窑至凉城	--	--	40.96	621.91	--	--	24163	190983
14	G512 凉城至丰镇	--	--	291.21	1887.88	--	--	47942	201638
一级公路合计		34625.55	68357.30	76721.85	37358.39	4333905	10618703	11119885	5316322
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	--	--	8432755	962393	--	--
总计		484278.73	519619.42	506311.46	235880.82	60424772	63947430	64617356	31622657

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

资料来源：公司提供

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。

自 2015 年 1 月 1 日起，内蒙古自治区统

一整合全区车辆通行费收费标准，试行期两年。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6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。

2019年12月27日，根据《国务院办公厅关于印发深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案的通知》（国办发〔2019〕23号）有关精神，内蒙古自治区发展改革委、财政厅、交通运输厅联合下发了《关于调整全区收费公路车辆通行费收费标准的通知》（内发改价费字〔2019〕1012号），对全区收费公路车辆通行费收费标准进行了重新核定调整，规定自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），新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。联合资

信将持续关注本次通行费收费标准调整对公司通行费收入的影响。

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—6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6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119.60亿元，占计划总投资额的40.21%。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5 2019年6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	已投资金	投资计划		
				2019年7-12月	2020年	2021年
国道110线乌海黄河特大桥	2013-2019	10.25	7.54	2.71	--	--
国道210线添漫梁北至越家壕段(查干)公路	2015-2019	33.28	19.94	13.34	--	--
国道302线乌兰浩特至阿力得尔一级公路	2015-2019	13.36	8.79	4.57	--	--
国道302线阿力得尔至三岔一级公路	2016-2019	17.84	12.69	5.15	--	--
国道302线三岔至阿尔山一级公路	2016-2019	24.10	14.60	9.50	--	--
国道110线呼和浩特至毕克齐段一级公路	2017-2020	33.40	22.47	4.69	6.25	--

项目名称	建设年限	总投资	已投资金	投资计划		
				2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	2017-2021	78.76	24.04	14.92	19.90	19.90
G55 二广高速公路二连浩特至赛汉塔拉公路	2018-2021	24.91	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	9.28	14.25	19.00	19.00
合计		297.43	119.60	75.85	54.11	47.87

资料来源：公司提供

表6 2019年6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	投资计划		
			2019 年 7—12 月	2020 年	2021 年
G110 线毕克齐至协力气段高速公路	2019-2021	33.94	11.31	11.31	11.31
S43 呼和浩特新机场高速公路	2019-2021	96.80	32.27	32.27	32.27
合计	--	130.74	43.58	43.58	43.58

资料来源：公司提供

工程施工业务

公司工程施工业务的经营主体为全资子公司路桥公司，路桥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，目前施工业务主要来源于公司本部，外部业务有待拓展。

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—6 月，公司施工业务收入 0.74 亿元，毛利率 58.11%。

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）一级公路工程等项目。

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 2019 年 6 月底，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。

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。其他业务收入相对较少，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。

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。

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—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

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 年半年度合并财务报表未经审计。

截至 2019 年 6 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—6 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 6 月底，公司资产总额 1067.25 亿元，所有者权益 217.09 亿元（含少数股东权益 3.15 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 25.66 亿元，利润总额 0.32 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模保持相对稳定，资产构成以货币资金、固定资产和在建工程为主，资产结构合理，符合行业特征。

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%。公司主要资产构成详见表 7。

表 7 2016—2018 年底及 2019 年 6 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 6 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	121.58	11.39
流动资产合计	228.30	20.77	281.31	24.94	118.25	11.44	134.81	12.63
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	798.47	74.82
在建工程	40.98	3.73	73.26	6.49	106.90	10.35	125.61	11.77
非流动资产合计	871.07	79.23	846.78	75.06	914.98	88.56	932.44	87.37
资产总计	1099.36	100.00	1128.09	100.00	1033.23	100.00	1067.25	100.00

资料来源：联合资信根据贵司审计报告及合并财务报表整理

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 6 月底，公司资产总额 1067.25 亿元，较 2018 年底增长 3.29%，其中，货币资金 121.58 亿元，较 2018 年底增长 15.38%；应收票据及应收账款 6.79 亿元，较 2018 年底下降 13.62%；固定资产和在建工程分别为 798.46 亿元和 125.61 亿元，分别较 2018 年底增长

0.14%和 17.50%；其他非流动资产 2.44 亿元，较 2018 年底下降 50.89%，系资产入账转入固定资产。

受限资产方面，截至 2019 年 6 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 1.99%；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 798.21 亿元，获取借款余额合计 293.41 亿元。公司资产受限比例高，流动性弱。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益保持增长，以实收资本和资本公积为主；公司债务规模保持相对稳定，以长期债务为主，整体债务负担重。

