

信用等级公告

联合[2009] 070 号

联合资信评估有限公司通过对山西省交通建设开发投资总公司 2009 年度 20 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

山西省交通建设开发投资总公司
2009 年度 20 亿元企业债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年四月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层

电话：[010] 85679696

传真：[010] 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhecredit.com.cn

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）与山西省交通建设开发投资总公司（以下简称“山西交通”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与山西交通不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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，未因山西交通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山西交通提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山西交通 2009 年度 20 亿元企业债券自发行之日起至兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零零九年四月二十九日



山西省交通建设开发投资总公司

2009 年度 20 亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期企业债券信用等级: AA

本期企业债券发行额度: 20 亿元

本期企业债券期限: 5+5 年

评级时间: 2009 年 4 月 29 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(亿元)	170.23	190.75	161.49
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	51.19	69.19	70.32
长期债务(亿元)	94.70	84.64	60.86
全部债务(亿元)	94.70	84.64	60.86
主营业务收入(亿元)	12.59	19.32	15.22
利润总额(亿元)	0.48	2.87	10.54
EBITDA(亿元)	8.88	12.19	20.14
经营性净现金流(亿元)	11.46	12.46	9.31
主营业务利润率(%)	41.55	46.82	53.32
净资产收益率(%)	0.94	4.97	13.08
资产负债率(%)	69.93	63.73	56.45
全部债务资本化比率(%)	64.91	55.02	46.39
流动比率(%)	117.40	184.72	176.11
全部债务/EBITDA(倍)	10.66	6.94	3.02
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	2.10	3.99
EBITDA/本期发债额(倍)	0.45	0.61	1.01

分析师

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizb@lianheratings.com.cn

梁秀国

电话 010-85679696-8829

邮箱 liangxg@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对山西省交通建设开发投资总公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为山西省最大的公路投资运营公司,在区域规模实力以及路产质量等方面拥有的优势;同时联合资信也注意到现行收费政策的不确定性、公司对外担保数额较大以及未来债务负担可能加重等因素对公司信用状况带来的负面影响。

未来,公司主要投资项目为高平至陵川段高速公路,项目整体投资规模较大,公司债务水平存在上升压力;但随着公司现有收费资产收益的稳步增加以及上述项目的建成通车,公司整体盈利规模及现金流有望得到进一步增长,这有利于缓解公司的债务压力,并保持其整体较强的偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司为偿还本期企业债券,设立了偿债专户,若公司未能按时将当期偿付资金划入偿债专户,则山西省交通厅承诺将当期偿付资金缺口补足。上述措施有利于进一步增强公司本期企业债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用等级以及本期企业债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期企业债券到期不能偿还的风险小。

优势

1. 公路交通是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业,发展前景良好。

2. 公司是山西省最大的公路投资运营企业,在山西省内高速公路投融资建设、管理运营领域中居领导地位,区域规模实力较强。

3. 公司下属高速公路是山西省“人”字主骨架的重要组成部分,地理位置优越,路产质量良好。

关注

1. 二级公路收费的逐步取消，将对公司主要收费资产产生分流影响，公司的盈利能力存在下降风险。
2. 公司计划投资规模较大，债务水平存在上升压力。
3. 公司对外担保数额较大。

一、主体概况

山西省交通建设开发投资总公司（以下简称“公司”或“山西交通”）前身是1993年成立的山西交通建设开发总公司，1999年根据晋交人字（1999）519号文《关于省交通建设开发总公司更名的批复》，公司更名为现称。截至2008年底，公司注册资本375756.00万元，山西省交通厅为公司唯一出资人。

公司经营范围：组织引进资金，投资兴建公路桥梁、航道、港口和交通运输客货站场及相关服务设施的开发。承揽交通建设工程及组织招、投标。汽车运输服务（仅限分支机构）。自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营和禁止进出口的商品及技术除外；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对外销售贸易和转口贸易，房屋租赁，路牌广告的制作和发布。

截至2008年底，公司下属控股企业13家（见附件1），参股企业8家；公司下设经理办公室、路桥管理部、公路经营管理部、多种经营开发部、财务部和审计部等10个职能部门。

截至2008年底，公司资产总额1614870.67万元，所有者权益618556.68万元；2008年，公司实现主营业务收入152160.15万元，净利润80925.20万元。

公司注册和经营地址：山西省太原市平阳路269号；法定代表人：魏庆飞。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2009年发行人民币债券20亿元，为10年期固定利率债券，并附公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。

公司有权决定在本期债券存续期的第5年末上调本期债券后5年的票面利率，调整幅度为0至100个基点（含本数）。

公司作出关于是否上调本期债券票面利率

及调整幅度的公告后，投资者有权选择在回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，计息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司为偿还本期企业债券，设立了偿债专户，同时山西省交通厅承诺，若公司未能在每年还本付息日30个工作日之前将当期偿付资金划入偿债专户，则山西省交通厅将在还本付息日20个工作日之前将当期偿付资金缺口划入公司偿债专户。

本期债券无担保。

2. 本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金20亿元人民币，将全部用于高平至新乡公路高平至陵川段公路的建设。

高平至新乡公路高平至陵川段是山西省高速公路网规划的重要一段，是山西省通往中东部省份及沿海地区的又一快速通道。路线起点位于高平市河西镇常乐村东南，与长晋高速公路相接，路线全长62.175公里，另建陵沁连接线0.87公里和陵修连接线4.05公里。该项目已经山西省发展和改革委员会晋发改交通发[2008]373号文件、山西省环境保护局晋环函[2008]972号文件、山西省国土资源厅晋国土资函[2008]479号文件和山西省水利厅晋水保[2008]852号文件审核通过。

该公路项目投资估算为36.3亿元（包括陵沁连接线路面工程费237万元和陵修连接线路面工程费513万元）。项目经济内部收益率为13.51%，经济净现值为236,886.60万元，效益费用比为1.78，全部投资在征收所得税情况下财务内部收益率为7.77%，财务净现值为68,212.55万元，财务效益费用比为1.14。项目已于2008年末开工建设，拟于2012年年初建

成通车，目前正在按计划进行项目实施工作。

三、行业分析

公司主营业务为公路投资与经营管理。

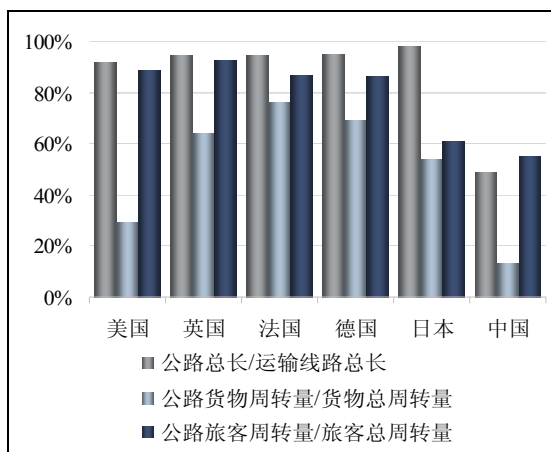
1. 公路行业概况

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。

现代交通是由公路、铁路、水路、航空、管道等五种运输方式构成的综合运输体系，其中，公路交通在综合运输体系中占主导地位。公路交通作为最广泛、最普及的运输方式，在综合运输体系中具有基础性、先导性的作用。它不仅可以与其他运输方式组合来满足不同的运输需求，为机场、港口、铁路枢纽等提供便捷的集疏运条件，而且可以在铁路、水运、航空不能到达的地方提供更大范围的交通覆盖，充分体现了“覆盖面广、时效性强、机动灵活、门到门运输”的特点与优势。

近20多年来，中国公路建设呈现出快速增长的态势，取得了举世瞩目的成就。据交通部统计，截至2007年底，中国公路总里程达358.37万公里，等级公路里程253.54万公里，比2006年末增加25.25万公里，占公路总里程的70.7%，比2006年末提高4.7个百分点。综合来看，近年来中国公路建设保持了稳定的增长态势。

图1 主要国家公路占综合运输体系比重



资料来源：国家统计局、各国统计年鉴

在当前西方发达国家综合运输体系中，公路均居于明显的主导地位。通过与发达国家统计数据的比较可以看出（参见图1），中国公路总量和运输量在综合运输体系中所占比重偏低，与世界主要发达国家还存在一定的差距。

虽然面临经济增长下滑等不利因素的影响，但2008年前三季度中国公路运输仍保持了较快的增长速度，其中公路运输完成客运量163.06亿人，同比增长7.4%；旅客周转量9316.19亿人公里，同比增长9.4%；货运量133.03亿吨，同比增长13.7%；货物周转量1160.87亿吨公里，同比增长16.1%。

