信用等级公告

联合[2018] 1225 号

联合资信评估有限公司通过对山西省交通开发投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将山西省交通开发投资集团有限公司主体长期信用等级由 AA 上调至 AA^+，将“09 晋交投债/09 晋交投”信用等级由 AA 上调至 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十四日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

山西省交通开发投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

跟踪主体评级结果：AA+　　评级展望：稳定
上次主体评级结果：AA　　评级展望：稳定

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
09 晋交投债/09 晋交投	20 亿元	2019/8/5	AA+	AA

跟踪评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.43	16.65	20.11	18.53
资产总额(亿元)	205.39	255.55	239.85	259.22
所有者权益(亿元)	63.27	64.64	65.70	66.31
短期债务(亿元)	22.36	57.46	31.07	47.60
长期债务(亿元)	102.81	115.74	122.44	125.66
全部债务(亿元)	125.16	173.20	153.50	173.27
营业收入(亿元)	9.59	12.19	20.20	4.28
利润总额(亿元)	-0.34	2.62	3.06	0.52
EBITDA(亿元)	6.13	10.03	17.02	--
经营性净现金流(亿元)	4.32	7.50	12.94	-20.32
营业利润率(%)	38.81	52.01	54.84	56.64
净资产收益率(%)	-0.47	2.47	3.71	--
资产负债率(%)	69.20	74.71	72.61	74.42
全部债务资本化比率(%)	66.42	72.82	70.03	72.32
流动比率(%)	149.34	80.80	84.16	94.07
全部债务/EBITDA(倍)	20.43	17.27	9.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	2.35	1.83	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债中的有息部分计入全部债务。

分析师

历　剑　赵东方
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 号人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）是山西省最大的经营性高速公路投资运营主体，其路产质量较好，竞争实力较强，在区域交通网络中地位突出。跟踪期内，山西省经济回暖，全省私家车保有量保持持续较快增长，公路客、货周转量提升，公司外部经营环境得到改善；公司收购忻阜、忻环高速，使得公司收费路产规模提升，控、参股路段车流量增长，公司收入和盈利能力大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司现阶段债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着山西省交通厅移交忻阜高速、忻环高速往年净收益，公司权益规模将有所增加，同时债务负担将有所下降，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA上调至AA+，将“09晋交投债/09晋交投”的信用等级由AA上调至AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，山西省经济回暖，GDP 增速同比提升，全省私家车保有量保持持续较快增长，公路客、货周转量提升，公司外部经营环境较好。
2. 公司作为山西省最大的经营性高速公路投资运营主体，其路产质量较好，竞争实力较强。
3. 跟踪期内，受区域经济回暖车流量增加影响，公司控股高速公路通行费收入及参股路段投资收益有所增长；新增忻阜高速、忻环高速收费权，带动营业收入大幅增长，盈利能力有所增强。
4. 未来，随着山西省交通厅移交忻阜高速、忻环高速往年净收益，并计入权益，公司债务负担将有所下降。

关注

1. 公司现阶段债务负担较重，存在较大短期支付压力。
2. 公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西省交通开发投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西省交通开发投资集团有限公司主体长期信用及存续期内“09晋交投债/09晋交投”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）股东发生变化。2017年8月，山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）将公司全部股权划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国资公司”）。2017年12月，根据山西省国资委晋国资[2017]856号通知，将公司全部股权划转至山西交通控股集团有限公司（以下简称“交控集团”）。2018年5月底，公司完成工商变更登记，公司注册资本和实收资本均为41.60亿元，由交控集团全资控股，公司最终实际控制人仍为山西省国资委。跟踪期内，公司主营业务未发生变化。截至2018年3月底，纳入公司合并范围子公司14家。

截至2017年底，公司资产总额239.85亿元，所有者权益合计65.70亿元（含少数股东权益8.76亿元）；2017年，公司实现营业收入20.20亿元，利润总额为3.06亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额259.22亿元，所有者权益合计66.31亿元（含少数股东权益9.29亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入4.28亿元，利润总额0.52亿元。

