

信用等级公告

联合[2016] 811 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 2016 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
2016 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月七日



内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司

2016 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⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续;

偿还方式: 按年付息, 公司每 5 年末有权按面值加应付利息赎回本期中期票据本金。

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 6 月 7 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	879.79	955.42	1061.29	1073.96
所有者权益(亿元)	180.07	191.76	189.21	189.06
短期债务(亿元)	52.81	24.43	40.33	41.85
全部债务(亿元)	612.49	618.63	702.30	712.93
主营业务收入(亿元)	63.08	59.89	59.14	9.91
利润总额(亿元)	0.34	-8.71	-18.26	-0.16
EBITDA(亿元)	44.76	39.59	29.94	--
经营性净现金流(亿元)	39.82	35.44	24.03	6.61
主营业务利润率(%)	40.14	40.40	26.50	73.75
净资产收益率(%)	0.11	-4.58	-9.75	--
资产负债率(%)	79.53	79.93	82.17	82.40
全部债务资本化比率(%)	77.28	76.34	78.78	79.04
流动比率(%)	161.90	134.41	106.67	104.78
全部债务/EBITDA(倍)	13.69	15.63	23.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.39	1.04	--

注: 1. 财务报表采用旧准则编制, 所有者权益不包含少数股东权益;

2. 2016 年一季度财务数据未经审计;

3. 2013 年、2015 年、2016 年 3 月底公司其他流动负债中短期融资券调整至短期债务。

4. 长期应付款已调整至长期债务。

分析师

李苏磊 陈 茜

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为内蒙古自治区人民政府批准成立的特许经营大型国有独资企业, 在区域垄断性及政府支持等方面具备的优势。同时联合资信关注到公司债务负担重、整体盈利能力弱、未来投资规模大等因素给公司造成的不利影响。

近年来公司收入规模呈现一定程度下滑, 主营业务利润率波动中有所下降。内蒙古自治区交通运输厅 2016 年出具同意公司暂不对公益性公路资产计提固定资产折旧的批复, 有助于公司盈利能力的恢复, 公司 2016 年主营业务毛利率将显著提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

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, 安全性很高。

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. 公司规模优势明显, 主营业务在区域内居垄断地位。
3. 公司得到国家和内蒙古自治区在产业政策、税收优惠、补贴资金等方面的有力支持, 具有较大发展潜力。
4. 根据内蒙古自治区交通运输厅 2016 年 5 月 19 日《关于公益性公路资产不计提折

旧的批复》（内交发[2016]306 号），准许公司自 2015 年度起对所辖公益性公路资产暂不计提固定资产折旧。

关注

1. 近年受政策、煤炭外运总量减少、铁路分流、公路改扩建等因素影响，公司高速公路车流量和通行费收入规模呈现一定程度下滑。
2. 公司高额的财务费用对盈利空间明显挤压，公司整体盈利能力弱。
3. 公司债务负担重，未来计划投资规模较大，对外融资压力大。
4. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至发行人依据发行条款约定赎回时有效；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。

一、主体概况

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司系经内蒙古自治区人民政府内政字[2004]245号文件《关于组建内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的批复》批准组建的大型国有独资企业，2004年7月28日，公司在内蒙古自治区工商行政管理局取得编号为1500000000005811的营业执照，注册资本为35.027亿元。历经多次增资，截至2016年3月底，公司注册资本为108.42亿元，实际控制人为内蒙古自治区交通运输厅（以下简称“内蒙古交通厅”）。

公司经营范围：一般经营项目：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（法律、行政法规、国务院决定规定应经许可的、未获不得生产经营）。

截至2016年3月底，公司拥有内蒙古高速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”）、内蒙古高速汽车租赁有限责任公司、内蒙古高速小额贷款有限公司、内蒙古高速广告传媒有限责任公司、内蒙古高速金驰科技有限公司、内蒙古颂美餐饮管理有限责任公司和内蒙古颂美物业服务有限责任公司8家全资子公司，内蒙古高速石油销售有限责任公司1家参股子公司；公司下设呼和浩特、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；公司下设工程管理部、运营管理部、计划财务部等17个职能部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额1061.29亿元，所有者权益189.21亿元；2015年公司实现主营业务收入59.14亿元，利润总额-18.26亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产

总额1073.96亿元，所有者权益189.06亿元；2016年1~3月，公司实现主营业务收入9.91亿元，利润总额-0.16亿元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市呼伦贝尔北路105号；法定代表人：黄永刚。

二、本期中期票据概况

公司2015年注册60亿元中期票据，于2015年发行15亿元，本期拟发行的2016年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）额度为10亿元。本期中期票据无担保，募集资金将用于偿还银行借款。本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。

赎回权设置

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

公司只有在满足下述三种情况时，方可赎回本期中期票据：（1）公司决定行使赎回权时，需于赎回日前30个工作日，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，赎回公告不可撤销；（2）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期中期票据的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次发行的中期票据进行赎回；（3）公司由于一般会计准则（PRC GAAP）或任何其他会计准则的变更或者更新而影响公司在合并财务报表中将本次发行的中期票据计入公司的权益时，公司有权对本次发行的中期票据进行赎回。

利率设置

本期中期票据采用固定利率计息。在本期中期票据发行的第 5 年和其后每 5 年末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息¹）赎回，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差²，如公司在第 5 年末不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。

清偿顺序设置

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。

递延利息支付设置

本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将全部或部分当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制³。对递延支付利息的限制条款为：在付息日前 12 个月，如果公司满足（1）向股东分红（含国有资本收益上缴）；（2）减少注册资本；（3）向任何债务融资工具进行任何形式的本息偿还；（4）向其关联企业提供担保或通过委托贷款等其他形式给予资金支持。若公司触发其中一项或多项条款，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息；且公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红（含国有资本收益上缴）或减少注册

资本或向任何债务融资工具进行任何形式的本息偿还或向其关联企业提供担保或通过委托贷款等其他形式给予资金支持行为。强制付息事件是指若公司违反递延支付的限制或者破产清算方案通过或者法院判决公司进行破产清偿。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。

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所有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）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生向股东分红或减少注册资本或向任何债务融资工具进行任何形式的本息偿还或向其关联企业提供担保或通过委托贷款等其他形式给予资金支持事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

首先，公司根据内政办发[2010]35 号文中的《自治区直属企业国有资本收益收取管理暂行办法》（以下简称“办法”）上缴国有资本收益，办法规定：自治区直属国有独资企业应按规定上缴国家利润，企业按照企业年度合并报表反映归属于母公司所有者的净利润为基础，在年度终了后 5 个月内向自治区国资委及自治区财政厅进行一次性上缴利润申报，自治区国资委在收到申报后 15 个工作日内提出审核意见并报送自治区财政厅复核，自治区财政厅在 15 个工作日内提出复核意见；自治区国资委根据自治区财政厅同意的

¹ 本期中期票据采用单利按年计息，如有利息递延，则递延利息按当期票面利率累计计息。

² 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日上海清算所网站（www.shclearing.com.cn）及其他交易商协会认可的网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

³ 在极端情况下，公司可以无限推迟利息支付，无需在任何利息支付日支付利息（包括任何递延利息及孳息）。在本条款约定下的任何利息递延都不应被视为违约行为。

审核结果向企业下达国有资本收益上缴通知，并抄送自治区财政厅，自治区财政厅根据自治区国资委下达的国有资本收益上缴通知向企业开具“非税收收入一般缴款书”；企业当年应交利润在收到国有资本收益上缴通知和“非税收收入一般缴款书”3个月内缴清。故当年应缴纳的国有资本收益的时间节点为次年下半年。其次，按照该办法公司自2010年开始缴纳国有资本收益，2011~2013年分别缴纳2010~2012年的国有资本收益5490.41万元、4596.00万元和1194.20万元。2014年、2015年公司净利润为负，无国有资本收益上缴。此外，自治区国资委对自治区直属国有独资企业欠缴国有资本收益以及未在规定时限上缴国有资本收益的，自治区财政厅、自治区国资委及其他监管部门应查明原因，采取措施予以催缴。

截至2016年3月底，公司短期借款为0.4亿元，长期借款为468.66亿元；截至报告出具日，公司存续债券合计134.20亿元，每年均需按债务融资工具规定偿还利息，同时，以目前存续债券看，公司在2016年、2017年、2019年和2020年均需进行债券本金兑付。根据本期中期票据发行条款，如向任何债务融资工具进行任何形式的本息偿还，则公司不能递延本期中期票据的利息及其孳息支付。