2. 高速公路行业

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。

二十世纪二三十年代，意大利和德国修建了世界上最早的高速公路，但受经济发展程度和战争的影响，全球高速公路总体发展较为缓慢。二战结束后，伴随着经济的持续快速增长和汽车工业的兴起，美国、西欧、日本等西方发达国家相继进入了高速公路大规模发展的黄金时期。

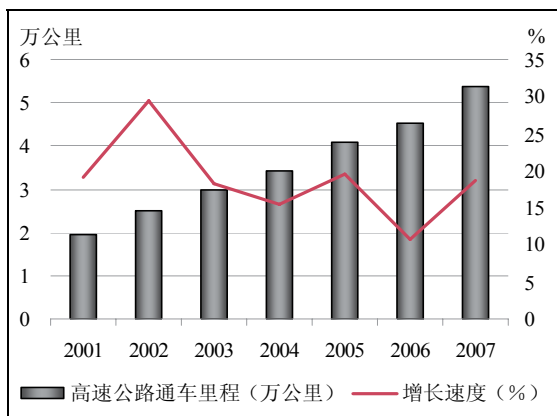
相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段年通车里程基本保持在3000～5000公里之间（见图2）。

截至2005年底，中国“五纵七横”国道主干线（包括12条国道，总长5万公里，连接所

有人口在 100 万以上的城市和绝大多数人口在 50 万以上的城市) 建成已超过 90%，2006 年中国“五纵七横”国道主干线京沪公路天津段、沪瑞公路三穗至凯里段、连霍公路清水至嘉峪关段，西部省际通道阿北公路黄陵至延安段、兰磨公路思茅至小勐养段，国家高速公路网京承高速公路北京段二期、杭瑞高速公路景德镇至婺源段等重点项目相继建成通车。2000 年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，截至 2007 年底，中国高速公路通车里程达 5.39 万公里，仅次于美国位居世界第二位。

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在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，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

图2 中国高速公路通车里程

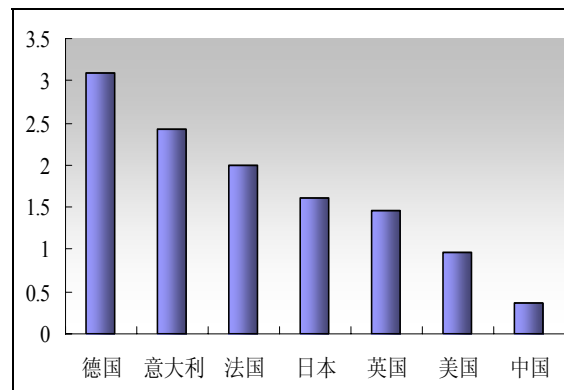


资料来源：交通运输部

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平（参见图3）；从连通城市看，中国目前仅连通

50万人以上的城镇（而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有 10 万人以上的城镇）；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，但仍存在大量的“断头路”，中国高速公路的网络化任务依然艰巨。

图3 主要国家高速公路密度比较
(单位：公里/百平方公里)



资料来源：联合资信整理

3. 公路收费政策

目前世界上的收费公路主要集中在欧洲（如法国、意大利及西班牙等国）和亚洲（如中国、日本、新加坡及马来西亚等国）。国外公路收费一般基于以下几种目的：一是筹集养护资金，以确保公路路况的完好，如美国的收费公路。二是调节交通流量，通过在某些较拥挤的高速公路征收通行费，引导车流量的走向，如新加坡等国。三是以偿还贷款或盈利为目的的经营性收费，如法国、意大利、日本等。

中国公路收费始于 20 世纪 80 年代初期，1981 年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了中国“贷款修路，收费还贷”的先河。1984 年国务院通过了加快公路建设的三大政策：一是适当提高公路养路费征收标准，二是开始征收车辆购置附加费，三是允许集资、贷款修建公路，并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此，中国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越发展。

据交通部统计，中国自实施收费公路政策

以来，共筹集了 8000 多亿的建设资金，目前已建成的所有高速公路、70% 的一级公路、50% 的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的。2007 年全社会完成公路投资 6489.91 亿元，公路建设到位资金 5744.92 亿元，同投资完成额相比，资金到位率为 88.5%，比 2006 年提高 0.5 个百分点。

2009 年 1 月 1 日，中国成品油燃油税改革正式实施，汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元，柴油由每升 0.1 元提高到 0.8 元，其它成品油单位税额相应提高。取消公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费。同时为配合成品油价格和税费改革，目前有 14 个省区市正式试点开展取消政府还贷二级公路收费的有关工作（山西省不包括在内）。目前由国家发改委、交通运输部和财政部共同拟定的《取消政府还贷公路收费实施方案》已上报国务院，该方案的总体要求是，逐步有序、尊重地方意愿；总体思路是“国家鼓励、地方为主，确定目标、有序推进，锁定债务、逐年偿还，安置人员、确保稳定”。目前部分省区市作为试点省份正在开展取消政府还贷二级公路收费的有关工作。未来，随着政府还贷二级公路收费取消试点工作的展开，中西部省份二级公路的收费营运年限具有一定的不确定性。

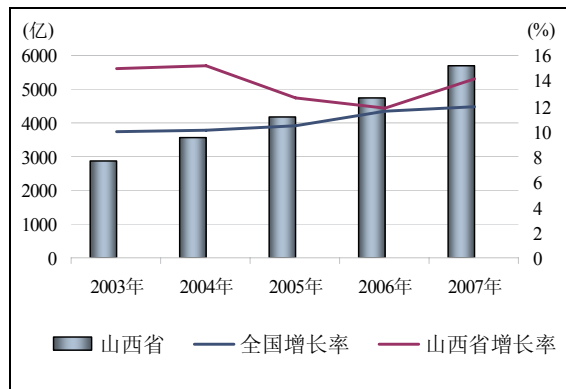
从高速公路收费制度的持续性看，一方面，地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款；另一方面，公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此，从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看，国家在短期内下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大，未来一段时间内，高速公路收费模式仍将存在。

4. 山西省公路建设情况

山西省是能源大省，拥有丰富的矿产资源尤其是煤炭资源，约占全国探明煤炭储量的

30%，近年来在资源价格快速上涨的带动下经济迅速发展，经济增长均超过全国的平均增长速度（见图 4）。2007 年山西省实现国民生产总值 5696.2 亿元，较 2006 年增长 14.2%，人均生产总值 16835 元，按 2007 年平均汇率计算达到 2213 美元。

图 4 2003~2007 年山西省 GDP 增长情况



资料来源：统计年报

近年来，山西省大力发展公路交通，汽车保有量和公路运输能力持续增长。截至 2007 年底，山西省公路通车里程和等级公路里程分别达到 119868 公里和 107102 公里，同比增长 6.14% 和 11.00%，里程在全国分别位列第 17 位和第 9 位；2007 年底，山西省公路营运汽车达 271301 万辆，同比增加 4098 辆。2007 年完成公路客运量 39632 万人和旅客周转量 2071400 万人公里，分别同比增长 3.2% 和 9.2%。全社会完成公路货运量和货物周转量分别为 82084 万吨和 4274569 万吨公里，同比增长 4.6% 和 6.1%。总体看，山西省的公路交通发展迅速，汽车保有量、旅客周转量和货物周转量保持持续增长势头。

5. 行业发展前景

(1) 中国高速公路发展前景

2005 年 1 月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均 30 分

钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（“7918网”）。

根据国家高速公路网的规划，到2010年，中国将建成高速公路5~5.5万公里，占规划总里程的60%左右，其中，东部地区约1.8~2.0万公里，中部地区约1.6~1.7万公里，西部地区约1.6~1.8万公里；到2010年，从国家高速公路网实现的效果上看，可以基本贯通“7918”当中的14条路，国家高速公路网总体上将实现“东网、中联、西通”的目标。

2008年11月5日，国务院常务会议部署了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，明确到2010年年底，投资4万亿元加快建设进度，2008年第四季度先增加安排中央投资1000亿元，其中100亿元投资将主要用于国家高速公路网的在建项目和农村公路建设，并优先向西部地区倾斜，向欠发达方向倾斜。同时根据交通运输部规划，2009-2010年交通固定资产投资规模计划年均达到1万亿元水平。