公司注册地址：山西省太原市长治路292号；法定代表人：闫长学。

三、募集资金使用情况

截至2018年3月底，本次跟踪评级债券“09晋交投债/09晋交投”（以下简称“本期债券”）余额20.00亿元，募集资金全部用于高平至新乡公路中高平至陵川段高速公路的建设，该项目已于2012年8月建成通车。截至2018年3月底，募集资金已全部使用完毕，跟踪期内公司已按期支付本期债券利息。

表1　跟踪评级债券基本情况

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
09晋交投债/09晋交投	20亿元	2019/8/5	5.8%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平

衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基

础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

（1）高速公路建设

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。根据交通运输部《2017 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2017 年底中国公路总里程 477.35 万公里，增加 7.82 万公里，其中高速公路通车里程 13.65 万公里，增加 0.65 万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为 2.9%；公路密度 49.72 公里/百平方公里，增加 0.81 公里/百平方公里。2017 年，中国完成公路建设投资 21253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9257.86 亿元，增长 12.4%；普通国省道建设完成投资 7264.14 亿元，增长 19.5%；农村公路建设完成投资 4731.33 亿元，增长 29.3%，新改建农村公路 28.97 万公里。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过 3 万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至 2020 年底分别计划建成 7300 公里、10000 公里、5000 公里和 12000 公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

（2）高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。

（3）高速公路行业政策

2015年7月21日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但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。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。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还

贷”模式相应调整，改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。

（4）高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“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。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。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，受车流量小、高速公路需求低、债务负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。

总体看，2017 年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，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仍需关注。

2. 区域经济

跟踪期内，山西省经济回暖，增速提升，全省私家车保有量较快增长，公路客、货周转量提升，公司外部经营环境较好。

根据《2017年山西省国民经济和社会发展统计公报》，山西省地区生产总值14973.5亿元，按可比价格计算，比上年增长7.0%（2016年增速为4.5%）。其中，第一产业增加值777.9亿元，增长3.0%，占生产总值的比重为5.2%；第二产业增加值6181.8亿元，增长6.5%，占生产总值的比重为41.3%；第三产业增加值8013.9亿元，增长7.8%，占生产总值的比重为53.5%。

2017年，山西省一般公共预算收入1866.8亿元，同比增长19.9%。税收收入1397.2亿元，增长34.8%。

2017年底，山西省民用汽车保有量595.4万辆，比上年增长12.2%，其中，私人汽车537.0万辆，增长12.6%。本年新注册汽车73.9万辆，增长6.2%。年末轿车保有量369.9万辆，增长12.3%，其中，私人轿车351.4万辆，增长12.8%。2017年山西省公路旅客周转量同比增长6.5%，公路货物周转量同比增长21.1%。山西省2017年全年交通建设完成投资291.3亿元，占年计划230亿的126.7%，比2016年增长27.4%。

六、基础素质分析

公司是山西省内最大的经营性高速公路投资运营公司，其路产质量较好，规模实力较强。

公司作为山西省属国有独资企业，是山西省内最大的经营性高速公路投资运营公司，区域竞争实力较强，运营的主要收费公路在山西省交通网络布局中具有突出地位。截至2017年底，公司运营的高速公路里程约占山西省全省经营性高速公路通车里程的50%，其路产质量较好。

表 2　截至 2018 年 3 月底公司参控股的收费公路资产情况　（单位：公里、年、%、亿元）

公路名称	通车里程	通车时间	经营期限	持股	总投资额
控股路段					
太长高速	199.54	2005.12	26.5	70	71.38
东山过境高速	26.23	1997.10	25	100	7.09

高陵高速	62.18	2012.8	25	100	37.16
忻阜高速	124.25	2010.12	21	100	65.00
忻环高速	31.70	2014.11	29	100	16.97
合 计	**443.90**	--	--	--	**197.60**
参股路段					
长晋高速	93.05	2004.12	27.5	40	21.84
晋焦高速	32.05	2002.12	29.5	40	16.39
忻保高速	191.00	2011.11	25	2.3	135.00
合 计	**316.10**	--	--	--	**173.23**