表1 公司存续债券情况

名 称	额 度	存 续 期
07 蒙路债	8 亿元	2007/09/27-2017/09/27
10 蒙路债	6.20 亿元	2010/07/09-2016/07/09
11 蒙高路 MTN1	15 亿元	2011/07/21-2016/07/21
12 蒙路债	15 亿元	2012/11/12-2019/11/12
14 蒙高路 MTN001	10 亿元	2014/10/16-2019/10/16
14 蒙高路 MTN002	10 亿元	2014/11/17-2019/11/17
12 蒙高路 PPN001	20 亿元	2012/06/28-2017/06/28
14 蒙高路 PPN002	20 亿元	2014/05/29-2017/05/29
15 蒙高路 MTN001	15 亿元	2015/04/23-2020/04/23
15 蒙高路 PPN001	15 亿元	2015/08/28-2020/08/28
合 计	134.20 亿元	--

资料来源：根据公开资料整理

总体看，根据自治区国资委对自治区直属国有独资企业上缴国有资本收益监管力度大，从历史国有资本收益缴纳的角度分析，公司在盈利的情况下持续缴纳国有资本收益的可能性大，同时，公司每年支付债务融资工具本金及利息可能性极大，公司本期中期票据递延利息支付可能性很小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零

售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现

“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路发展

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。截至2015年底，全国公路总里程457.73万公里，比上年末增加11.34万公里。全国高速公路里程12.35万公里，比上年末增加1.16万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.70%；高速公路总里程居世界第二位。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2015年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99

公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资——“贷款修路，收费还贷”修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策；明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收

统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限；经营性公路实行特许经营制度，经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）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方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。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。

3. 高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入

交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 内蒙古高速公路发展情况

根据《内蒙古自治区 2015 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2015 年，内蒙古全区实现地区生产总值 18032.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 1618.7 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 9200.6 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 7213.5 亿元，增长 8.1%。人均生产总值达到 71903 元，比上年增长 7.4%，按年均汇率计算折合为 11547 美元。全区三次产业比例为 9: 51: 40。

2015 年，自治区共完成公共财政预算收入 1964.4 亿元，一般公共预算支出 4290.1 亿元，分别比上年增长 6.5%和 10.6%。一般预算收入中，税收收入 1320.7 亿元，增长 5.6%；非税收入 642.8 亿元，增长 8.5%。财政收入在增收困难较大的情况下，顺利完成了全年增长目标。在 12 个盟市中，有一半盟市一般公共预算收入超百亿元，区域发展协调性增强。

近年，内蒙古自治区公路客货运量快速增长，2015 年，全区货运量达 20.87 亿吨，比上年增长 2.1%；其中公路货运量发挥了重要作用，完成 14.2 亿吨，增长 12.1%。客运量微增，完成 1.98 亿人次，比上年增长 0.2%。

“十一五”以来，虽然全区交通状况有了较大改善，但从发展状况分析，交通仍然是全

区经济社会发展的薄弱环节，长期以来交通对全区经济社会发展的“瓶颈”制约仍然未能从根本上扭转。全区公路交通总体上在全国还处于不发达状况，公路交通总量不足，等级不高，路网结构不完善，仍然不能满足经济社会的发展要求。尤其是交通建设资金严重短缺仍是现阶段乃至今后一段时期面临的制约公路交通发展的主要矛盾。内蒙古为能源外运大省，2015 年，内蒙古煤炭生产能力达到 12 亿吨，其中一半左右要通过铁路、公路输送到全国各地。作为国家重要能源保障基地，内蒙古煤、电、气等能源生产能力大幅提升的同时，能源外送能力的瓶颈问题日益突显。为实现交通运输基础设施的跨越式发展，使能源通道与能源生产供给能力相互配套，内蒙古将不断加大交通建设力度。根据内蒙古交通厅规划，“十三五”期间，内蒙古自治区将进一步加大公路建设投资力度，续建和新建设高速公路 4844.02 公里，其中国家高速公路 21 项，里程 3259.52 公里；地方高速公路 19 项，里程 1584.5 公里。

总体来看，内蒙古经济保持平稳增长，财政实力稳步提升。公路建设处于较快发展时期，公路建设规模及通车里程均实现增长。为了满足能源外运需求，缓解公路运力与需求之间的矛盾，内蒙古自治区公路建设仍将保持较快增长，对高速公路经营形成长期利好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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（见附件 1-1）。

2. 企业规模

公司规模优势明显，主营业务在区内居垄断地位。公司主营高等级公路投资、建设和经营，主要利润来源于高等级公路的经营

管理。公司是经内蒙古自治区人民政府批准成立的特许经营大型国有独资企业。公司已建成运营的公路包括 G6 京藏高速内蒙古段、G65 包茂高速内蒙古段、G55 二广高速白音查干至丰镇段、G12 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 2016 年 3 月底，公司投入运营（含已完工待验收公路）的高等级公路收费里程合计 4112 公里，其中高速公路收费里程 1995 公里、一级公路 1008 公里、二级公路 1109 公里。

3. 人员素质

截至 2016 年 3 月底，公司有高层管理人员 7 人（包括总经理、党委书记、纪委书记和副总经理），均具有大学本科以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。

公司总经理黄永刚先生，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副处长、处长、办公室主任，内蒙古自治区公路局局长，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。

公司党委书记明宏先生，1959 年 6 月出生，中共党员，蒙古族，研究生学历。历任呼和浩特警备区司令部参谋，内蒙古武警总队呼和浩特支队内六中队中队长，政治处干事，政治处副营职干事，政治处代理副主任，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，内蒙古武警总队乌兰察布市支队政委，内蒙古武警总队一支队政委，内蒙古自治区交通运输厅副巡视员，现任公司党委书记兼副总经理。

截至 2016 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。公司管理人员整体文化素质较高，从职称分布来看，公司拥有职称的合计 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%；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%。

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，能够满足企业正常运营。

4. 政府支持

税收优惠

根据内蒙古自治区地方税务局下发的《西部大开发税收优惠审核通知书》，公司在 2011 年度以《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中公路类国道主干线、西部开发公路干线、国家高速公路网建设项目为主营业务收入，占总收入的比例达到规定，符合西部大开发鼓励类产业税收优惠政策，企业所得税减按 15% 的优惠税率缴纳。

补贴资金

公司建设项目主要为国道主干线、省际通道和国家高速公路网建设项目，可获得一定的中央车购税补贴款，随着公司建设规模的扩大，公司获得的车购税补贴资金大幅增加，2011 年，公司获得韩集、呼集两项目车购税补贴款 9 亿元。2012 年，根据内蒙古交通厅文件“内发改基础字[2012]1134 号”《关于下达 2012 年公路建设项目投资计划的通知》，公司获得中央车购税拨付资金 43.3 亿元，用于呼包项目 7.98 亿元，呼集、韩集项目 15.62 亿元，和林清水河项目 4.05 亿元，呼和杀虎口项目 15.73 亿元。2013 年，根据内蒙古交通厅（交发[2008]430 号）和自治区发改委（内发改交运字[2008]1725 号）文件拨付资金，用于海麻项目 0.11 亿元，乌海特大桥项目本年收到基建专项资金拨款 0.68 亿元，呼和杀虎口公路项目获得 0.24 亿元，和林清水河项目获得 0.07 亿元。2015 年，公司

获得中央车购税拨付资金 2 亿元，用于国道 302 乌兰浩特至阿力得尔段公路项目。上述款项计入“专项应付款”及“吸收投资收到的现金”科目，待项目竣工结算后转入“资本公积”。其中，和林清水河项目及呼和杀虎口项目系交通厅移交公司项目，划转前两项目的车购税补贴资金已到位，车购税补贴不体现为现金流入。2014 年，根据内交发[2008]14 号关于丹拉国道主干线哈德门至磴口高速公路生吉太互通（即临河东互通）工程费用的批复，临河绕城项目完工，新增资本公积 0.21 亿元和财政返还款 0.21 亿元；呼和杀虎口项目完工，拨付的 15.80 亿元中央车购税等专项资金已转入资本公积；和林清水河项目完工，拨付的 4.25 亿元中央车购税等专项资金已转入资本公积。