目前对于高速公路潜在分流影响的主要为铁路运输。由于铁路运输在成本上，尤其是长途运输要远远低于公路，未来铁路的分流作用将对高速公路的运行产生巨大影响。2006年，国务院发文放宽了铁路投资主体的准入条件，允许民间资本和外资的介入，为铁路发展资金来源开拓了新的渠道。根据规划，“十一五”期间，中国快速客运网总规模将达到20000公里以上，形成覆盖全国的集装箱运输系统，铁路建设与运输效率将得到加强。而且，新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输的周转时间，增强了铁路运输的竞争力，对公路运输产生了一定冲击。但是从中国目前的经济增长状况来看，对运输的整体需求增长将高于铁路建设的增长速度，而且铁路建设投资周期长，未来几年内对高速公路运输分流影响不大。

可以看出，中国高速公路有较大的发展空间，未来几年仍将是基础设施投资的重点。

（2）山西省高速公路发展前景

根据山西省“十一五”规划纲要，2009~2010年，将建设公路4.3万公里。其中，新建项目4100公里，改扩建项目3.9万公里，项目总投资约2000亿元。其中，高速公路安排建设项目33个2776公里，包括新建的31个项目2686公里和2个拓宽改造项目90公里。到“十一五”末，山西省公路通车里程达到12.6万公里，公路密度达到80.6公里/百平方公里，高速公路通车里程达到3000公里，一、二级公路通车里程达到16000公里。

总体来看，中国公路建设与经营企业面临较好的发展环境、发展潜力以及良好的盈利前景，机遇与挑战并存，总体行业风险较小。

但交通基础设施建设投资大，回收期长，近年来土地价格、材料能源价格以及贷款利率的波动增加了企业的经营风险。与此同时，国务院2004年9月颁布，同年11月实行的《收费公路管理条例》明确提出应当坚持发展非收费公路。东部地区收费最高年限为25年，收费价格实行听证等有关规定，对高速公路投资经营企业会造成一定影响。此外，随着交通基础设施投资建设和运营市场的日趋开放，经营主体将呈现更为多元化，现有交通投资、运营企业将面临激烈的竞争。

四、公司基础素质

1. 公司规模

公司是山西省交通厅直属的集建设、经营、服务为一体的国有企业，是山西省内最大的高速公路投资运营公司，在山西省内高速公路投融资建设、管理运营领域中居领导地位。公司管理的太焦高速公路（由太长高速、长晋高速和晋焦高速组成），北起山西省省会太原市，经晋中市、长治市、高平市、晋城市，南至河南省焦作市，是山西省“人”字型交通骨架的重要组成部分，并与在建的焦作至郑州的高速公路相连，是山西省煤炭运输的大动脉，地理位

置优越，具有良好的盈利前景。

截至 2008 年底，公司参控股的高速公路包括：太长高速、长晋高速、晋焦高速、东山过境高速（见表 1）。除此之外，公司还拥有长晋和阳济两条二级公路。

表 1 公司参控股的收费资产情况

公路名称	长度 (公里)	经营期限 (年)	车道 (条)	持股 (%)
太长高速	199.535	25	双向四车道	70
长晋高速	93.045	25	双向四车道	40
晋焦高速	32.045	30	双向四车道	40
东山过境 高速	26.23	25	双向六车道	100

注：东山过境高速是由山西阳长高速公路有限公司和山西江武高速公路有限公司所拥有的高速公路所组成。

除了公路收费资产外，公司还拥有公路施工、国际贸易、房地产开发、酒店和生态开发等多种产业，为公司未来多元化发展提供了基础保障。

总体来看，公司下属公路资产质量良好，规模实力较强，具有一定区域垄断优势。

2. 人员素质

公司有 8 位高层管理人员，包括总经理 1 位、党委书记兼副总经理 1 位、党委副书记兼工会主席 1 位，总会计师 1 位，副总经理 4 位，全部具有大专以上学历。

公司总经理魏庆飞先生，男，59 岁，大专学历，高级经济师，曾任武乡县汽车站调度，沁县中心站运务科负责人，山西省汽车运输公司运务处干事，山西省汽车运输公司运务副处长，山西省太原客运公司副经理和山西省太原汽车客运总站经理，1995 年 5 月至今任山西省交通建设开发投资总公司总经理。

公司党委书记兼副总经理李平，男，52 岁，大学文化程度，高级正政工师，曾任山西大学、省委党校大学经济专业团总支委员，山西省汽车运输公司政治处，山西省汽车运输总公司党委办公室，山西省汽车运输总公司政治部，山西太原汽车客运总站，山西太原汽车客运总站，山西省交通建设开发投资总公司副经理，2002

年 8 月至今任山西省交通建设开发投资总公司党委书记兼副总经理。

截至 2008 年底，公司共有员工 2602 人，按学历划分，大专及大专以上占 30.51%，高中和中专占 61.30%，初中及以下占 8.19%；按年龄划分，29 岁以下人员占 82.17%，30 岁~50 岁人员占 16.76%，50 岁以上人员占 1.07%；按职称划分，高级职称占 1.00%，中级职称占 3.69%，初级职称占 1.84%。

总体看，公司管理团队整体素质较高，且长期从事相关业务工作，管理能力较强；公司员工队伍趋于年轻化，结构比较符合传统国企特征，能够满足现有业务需要。

3. 区域环境

山西省拥有丰富矿产资源，目前已探明储量的有 62 种，煤炭是山西省最重要的矿产资源，占全国探明储量的 30%，主要产煤区有晋城、大同、临汾、忻州、吕梁等地。其中，晋城市煤铁储量巨大，煤炭资源以无烟煤为主，储量约占全国无烟煤储量的 1/4 以上，占山西省的 1/2 左右。晋城煤炭燃烧无烟无味，具有含硫量小，发热量高，可选性好的特点。当地煤炭产品销往全国 20 个省、市、自治区，并出口英国、日本、韩国、东南亚、西欧等国家和地区。

2006 年 12 月，山西省高速公路开始实施计重收费，计重收费是以公路通行车辆实载为基础的收费模式。公司拥有的高速公路是山西省煤炭出省运输的重要通道，尤其是对于晋城煤炭运输更具有举足轻重的地位，通行车辆以重载货车为主。近几年，中国经济发展对煤炭需求的不断增大，再加上通行费政策的改革，公司经营面临较为良好的外部发展环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司是经山西省经济委员会批准成立的国

有独资企业，由山西省交通厅履行出资人职责。公司不设股东会、董事会、监事会，实行总经理负责制。总经理为公司法人代表，对公司的经营、生产、管理全面负责。公司的高级管理人员由山西省交通厅直接任命。公司的重大经营决策由经理办公会审议通过，人员由党政领导联席会任命，经理办公会和党政领导联席会是公司最高级别会议，也是公司最高的权力机构。

公司内设路桥管理部、经理办公室、多种经营开发部、机关党支部、财务部、审计部、人力资源部、公路经营管理部 10 个职能部门。此外，公司设立了评审委员会、经营立会、三产立会等与公司业务、经营战略、财务控制等相协调的内部机构。

总体来看，公司治理结构属于尚未改制的国有企业，未建立三会，治理结构有待进一步完善。

2. 管理体制

公司重视管理制度的建设与实施，已基本建立一整套完整的管理制度，内容涉及综合人事、财务、绩效考核目标管理、分支机构管理等方面。

对下属公司进行管理，公司通过向全资、控股子公司委派高管、董事等方式在职权范围内指导子公司生产经营活动，并通过签订经营责任书的方式，锁定经营原则、经营指标、奖励和惩罚机制，以此作为对下属公司高管进行奖励、惩罚的标准，更好的实现国有资产的保值增值目标。

对高速公路的管理，在收费方面，山西省已基本实现全面联网收费，资金通过山西省高速公路管理局每旬进行拆分一次；在成本管理方面，每年的经营责任书中都规定各种费用，包括管理费用和日常养护费用的支出的规模，作为对高管进行考核的标准。若遇到大中维修支出、资本性支出和专项支出须按公司规定程序上报公司审批。

财务管理方面，公司对下属公司采取收支两条线的管理模式。下属公司按照公司的要求开设两个账户，一个为收入账户，一个为支出账户。收入账户的使用权为公司，下属公司只能用其收取资金，不能支出；支出账户的资金来源为公司，公司每年按照预算拨付一定的资金到子公司的支出账户，以此制约管理下属公司的资金运用。