资料来源：公司提供

2017年，公司获得政府补助0.23亿元，路政、治超、路赔补贴0.33亿元。

根据公司《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91140000110027976 7），截至 2018 年 5 月 30 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用情况良好。

预计忻阜高速、忻环高速相关收益划转后，公司债务负担将有所减轻。

公司已于2014年7月正式与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）签署关于山西晋煤交投忻环高速公路有限公司（以下简称“忻环高速”）和山西晋煤交投忻阜高速公路有限公司（以下简称“忻阜高速”）的《股权转让协议书》，公司以货币资金18.55亿元收购晋煤集团持有忻环高速和忻阜高速60%的股权。2016年底，公司100%持股忻阜高速和忻环高速，公司完成忻阜高速和忻环高速收费属性变更，两路段通行费收入自2017年起并入公司。

根据山西省审计厅审计意见（晋审企报【2017】162号），忻阜、忻环高速收费权变更前由省交通厅代管的扣除相关支出的收益18.50亿元（其中忻阜高速17.95亿元、忻环高速0.55亿元）应按相关协议拨付至公司。预计忻阜高速、忻环高速相关收益将于2018年6月计入公司所有者权益。相关收益计入权益后，公司债务负担将有所减轻。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长、法人代表发生变更。公司新任董事长、法人代表闫学长，1962年生，研究生学历，高级工程师，历任山西新奥路桥有限公司董事长，山西路桥第二工程有限公司董事长，公司副总经理、副董事长，2018年1月起，任公司董事长。

跟踪期内，公司股东发生变化，新股东山西交控为2017年新成立公司，同时涉及资产整合，新的管理体制、管理制度正在制定中，目前公司仍按照现有制度运行。联合资信将持续关注股东变更以及后续整合对公司影响。

八、经营分析

跟踪期内，公司新增忻阜、忻环高速收费权，带动营业收入大幅增长，主营业务利润率保持在较高水平。

公司是山西省最大的经营性高速公路投资运营公司，运营的主要收费公路在山西省交通网络布局中具有突出地位。2017 年，公司实现收入20.20亿元，较2016年大幅增长65.68%，系新增忻阜高速、忻阜高速收费权所致。公司收入主要来源于车辆通行费收入，2017 年公司车辆通行费收入 18.91 亿元，占营业收入的93.61%，公司主营业务突出。

毛利率方面，2017 年公司毛利率保持较高水平，为 55.46%，较 2016 年小幅提升。其中营业收入占比较大的通行费业务对毛利率的影响较大，该业务 2017 年毛利率为 57.33%，较上年提升 1.42 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.28 亿元，相当于 2017 年全年的 21.88%，其中车辆通行费收入 4.13 亿元，综合毛利率为 57.08%。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

科目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	10.66	87.45	55.91	18.91	93.61	57.33	4.13	96.40	60.00

公路养护	0.57	4.68	50.87	0.39	1.94	32.15	0.01	0.20	-8.80
其他	0.96	7.87	31.25	0.90	4.45	26.39	0.14	3.40	5.88
合计	**12.19**	**100**	**53.49**	**20.20**	**100.00**	**55.46**	**4.28**	**100.00**	**57.08**

资料来源：公司提供

注：其他收入包括清障、租赁、旅游等业务收入。

山西省经济回暖，带动公司参、控股高速车流量和收入均出现不同程度增长；新增忻阜高速、忻环高速收费权对当期收入贡献较大。

2017 年公司新增忻阜高速、忻环高速两条收费路产，公司 100%持股。除此以外，公司其他路产及股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司控股高速公路包括太长高速公路、东山过境高速公路、高陵高速公路、忻阜高速公路、忻环高速公路，参股高速公路包括长晋高速公路、晋焦高速公路、忻保高速公路。

2017 年山西省经济回暖，带动公司原有控股高速太长高速、东山过境高速、高陵高速车流量和通行费收入均不同程度增长，其中收入贡献较大的太长高速车流量和收入均同比增长 12.41%。

2017 年公司新增忻阜高速、忻环高速收费权，分别实现收入 6.80 亿元和 0.27 亿元，分别占 2017 年公司通行费收入的 35.93%和 1.40%，对当期收入贡献较大。2018 年一季度公司控股高速实现收入 4.13 亿元，相当于 2017 年的 21.82%。