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速公路职责，按照国家和内蒙古自治区政府发展计划和投资战略的要求，进行有计划、有步骤的投资经营，业务区域垄断优势明显，得到了国家和内蒙古自治区在产业政策、税收政策、补贴资金等方面的大力支持。

六、重大事项

公司拟根据内蒙古自治区交通运输厅内交发[2014]654 号《关于组建内蒙古高速公路发展有限公司的批复》文件，以其建成并投入运营的公路资产 G6 京藏高速（内蒙古段）、G65 包茂高速（内蒙古段）、G55 二广高速（内蒙古段）、国道 110 线（内蒙古段）、国道 210 线（内蒙古段）、国道 208 线（内蒙古段）全部路段出资组建全资子公司内蒙古高速公路发展有限公司（以下简称“高发司”），再以股权转让方式引进战略投资者，目前已收到五家战略投资者总计 100 亿元股权投资准备款。联合资信将持续关注该事项对企业的影响。

七、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者，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。

截至 2016 年 3 月底，公司下设办公室、党委办公室、纪检监察室、团委、工会、人力资源部、计划财务部、审计部、运营管理部、养护工程部、工程管理部、安全生产部等职能部门，另设结算中心、监控指挥调度中心和自治区交通运输厅派驻高路公司的高等级公路路政支队等 17 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、鄂尔多斯等 8 家路段经营分公司。公司重视管理制度的建设与实施，已经基本建立健全了一整套完整的管理制度，近年来公司管理水平有所提高。

2. 管理水平

公司制定了一套旨在规范公司内部管理的办法，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，建立绩效工资体系，公司人力资源管理步入了科学化管理轨道。

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，节约型企业建设初见成效。

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，有效地提高了资金运作效率。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，一方面，公司建立了完善的财务规章制度，加大审计力度，提高了公司的财务管理水平；另一方面，公司采取收支两条线的管理模式，规范收支程序，提高了资金的流动效率和使用效益。

总体看，公司几年来积累了丰富的高速公路建设、融资和管理经验，已基本建立了一整套管理制度，并不断强化内部管理，积极有效地进行改革、改制，整体管理风险较低。

八、经营分析

1. 经营现状

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

2013~2015 年，公司分别实现主营业务收

入 63.08 亿元、59.89 亿元和 59.14 亿元，通行费收入为公司主要收入来源，占比较高，但近年逐年下降，由 2013 年的 94.52% 下降至 2015 年的 78.31%。2012 年，内蒙古交通厅将路桥公司划拨至公司，公司主营业务增加施工业务，2013~2015 年，公司施工业务实现收入分别为 3.46 亿元、6.17 亿元和 12.83 亿元，收入占比在主营业务中逐年扩大。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 9.91 亿元，其中通行费收入 9.82 亿元，其中通行费收入占 2015 年全年的 21.20%。施工收入共实现 0.09 亿元，在主营业务中占比较少。

从盈利水平看，公司通行费收入业务毛利率较高，三年分别为 45.03%、48.01% 和 34.70%。施工业务毛利率有所波动，2013~2015 年，分别为 28.46%、13.17% 和 15.04%。通行费收费业务毛利率下滑使得公司整体毛利率水平下滑，三年分别为 44.12%、44.41% 和 30.44%。根据内蒙古自治区交通运输厅 2016 年 5 月 19 日《关于公益性公路资产不计提折旧的批复》（内交发[2016]306 号），准许公司自 2015 年度起对所辖公益性公路资产暂不计提固定资产折旧。因相关批复文件于 2016 年下发，会计处理中仅从 2016 年度开始不再计提折旧。受益于此，2016 年 1~3 月，公司通行费收费业务毛利率大幅上升至 80.75%。2016 年 1~3 月，公司整体毛利率上升至 80.60%。

表 2 2013~2016 年 1-3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	59.62	94.52	45.03	53.72	89.70	48.01	46.31	78.31	34.70	9.82	99.09	80.75
施工收入	3.46	5.48	28.46	6.17	10.30	13.17	12.83	21.69	15.04	0.09	0.91	63.74
合 计	63.08	100.00	44.12	59.89	100.00	44.41	59.14	100.00	30.44	9.91	100.00	80.60

资料来源：公司审计报告

注：通行费收入业务毛利率扣除固定资产折旧及运营养护、路政成本等计算得出。

2. 主营业务

通行费业务

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

分高速公路和高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，地域性行业垄断优势突出。公司全程参与内蒙古交通厅制定整体道路建设规划方案，在确定由公司承接项目建设后，公司总部承担公路的建设；待工程完工后，交付分公司负责通车后的经营管理运作。

截至 2016 年 3 月底，公司实际控制并投入运营的公路共计 30 条，其中收费公路 25 条，包括集老、呼集、呼包、呼市绕城、包头过境、哈磴、临河过境、磴巴、巴新、新麻、包东、包树、赛白、东苏、白集、集丰、石乌、呼杀 18 条高速公路；110、210、208 国（辅）道 4 条二级公路及 208 国道二寨段、304 国道主干线鲁霍、省道乌阿、白音华至霍林郭勒、国道 209 和清 5 条一级公路。公司高等级公路收费里程合计 4112 公里，其中高速公路收费里程 1995 公里、一级公路 1008 公里、二级公路 1109 公里。

根据交通运输部、国家发展改革委、财政部、监察部、国务院纠风办五部委于 2011 年联合下发的《关于开展收费公路专项清理

工作的通知》（交公路发[2011]283 号）（以下简称 283 号文）文件，1994 年 9 月 1 日至 2004 年 10 月 31 日之间批准立项，但技术等级和里程规模不符合平原微丘地区二级公路连续里程 40 公里以上，山岭重丘区二级公路连续里程 20 公里以上的收费公路予以清理；西部地区省份要按照逐步有序的原则加快推进取消政府还贷二级公路收费工作进度。截至 2016 年 3 月底，公司实际控制并投入运营的二级公路共 4 条，并不属于 283 号文要求取消收费的二级公路。

2013 年，公司新增一条高速公路，为呼杀高速。呼杀高速起于呼和浩特，终于杀虎口，是呼和浩特市通往山西省重要的高速出口公路，全长 90.81 公里，全线采用四车道高速公路标准，是连接华北和西北的重要干线；2014 年新增 G7 京新高速韩家营至呼和浩特高速，起于自蒙晋界韩家营，止于呼和浩特保和少，全长 212 公里，全线采用双向六车道高速公路标准建设，是解决京藏高速公路拥堵的重要措施。2016 年 1~3 月公司新增控制国道 209 运营，运营里程为主道 67 公里。

表3 2013~2016年1-3月公司主要道路车流量及通行费收入情况(单位: 辆、万元)

		车流量				通行费收入			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
1	集老高速公路	4203372	3915854	2831891	568555	174494	174494	127340	63981
2	呼集高速公路	2644531	2594389	2572957	617338	29450	29450	29313	49053
3	呼包高速公路	4117221	7211263	7915789	1965388	29102	29102	66593	73837
4	呼市绕城高速	3447052	1606300	1392522	266066	64772	64772	17973	9406
5	包头过境高速	1995564	2459357	3177721	800961	16287	16287	18383	19792
6	哈磴高速公路	2936311	3136107	3191964	733488	30397	30397	37744	41778
7	临河过境高速	965718	508424	608497	131832	8247	8247	4327	3156
8	磴巴高速公路	813469	842444	930186	208837	9805	9805	11003	9569
9	巴新高速公路	758503	811149	809067	185542	7694	7694	5580	7256
10	新麻高速公路	2876351	2800278	2563134	583558	28742	28742	29032	16875
11	包东高速公路	8107431	7879498	7494641	1754565	36838	36838	44055	37468
12	包树高速公路	720948	1032753	1166163	264383	4175	4175	9653	8704
13	东苏高速公路	5874202	4676204	3960955	762054	37857	37857	28703	19695
14	赛白高速公路	177093	278389	293499	9649	930	930	1330	1029
15	白集高速公路	1394252	1261044	1118437	289237	15404	15404	10312	6743
16	集丰高速公路	928549	879595	820385	199534	5556	5556	4413	3162