从总体情况看，公司已基本建立健全了一整套内部管理制度和管理机制，整体管理风险较低。

六、公司经营

公司经营的核心业务是高速公路投资、经营和管理，此外，公司还经营公路施工、国际贸易、房地产开发、酒店、生态开发等多个行业。从表 2 可以看出，2006~2008 年公司主营业务收入有所波动，分别为 125912.88 万元、193158.50 万元和 152160.15 万元。公司 2008 年主营业务收入较 2007 年有较大幅度下降，主要是由于公司 2007 年底将山西长晋高速公路有限公司（以下简称“长晋高速”）60%股权和山西晋焦高速公路有限公司（以下简称“晋焦高速”）60%股权转让给平安信托投资有限公司（以下简称“平安信托”），这两家公司收入不再纳入公司主营业务合并范围所致。

从主营业务收入构成看，车辆通行费收入是公司主营业务收入的主要来源，占比 91.35%。公司车辆通行费资产主要由太长高速、东山过境高速和两条二级公路组成，其中 2008 年太长高速和东山过境高速公路收费占公司车辆通行费总收入的 92.45%；从公司的利润构成看，车辆通行费收入是公司的主要利润来源，公司的多元化产业盈利能力较弱，处于亏损状态。

公司原拥有太长高速、长晋高速、晋焦高速 100%股权，为盘活自身资产，提高自身的融资能力，从 2006 年开始公司与平安信托进

行接触，于 2007 年双方达成共识。2007 年底公司将太长高速 30%股权、长晋高速 60%股权和晋焦高速 60%股权转让给平安信托，受让价格分别为 102301 万元、73170 万元和 52094 万元，共 227565 万元。平安信托分别于 2007 年 6 月和 2008 年 3 月两次以货币现金支付了转让

价款。目前，公司持有太长高速、长晋高速和晋焦高速股权分别为 70%、40%和 40%。股权转让后公司依然保持对三条高速的管理，平安信托向长晋高速和晋焦高速各派遣一位财务总监参与企业的管理。

表 2 公司 2006~2008 年主营业务收入构成

项 目 (万元)	2006 年度		2007 年度		2008 年度	
	主营业务收入	主营业务利润	主营业务收入	主营业务利润	主营业务收入	主营业务利润
车辆通行费收入	114091.68	61956.10	179889.33	102027.17	138996.07	90910.62
工程收入	4247.72	199.10	1374.17	554.74	2388.55	648.22
销售收入	5442.88	103.02	10270.16	391.08	9277.77	459.93
贸易收入	2130.60	-5438.61	1624.84	-5342.76	1497.75	-6010.60
合计	125912.88	56819.61	193158.50	96730.24	152160.15	86008.17

资料来源：公司提供

1. 经营现状

(1) 公路收费板块

截至 2008 年底，公司参控股的高速公路主要包括：太长高速公路、长晋高速公路、晋焦高速公路和东山过境高速公路。2006~2008 年四条高速公路的收入和车流量逐年增长（见表 3）。

收费资产状况

太长高速公路北起省会太原，南至古城上党，是太原至澳门国家高速公路在山西境内的重要一段，是山西省“人字型”高速公路主骨架的重要组成部分，也是山西省“三小时通达”工程的关键路段。太长高速公路的建设是继山西省大运高速公路建设之后，投资最多、规模最大、通车里程最长的基础设施建设项目。全线纵贯 3 市（太原、晋中、长治）9 县区（太原小店区、晋中榆次区、太谷、榆社、武乡、襄垣、屯留、长治郊区、潞城）、23 个乡镇、121 个行政村，建设总里程达 210 公里。全线设计标准为双向四车道。太长高速为山西“人字骨架、九横九环”高速公路网主骨架的重要组成部分，担负着晋北、晋中连接晋东南乃至直下河南中原腹地的纽带作用。与本段高速公路并行的 102、208 国道对太长高速有一定的分流影响，尤其是随着国家逐步取消二级路的收

费制度，部分车辆会选择二级公路，高速公路收费将受到一定影响。2006~2008 年太长高速通行费和车流量持续增长，2008 年太长高速实现通行费收入和车流量分别为 109732.22 万元和 8049616 辆。

长晋高速公路起点位于长治市下秦村终于晋城市牛匠村，途经长治市郊区、长治县、高平市、泽州县、晋城市城区五县市，全长 93.045 公里，是国家高速公路网二广高速公路在山西境内的主要组成部分，也是山西省高速公路“人字骨架、两纵十一横十二环”规划网中人字骨架的重要组成部分。与长晋高速公路平行的主要有 G207 国道，省道 S227（长晋线），同时，周边还分布有 S332（陵沁线）、S331（高陵线）等公路，除 G207 国道对长晋高速公路车流量分流有一定影响外，其它公路对长晋高速公路对车流量分流影响不大。自 2004 年开通运营以来，长晋高速车流量、通行费收入均实现了稳步增长，2008 年车流量达 759 万车次，通行费收入 32926 万元。

晋焦高速公路是山西省“九五”期间公路建设重点项目，起点为晋城市与 207 国道相交，终点为焦作市小尚村，与在建的焦作~郑州高速公路相连，全长 48 公里，山西境内 32 公里，为全封闭、全立交，全部控制出入

的四车道高速公路。该条高速公路因煤炭市场需求旺盛及治理超载超限车辆等因素影响，车流量逐年增长，从 2006 年的 240 万辆次增长到 2008 年的 349 万辆次，同时车辆通行费收入由 2006 年的 17071 万元增长到 2008 年的 31744 万元。2008 年以前晋焦高速是进入河南省的唯一高速公路，随着 2008 年 12 月 31 日晋济高速公路开通，未来可能带来一定的分流影响。

东山过境高速公路是太原市环城高速公路的东段，为减缓太原市区交通压力发挥了极大的作用，周边无其他并行或替代公路。2006~2008 年东山过境高速公路车流量和通行费收入稳步增长，车流量由 1099 万辆次增长到 1977 万辆次，收入从 7590 万元增长到 18765 万元。

表 3 公司高速公路收费情况

公路名称	收费状况（万元）			流量（辆）		
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年
太长高速	44055	97479	109732	5181158	7618924	8049616
长晋高速	16983	26888	32926	4877689	6505520	7597141
晋焦高速	17071	24926	31744	2400306	2855310	3487356
东山过境高速	7590	15508	18765	10987991	19286056	19771519

资料来源：公司提供

收费标准

山西省政府为治理、整顿和规范道路运输市场秩序，完善收费公路计费方式，建立公平、合理、科学的征收机制，从 2006 年开始逐步对

公路实行计重收费。收费政策的变更主要针对货车车型，客车车型的收费标准仍按原有标准进行收费（见表 4）。

表 4 山西省高速公路客车分类收费标准

单位：元/车·公里

车类	车轴、车轮限制	前轴处车辆总高度限制	道路收费标准				隧道收费标准
			甲类	乙类	丙类	丁类	
A	2 轴 4 轮	≤1.3 米	0.39	0.36	0.33	0.3	1
B	2 轴 4 轮	>1.3 米	0.63	0.54	0.45	0.4	1.4
C	2 轴 6 轮	≤2.5 米	1.03	0.87	0.7	0.63	2.1
D	2 轴 6 轮	>2.5 米	1.545	1.41	1.275	1.15	3.8
	3 轴 ≤8 轮	--					
E	≤4 轴	--	1.86	1.86	1.67	1.67	5.7
	>8 轮 ≤10 轮						
F	≤4 轴	--	2.41	2.41	2.17	2.17	7.29
	>10 轮 ≤14 轮						
G	≥5 轴	--	3.2	3.2	2.88	2.88	9.69

备注：1、在具体计算区间收费标准时，车辆通行费以元为单位，实行“二舍八入，三七作五”的取整计算方法（隧道收费与道路收费相加后再取整），最低收费标准为五元；2、其中京大、得大、太长、晋焦路段执行甲类标准，运风、晋阳路段执行丁类标准，其它路段执行乙类标准。

资料来源：公司提供

货车计费方面，根据新的计重收费标准，山西省规定对已实行联网收费的高速公路基本费率为 0.09 元/吨公里（其中运风、晋阳高速公路基本费率为 0.075 元/吨公里），车货总质量小于或等于 10 吨的车辆按基本费率计收，10 吨到 49 吨（含 49 吨）的车辆，按基本费率线性

递减到基本费率的 70%计收，起征点 4 吨，车货总质量不足 4 吨（含 4 吨）按 4 吨计收。另外，公司下属晋焦高速公路尚未实行联网收费，收费标准参见表 5。

表 5 山西省晋焦高速公路车辆通行费收费标准
单位：元/车次

车类	车轴车轮限制	前车处车辆总高度限制	收费标准
A	2 轴 4 轮	≤1.3 米	20
B	2 轴 4 轮	>1.3 米	35
C	2 轴 6 轮	≤2.5 米	50
D	2 轴 6 轮	>2.5 米	90
	3 轴 ≤8 轮	---	
E	≤4 轴 >8 轮 ≤10 轮	---	130
F	≤4 轴 >10 轮 ≤14 轮	---	180
G	≥5 轴	---	250

