

# 信用评级公告

联合〔2021〕6679号

联合资信评估股份有限公司通过对山西省交通开发投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西省交通开发投资集团有限公司主体长期信用等级为AA+，“19晋交投MTN001”“19晋交投MTN003”“20晋交投MTN001”和“20晋交投MTN002”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

# 山西省交通开发投资集团有限公司

## 2021 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 晋交投 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 晋交投 MTN003	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 晋交投 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 晋交投 MTN002	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 晋交投 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2024/04/12
19 晋交投 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/12/17
20 晋交投 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/03/11
20 晋交投 MTN002	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/04/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”均为可续期中期票据，期限为 3+N

评级时间：2021 年 7 月 27 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 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，公司在政府补助及政府专项债资金等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金占用明显、投资压力较大、整体债务负担进一步加重且存在短期偿付压力、通行费收入下降等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司在山西省区域交通网络中地位突出，路产质量较好，公司未来经营基本面有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“19 晋交投 MTN001”“19 晋交投 MTN003”“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. **行业风险较低，公司发展前景良好。**高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，该行业具有良好的抵御经济周期风险的能力。
2. **区域竞争实力较强。**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. **持续获得有力的外部支持。**2020 年，公司获得政府补助 830.53 万元和政府专项债资金 23.77 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评价结果	AA+	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张依 张宁 郭欣宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

关注

- 资金占用明显。**公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大，主要为往来款和对参股子公司的资金拆借款，对公司资金形成明显占用，需持续关注回收情况。
- 债务负担进一步加重且存在短期偿付压力。**2021 年 3 月底，公司全部债务 226.52 亿元，较 2019 年底增长 17.37%；同期，公司现金短期债务比为 0.55 倍。
- 面临较大的投资压力。**截至 2021 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 279.80 亿元，公司面临较大的投资压力。
- 通行费收入明显下降。**高速公路因新冠疫情免收车辆通行费时间较长，同时，车流量受煤矿停产和煤炭货运结构调整影响有所减少，2020 年公司通行费收入同比下降 25.32%。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.68	15.93	42.12	43.59
资产总额(亿元)	261.12	374.53	431.16	421.79
所有者权益(亿元)	69.54	162.02	180.89	179.99
短期债务(亿元)	78.22	71.81	81.76	79.55
长期债务(亿元)	95.18	121.18	148.08	146.97
全部债务(亿元)	173.40	193.00	229.85	226.52
营业收入(亿元)	21.73	20.34	24.79	4.12
利润总额(亿元)	4.00	4.23	3.08	0.34
EBITDA(亿元)	17.76	16.28	14.79	--
经营性净现金流(亿元)	14.57	12.97	10.30	1.99
现金收入比(%)	103.47	93.27	85.98	134.30
营业利润率(%)	56.51	51.28	40.84	43.82
净资产收益率(%)	4.52	2.06	0.95	--
资产负债率(%)	73.37	56.74	58.05	57.33
全部债务资本化比率(%)	71.38	54.36	55.96	55.72
流动比率(%)	70.45	114.46	149.94	146.55
速动比率(%)	70.22	114.27	149.54	146.18
经营现金流动负债比(%)	15.54	14.62	10.40	--
现金短期债务比(倍)	0.34	0.22	0.52	0.55
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	2.30	2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.76	11.85	15.54	--

公司本部				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	144.80	262.34	295.11	286.44
所有者权益(亿元)	66.10	155.96	173.29	174.06
全部债务(亿元)	71.12	97.75	101.65	93.84
营业收入(亿元)	0.70	1.32	10.11	0.85
利润总额(亿元)	1.70	0.68	2.87	1.12
资产负债率(%)	54.35	40.55	41.28	39.23
全部债务资本化比率(%)	51.83	38.53	36.97	35.03
流动比率(%)	70.65	118.88	134.63	135.03
经营现金流动负债比(%)	10.39	0.01	6.97	--

注：2021年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分已计入短期债务；长期应付款中的有息部分已计入长期债务