17	石乌高速公路	324580	397162	287065	68981	1477	1477	2043	988
18	呼杀高速公路	3512	758680	1395485	436127	12	12	7880	12059
高速公路合计		42288659	43048890	42530358	9846095	501238	455678	384550	82520
1	二寨一级公路	442696	539598	534744	107866	4408	4795	4015	641
2	鲁霍一级公路	1131623	1252250	1444788	288199	10364	10897	14052	3515
3	白霍一级公路	364340	367674	450927	87453	5693	5710	8219	2133
4	乌阿一级公路	922909	1078979	1268952	207727	5005	5633	6312	941
	国道 209 和清一级公路	--	--	--	42009	--	--	--	194
一级公路合计		2861568	3238501	3699411	733254	25470	27035	32598	7424
1	110 国道(辅道)	8812430	6918373	6562755	1450366	59593	48124	39410	6918
2	210 国道(辅道)	737741	568519	756881	206582	7604	3326	4018	789
3	208 国道(辅道)	410619	649034	685059	183580	2321	3084	2543	591
二级公路合计		9960790	8135926	8004695	1840528	69518	54534	45971	8298
总 计		55111017	54423317	54234464	12419877	596226	537247	463119	98242

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。

2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司经营公路车流量总计分别为 5511.10 万辆、5442.33 万辆、5423.45 万辆和 1241.99 万辆，其中高速公路车流量为 4228.87 万辆、4304.89 万辆、4253.04 万辆和 984.61 万辆。近三年，公司车流量逐年下降的主要原因有：（1）煤炭市场萧条，导致区内煤炭外运总量减少。受国内经济增速放缓影响，煤炭市场产能过剩、利润空间收窄，内蒙古自治区内超两成煤炭企业停产，煤炭产销量分别下跌近一成；同时，从澳大利亚、南非、印尼等国进口煤炭价格低廉，导致大量进口煤涌入广东、福建等华南地区很多电厂，进一步挤占内蒙古自治区煤炭市场，对公路车流量形成的负面影响，且短期内预计不会消除。（2）铁路运输能增加，部分煤炭外运量被分流，使公路外运量持续下降。张集、朔黄、新准、准池等多条铁路线陆续开通，几乎覆盖蒙西的主要煤炭产区，公路运输占比下降。（3）由于公司京藏高速呼包段四改八改扩建工程施工，进行车辆分流、限流，导致车流总量及货车流量大幅减少，不仅直接影响呼包高速车流量及通行费收入，同时，与之相连的京藏高速集老段、呼集段、包头过境、哈磴段、磴巴段、临河过境段、新麻段等均受到较大影响。

2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司实现通行费收入分别为 59.62 亿元、53.72 亿元 46.31 亿元和 9.82 亿元。从收入构成方面看，高速公路通行费为公司通行费收入主要来源，由于煤炭外运量下降，通行费收费单价较高的煤炭运输重载车辆通行量下降，公司通行费收入下滑程度大于车流量下降程度。近年来，受国发[2012]37 号文规定重大节假日高速公路免收小型客车通行费、煤炭外运总量减少、铁路分流等因素影响，高速公路通行费收入规模持续下降。2015 年，公司一级公路通行费收入和二级公路通行费收入分别为 3.26 亿元和 4.60 亿元，2016 年 1~3 月分别为 7424 万元和 8298 万元。

公司公路收费均经内蒙古自治区政府依法批准实施，公路收费年限及标准符合既有政策、制度规定。2004 年 11 月 1 日起，国家实施《收费公路管理条例》，规定中西部省政府还贷公路收费年限最长不超过 20 年。呼包高速、包头过境高速、包东高速、110 国（辅）道部分路段、210 国（辅）道等均系《收费公路管理条例》实施之前获批收费，收费年限分别为 25 年、25 年、25 年、22 年和 25 年，其他公路资产收费年限均在 20 年以内。2007 年 12 月 1 日至今，公司对于货车高速

公路通行实施计重收费，货车高速公路通行费 = 吨车次费×车货总重量 + 行车里程×车货总重量×吨公里费。单车一、二级公路通行费仍按车次费收取；客车高速公路通行费仍按车次费加行车里程费的合计数收取。

表 4 公司货车高速公路通行费计费标准

类别	计重范围	2013 年	标准收费标准
第一类	不足 5 吨	不足 5 吨按 5 吨，不足 5 元按 5 元	3 元/吨 车次
第二类	5~20 吨	按基准标准	3 元/吨 车次
第三类	20~40 吨	20 吨及以下部分 按基准标准	0.07 元 / 吨 公里
		20 吨及以上部分 按基准标准线性递减到基准标准的 50%	
第四类	大于 40 吨	20 吨及以下部分 按基准标准	尾数 以 5 元为单位， 实行 二 舍 八 入，三七 为五
		20~40 吨 按基准标准线性递减到基准标准的 50%	
		40 吨以上部分 按基准标准的 50%	

资料来源：公司提供

公司投资建设和营运的高速公路已实现全面联网收费。2005 年以来，公司采取抽审监控光盘、跟车暗访等抽查手段，重点整治贪污票款行为，对相关人员进行处罚，收费秩序明显改善。

公司专门开发了车型识别软件，着力解决“大吨小标”车辆漏费问题，有效更正率达 95%以上，仅此一项每年就可实现增收 8000 万元以上。同时，公司通过加强通行费统缴管理，严禁各类私放人情车行为，统一批准程序，统一收费标准，统一发放证件，制止了以前多环节、多层次不规范的通行费包缴做法，解决了私放车辆漏费问题。

在折旧政策方面，内蒙古自治区交通运输厅根据公司请示，出具《关于公益性公路资产不计提折旧的批复》（蒙交发【2016】306 号），同意公司自 2015 年起对所辖公益

性公路资产暂不计提固定资产折旧。公司认定所辖的收费还贷性高速公路、一级公路和二级公路为公益性公路，暂自 2016 年起未计提固定资产折旧。

总体来看，近年受宏观经济景气度、煤炭外运总量减少、铁路分流、公路改扩建等因素影响，高速公路车流量和通行费收入规模呈现一定程度下滑，2015 年新折旧政策将有助于公司减少亏损程度，但公司经营获现能力不会因此获得较大改善。

施工业务

公司施工业务的经营主体为公司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，2013~2015 年公司施工收入大幅增长，三年分别为 3.46 亿元、6.17 亿元和 12.83 亿元，2016 年 1~3 月为 0.09 亿元，占 2015 年全年的 0.70%。

公司施工业务收入主要来自丹锡高速经锡公路建设、呼和浩特至杀虎口高速公路建设和国道 111 线那尼屯至尼尔基公路建设等项目。公司多数工程款于年底与业主结算，在结算时确认收入。因路桥公司部分项目施工资质为租用其他单位，导致在项目前期无法确认收入，于每年年底一次性确认。因此，2016 年 1~3 月，施工收入实现较少。

截至 2016 年 3 月底，公司施工业务在建项目主要有省道 102 线崞县窑至凉城段一级公路、国道 512 线丰镇至凉城段一级公路等项目。截至 2016 年 3 月底，已累计完成投资 22.57 亿元，未来还需投资 14.91 亿元。

表 5 截至 2016 年 3 月底公司施工业务主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	合同额	待完成合同额	业主	实际开工时间	已累计完成投资
二连浩特到广州公路集宁至阿荣旗联络线乌兰浩特至扎兰屯段高速公路(呼伦贝尔市境内)XZTJ-2	2.71	0.15	国家高速新林北至扎兰屯段公路工程项目建管办	2012-2015	2.56
S101 线霍林郭勒至阿力得尔一级公路兴安盟境内 HAXTJ-9 标	2.41	0.21	S101 线霍林郭勒至阿力得尔一级公路工程项目建设管理办公室	2013-2015	2.2
京加公路(G111)那吉屯至尼尔基段一级公路 NNTJ04 标	1.97	0.16	国道 111 线那吉屯尼尔基段公路项目建管办	2013-2016	1.81
303 丹东至锡林浩特国家高速公路经棚至锡林浩特段 XMTJ-6	2.59	0.39	丹锡高速经棚至锡林浩特公路锡盟建管办	2014-2016	2.2
京新高速公路临河至白疙瘩(蒙甘界)段(巴彦淖尔境内)工程 BSTJ-8 标	4.93	1.23	京新高速公路临河至白疙瘩段(巴彦淖尔境内)工程建设管理办公室	2014-2016	3.7
G7 京新高速公路集宁至呼和浩特段铺道省道 105 线及县道 553 线恢复工程	0.80	0.14	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	2014-2015	0.66
省道 102 线崞县窑至凉城段一级公路	13.93	6.39	乌兰察布市交通运输局/内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	2015-2017	7.54
国道 512 线丰镇至凉城段一级公路	8.14	6.24	乌兰察布市交通运输局/内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	2015-2017	1.9
总计	37.48	14.91	--	--	22.57