资料来源：公司提供

总体看，公司下属管理的高速公路是山西省货运的主干道，计重收费政策的调整有助于公司车辆通行费的增长。另外，新计费政策的出台也有助于减少因超载带来的交通事故和路面损害，从而降低公司的公路养护成本，对公司提高盈利能力具有正面效应。

（2）多元化产业

公司除了公路收费板块外，还经营公路施工、国际贸易、房地产开发、酒店、生态开发等多个行业（见表 6）。

表 6 公司其他产业持股情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	经营范围
山西通建房地产开发有限公司	1000.00	80%	房地产开发
山西诺通公路养护有限公司	500.00	86%	公路养护
山西诺盛国际贸易有限公司	1000.00	90%	进出口业务及贸易
山西龙湖生态开发有限公司	500.00	60%	环境生态开发建设
太原康兴生物科技有限公司	50.00	80%	生物制品开发
太原迈思电子工程有限公司	500.00	100%	电子信息工程

资料来源：公司提供

公司多元化产业收入占主营业务收入的比重较小，2006~2008 年分别为 9.39%、6.87%和 8.65%。从绝对数额看，近三年该板块业务收入有所下降，且一直处于亏损状态，三年分别实现主营业务利润-5136.49 万元、-4396.94

万元和-4902.45 万元，亏损主要原因是由于公司的多元化产业目前正处于投入期尚未形成盈利能力。未来，公司将稳步加大对多元化产业的培育，逐步增强其盈利能力。

2. 经营效率

鉴于公司盈利模式的特征，高速公路运行形成的应收账款和存货相对较小。2008 年底公司应收账款和存货分别较 2007 年增长了 10.54%和 49.14%。公司应收账款周转率和存货周转率分别为 9.49 次和 5.73 次，分别较 2007 年的 16.50 次和 9.48 次有较大下降，主要是由于 2007 年底公司转让了晋焦高速和长晋高速 60%的股权，合并范围变小所致。

2006~2008 年，公司总资产周转次数呈现波动状态，分别为 0.07 次、0.11 次和 0.09 次，主要是由于公司合并范围变化所致。未来随着山西省经济的迅速发展，对高速公路的交通需求将增强，通行费收入的增长将使该指标改善。

3. 未来发展

未来公司将以提高经济效益为中心，坚持“一体两翼”（投资管理和发展公路产业、多种经营产业）发展战略，构建“两个平台”（投融资平台和信息化建设平台）。公司将继续做强收费板块，发展公路产业；并加大对多种经营产业的投入，培育其盈利能力，为未来多元化发展提供基础保障。

未来公司将建设高平至新乡高速公路高平至陵川段，该段位于山西省晋城市所辖高平及陵川县境内，是山西省高速公路规划网中的重要连接线之一，该建设项目已列入山西省“十一五”重点工程。项目设计全长 62.175 公里，采用双向四车道高速公路技术标准，总投资约 36.3 亿元，其中 2009 年、2010 年和 2011 年分别投资 13 亿元、13 亿元和 10.3 亿元，公司将通过自筹、发行企业债和向银行贷款的方式募集资金。根据高平至陵川段高速公路的可行性研究报告（采取平均年限法计提折旧），该段高

速公路通车后 2011 年~2013 年的收入分别为 25659.6 万元、28329.7 万元和 31281.8 万元，经成本核算后总利润分别为-13658.4 万元、-10802.2 万元和-7459.7 万元，预计 2015 年该段高速公路实现盈亏平衡。

从表 7 中看，由于高平至新乡高速公路高平至陵川段的投资需求，未来三年公司有息债务规模将保持较快增长。根据近三年公司通行费收入增长情况以及未来山西省经济发展和汽车保有量增长的判断，预计未来公司主营业务盈利和获现速度将不及债务规模的增长速度，公司债务负担将有所加重。

主营业务收入方面，随着汽车保有量 and 经济发展，公司的主营业务收入规模将持续增长。由于 2008 年公司转让股权获得投资收益 76708.11 亿元，不具有持续能力，未来公司的净利润规模将有较大下降，总体看，公司的预测较为谨慎，实现可能性较大。

未来，公司计划参与高平-沁水高速、平遥-榆社-顺高速的投标建设，上述两条高速公路项目规划总投资额约为 150 亿元，若公司投标成功，承接上述两高速公路项目建设，则公司未来三年的计划投资和债务规模将大幅度提高。

表 7 公司 2009~2011 年经营预测

项 目(万元)	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	130000	130000	110000
预计营业收入	158933	171647	185380
预计利润总额	60404	66101	69575
预计净利润	45303	49576	52181
预计折旧	49012	52933	57168
预计摊销			
预计利息支出	39517	42613	48637
预计短期债务余额			
预计长期债务余额	660215	750615	979615
所有者权益(含少数股东权益)	748523	798099	850280
预计资产总额	1790174	1969750	2131931
资产负债率(%)	58.19	59.48	60.12
全部债务资本化比率(%)	46.87	48.47	53.53
EBITDA 利息倍数(倍)	3.77	3.79	3.61
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	4.64	5.59

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年度、2007 年度和 2008 年度合并财务报表已经上海众华沪银会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表编制执行企业会计准则和《企业会计制度》及其补充规定。

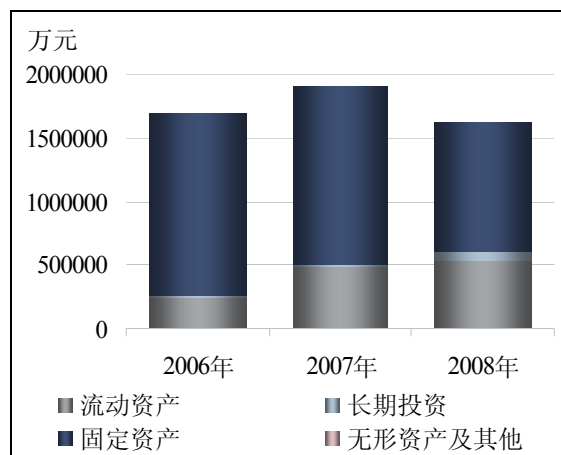
2006~2008 年，公司合并报表范围有所变更：①2007 年底，公司将长晋高速 60%股权和晋焦高速 60%股权转让给平安信托，故上述两公司 2008 年度不再纳入合并范围；②2008 年度，因公司对太原迈思电子有限公司（经营范围：电子信息工程，注册资本：500 万元）达到控制，而新增纳入合并报表范围。

截至 2008 年底，公司资产总额 1614870.67 万元，所有者权益 618556.68 万元；2008 年公司实现主营业务收入 152160.15 万元，净利润 80925.20 万元。

2. 资产构成

2006~2008 年，公司资产规模下降，资产总额年均减少 2.60%，主要是由于合并范围变更所致。截至 2008 年底，公司资产总额 1614870.67 万元，其中流动资产占 32.87%，长期投资占 5.03%，固定资产占 62.02%，无形资产及其它资产占 0.09%，固定资产占比有所降低（参见图 5）。

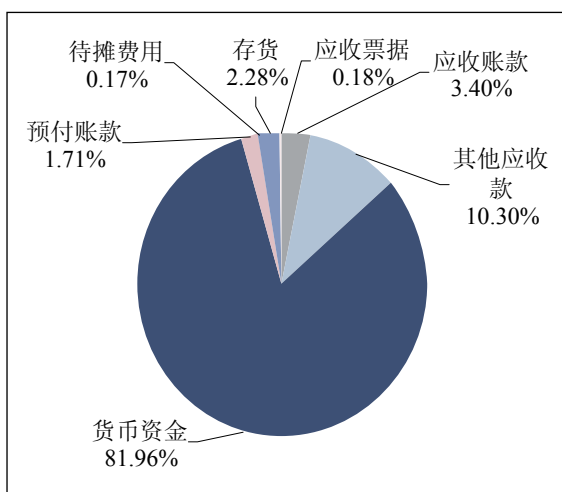
图 5 2006~2008 年公司资产构成



资料来源：公司报表

2006~2008 年，公司流动资产快速增长，年均增长率为 46.49%，主要是由于货币资金的大幅增加所致。截至 2008 年底，公司流动资产合计 530816.70 万元，以货币资金为主，占比 81.96%（参见图 6）。公司其他主要流动资产还包括其他应收款（占比 10.31%）、应收账款（占比 3.40%）和存货（占比 2.28%）。