### 评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19晋交投MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/07/20	张依、汪星辰	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907</a>	阅读全文
19晋交投MTN003							
20晋交投MTN001							
20晋交投MTN002							
20晋交投MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/04/14	张依、汪星辰	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907</a>	阅读全文
19晋交投MTN003	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/12/03	张依、汪星辰	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907</a>	阅读全文
20晋交投MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/10/30	张依、汪星辰	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907</a>	阅读全文
19晋交投MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2018/08/13	厉剑、赵东方	<a href="#">高速公路行业信用评级方法(2017年)</a> <a href="#">高速公路行业主体信用评级模型(2017年)</a>	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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

## 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生改变。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 41.60 亿元，山西交通控股集团有限公司（以下简称“交控集团”）持有公司全部股份，公司实际控制人为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”）。

跟踪期内，公司经营范围未发生改变。截至 2021 年 3 月底，公司合并报表范围内一级子公司 13 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 431.16 亿元，所有者权益 180.89 亿元（含少数股东权益 14.75 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 24.79 亿元，利润总额 3.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 421.79 亿元，所有者权益 179.99 亿元（含少数股东权益 14.11 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.12 亿元，利润总额 0.34 亿元。

公司注册地址：山西省太原市小店区长治路 292 号；法定代表人：魏鹏举。

### 三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，“19 晋交投

MTN001”“19 晋交投 MTN003”“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”均已在付息日正常付息。其中“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”为可续期中期票据，具有公司可赎回权等特点。

表 1 跟踪评级债券基本情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 晋交投 MTN001	20.00	2019/04/12	5	5.43
19 晋交投 MTN003	5.00	2019/12/17	3	3.88
20 晋交投 MTN001	7.00	2020/03/11	3+N	4.93
20 晋交投 MTN002	8.00	2020/04/30	3+N	4.47
合计	40.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按原定用途使用完毕。

### 四、宏观经济与政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。



国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良

好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最

弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府

专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**



随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

#### 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政

府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2019—2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8% 和 71.3%。

表 3 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量 (亿人公里)	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量 (亿吨)	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量 (亿吨公里)	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

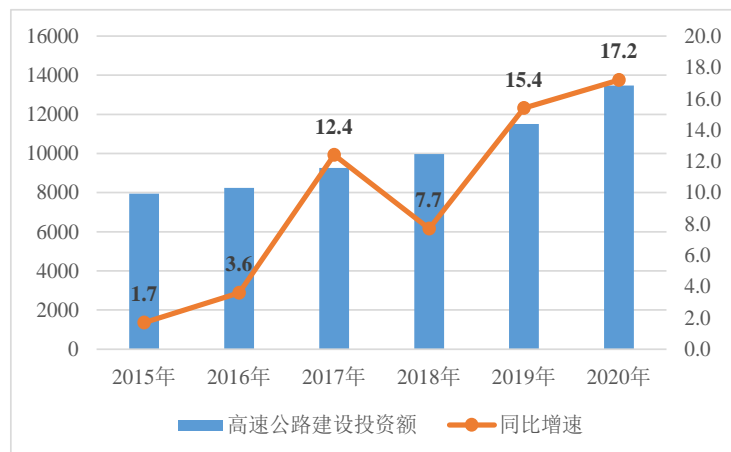
#### 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需

求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

**投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。**高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1 2015—2020 年中国高速公路建设投资情况（单位：亿元、%）



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

**行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。**高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30% 左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比为 5% 左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我

国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

**收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。**

2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的

还本付息支出为主，2019年占78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表4 2015—2019年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额(亿元)	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中: 偿还债务利息支出(亿元)	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出(亿元)	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口(亿元)	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注: 联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

### 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批

量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的比较优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公

路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提

供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

#### 未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程2.5万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速



公路行业整体风险低，展望为稳定。

## 2. 区域经济环境

**2020年，山西省经济持续发展，民用汽车保有量较快增长，货运周转量有所提升。**

根据《山西省2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年山西省地区生产总值17651.93亿元，按不变价格计算，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值946.68亿元，增长3.6%，占地区生产总值的比重5.4%；第二产业增加值7675.44亿元，增长5.5%，占地区生产总值的比重43.4%；第三产业增加值9029.81亿元，增长2.1%，占地区生产总值的比重51.2%。