资料来源：公司提供

近年来公司业务发展较快，2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司施工业务新签合同额分别为 4.45 亿元、8.66 亿元、11.98 亿元和 15.34 亿元。近年新签项目为公司施工业务发展提供了一定的项目储备。

其他业务

除主营业务以外，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。公司其他业务板块收入相对较少，在收入和利润中占比均很小。

3. 经营效率

2013~2015 年，公司的总资产周转次数分别为 0.08 次和 0.07 次和 0.06 次，公司总资产周转次数较低的原因之一是公司资产规模

较大，项目投资回收期长，主营业务收入相对较小，与公司所处行业特点有关。

4. 未来发展

“十二五”至“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，工作重点主要为：京新高速内蒙古段以高速公路为主连通；乌兰察布市集绕城高速连通；二广高速内蒙古段以高速、一级公路打通；110、210、208 国道内蒙古段以一级公路为主连通；打通内蒙古自治区与吉林、河北、山西、陕西、甘肃、宁夏六省区出口通道以高速公路；使“东连、西通、南接、北开”的开放型、网络化、布局合理、衔接顺畅的高等级公路体系基本建成。

公司公路建设项目主要是国道主干线、

省际通道和国家高速公路网建设项目，符合国家高速公路建设规划。截至 2015 年底，公司在建公路项目共计 5 个，合计主线 220.61 公里（其中高速公路 29.96 公里、一级公路 190.65 公里）、总投资 96.01 亿元，已累计投资 35.88 亿元，未来还需投资 60.13 亿元。

公司未来三年（2016~2018 年）拟建公路项目共 6 个，主要是 302 国道扩建和 G65 包茂高速公路改扩建，合计主线约 402.87 公里（其中高速公路 75.88 公里、一级公路约

326.99 公里）、总投资 187.75 亿元。考虑到公司在建项目和拟建项目投资计划，公司未来三年（2016~2018 年）分别需要投资金额为 83.93 亿元、67.95 亿元和 62.58 亿元。

未来三年，公司所需投资额度较大。公司提出了多元化、多方式的资金筹措计划，除争取国家投资补贴（主要为中央专项基金-车购税及自治区公路建设资金，合计约占投资总额的 30%）、通行费列支外，将充分利用国内外银行贷款，拓宽融资渠道。

表 6 公司在建项目及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	性质	建设规模	总投资	投资来源			截至 2015 年底已投资金	计划投资额		
				银行贷款	补贴	自有资金		2016 年	2017 年	2018 年
在建公路项目			96.01	56.34	2.00	37.67	35.88	21.35	5.37	--
乌兰察布市集宁东绕城高速公路	高速	主线 28.44 公里、连接线 10.04 公里	26.65	11.00	--	15.65	19.63	--	--	--
国道 210 线树林召至东胜一级公路	一级公路	主线 50.04 公里	11.92	8.13	--	3.79	7.43	--	--	--
国道 110 线乌海黄河特大桥	高速	主线 28.44 公里、引线 1.13 公里	10.80	6.90	--	3.90	4.90	--	--	--
国道 210 线添漫梁北至越家壕段(查干)公路	一级公路	主线 62 公里、连接线 19 公里	33.28	21.63	--	11.65	1.31	15.98	--	--
国道 302 线乌兰浩特至阿力得尔一级公路	一级公路	主线一幅 78.61 公里	13.36	8.68	2.00	2.68	2.61	5.37	5.37	--
拟建公路项目			187.75	122.08	4.48	61.19	--	62.58	62.58	62.58
国道 110 线呼和浩特至毕克齐段一级公路	一级公路	主线 51.6 公里	33.40	21.71	--	11.69	--	11.13	11.13	11.13
国道 302 线阿力得尔至三岔一级公路	一级公路	主线 87.40 公里	17.84	11.60	--	6.24	--	5.95	5.95	5.95
国道 302 线三岔至阿尔山一级公路	一级公路	主线 84.99 公里	24.10	15.70	--	8.40	--	8.03	8.03	8.03
省道 102 线崞县窑至凉城一级公路	一级公路	主线一幅 52 公里	21.54	14.00	--	7.54	--	7.18	7.18	7.18
国道 512 线丰镇至凉城一级公路	一级公路	主线一幅 51	14.35	9.33	--	5.02	--	4.78	4.78	4.78
G65 包茂高速包头至东胜段高速公路	一级公路	主线 75.88 公里、连接线 45.64 公里	76.52	49.74	4.48	22.30	--	25.51	25.51	25.51
合计	--	--	283.76	178.42	6.48	98.86	35.88	83.93	67.95	62.58

资料来源：公司提供

总体看，公司未来 3 年投资规模大，公司存在较大对外融资需求。区内煤炭外运量下滑，加之铁路建设规模加大，对公司下属路段持续产生分流影响，公司投资项目后续通车情况下，车流量增长程度可能低于预期。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计、2014 年财报经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计、2015 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。根据证监会日常监管部门及交易所对从事证券业务审计和资产评估机构专项检查和日常监管发现移交的涉嫌执业违法线索，证监会稽查部门近日决定对瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）正式启动立案调查的行政执法程序。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

2013 年，公司注销内蒙古高路绿化有限责任公司，不再纳入合并范围；2014 年，公司合并范围无变化；2015 年，公司新增 6 家子公司，分别为：内蒙古高速汽车租赁有限责任公司、内蒙古高速小额贷款有限公司、内蒙古高速广告传媒有限责任公司、内蒙古颂美餐饮管理有限责任公司、内蒙古高速金驰科技有限公司和内蒙古颂美物业服务有限责任公司。合并范围变化对财务数据影响小，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1061.29 亿元，所有者权益 189.21 亿元；2015 年公司实现主营业务收入 59.14 亿元，利润总额-18.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1073.96 亿元，所有者权益 189.06 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 9.91 亿元，利润总额-0.16 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额稳定增长，年均复合增长 9.83%。截至 2015 年底，公司资产总额 1061.29 亿元，同比增长 11.08%。其中流动资产 18.33%，长期投资占 0.16%，固定资产占 72.61%，无形资产及其他资产占 8.90%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产稳定增长，年均复合增长 12.85%。截至 2015 年底，流动资产合计 194.57 亿元，同比增长 0.88%，主要由货币资金（占 91.95%）、应收款项（占 6.26%）和存货（占 1.80%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金稳定增长，年均复合增长 11.93%。截至 2015 年底，公司货币资金为 178.91 亿元，其中，现金及银行存款合计 74.56 亿元，其他货币资金 104.35 亿元（全部为受限资金），为公司股权投资保证金及利息收入（101.50 亿元）、发行债券时存入银行的定期保证金（1.60 亿元）以及公司子公司路桥公司的履约保证金（0.25 亿元）。

2013~2015 年，公司应收款项快速增长，年均复合增长 64.44%。截至 2015 年底，公司应收款项 11.59 亿元，其中应收账款 5.83 亿元，年均复合增长 111.21%。公司应收账款主要来自子公司高速路桥施工业务，近年来高速路桥施工业务规模不断扩大，应收账款规模也快速增加；其他应收款 5.77 亿元，年均复合增长 39.08%，主要系路桥公司近两年对外施工量增加致使履约保证金、投标保证金、材料款等增长较快所致。应收账款方面，账龄在 1 年以内的占 81.39%、1~2 年的占 15.62%、5 年以上的 0.02%（全部计为坏账），欠款金额前五名企业欠款合计 2.68 亿元，占应收账款总额的 45.97%；其他应收款方面，其他应收款原值 6.77 亿元，账龄在 1 年以内的占 72.05%、1~2 年以内的占 8.92%、2~3 年的占 3.19%、3~4 年的占 0.99%、4~5 年