图 6 2008 年底公司流动资产构成



资料来源：公司报表

2006~2008 年，公司货币资金年均增长 56.74%，增长主要源于公司出售高速公路股权所获得的货币资金所致。截至 2008 年底，公司货币资金 435041.81 万元，其中现金占 0.01%，银行存款占 94.36%，其他类货币资金占 5.63%。公司货币资金中无所有权受到限制的资产。

受行业经营特点影响，公司经营性应收项目规模较小，应收票据和应收账款合计占比 3.58%，主要以应收账款为主。2006~2008 年，公司应收账款年均增长 34.35%，主要是应收车辆通行费收入划差及公路质保金增加所致。截至 2008 年底，公司应收账款余额 18260.75 万元，其中 1 年以内的占比 96.37%。

2006~2008 年，公司其他应收款有所波动，2008 年期末数同比减少 56.11%，主要是同期收到平安投资支付的股权转让款所致。截至 2008 年底，公司其他应收款账面余额为 55175.27 万元，其中欠款前五名（主要是山西省交通厅）

金额占比 91.26%，集中度较高。从账龄分布看，公司其他应收款 1 年以内的占 66.40%，1~2 年的占 23.35%，2 年以上的占 10.25%。截至 2008 年底，公司已累计计提坏账准备 463.09 万元，主要是针对账龄在 3 年以上的欠款。总体看，公司其他应收款欠款较为集中，但欠款单位资信良好，且账龄较短，收回风险较小。

2006~2008 年，公司存货年均增长 13.79%，主要是下属通建房地产的房产开发成本。截至 2008 年底，公司存货账面余额为 12128.15 万元，其中开发成本占比为 87.50%。由于期末存货经测试未发生减值情况，公司未对存货计提跌价准备。

2006~2008 年，公司长期股权投资大幅增长。截至 2008 年底，公司长期股权投资合计 81174.97 万元，同比增长 825.08%，主要是原下属子公司长晋高速和晋焦高速持股比例变更所致。

2006~2008 年，公司固定资产年均减少 12.58%，主要是由于合并范围的变化所致。截至 2008 年底，公司固定资产原值 1213125.78 万元，主要是公路及建筑物资产，占比为 97.28%；公司下属公路资产采用平均年限法和车流量法两种计提折旧方式，其中普通二级公路以平均年限法计提折旧（折旧年限 20~30 年）；太长高速采取车流量法折旧（经太原市路广交通科技咨询有限公司预计，经营期内太长高速的总车流量为 480875918 辆，2008 年公司的车流量全部折算成 A 型为 14630933 量，同期提取折旧 2.32 亿元）。截至 2008 年底，公司已累计计提折旧 216530.34 万元。截至 2008 年底，公司固定资产净额 996595.45 万元，整体成新率 82.15%。

2006~2008 年，公司在建工程资产规模较小。截至 2008 年底，公司在建工程 4887.68 万元，主要是道路改造、损害恢复工程以及三产龙湖生态投资工程等。

总体看，公司资产构成以固定资产为主，固定资产成新率较高，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2006~2008 年，公司所有者权益（不含少数股东权益）年均增长 10.04%，主要源于未分配利润的增加。截至 2008 年底，公司所有者权益合计 618556.68 万元，其中实收资本、资本公积和盈余公积和未分配利润分别占比 58.85%、23.94%、1.73%和 15.48%，所有者权益稳定性较好。

2006~2008 年，公司少数股东权益波动较大。截至 2008 年底，公司少数股东权益 84663.67 万元，同比减少 45.13%，主要是由于合并范围调整所致。

2006~2008 年，公司负债规模年均减少 12.59%。截至 2008 年底，公司负债合计 911650.33 万元，其中流动负债占 33.63%，长期负债占 66.37%。

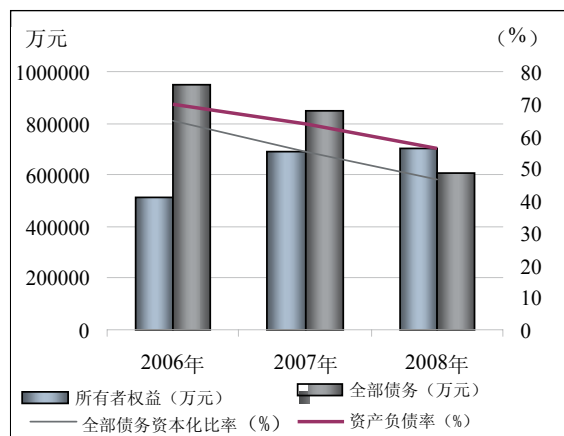
2006~2008 年，公司流动负债年均增长 19.61%，主要是应付账款的增长所致。截至 2008 年底，公司流动负债 301418.86 万元，主要以其他应付款（占比 57.95%）和应付账款（占 27.61%）为主。公司其他应付款主要是下属 3 条高速公路公司剥离的应付工程款，应付账款主要为应付征费局和公路局的养护及征费成本。根据公司还款安排，2009 年公司计划将偿还约 14 亿元的工程款项。

2006~2008 年，公司长期负债年均减少 21.07%，主要是公司偿还前期项目贷款，长期借款减少所致。截至 2008 年底，公司长期负债 610231.46 万元，其中长期借款占 99.74%。

2006~2008 年，公司债务总额年均减少 19.83%。截至 2008 年底，公司债务总额 608615.31 万元，全部为长期债务，鉴于公路投资建设、还款周期长的特点，公司债务结构较为合理。近年来，公司盈利能力不断增强，但投资活动较少，对外融资需求不大，主要以偿还项目贷款为主，整体负债水平和债务负担呈显著下降趋势（参见图 7）。截至 2008 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率（长期债务资本化比率）分别为 56.45%和 46.39%，分

别较 2006 年下降 13.48 个百分点和 18.52 个百分点，公司整体债务负担适中。

图 7 2006~2008 年公司债务构成



资料来源：公司报表

4. 盈利能力

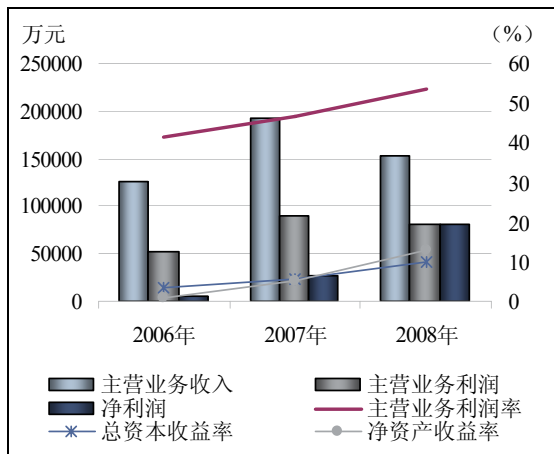
2006~2008 年，公司主营业务收入呈波动增长趋势。2008 年，公司实现主营业务收入 152160.15 万元，同比减少 21.23%，主要是由于长晋高速和晋焦高速不再纳入合并范围所致。公司主营业务收入构成中车辆通行费收入占 91.35%，下属控股的太长高速路段是山西省人字形公路骨架的重要组成部分，也是公司中长期收入增长的主要来源。2006~2008 年，公司主营业务成本年均下降 2.15%，同期主营业务利润年均增长 24.53%，2008 年为 81130.63 万元。目前，公司主要经营公路资产太长高速采用车流量法计提折旧，此种折旧方式有利于保证前期的盈利水平，但未来随着通行车流量的增长，公司主营利润率的上升存在一定的压力。

从期间费用看，公司经营费用主要表现为财务费用。2008 年，伴随债务规模的减少，同期公司财务费用同比下降 16.27%，为 47102.27 万元。

2008 年，受长晋高速和晋焦高速不再纳入合并范围影响，同期公司转让股权实现投资收益 76708.11 万元，其中股权转让投资收益 67012.14 万元，权益法确认投资收益 9695.97 万元。

从盈利指标看, 2008 年, 受投资收益大幅增加影响, 同期公司总资本收益率和净资产收益率显著提高, 分别为 10.02% 和 13.08% (参见图 8)。考虑到上述股权转让收益为非经常性收益, 若剔除此因素影响, 2008 年公司整体盈利水平与 2007 年相当, 整体盈利能力一般。