表 4　公司控股高速公路通行费收入及车流量情况

道路名称	通行费收入（万元）			车流量（辆）		
	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
太长高速	91899	103299	22311	12253200	13773312	2974803
东山过境高速	13733	14167	3588	27466000	28334900	7177048
高陵高速	950	1166	229	380000	466716	91621
忻阜高速	--	68030	14559	--	15117940	3235391
忻环高速	--	2651.	614	--	2651900	614714
合计	**106582**	**189316**	**41302**	**40099200**	**60344768**	**14093577**

资料来源：公司提供

注：车流量折算为标准车型计量，通行费应与车流量正相关变化。

参股路产方面，2017 年及 2018 年 1~3 月，长晋高速实现通行费收入分别为 3.84 亿元和 0.88 亿元；晋焦高速实现通行费收入分别为 4.49 亿元和 1.03 亿元。2017 年公司获得投资收益 1.49 亿元，同比增长 51.20%。

跟踪期内，公司参控股高速收费标准未发生变化。养护支出方面，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司下辖路产养护支出分别为 1.44 亿元和 0.08 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司暂无新建公路项目计划，目前资本支出压力较小；未来若受让政府还贷高速公路的规模较大，将面临较大的筹资压力。

未来，公司将完善法人治理结构，建立现代企业制度，成为高速公路投资、建设、经营的市场主体；分批逐条推进政府还贷高速公路权益转让，力争用 2~3 年时间，使全省经营性高速公路比例提高到 60%左右，高速公路政府性债务下降 60%左右。同时，公司将积极采取 PPP 模式，同时继续采用银行贷款、债务融资等方式盘活资金投资或承接省内收费还贷公路。预计公司债务负担将保持在较高水平，营业收入有望得到提升。

九、财务分析

公司提供了 2017 年度财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年，公司合并范围新增山西交投忻阜高速公路管理有限公司，为投资设立，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 239.85 亿元，所有者权益合计 65.70 亿元（含少数股东权益 8.76 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 20.20 亿元，利润总额为 3.06 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 259.22 亿元，所有者权益合计 66.31 亿元（含少数股东权益 9.29 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.28 亿元，利润总额 0.52 亿元。

公司资产以固定资产中收费路产和无形资产的收费权为主，质押比例较高，其他应收款规模较大对资金形成一定占用。公司整体资产质量较好，但流动性较弱。

2017 年底，公司资产总额 239.85 亿元，同比下降 6.14%，其中流动资产占 17.18%，非流动资产占 82.82%。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	占比	2017 年	占比	2018 年 3 月	占比
货币资金	16.65	6.52	20.11	8.38	18.53	7.15
其他应收款	34.98	13.69	13.79	5.75	34.51	13.31
流动资产合计	**57.47**	**22.49**	**41.21**	**17.18**	**60.66**	**23.40**
固定资产	52.71	20.63	53.73	22.40	53.04	20.46
无形资产	118.81	46.49	118.29	49.32	118.06	45.54
非流动资产合计	**198.08**	**77.51**	**198.64**	**82.82**	**198.56**	**76.60**
资产总额	**255.55**	**100.00**	**239.85**	**100.00**	**259.22**	**100.00**

资料来源：根据审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 41.21 亿元，同比下降 28.30%，主要系其他应收款下降所致。其中公司货币资金 20.11 亿元，同比增长 20.77%，全部为非受限货币资金。公司其他应收款为 13.79 亿元，同比下降 60.57%，欠款方主要为山西省交通厅、山西省高速公路收费管理结算中心，其他应收款计提坏账准备 0.51 亿元，考虑到其他应收款集中度较高，且欠款方主要为山西省交通厅、高速公路收费管理结算中心，未来收回风险较小，但对资金形成占用。