所有者权益

2016—2018 年，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 月发行的永续中期票据（期限 3+N）。

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6月底，公司所有者权益217.09亿元，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。

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8所示。

表8 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	--

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
资料来源：根据公司审计报告整理

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 6 月底，公司负债总额 850.16 亿元，较 2018 年底增长 4.17%，构成上非流动负债占比进一步提升至 83.35%。2019 年 6 月底，公司应付票据及应付账款 15.59 亿元，较 2018 年底增长 15.66%，主要系应付施工方工程款增长所致；公司其他应付款 19.59 亿元，同比下降 6.33%，系往来款减少所致；公司长期借款 392.85 亿元，较 2018 年底增长 10.90%，其中一年内到期部分 28.41 亿元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 6 月底，公司全部债务 780.52 亿元，较 2018 年底增长 4.54%，构成上长期债务占 82.88%，较 2018 年底有所提升。2019 年 6 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 79.66%、78.24% 和 74.88%，均较 2018 年底略有提升。考虑到公司权益中含已发行的“17 蒙高路 MNT001”10 亿元，公司实际债务负担高于上述指标值。有息债务到期分布方面，2020 年及 2021 年公司到期有息债务规模分别为 85.26 亿元和 25.23 亿元，以到期债券为主。

表 9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
短期债务	126.09	125.29	158.58	133.65
长期债务	618.35	634.13	588.15	646.97
全部债务	744.44	759.41	746.73	780.62
资产负债率	81.56	80.97	78.99	79.66
全部债务资本化比率	78.60	77.96	77.48	78.24
长期债务资本化比率	75.31	74.71	73.04	74.88

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；2019 年 6 月底，长期借款中一年内到期部分调整至短期债务计算

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

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入有所波动，2018 年因财务费用高，期间费用对公司利润侵蚀严重，公司出现经营亏损。

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%。

表 10 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
总资产收益率	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—6 月，公司实现营业收入 25.66 亿元，相当于 2018 年营业收入的 44.03%；营业利润率为 76.53%，较 2018 年全年水平提升 9.34 个百分点；利润总额 0.32 亿元。

5. 现金流

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。

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 19.08 亿元、35.12 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、-29.67 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、47.34 亿元和-42.80 亿元。

表 2 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	-29.67	-23.86
筹资活动现金流量净额	39.81	47.34	-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—6 月，公司经营活动现金流量净额 12.83 亿元；投资活动现金流量净额-14.36 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 19.71 亿元。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力指标均一般，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，政府对公司支持力度大，公司整体偿债能力很强。

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 6 月底，上述两项指标分别为 95.25%和 92.92%。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 6 月底，公司现金类资产 121.58 亿元，剔除受限资金后相当于短期债务的 0.89 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, 公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 2 月底, 公司对外担保余额 9.00 亿元, 包括对乌兰察布交通运输局的 3.50 亿元贷款的保证担保(中国银行股份有限公司乌兰察布分行)和乌兰察布市金达公路建设开发有限公司的 5.50 亿元贷款的质押担保(中国农业发展银行乌兰察布市集宁区支行)。根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》(自主查询版)(统一社会信用代码: 91150000764471187Y), 上述担保被列为关注类担保, 公司存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 6 月底, 公司共获得金融机构授信额度合计 740.46 亿元, 尚可使用额度 242.02 亿元, 其中公路项目贷款 221.62 亿元, 需提供质押; 流动资金贷款 13.90 亿元; 其他 20.00 亿元, 公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司主要资产和收入来自于母公司, 权益与债务也主要集中在母公司, 母公司整体债务负担重。

2018 年底, 母公司资产规模为 1015.59 亿元, 同比下降 8.54%, 其中流动资产为 72.79 亿元, 非流动资产 942.80 亿元。从构成看, 流动资产主要由货币资金和其他应收账款构成, 非流动资产主要由固定资产构成。2019 年 6 月底, 母公司资产规模为 1054.79 亿元, 规模和构成较 2018 年底变化不大。

2018 年底, 母公司所有者权益为 214.46 亿元, 同比增长 0.38%, 主要由实收资本和资本公积构成。2019 年 6 月底, 母公司所有者权益为 214.99 亿元, 同比增长 0.25%。