图 8 2006~2008 年公司盈利情况



资料来源：公司报表

5. 现金流

2006~2008 年, 公司经营活动产生的现金流入呈现波动趋势, 年复合增长率为 10.67%, 主要是由于公司于 2007 年底出售了晋焦高速和长晋高速股权, 以及 2008 年 7 月原公司拥有的大运、东长、汾柳三条二级路的收费权上交到山西省交通厅, 导致 2008 年经营活动产生的现金流较 2007 年有较大减少。2008 年, 公司经营活动产生的现金流入 229972.29 万元, 主要是由销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金构成, 公司其他与经营活动有关的现金主要是收到山西省交通厅的拨款, 利息收入及收到其他非合并单位往来。2008 年, 公司现金收入比率有所下降, 为 95.88%, 收入的现金实现质量一般。近三年, 公司经营活动产生的现金流量净额年均减少 9.86%, 2008 年为 93106.69 万元。

2006~2008 年, 受合并范围调整的影响, 公司投资活动收到的现金流入大幅增长, 2008 年为 130597.97 万元, 同比增长 45.59%。近年来, 公司投资活动较少, 投资活动产生的现金

流出规模较小, 2008 年为 6905.29 万元。2006~2008 年, 公司筹资活动前现金流量净额均为正值, 且呈逐年增长趋势, 2008 年为 216799.40 万元。

2006~2008 年, 公司筹资活动主要以偿还银行借款为主。2008 年, 公司无筹资活动现金流入, 同期筹资活动现金流出为 121056.52 万元, 其中偿还债务所支付的现金占 84.96%。

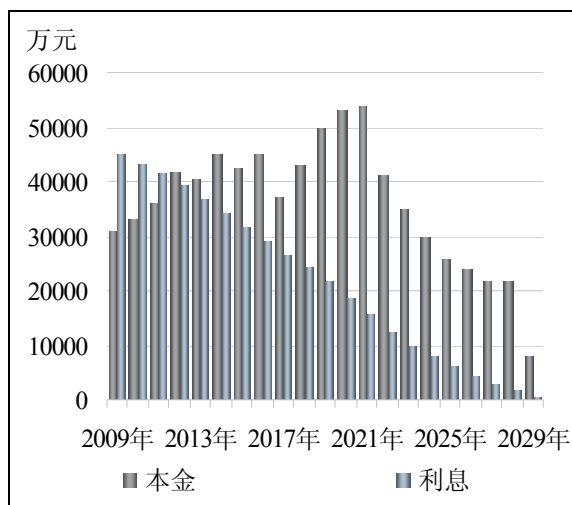
总体看, 公司经营和投资活动现金流入能够覆盖经营性和资本性支出, 公司对外融资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2006~2008 年, 由于流动资产相对快速增长, 公司流动比率和速动比率整体呈上升趋势, 三年平均值分别为 166.95% 和 162.82%, 2008 年底分别为 176.11% 和 172.08%; 从现金流对流动负债保护程度看, 近三年, 受经营活动产生的现金净流入减少的影响, 经营现金流流动负债比率有所下降, 2008 年为 30.89%, 经营活动产生的净现金流对短期债务覆盖程度较低。2008 年, 公司筹资前现金流量净额债务保护倍数和利息保护倍数分别为 0.36 倍和 4.29 倍。总体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2006~2008 年, 公司 EBITDA 年均复合增长率为 50.61%, 2008 年为 201448.62 万元。近三年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.00 倍、2.10 倍和 3.99 倍, 全部债务/EBITDA 倍数分别为 10.66 倍, 6.94 倍和 3.02 倍。考虑到 2008 年公司非经常性投资收益大幅增加的影响, 联合资信估算正常经营下, 2008 年公司盈利能力与整体偿债能力基本与 2007 年相当。截至 2008 年底, 公司债务全部为长期银行项目贷款, 还款期限长, 分布较平均 (见图 9)。总体看, 公司对全部债务的保护能力一般, 但整体偿债压力不大。

图9 公司现有债务偿还期限分布



资料来源：公司报表

截至 2008 年底，公司共对外提供担保 27 亿元（见表 8），担保比率为 38.40%，对外担保规模较大。从被担保单位情况看，公司主要是为地方政府以及政府还贷项目担保，实际代偿风险不大。

表 8 公司对外担保情况

被担保企业	金额（亿元）
山西省交通厅	17
太祁高速	10
合计	27

注：太祁高速是政府还贷高速公路。

八、本期债券偿债能力分析

本期 20 亿元企业债券发行额度占公司 2008 年底公司全部债务的 32.68%，对公司债务存在一定影响。

2006~2008 年，公司 EBITDA 分别为本期债券发行额度的 0.45 倍、0.61 倍和 1.01 倍（剔除公司出售股权获得投资收益的影响，2008 年公司 EBITDA 为本期债券发行额度的 0.67 倍），公司对本期债券的覆盖程度尚可。

截至 2008 年底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为 435971.81 万元，是本期债务发行额度的 2.18 倍，考虑到公司现有货币资金部分将用于集中偿还银行贷款和归还前期公路建设的工程款，公司现金类资产实

际对本期债券的保障能力一般。

2008 年公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 229972.29 万元和 93106.69 万元，分别为本期债券发行额度的 1.15 倍和 0.47 倍，公司经营活动现金流对本期债券的覆盖程度尚可。

总体看，公司对本期债券的保障程度尚可。

九、本期债券偿债保护条款分析

公司设立偿债专户，提前准备债券本息，在每年还本付息日 30 个工作日之前将当期偿付资金划入偿债专户，有利于债券的及时筹划和偿还。

同时公司得到山西省交通厅的支持，根据晋交财字[2009]108 号《关于对山西省交通开发投资总公司发行 20 亿元企业债券提供偿债支持的决定》，若公司未能在每年还本付息日 30 个工作日之前将当期偿付资金划入偿债专户，则山西省交通厅将在每年还本付息日 20 个工作日之前将当期偿付资金缺口部分划入公司偿债专户，用于保障公司企业债券的按期还本付息。

总体看，公司本期债券得到了山西省交通厅支持，有利于本期债券的本息偿还。

十、综合评价

交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，伴随着国民经济的持续增长以及国家投资力度的加大，行业仍有望处于景气周期。

山西省是中国重要的能源生产基地之一，公司所拥有的高速公路是山西省“人”字形骨架的重要组成部分，同时也是煤炭资源运出省外的重要通道。作为山西省最大的高速公路投资运营企业，公司整体规模实力较强，具有一定区域垄断优势。未来随着宏观经济的发展和公司在建高速公路的通车，公司整体盈利能力有望得到进一步巩固与提高。

公司以公路资产为主，整体资产质量较好，债务负担适宜。近年公司盈利能力稳步提高 EBITDA 和经营性现金流对本期债券的覆盖程度尚可。同时，公司本期债券得到了山西省交通厅支持，有利于本期债券的本期偿还。总体看，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 2008 年公司合并范围

序号	子公司及合营企业全称	注册资本 (万元)	经营范围	投资额 (万元)	所占权益 比例(%)
1	山西江武高速公路有限公司	14507.00	高速公路经营	14507.00	75
2	山西阳长高速公路有限公司	14492.00	高速公路经营	14492.00	75
3	山西路通小店汾河公路桥有限公司	3265.00	公路桥经营	3265.00	75
4	山西交通大酒店有限公司	1500.00	住宿、饮食等服务	1500.00	97
5	山西太长高速公路有限公司	260019.00	高速公路经营	260019.00	70
6	山西阳济公路开发有限公司	11000.00	自有公路经营	11000.00	100
7	晋城市商品公路开发总公司	7757.65	商品路经营	7757.65	100
8	山西通建房地产开发有限公司	1000.00	房地产开发	1000.00	80
9	山西诺通公路养护有限公司	500.00	公路养护	500.00	86
10	山西诺盛国际贸易有限公司	1000.00	进出口业务及贸易	1000.00	90
11	山西龙湖生态开发有限公司	500.00	环境生态开发建设	500.00	60
12	太原康兴生物科技有限公司	50.00	生物制品开发	50.00	80
13	太原迈思电子工程有限公司	500.00	电子信息工程	500.00	100