2017 年底，公司非流动资产 198.64 亿元，同比变化小。其中，公司长期股权投资 8.05 亿元，同比增长 4.26%，主要是对联营企业山西长晋高速公路有限公司和山西晋焦高速公路有限公司的持股。公司固定资产主要以公路及构筑物为主，包括高速公路和连接桥等，2017 年底公司固定资产 53.73 亿元，较 2016 年底增长 1.93%，累计计提折旧 29.96 亿元。2017 年底，公司无形资产 118.29 亿元，同比变化小，构成主要是收费权，公司未计提无形资产减值准备。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 108.50 亿元，占资产总额的 41.86%，为高速公路收费权质押。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 259.22 亿元，较 2017 年底增长 8.07%，主要其他应收款的增长（2018 年一季度公司发行超短期融资券 25 亿元，其中 20 亿元借予股东山西交控使用）。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产占 23.40%，占比较 2017 年底上升。

公司所有者权益以实收资本为主，稳定性较好。

2017 年底，公司所有者权益合计 65.70 亿元，较上年底增长 1.64%。公司所有者权益中，实收资本占 63.32%、未分配利润占 17.51%，少数股东权益占 13.34%。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 66.31 亿元，较 2017 年底变化小。

跟踪期内，公司债务规模有所波动，构成以长期债务为主，债务结构较为合理，但债务负担较重。

截至 2017 年底，公司负债合计 174.15 亿元，较上年底下降 8.78%，其中流动负债占 28.12%、非流动负债占 71.88%，流动负债占比较上年底有所下降。

2017 年底，公司流动负债 48.96 亿元，同比下降 31.17%。其中，短期借款 21.00 亿元，

较上年底增加 16.00 亿元。公司其他应付款 10.52 亿元，主要是工程款、往来款，较上年底增长 20.39%，其中应付山西省交通运输厅款项 3.28 亿元。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 10.07 亿元，主要是一年内到期的长期借款和应付债券。

2017 年底，公司非流动负债 125.19 亿元，较上年底上升 4.52%，主要由长期借款和应付债券构成。2017 年底，公司长期借款 102.44 亿元，同比增长 11.05%。公司应付债券 20.00 亿元，为“09 晋交投债/09 晋交投”。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 192.91 亿元，较 2017 年底增长 10.77%，主要系公司发行 25 亿元超短期融资券所致，受此影响，公司流动负债占比上升至 33.43%。

有息债务方面，2017 年底，公司有息债务总额 153.50 亿元，较上年底下降 11.37%。其中，短期债务占 20.24%、长期债务占 79.76%，公司债务结构合理。2017 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 72.61%、70.03%和 65.08%，较上年底分别变动-2.10 个、-2.79 个和 0.91 个百分点。2018 年 3 月底，公司全部债务 173.27 亿元，较上年底增长 12.87%，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 74.42%、72.32%、65.46%，分别较上年底增加 1.81、2.29 和 0.38 个百分点。

跟踪期内，受新增路产收费权以及车流量增加影响，公司收入规模大幅增长，盈利能力有所提高，但财务费用对利润侵蚀严重。

跟踪期内，受车流量增加以及新增收费高速公路影响，公司营业收入增幅较大。2017 年实现营业收入 20.20 亿元，同比增长 65.68%；同期，营业成本为 9.00 亿元，同比增长 58.61%。2017 年公司营业利润率增长至 54.84%，同比增加 2.83 个百分点。

表 6　公司盈利情况 （单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业收入	12.19	20.20	4.28
营业成本	5.67	9.00	1.84
投资收益	0.98	1.49	0.47
利润总额	2.62	3.06	0.52
营业利润率	52.01	54.84	56.64
总资本收益率	2.47	5.33	--
净资产收益率	2.47	3.71	--
期间费用/营业收入	0.41	0.50	0.56

资料来源：根据审计报告整理

公司期间费用以财务费用为主，2017 年财务费用 8.85 亿元，同比增长 122.87%，主要系一次性处理高陵高速待摊利息 2.46 亿元所致；2017 年公司期间费用占营业收入比重为 49.74%，以财务费用为主的期间费用对利润侵蚀严重。