2020年底，山西省全省公路通车里程14.4万公里，其中，高速公路5744.6公里。同期，山西省民用汽车保有量768.4万辆（包括三轮汽车和低速货车3.7万辆），比上年底增长7.6%，其中，私人汽车691.2万辆，增长7.3%。2020年新注册汽车62.9万辆，下降2.6%。2020年底，山西省轿车保有量472.1万辆，增长6.7%，其中，私人轿车451万辆，增长7.0%。

山西省2020年完成公路水路交通固定资产投资636.6亿元，增长16.81%，其中，高速公路累计完成209.77亿元，普通国省干线公路累计完成192.64亿元，农村公路累计完成投资225.89亿元，运输场站完成8.3亿元。2020年，山西省全年旅客运输量13757.3万人，比上年下降38.3%。旅客运输周转量226.3亿人公里，下降42.8%。货物运输量19.0亿吨，下降1.0%。货物运输周转量5711.8亿吨公里，增长4.5%。

根据《关于山西省2020年全省和省本级预算执行情况与2021年全省和省本级预算草案的报告》，2020年山西省一般公共预算收入完成2296.52亿元，比上年下降2.2%。其中，税收收入完成1625.94亿元，下降8.8%，其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税、资源税和城市维护建设税共计完成税收1327.7亿元，下降10.8%。同期，山西省全省一般公共预算支出5110.95亿元，增长8.5%；财政自给率为44.93%，

较2019年下降4.88个百分点。2020年，山西省政府性基金预算收入完成1151.96亿元，下降2.9%；全省政府性基金预算支出1791.13亿元，增长23.3%。

2021年一季度，山西省全省地区生产总值4464.06亿元，同比增长17.3%。其中，第一产业增加值为128.47亿元，同比增长9.8%；第二产业增加值为1995.96亿元，同比增长21.1%；第三产业增加值为2339.63亿元，同比增长14.9%。同期，山西省固定资产投资增长29.4%，规模以上工业增加值增长23.9%。2021年1—3月，山西省全省一般公共预算收入673.8亿元，较上年同期增长9.1%；同期，山西省全省一般公共预算支出1041.7亿元，较上年同期下降18.8%。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司在政府补助及政府专项债资金等方面持续获得有力的外部支持。**

公司是山西省内最大的经营性高速公路投资运营主体，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2021年3月底，公司运营的高速公路里程占山西省全省经营性高速公路通车里程约50%，其路产质量较好。

表5 截至2021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
<b>控股路段</b>					
太长高速	199.54	2005.11	26.5	70.00	71.38
高陵高速	63.17	2012.08	25	100.00	37.02
忻阜高速	124.75	2010.12	21	100.00	65.00
忻环高速	31.70	2014.11	29	100.00	16.94
<b>合计</b>	<b>419.16</b>	--	--	--	<b>190.34</b>
<b>参股路段</b>					
长晋高速	93.05	2004.12	27.5	40.00	21.84
晋焦高速	32.05	2002.12	29.5	40.00	16.39
<b>合计</b>	<b>125.10</b>	--	--	--	<b>38.23</b>

资料来源：公司提供

2020年，公司获得政府补助830.53万元，计入“其他收益”。同年，公司获得政府专项债资金23.77亿元，计入“长期应付款”。

根据公司《企业信用报告（授信机构版）》（中征码：1401000000379832），截至2021年7月26日，公司本部无不良信贷信息记录，企业信用情况良好。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司董事长及法定代表人变更；公司在管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。**

跟踪期内，公司董事长及法定代表人由闫长学变更为魏鹏举。

魏鹏举先生，1972年5月生，大学学历，中国共产党员；历任山西省高速公路开发公司工会主席，山西省交通运输厅办公室副主任，交控集团党委办公室主任，山西交通科学研究院集团有限公司党委书记、董事长；2021年1月起任公司党委书记、董事长。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司是山西省最大的经营性高速公路投资运营主体，收入主要来自通行费收入。2020**