附表 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动资产				
货币资金	177069.75	339298.95	435041.81	56.74
短期投资				
应收票据	300.00	1040.00	930.00	76.07
应收股利				
应收利息				
应收账款	9986.65	12086.39	18025.96	34.35
其他应收款	46007.51	124657.91	54712.19	9.05
预付账款	4487.64	5132.94	9101.63	42.41
应收补贴款				
存货	9366.75	10971.12	12128.15	13.79
待摊费用	145.14	559.55	876.96	145.81
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	247363.44	493746.88	530816.70	46.49
长期投资				
长期股权投资	9497.50	8774.89	81174.97	192.35
长期债权投资				
长期投资合计	9497.50	8774.89	81174.97	192.35
固定资产				
固定资产原值	1587561.87	1595895.66	1213125.78	-12.58
减：累计折旧	147015.43	197274.78	216530.34	21.36
固定资产净值	1440546.44	1398620.87	996595.45	-16.82
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	1440546.44	1398620.87	996595.45	-16.82
工程物资				
在建工程	3452.41	5132.02	4887.68	18.98
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	1443998.85	1403752.89	1001483.13	-16.72
无形资产及其他资产				
无形资产	452.75	478.94	716.90	25.83
开办费				
长期待摊费用	941.52	767.10	678.97	-15.08
其他长期资产				
股权分置流通权				
无形资产及其他资产合计	1394.27	1246.03	1395.87	0.06
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	1702254.07	1907520.69	1614870.67	-2.60

附表 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款				
应付票据				
应付账款	6478.59	80902.29	83677.11	259.39
预收账款	20924.94	26072.36	25712.18	10.85
应付工资	294.67	239.91	479.86	27.61
应付福利费	444.66	505.60	302.26	-17.55
应付股利				
应交税金	464.36	2073.46	15849.55	484.23
其他应交款	33.27	45.15	47.74	19.79
其他应付款	182028.65	157156.82	174678.51	-2.04
预提费用	29.94	295.02	671.65	373.67
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	210699.07	267290.61	301418.86	19.61
长期负债				
长期借款	947021.78	846412.37	608615.31	-19.83
应付债券				
长期应付款	32600.08	101940.08	877.30	-83.60
专项应付款		0.00	738.86	
其他长期负债				
长期负债合计	979621.85	948352.45	610231.46	-21.07
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	1190320.92	1215643.06	911650.33	-12.49
少数股东权益	1066.57	154293.34	84663.67	790.95
所有者权益				
实收资本	364017.52	364017.52	364017.52	0.00
资本公积	148025.83	148028.68	148075.87	0.02
盈余公积	32.46	2624.09	10722.59	1717.41
其中：公益金	32.46	2624.09	10722.59	1717.41
未确认投资损失				
未分配利润	-1209.24	22914.00	95740.69	
外币报表折算差额				
所有者权益合计	510866.57	537584.29	618556.68	10.04
负债及所有者权益合计	1702254.07	1907520.69	1614870.67	-2.60

附表 3 合并利润及利润分配表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	125912.88	193158.50	152160.15	9.93
主营业务收入净额	125912.88	193158.50	152160.15	9.93
减: 主营业务成本	69093.27	96428.26	66151.97	-2.15
主营业务税金及附加	4504.91	6300.89	4877.55	4.05
二、主营业务利润	52314.70	90429.35	81130.63	24.53
加: 其他业务利润	764.94	2180.61	972.93	12.78
减: 存货跌价损失				
营业费用	381.28	623.44	660.76	31.64
管理费用	5653.07	7434.36	5664.38	0.10
财务费用	43162.48	56252.35	47102.27	4.46
三、营业利润	3882.81	28299.80	28676.15	171.76
加: 投资收益	969.92	340.78	76708.11	789.31
补贴收入				
营业外收入	734.57	1148.83	954.88	14.01
减: 营业外支出	784.25	1060.00	948.02	9.95
四、利润总额	4803.05	28729.41	105391.12	368.43
减: 所得税	37.72	2033.47	16233.95	1974.61
减: 少数股东损益	-24.18	-18.92	8231.98	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	4789.51	26714.87	80925.20	311.05
加: 年初未分配利润	-5998.75	-1209.24	22914.00	
六、可供分配的利润	-1209.24	25505.63	103839.20	
减: 提取法定盈余公积		2591.62	8098.51	
提取法定公益金				
七、可供股东分配的利润	-1209.24	22914.00	95740.69	
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
提取任意盈余公益金				
提取职工奖励及福利基金				
应付普通股股利				
八、未分配利润	-1209.24	22914.00	95740.69	

附表 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	120816.60	218997.95	145897.42	9.89
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	66944.88	53124.80	84074.87	12.07
现金流入小计	187761.48	272122.75	229972.29	10.67
购买商品、接受劳务支付的现金	30921.75	41115.87	16017.63	-28.03
支付给职工以及为职工支付的现金	3651.12	4615.57	3590.99	-0.83
支付的各项税费	5760.92	6758.86	6550.42	6.63
支付的其他与经营活动有关的现金	32831.66	95060.15	110706.56	83.63
现金流出小计	73165.44	147550.44	136865.60	36.77
经营活动产生的现金流量净额	114596.04	124572.31	93106.69	-9.86
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	68266.56	86307.21	
取得投资收益所收到的现金	0.00	21412.00	44290.15	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	32.74	26.17	0.61	-86.41
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	32.74	89704.73	130597.97	6215.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4770.29	5054.02	3988.74	-8.56
投资所支付的现金			1492.00	
支付的其他与投资活动有关的现金			1424.55	
现金流出小计	4770.29	5054.02	6905.29	20.31
投资活动产生的现金流量净额	-4737.55	84650.71	123692.68	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金				
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	2000.00	3600.00	0.00	-100.00
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	2000.00	3600.00	0.00	-100.00
偿还债务所支付的现金	47541.10	28275.05	102848.00	47.08
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	19331.16	22318.77	18208.52	-2.95
偿付利息所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	66872.26	50593.82	121056.52	34.55
筹资活动产生的现金流量净额	-64872.26	-46993.82	-121056.52	36.60
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	44986.23	162229.21	95742.86	45.89

附表 4-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	4789.51	26714.87	80925.20	311.05
加：少数股东损益	-24.18	-18.92	8231.98	
计提的坏账准备或转销的坏账	-66.90	7.40	-7.43	-66.68
固定资产折旧	38821.10	34809.53	45382.54	8.12
无形资产摊销	19.70	18.77	21.29	3.97
长期待摊费用摊销	683.21	176.67	103.83	-61.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	67.51	20.89	-13.51	
待摊费用减少(减:增加)	36.94	-414.41	-317.41	
预提费用增加(减:减少)	16.29	265.08	376.64	380.90
固定资产报废损失	0.96	9.28	0.20	-54.83
财务费用	44262.31	53220.47	44312.41	0.06
投资损失(减:收益)	-969.92	-340.78	-76708.11	789.31
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-4217.05	-1604.37	-1157.02	-47.62
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1647.29	2843.70	56408.39	
经营性应付项目的增加(减:减少)	32823.85	8864.14	-64452.29	
经营活动产生的现金流量净额	114596.04	124572.31	93106.69	-9.86
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	177071.08	339298.95	435041.81	56.74
减：货币资金的期初余额	132084.85	177069.75	339298.95	60.27
现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	44986.23	162229.21	95742.86	45.89

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.24	16.50	9.49	12.14
存货周转次数(次)	7.38	9.48	5.73	7.18
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.09	0.09
盈利能力				
主营业务利润率(%)	41.55	46.82	53.32	49.01
总资本收益率(%)	3.38	5.52	10.02	7.34
净资产收益率(%)	0.94	4.97	13.08	8.22
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	64.91	55.02	46.39	52.69
全部债务资本化比率(%)	64.91	55.02	46.39	52.69
资产负债率(%)	69.93	63.73	56.45	61.33
偿债能力				
流动比率(%)	117.40	184.72	176.11	166.95
速动比率(%)	112.96	180.62	172.08	162.82
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	2.10	3.99	3.02
全部债务/EBITDA(倍)	10.66	6.94	3.02	5.73
经营现金流动负债比率(%)	54.39	46.61	30.89	40.30
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	0.25	0.36	0.28
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.47	3.60	4.29	3.72
现金流				
现金收入比(%)	95.95	113.38	95.88	83.30
利润现金比率(%)	2385.90	433.61	88.34	651.43
本期企业债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.45	0.61	1.01	0.78

附件 6 有关指标的计算公式

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
现金收入比率	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+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	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期企业债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件7 中长期债券信用等级设置及含义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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

银行间债券市场企业主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。

联合资信评估有限公司关于 山西省交通建设开发投资总公司 2009 年度 20 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山西省交通建设开发投资总公司企业主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西省交通建设开发投资总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山西省交通建设开发投资总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，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山西省交通建设开发投资总公司的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现山西省交通建设开发投资总公司出现重大变化，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如山西省交通建设开发投资总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山西省交通建设开发投资总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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山西省交通建设开发投资总公司、主管部门、交易机构等。