的占 0.09%、5 年以上的占 14.76%，5 年以上款项主要为内蒙古交通厅向公司移交资产时尚未收到的实物部分金额，内蒙古交通厅已经对该事项进行了确认，并以内交发[2006]472 号文件批复要求相关各项目办按制度规定进行核对后办理资产移交手续（因该部分资产收回中存在一定不确定性，计提了 0.99 亿元坏账准备）。其他应收款净额 5.77 亿元，前五名欠款单位合计 4.68 亿元，占其他应收款总额的 69.01%。总体看，公司应收款项账龄较短，计提坏账准备较充分。

表 7 2015 年底公司其他应收款金额前五大客户情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	账龄	占其他应收款总额的比例	款项性质
乌兰察布市交通运输局	33710.60	1 年以内	49.72	保证金
包头市交通局	7209.80	5 年以上	10.63	往来款
交通厅-未交回资产等	2609.74	5 年以上	3.85	往来款
广州市公路工程公司	1689.63	1-2 年	2.49	材料款
贵州桥梁建设集团公司	1570.00	1 年以内 1-2 年	2.32	材料款
合计	46789.77	--	69.01	--

资料来源：公司提供

公司预付账款主要系尚未结算的工程款。2013~2015 年，公司预付账款年均复合下降 26.29%。截至 2015 年底，公司预付账款 0.74 亿元，较 2014 年底增长 95.67%，主要为预付的土地款和工程款。其中，账龄在 1 年以内的占 89.06%。

2013~2015 年，公司存货波动减少，年均复合下降 12.56%。截至 2015 年底，公司存货 3.33 亿元，主要为工程施工和原材料。

长期投资

2013~2015 年，公司长期股权投资略有增加，年均复合增长 4.80%。截至 2015 年，公司长期股权投资 1.66 亿元，主要是对内蒙古高速石油销售有限责任公司（持股比例为 49%）的股权投资和对国开正信（北京）投资

基金有限公司（持股比例为 3.17%）的债权投资。

固定资产

2013~2015 年，公司固定资产净额持续增长，年均复合增长 13.37%。截至 2015 年底，公司固定资产净额 607.98 亿元，主要是增加公路及附属设施、房屋及建筑物等所致。2013 年，由在建工程转入固定资产 88.00 亿元，主要为 110 国道临河绕城二改一工程（西段）、京藏高速呼和浩特至包头段改扩建工程项目、整车称重设备改建工程、兴和检测站改扩建工程等几条路段暂估转固。2014 年，集宁南绕城高速公路、呼和浩特至杀虎口（蒙晋界）高速公路建设、呼和浩特市国道 209 线和林格尔至清水河一级公路、京藏高速呼和浩特至包头段改扩建工程项目等几条路段暂估转固。2015 年，京新高速公路韩家营至集宁段、京新至京藏高速公路兴和连接线段通车，公司按暂估转固 60.98 亿元。目前上述转固路段的决算工作尚未开展。2016 年之前，公司对公路及桥梁资产采取车流量法计提折旧，对其他固定资产采用直线法计提折旧。2015 年底，公司固定资产原价为 820.08 亿元，公司对固定资产计提折旧累计 212.09 亿元，未计提减值准备，固定资产净额 607.98 亿元。根据内蒙古自治区交通运输厅[2016]306 号文《内蒙古自治区交通运输厅关于公益性公路资产不计提折旧的批复》，公司所辖公益性公路资产自 2015 年度起不再计提固定资产折旧。由于该文件于 2016 年下发，实际会计处理仅从 2016 年开始执行。

2013~2015 年，公司在建工程持续减少，年纪复合下降 19.55%。截至 2015 年底，在建工程为 162.66 亿元，当年增加投资 21.64 亿元，完工转固 60.98 亿元。公司在建工程主要为京新高速公路集宁至呼和浩特段公路、集宁东绕城高速公路、110 国道协力气至西北门段公路改建工程、国道 210 线树东段项目等。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为

1073.96 亿元，较 2015 年底增长 1.19%，资产结构较 2015 年底变化不大。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，资产以固定资产为主，结构合理且构成基本稳定，符合行业经营特点。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益波动中略有增长，年均复合增长 2.51%。截至 2015 年底，公司所有者权益 189.21 亿元。其中，实收资本 108.42 亿元（占比 57.30%）；资本公积 86.43 亿元（占比 45.68%），2015 年公司资本公积同比增长 22.54%，主要系公司于 2015 年 4 月发行 15 亿元永续中期票据 MTN001 所致。该期中期票据期限于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。该中期票据募集资金 10 亿元用于呼和浩特至凉城公路项目建设，5 亿元用于偿还银行贷款。截至 2015 年底，盈余公积 9.88 亿元（占比 5.22%），由法定盈余公积金和任意盈余公积金构成；未分配利润-15.53 亿元，主要是净利润亏损相应调整未分配利润所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 189.06 亿元，较 2015 年底减少 0.08%，所有者权益结构与 2015 年变化不大。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

负债

2013~2015 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 11.64%。截至 2015 年底，公司负债总额为 872.07 亿元，主要由于短期借款、其他应付款、一年内到期的长期借款和长期借款的增加所致。从负债结构来看，流动负债占 20.92%，比重有所上升，长期负债占 79.08%。

2013~2015 年，公司流动负债年均快速增长 39.02%，截至 2015 年底，公司流动负债

182.40 亿元，主要由短应付账款（占比 10.59%）、其他应付款（占比 66.55%）、一年内到期的长期负债（占比 16.17%）和其他流动负债（占比 5.72%）构成。

2013~2015 年，公司应付账款年均复合下降 5.17%。截至 2015 年底，应付账款为 19.32 亿元，主要是质保金及工程款，无关联方应收账款。

2013~2015 年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 156.88%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 121.39 亿元，主要系 2014 年和 2015 年公司增加 101.50 亿元股权投资保证金（拟组建高发司收到的股权投资准备款）及其利息收入所致，该类保证金账龄为一年以内和一年至两年。针对该笔股权投资准备款公司设置了专门账户，公司同其他五家战略投资者共同监管，产生的利息收入归属于五家战略投资者。按账龄来看，公司其他应付款中 1 年以内的占 25.18%，1~2 年的占 70.54%，2~3 年的占 1.77%，3 年以上的占 2.51%。

2013~2015 年，公司一年内到期的长期负债年均复合增长 97.02%至 29.50 亿元，主要为公司 2016 年到期的长期借款 8.30 亿元和应付债券 21.20 亿元（“10 蒙路债”和“11 蒙高路 MTN1”）。

2013~2015 年，其他非流动负债波动下降 28.14%至 10.43 亿元，主要为公司于 2015 年 2 月 10 日发行的 10 亿元“15 蒙高路 CP001”1 年期短期融资券及其利息。该期募集资金用于偿还包括华鑫国际信托 7.19 亿元临河绕城公路项目贷款和公司发行的 2014 年第一期 1 年期 5 亿元“非公开定向发债融资工具”。

2013~2015 年，公司长期负债年均复合增长 6.74%。截至 2015 年底，公司长期负债 689.67 亿元，主要为公司长期借款（占比 66.72%）、应付债券（占比 14.61%）和长期应付款（占比 14.65%）。

2013~2015 年，公司长期借款有所增长，

年均复合增长率为 11.12%。截至 2015 年底，公司长期借款 460.17 亿元，主要以高速公路收费权质押借款为主。

2013~2015 年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长 23.89%。截至 2015 年底，公司应付债券为 100.75 亿元，主要为公司发行的定向融资工具、中期票据和企业债券。

表 8 2015 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	金额	到期日
07 蒙路债	8.12	2017.09
10 蒙路债	6.31	2016.07
11 蒙高路 MTN1	15.41	2016.07
12 定向融资款	20.64	2019.11
12 蒙路债	15.12	2017.06
14 定向融资款	20.85	2017.05
14 蒙高路中期票据	10.17	2019.10
14 蒙高路 MTN002 募集资金	10.05	2019.11
15 蒙高路中期票据 PPN001	15.28	2020.08
小计	121.95	--
减：1 年内到期部分	21.20	--
合计	100.75	--

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 8.76%。截至 2015 年底，公司长期应付款 101.05 亿元，主要为应付内蒙古交通厅的款项 90.01 亿元和包东高速公路通行费收入收益权资产支持专项计划优先级资产支持证券（以下简称“包东资产支持证券”）11.20 亿元。公司于 2015 年 4 月发行 5 年期包东资产支持证券 12 亿元，其中优先级资产支持证券化 11.2 亿元，次级资产支持证券化 0.8 亿元。次级资产支持证券由特定原始权益人(公司)持有。该债券以 G65 高速树林召-东胜布日都北大桥段的高速公路收费收益权进行质押。由于长期应付款需偿还本息，具有长期借款性质，本报告在计算长期有息债务进行考虑。