2017 年实现投资收益 1.49 亿元，同比增长 51.20%，主要来自于参股路段的长期股权投资收益。同期，公司取得营业外收入 0.30 亿元，其他收益 0.34 亿元，以政府补贴收入为主。2017 年公司利润总额 3.06 亿元，同比增长 16.90%。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率、净资产收益率分别为 5.33%和 3.71%，分别同比增加 2.86 个和 1.24 个百分点，公司整体盈利能力有所提高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.28 亿元，相当于 2017 年全年的 21.21%；实现利润总额 0.52 亿元，营业利润率为 56.64%。

跟踪期内，公司经营活动获现能力较强，经营活动产生的现金流净额大幅增长，投资支出规模相对较小。

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入量 25.45 亿元，同比增长 33.21%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 21.06 亿元，同比上升 74.17%。2017 年公司现金收入比 104.28%，收入实现质量较好。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为往来款、利息收入、政府回购款、补助和路产赔偿收入，2017 年为 4.39 亿元。2017 年公司经营活动现金流量净额 12.94 亿元，同比增长 72.47%。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入 5.50 亿元，主要是收回投资收到现金（赎回理财产品）和取得投资收益收到的现金。2017 年，公司投资活动现金净流入 0.13 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款和收到其他与筹资活动有关

的现金。2017 年收到其他与筹资活动有关的现金 21.58 亿元。同期公司筹资活动产生的现金流量净额-9.61 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额-20.32 亿元，现金收入比 72.87%。其中支付其他与经营活动有关的现金 22.23 亿元，为和母公司往来款。同期公司投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 0.41 亿元、18.33 亿元。

表 7　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动现金流入	19.11	25.45	3.43
经营活动现金流出	11.61	12.52	23.74
经营活动现金净流量	7.50	12.94	-20.32
投资活动现金净流量	-53.07	0.13	0.41
筹资活动现金净流量	38.82	-9.61	18.33
现金收入比	99.20	104.28	72.87

资料来源：根据审计报告整理

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 84.16%和 83.92%，同比分别增加 3.36 和 3.29 个百分点；2017 年公司经营现金流动负债比由上年的 10.54%上升至 26.42%。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 94.07%和 93.88%。2018 年 3 月底，公司短期债务规模较大，存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 增幅较大，为 17.02 亿元；全部债务/EBITDA 为 9.02 倍，EBITDA 对债务的保障能力较上年大幅提升，公司长期偿债能力有所增强。综合考虑公司所处行业的特性、区域内竞争优势和经营获现能力等因素，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 159.00 亿元，其中已使用额度 99.00 亿元，未使用额度 60.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 30.00 亿元，担保比率 45.24%，全部为对母公司交控集团担保，或有负债风险可控。

十、存续期债券偿债能力分析

2017 年公司 EBITDA 为 17.02 亿元，为“09 晋交投债/09 晋交投”本金 20.00 亿元的 0.85 倍；经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 25.45 亿元和 12.94 亿元，分别为“09 晋交投债/09 晋交投”本金 20.00 亿元的 1.27 倍和 0.65 倍。2017 年公司经营活动产生的现金流入量对“09 晋交投债/09 晋交投”保障能力较强。