**年，公司营业收入有所增长，其中通行费收入受疫情影响明显下降，综合毛利率有所下降但仍维持较高水平；2021年1—3月，公司通行费收入同比明显提升。**

2020年，公司营业收入同比增长21.84%，主要系拆借给参股公司的利息收入大幅增长所致。从收入构成看，2020年，公司车辆通行费收入明显下降，主要系由于新冠肺炎疫情的爆发，全国高速公路自2020年2月17日至5月6日零时免收通行费、煤矿停产和煤炭货运结构调整等政策下忻阜高速货车流量断崖式下跌的综合作用所致。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率较2019年下降10.07个百分点，但仍维持较高水平。其中，营业收入占比最大的高速公路业务毛利率同比下降20.72个百分点，主要系通行费收入明显下降但成本支出较为固定所致；同期，公司公路养护业务毛利率同比下降1.51个百分点，主要系原材料涨幅较大所致。

2021年1—3月，公司实现营业收入4.12亿元，相当于2020年全年的16.62%。其中，车辆通行费收入3.01亿元。同期，公司高速公路业务毛利率为47.84%；公路养护业务毛利率为11.54%。2021年1—3月，公司综合毛利率为44.12%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2019年			2020年			2021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
车辆通行费	18.19	89.43	52.99	13.59	54.81	32.27	3.01	73.06	47.84
公路养护	0.53	2.61	32.01	0.64	2.58	30.50	0.26	6.31	11.54
其他	1.62	7.96	48.60	10.56	42.61	55.25	0.85	20.63	41.18
合计	20.34	100.00	52.09	24.79	100.00	42.02	4.12	100.00	44.12

注：部分数据加总与合计数不等，主要系四舍五入所致；2020年其他收入主要包括租赁及物业管理收入0.88亿元、资金占用收入9.35亿元、材料销售收入0.23亿元、旅游服务及清障等收入0.10亿元

资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### 高速公路运营

**2020年，公司通行费收入受新冠疫情、煤矿停产和煤炭货运结构调整影响明显下降；同**

**时，公司在建项目投资规模大，面临较大的投资压力。**

跟踪期内，公司拥有路产发生变化，2020年，公司处置了其持有的山西煤销集团忻保高



速公路发展有限公司股权（忻保高速公路通车里程 191.00 公里，总投资额 135.00 亿元，公司持股比例 2.30%）；自 2021 年 3 月 20 日后，由于经营权到期，公司不再拥有控股高速公路东山过境高速公路的经营权。截至 2021 年 3 月底，公司控股的高速公路包括太长高速公路、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（详见表 5）。

公司控股的高速公路均为经营性高速公路，2020 年实现通行费收入 13.59 亿元，同比下降 25.32%；车流量 2301.53 万辆，同比下降 21.32%。2020 年，公司通行费收入下降主要原

因之一系由于新冠肺炎疫情的爆发，全国高速公路自 2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日零时免收通行费；主要原因之二系忻阜高速受部分煤矿停产和煤炭货运结构调整（以“公转铁”为代表）等政策影响，过往通行煤炭运输车辆断崖式下跌。

受公司控股高速公路通行费收入明显下降影响，2020 年，公司总资产周转率（公司所属高速公路营业收入/平均资产总额\*100%）为 3.37%，较 2019 年下降 2.35 个百分点；同期，公司单公里通行费年收入为 306.82 万元，同比下降 25.33%。

表 7 公司控股高速公路通行费收入及车流量情况（单位：万元、辆）

道路名称	通行费收入			车流量		
	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
太长高速	94401.00	84708.89	19861.94	12589944	11094055	2139717
东山过境高速	17582.00	13487.13	2604.42	7422823	5755761	1232310
高陵高速	2354.00	2598.61	416.67	941768	1153303	210431
忻阜高速	64217.00	31617.26	6493.51	7450056	3909756	686290
忻环高速	3382.00	3455.33	723.77	846867	1102388	230494
合计	181936.00	135867.22	30100.31	29251458	23015263	4499242