公司对内蒙古交通厅的长期应付款是根据《内蒙古交通厅关于移交内蒙古自治区高等级公路建设开发有限责任公司资产负债的通知》（内交发[2005]672 号）的负债确定原

则确定，并按期计提了利息。内蒙古交通厅移交公司经营管理资产的债权人主要包括：中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、国家开发银行、内蒙古自治区财政厅（国债转贷资金和世行贷款）、内蒙古自治区交通厅。对于国内银行贷款，内蒙古交通厅已向各承贷经办行提出了变更借款人的申请，由内蒙古交通厅、公司、银行三家协商后，由原借款人内蒙古自治区交通厅作为债务转让方、公司作为债务受让方，各承贷经办行作为贷款方共同签订《公路贷款转让协议》，以各银行现有贷款余额作为债务转让额，并明确：合同约定的贷款期限不变，利率不变；借据上的借款人变更为公司；借据贷款期限为剩余期限；收费权质押合同根据内蒙古交通厅承诺继续有效；银行开户维持内蒙古交通厅原有，还本付息情况预测见下表。2016 年公司需还本付息 13.41 亿元。

表 9 长期应付款还本付息预测统计表（单位：万元）

年份	还本	付息	合计
2016 年	103591	30466	134057
2017 年	139663	38989	178652
2018 年	112276	31872	144148
2019 年	104464	25749	130213
2020 年	100834	19949	120783
2021 年	107992	14050	122042
2022 年	108258	7941	116199
2023 年	86416	2441	88858

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司专项应付款年均复合下降 22.12%。截至 2015 年底，公司专项应付款 27.67 亿元，主要为呼集项目、G302 线乌兰浩特至阿力得尔项目和集宁东绕城等项目收到的地方政府专项资金，明细见下表。

表 10 截至 2015 年底公司专项应付款列表

（单位：万元）

项 目	金额
呼集项目	252922.18
G302 线乌兰浩特至阿力得尔项目	20000.00

集宁东绕城项目	2426.63
其他	1302.44
合 计	276651.25

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务快速增长，三年分别为 612.49 亿元、618.63 亿元和 702.30 亿元。债务结构以长期债务为主，2015 年公司长期债务为 661.97 亿元，占全部债务的 94.25%。

从债务指标看，2013~2015 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率呈上升趋势。截至 2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 82.17%、77.77%和 78.78%。考虑到公司于 2015 年月发行的 15 亿元永续中期票据 MTN001，将其纳入负债和长期债务后，截至 2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 83.59%、79.53%和 80.46%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 884.90 亿元，较 2015 年增长 1.47%，其中非流动负债为 694.95 亿元；公司有息债务总额为 712.93 亿元，较 2015 年底增长 1.51%，其中长期债务占 94.13%。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 82.40%、78.02%和 79.04%。将 15 亿元永续中期票据 MTN001 纳入负债和长期债务后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 83.79%、79.76%和 80.70%。

总体看，公司负债结构以长期债务为主；整体债务负担重。

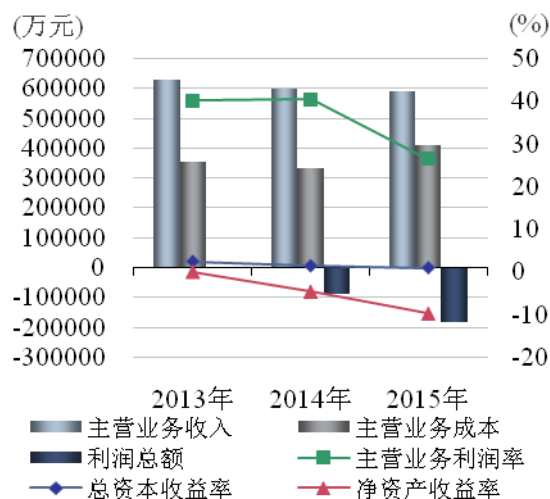
4. 盈利能力

近三年公司通行费收入整体呈下降趋势。受主业通行费收入下降影响，2013~2015 年，公司主营业务收入年均复合下降 3.17%，三年分别为 63.08 亿元、59.89 亿元 59.14 亿元；公司主营业务利润率分别为 40.14%、

40.40%和 26.50%。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 9.91 元，主营业务利润率为 73.75%。根据内蒙古自治区交通运输厅[2016]306 号文《内蒙古自治区交通运输厅关于公益性公路资产不计提折旧的批复》，公司所辖公益性公路资产自 2015 年度起不再计提固定资产折旧。由于该文件于 2016 年下发，会计处理于 2016 年度开始不再对公益性公路资产计提折旧。受此影响，公司主营业务利润率明显提高。

公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2013~2015 年年均复合增长 16.68%，2015 年为 33.58 亿元。其中财务费用为 29.46 亿元，财务费用的增长一方面系随着在建项目的完工，部分利息支出费用化计入财务费用所致，另一方面系有息债务增加所致。2016 年 1~3 月，公司期间费用 7.35 亿元，占 2015 年全年的 21.88%。

图3 2013~2015年公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司利润总额逐年降低，分别为 0.34 亿元、-8.71 亿元和 -18.26 亿元。自 2014 年起，因为公司通行费收入的降低及成本增高，加之高额财务费用对主营业务利润的侵蚀，公司主业呈现亏损状态，导致公司利润总额由正转负。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 9.91 亿元、利润总额 -0.16

亿元，亏损情况有所好转。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下滑。公司总资本收益率三年分别为 2.64%和 2.43%和 1.18%。公司净资产收益率三年分别为 0.11%、-4.58%和-9.75%。

总体看，近年来公司主营业务收入有所下降，同时受大额财务费用支出影响，公司主业出现大幅亏损。未来随着公司经营路产不再计提折旧，利润总额有望显著提升。

5. 现金流

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金绝大部分来源于车辆通行费收入，与公司主营业务收入保持高度一致，2013~2015 年，年均复合下降 6.92%；同期，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；近三年，公司经营活动产生的现金流入分别为 69.62 亿元、69.37 亿元和 63.42 亿元。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 100.81%、103.24%和 93.16%，公司现金回流情况正常。2013~2015 年经营活动产生的现金净流量分别为 39.82 亿元、35.44 亿元和 24.03 亿元。总体看，公司经营活动获取现金能力强。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量很小；投资活动现金流出主要是对公路项目的投资，2013~2015 年分别为 124.74 亿元、43.06 亿元和 22.96 亿元，年均复合下降 57.19%；为此，2013~2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-124.71 亿元、-43.05 亿元和-22.91 亿元，年均复合下降 57.10%。公司经营活动现金流入难以长期覆盖投资活动支出，公司对举债融资依赖性强。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入规模波动减少，但仍保持在较大规模，分别为 204.86 亿元、87.89 亿元和 160.80 亿元，主要来自自银行贷款、信托贷

款和发行债券；吸收投资收到的现金规模较小。筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付银行贷款利息。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 104.82 亿元、-31.78 亿元-28.30 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 6.61 亿元；投资活动现金流量净额为 -9.03 亿元，系公司工程项目的持续投入所致；筹资活动现金流量净额为 3.31 亿元，筹资活动流入主要为新增的短期借款 12 亿元和融资租赁款 10 亿元。

综合来看，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降，收入实现质量较好。由于公司建设项目投入规模较大，筹资规模仍保持在较高水平。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司债务以长期债务为主，短期债务所占比例很小，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率持续下降，2015 年底分别为 106.67%和 104.85%；2016 年 3 月底，两项指标分别为 104.78%和 102.89%。2013~2015 年公司经营现金流流动负债比分别为 42.19%、24.69%和 13.18%，经营活动现金流对短期债务保护程度持续减弱。总体看，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年公司 EBITDA 逐年下降，三年分别为 44.76 亿元、39.59 亿元和 29.94 亿元，相应地，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，2015 年为 1.04 倍；2013~2015 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 13.69 倍、15.63 倍和 23.95 倍，公司对全部债务的保护能力继续减弱。总体看，目前公司债务负担重，由于财务费用支出金额大，造成整体盈利能力处于较低水平；公司长期偿债能力有所减弱，但考虑到公司的区域垄断地位，得到了国家和内蒙古自治区在资金补贴等方面的大力支持，公司整体偿