2018 年底, 母公司负债规模 801.13 亿元, 同比下降 10.67%, 其中流动负债 188.14 亿元, 主要由应付票据及应付账款、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; 非流动负债 612.99 亿元, 主要由长期借款构成。2018 年底, 母公司资产负债率为 78.88%, 同比有所下降。2019 年 6 月底, 母公司负债规模 839.80 亿元, 同比增长 4.83%, 仍以非流动负债为主要构成。2019 年 6 月底, 母公司资产负债率为 79.62%, 较 2018 年底略有增长, 母公司整体债务负担较重。

2018 年, 母公司营业收入为 51.13 亿元, 利润总额为 1.40 亿元。2019 年 1—6 月, 母公司营业收入为 23.38 亿元, 利润总额为 0.81 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划基础发行规模 5 亿元, 发行上限 10 亿元。本期中期票据的发行上限金额相当于 2019 年 6 月底公司长期债务、全部债务的 1.55%和 1.28%, 对公司现有债务影响小。

以 2019 年 6 月底财务数据为准, 以 10 亿元测算, 并考虑到公司于 2019 年 11 月发行的“19 蒙高路 MTN003”10 亿元, 以及公司计划发行的 2020 年度第一期中期票据 10 亿元, 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 80.22%、78.88%和 75.72%。考虑到本期中期票据资金将用于偿还公司到期有息债务, 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上限规模的 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拟发行上限规模的 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拟发行上限规模的 3.61 倍、3.73 倍和 3.67 倍。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力均较强。

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。

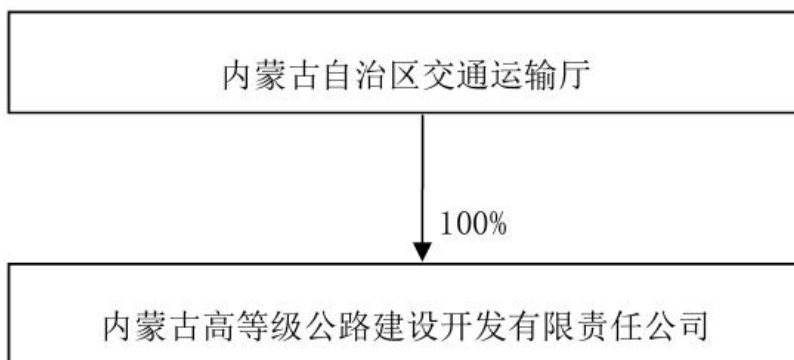
公司作为内蒙古自治区高等级公路建设运营的龙头企业，承担了内蒙古自治区大部分高等级公路的投资建设和运营维护任务，业务的地域性行业竞争优势突出。近年来，公司资产规模波动中有所增长，所有者权益稳定性好；公司高等级公路业务经营稳健，其他业务板块收入规模及盈利能力不断提升，存在一定发展潜力。同时，联合资信也关注到，公司整体债务负担重，财务费用高企，期间费用对公司利润侵蚀严重，建设项目投资规模较大，加之现有债务还本付息的需求，公司面临较大的筹资压力，突发新冠病毒疫情短期内将对公司高等级公路运营业务形成较大冲击，加大了公司资金周转压力。考虑到公司在内蒙古自治区内高等级公路建设运营领域的重要地位，公司整体偿债能力很强。

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。本期中期票据为可续期中期票据，设有公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权及递延支付利息条款，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，投资者回售条款的设置使得公司无法单方面使本期中期票据无限期存续。但公司递延利息未设置罚则，约束力较弱；赎回条款的设置使债券持有人可能面临提前结束投资的风险。若公司选择递延支付利息或者提前赎回本期中期票据，可能对债券持