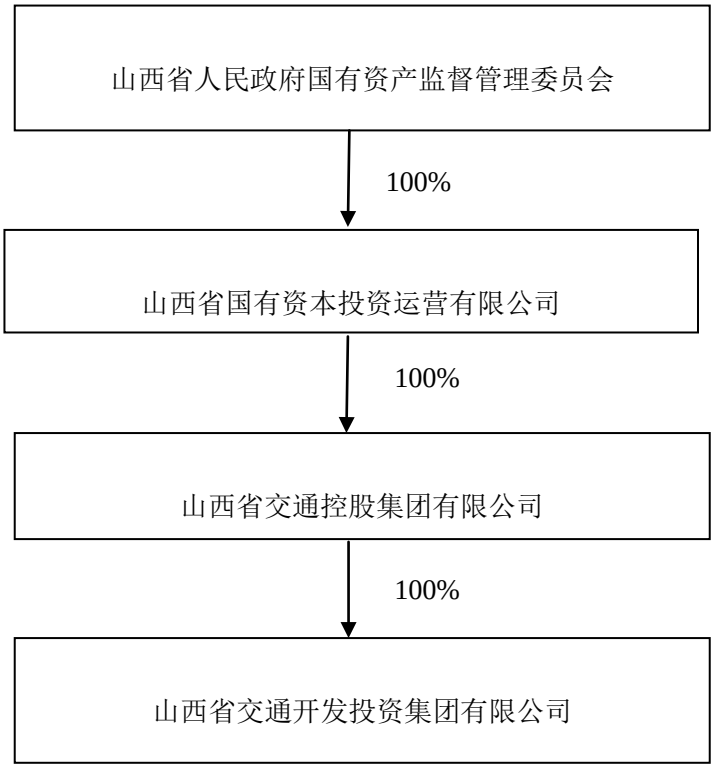
十一、结论

公司是山西省最大的经营性高速公路投资运营主体，其路产质量较好，竞争实力较强，在区域交通网络中地位突出。跟踪期内，山西省经济回暖，全省私家车保有量保持持续较快增长，公路客、货周转量提升，公司外部经营环境得到改善；收购忻阜、忻环高速，使得公司收费路产规模提升，控、参股路段车流量增长，公司收入和盈利能力大幅提升。同时，联合资信也关注到公司现阶段债务负担较重，存在一定短期支付压力。

未来，随着山西省交通厅移交忻阜高速、忻环高速往年净收益，公司权益规模将有所增加，同时债务负担将有所下降。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA上调至AA^{+}，将“09晋交投债/09晋交投”的信用等级由AA上调至AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　2017 年底纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	经营范围	所占权益比例
山西路通小店汾河公路桥有限公司	3265.00	公路桥经营	75.00
山西太长高速公路有限责任公司	260019.00	高速公路经营	70.00
山西阳济公路开发有限公司	11000.00	自有公路经营	100.00
晋城市商品公路开发总公司	1000.00	商品路经营	100.00
山西通建房地产开发有限公司	3000.00	房地产开发	93.33
山西诺通公路养护有限公司	900.00	公路养护	92.22
山西诺盛国际贸易有限公司	1000.00	进出口业务及贸易	90.00
山西交投忻阜高速公路管理有限公司	100.00	高速公路管理	100.00
太原康兴生物科技有限公司	3500.00	生物制品开发	100.00
太原迈思电子工程有限公司	3000.00	电子信息工程	100.00
山西交投高速公路有限公司	348318.81	高速公路经营	100.00
山西凤凰山生态植物园有限公司	15000.00	旅游开发	100.00
山西翼达交通开发有限公司	1000.00	投资开发	100.00
山西交投高新高速公路管理有限公司	100.00	高速公路管理	100.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.43	16.65	20.11	18.53
资产总额(亿元)	205.39	255.55	239.85	259.22
所有者权益合计(亿元)	63.27	64.64	65.70	66.31
短期债务(亿元)	22.36	57.46	31.07	47.60
长期债务(亿元)	102.81	115.74	122.44	125.66
全部债务(亿元)	125.16	173.20	153.50	173.27
营业收入(亿元)	9.59	12.19	20.20	4.28
利润总额(亿元)	-0.34	2.62	3.06	0.52
EBITDA(亿元)	6.13	10.03	17.02	--
经营性净现金流(亿元)	4.32	7.50	12.94	-20.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.34	14.06	15.73	--
存货周转次数(次)	132.80	55.83	76.16	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.08	--
现金收入比(%)	108.59	99.20	104.28	72.87
营业利润率 (%)	38.81	52.01	54.84	56.64
总资本收益率(%)	2.10	2.47	5.33	--
净资产收益率(%)	-0.47	2.47	3.71	--
长期债务资本化比率(%)	61.90	64.16	65.08	65.46
全部债务资本化比率(%)	66.42	72.82	70.03	72.32
资产负债率(%)	69.20	74.71	72.61	74.42
流动比率(%)	149.34	80.80	84.16	94.07
速动比率(%)	149.11	80.63	83.92	93.88
经营现金流动负债比(%)	12.23	10.54	26.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	2.35	1.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.43	17.27	9.02	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债中的有息部分计入全部债务。

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/营业收入×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）/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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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　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

附件 4-3　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。