债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保金额总计 11.50 亿元，担保比率为 6.08%，分别为对乌兰察布交通运输局的 9.00 亿元保证担保和对包头市公路建设开发有限责任公司的 2.50 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组成部门，主要负责贯彻落实国家、自治区、市委市政府及有关交通运输行业的法律、法规、政策、标准和规划；组织拟定全市交通行业发展的总体规划、专项规划、中长期发展规划并监督实施；承担涉及全市综合运输体系的规划协调工作；承担全市交通运输市场监督管理责任等工作。

包头市公路建设开发有限责任公司主要经营业务为公路建设投资开发经营管理。公司股东为包头交投集团有限公司，主营业务为公路建设投资运营管理。截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 9.07 亿元、负债总额 7.51 亿元。

被担保企业包头市公路建设开发有限责任公司规模小，盈利能力较弱，但对外担保规模占比大的乌兰察布市交通运输局作为政府部门经营风险较低。整体来看，公司对外担保金额较小，担保比率较低，公司或有负债风险较小。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 579.47 亿元，其中已使用 452.66 亿元，尚未使用 126.81 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

7. 过往债务履约情况

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），截至 2016 年 5 月 30 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及内

蒙古自治区政府对于公司的各项支持等的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、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

公司本期中期票据计划发行额度为 10 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加 10 亿元有息债务，占 2016 年 3 月底长期债务、全部债务的 1.48%和 1.37%，对公司现有债务影响小。

截至 2016 年 3 月底，将 15 亿元永续中期票据纳入负债和长期债务后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 83.79%、79.76%和 80.70%，以公司 2016 年 3 月底报表财务数据为基础，同时考虑到公司即将发行的 10 亿元 2016 年度第一期中期票据，预计本期中期票据发行后，公司此三项指标将分别上升至 84.09%、80.22%和 81.12%，公司债务负担继续加重，但考虑到本期中期票据资金将用于偿还银行贷款，公司实际债务水平将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 69.62 亿元、69.37 亿元和 63.42 亿元，分别为本期中期票据募集资金的 6.96 倍、6.94 倍和 6.34 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 39.82 亿元、35.44 亿元和 24.03 亿元，分别为本期中期票据募集资金的 3.98 倍、3.54 倍和 2.40 倍；公司 EBITDA 分别为 44.76 亿元、39.59 亿元和 29.94 亿元，分别为本期中期票据募集资金的 4.48 倍和 3.96 倍和 2.99 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较强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小。但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。同时本期中期

票据与公司拟发行的 2016 年度第一期中期票据偿还时间较近，存在一定的集中偿付压力。

十一、结论

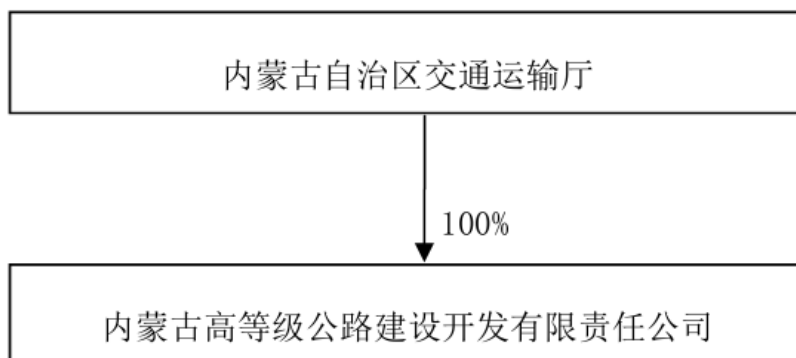
交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。中国高速公路建设发展空间较大，高速公路发展前景良好。

公司作为内蒙古自治区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速公路和高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，地域性行业垄断优势突出。近年受宏观经济景气度下降、煤炭外运总量减少、铁路分流、公路改扩建等因素影响，高速公路车流量和通行费收入规模呈现一定程度下滑。区内煤炭外运量下滑，加之铁路建设规模加大，对公司下属路段持续产生分流影响，公司投资项目后续通车情况下，车流量增长程度可能低于预期。公司资产结构较合理且构成基本稳定；公司所有者权益稳定性好；公司负债水平高，债务结构以长期债务为主，符合行业特点；公司主营业务利润率高，但受大额财务费用支出影响，公司整体盈利能力处于较低水平；整体偿债能力尚可。

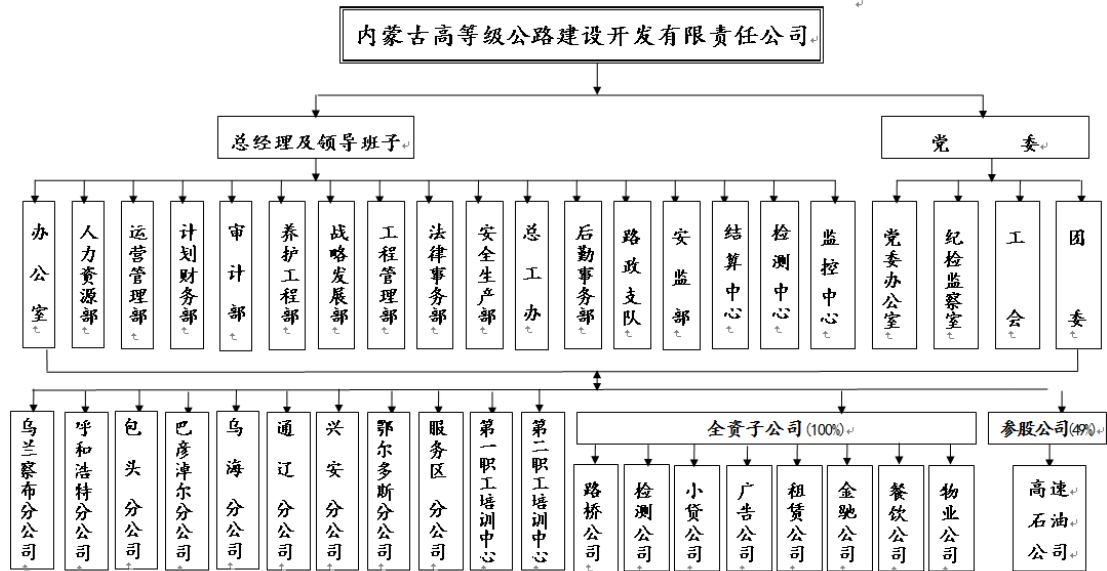
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

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，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	141.12	101.5	74.41	74.37
资产总额(亿元)	879.79	955.42	1061.29	1073.96
所有者权益(亿元)	180.07	191.76	189.21	189.06
短期债务(亿元)	52.81	24.43	40.33	41.85
长期债务(亿元)	559.69	594.20	661.97	671.08
全部债务(亿元)	612.49	618.63	702.30	712.93
主营业务收入(亿元)	63.08	59.89	59.14	9.91
利润总额(亿元)	0.34	-8.71	-18.26	-0.16
EBITDA(亿元)	44.76	39.59	29.94	--
经营性净现金流(亿元)	39.82	35.44	24.03	6.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	80.88	39.58	15.67	--
存货周转次数(次)	11.74	8.77	25.40	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	100.81	103.24	93.16	109.16
主营业务利润率(%)	40.14	40.40	26.50	73.75
总资本收益率(%)	2.64	2.43	1.18	--
净资产收益率(%)	0.11	-4.58	-9.75	--
长期债务资本化比率(%)	75.66	75.60	77.77	78.02
全部债务资本化比率(%)	77.28	76.34	78.78	79.04
资产负债率(%)	79.53	79.93	82.17	82.40
流动比率(%)	161.90	134.41	106.67	104.78
速动比率(%)	157.28	132.15	104.85	102.89
经营现金流动负债比(%)	42.19	24.69	13.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.39	1.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.69	15.63	23.95	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.96	6.94	6.34	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.98	3.54	2.40	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.48	3.96	2.99	--

注: 1.财务报表采用旧准则编制, 所有者权益不包含少数股东权益;

2.2016 年一季度财务数据未经审计;

3.2013 年、2015 年、2016 年 3 月底公司其他流动负债中短期融资券调整至短期债务。

4.长期应付款已调整至长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期负债+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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，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，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月七日