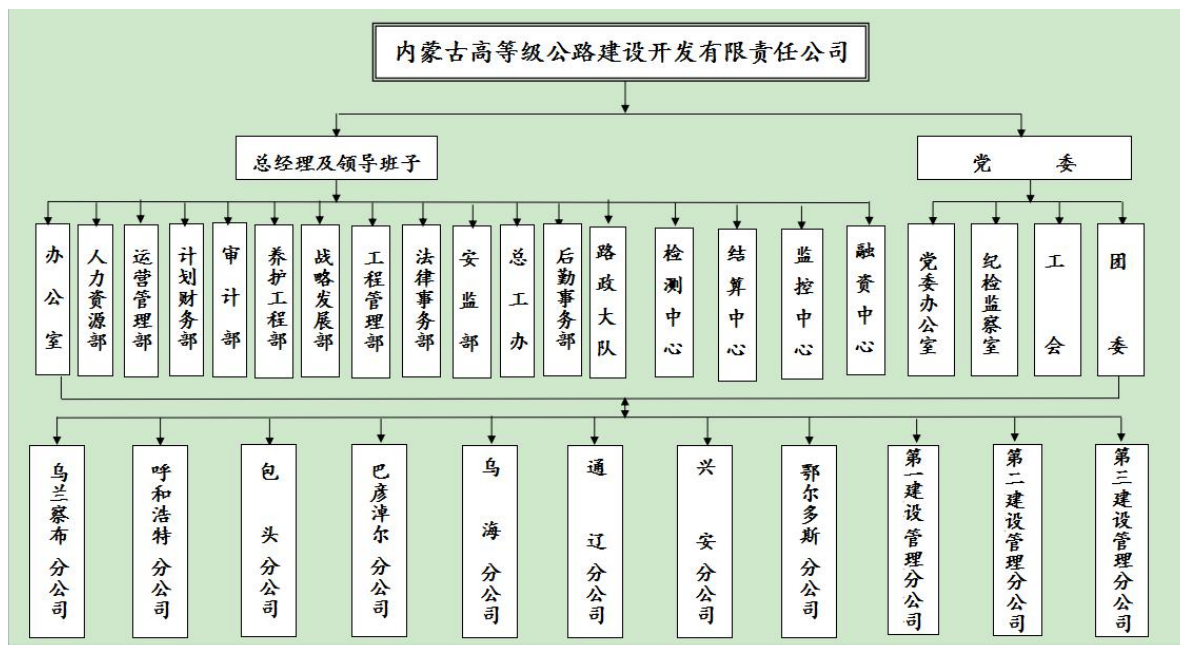
有人的利益造成不利影响。

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 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 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

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	217.66	256.34	105.37	121.58
资产总额(亿元)	1099.36	1128.09	1033.23	1067.25
所有者权益(亿元)	202.73	214.67	217.08	217.09
短期债务(亿元)	126.09	125.29	158.58	133.65
长期债务(亿元)	618.35	634.13	588.15	646.97
全部债务(亿元)	744.44	759.41	746.73	780.62
营业收入(亿元)	55.67	61.39	58.28	25.66
利润总额(亿元)	2.98	2.78	0.55	0.32
EBITDA(亿元)	36.07	37.34	36.66	--
经营性净现金流(亿元)	23.74	19.61	20.30	12.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.83	11.17	8.04	--
存货周转次数(次)	5.51	8.26	7.68	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	92.74	100.83	109.75	94.69
营业利润率(%)	69.91	65.22	67.19	76.53
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	74.88
全部债务资本化比率(%)	78.60	77.96	77.48	78.24
资产负债率(%)	81.56	80.97	78.99	79.66
流动比率(%)	84.46	106.04	60.72	95.25
速动比率(%)	83.60	105.03	59.63	92.92
经营现金流动负债比(%)	8.78	7.39	10.42	--
现金短期债务比(倍)	1.73	2.05	0.66	0.91
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 年半年度财务数据未经审计，2019 年 6 月底长期借款中一年内到期部分调整至短期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	182.57	212.07	69.56	95.59
资产总额(亿元)	1094.02	1110.45	1015.59	1054.79
所有者权益(亿元)	201.76	213.64	214.46	214.99
短期债务(亿元)	126.09	125.29	158.58	133.65
长期债务(亿元)	610.94	626.62	581.15	642.45
全部债务(亿元)	737.03	751.91	739.73	776.10
营业收入(亿元)	48.69	52.19	51.13	23.38
利润总额(亿元)	2.24	2.40	1.40	0.81
EBITDA(亿元)	35.85	36.62	41.27	--
经营性净现金流(亿元)	33.47	36.50	35.65	16.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	137.14	49.74	--
存货周转次数(次)	290.49	267.81	140.21	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	100.00	101.79	104.79	99.98
营业利润率(%)	74.49	71.89	72.02	79.96
总资本收益率(%)	3.63	3.60	4.13	--
净资产收益率(%)	1.11	1.12	0.65	--
长期债务资本化比率(%)	75.17	74.57	73.04	74.93
全部债务资本化比率(%)	78.51	77.87	77.52	78.31
资产负债率(%)	81.56	80.76	78.88	79.62
流动比率(%)	70.37	88.74	38.69	74.06
速动比率(%)	70.35	88.71	38.62	73.96
经营现金流动负债比(%)	12.60	14.22	18.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.69	0.44	0.72
全部债务/EBITDA(倍)	1.04	1.04	1.00	--

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 年半年度财务数据未经审计，2019 年 6 月底长期借款中一年内到期部分调整至短期债务计算

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%
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 / 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 2020 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。