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  
资料来源：公司提供

参股高速公路方面，2020 年及 2021 年 1-3 月，长晋高速实现通行费收入分别为 4.43 亿元和 1.09 亿元；晋焦高速实现通行费收入分别为 2.80 亿元和 0.72 亿元。2020 年，公司获得投资收益 1.20 亿元（来自参股高速公路

投资收益 1.17 亿元），同比下降 49.61%，主要系受新冠疫情、煤矿停产和煤炭货运结构调整的综合影响所致。

收费标准方面，跟踪期内，公司参控股高速公路收费标准未发生变化。具体收费标准见下表。

表 8 山西省高速公路客车分类收费标准（单位：元/车·公里）

类别	车型及规格	道路收费标准			隧道收费标准	太佳临县黄河大桥	晋蒙黄河大桥	运宝黄河大桥
		甲类	乙类	丁类				
1 类	≤9 座	0.39	0.36	0.3	1	10	10	10
2 类	10 座~19 座	0.63	0.54	0.4	1.4	15	15	15
3 类	20 座~39 座	1.03	0.87	0.63	2.1	15	20	20
4 类	≥40 座	1.545	1.41	1.15	3.8	20	25	25

注：得大、京大、太佳东、太佳西、离军、太长（太古收费站至榆社北收费站 48.797 公里）、晋交、晋济等 8 条高速公路执行甲类收费标准；晋阳高速公路执行丁类收费标准；其他已运营高速公路执行乙类收费标准  
资料来源：公司提供

货车计费方面，2020 年以前，山西省高速公路货车收费执行计重收费标准。自 2020 年开始，山西省高速货车计费方式由计重收费统

一调整为按车（轴）型收费，货车收费标准按照道路、500 米（含）以上隧道和桥梁、独立黄河大桥分别核定。

表 9 山西省高速公路货车分类收费标准（单位：元/车·公里）

类别	车型及规格	道路收费标准	500 米（含）以上桥隧收费标注	太佳临县黄河大桥	晋蒙黄河大桥	运宝黄河大桥
1 类	二轴（车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg）	0.40	1.0	4.1	4.7	4.9
2 类	二轴（车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg）	1.07	1.4	10.3	11.8	12.2
3 类	三轴	1.44	2.1	14.1	16.1	16.5
4 类	四轴	1.92	3.8	18.1	20.7	21.2
5 类	五轴	2.27	5.7	20.0	24.0	24.7
6 类	六轴	2.58	7.0	21.9	24.9	25.6

注：货车 500 米（含）以上桥梁收费标准自 2020 年 4 月 1 日起执行  
资料来源：公司提供

同时，根据《山西省高速公路 2020 年度差异化收费优惠政策细则》，除了对在货车空重车运输流向特征明显、差异较大、桥隧比较高的路段优化实施分路段、分时段、分行驶方向等差异化收费优惠政策除外，还实施客运班车包缴优惠和 ETC 车辆普惠政策。为保证货车收费标准平稳过渡，预防货车通行费大幅波动，上述收费标准设立一年期的试运行期。试运行期内，将路网通行费收入作为收费标准动态调整的检测指标，当通行费波动超过预设阈值，则启动货车收费标准和差异化收费优惠政策的动态调整机制。预计，本次山西省高速公路收费标准的变动和差异化收费优惠政策的实施对公司通行费收入产生一定影响，但考虑到试运营期内的动态调整机制，影响属可控范围内。跟踪期内，山西省高速公路货车收费标准未发生调整，目前仍按照试运行期收费标准收费，进一步调整时间尚未确定。

养护支出方面，2020 年及 2021 年 1—3 月，公司下辖路产养护支出分别为 2.22 亿元和 0.31 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司在建项目主要为青兰国家高速公路长治至延安联络线（G2211）山西境黎城至霍州段（以下简称“黎霍高速项目”）和晋阳高速改扩建项目，项目

总投资合计 296.89 亿元。黎霍高速是国家公路网规划第六横的重要组成部分，也是山西省规划“三纵十二横十二环高速公路网”中第九横的重要组成部分，初步设计路线全长 152.66 公里，项目总投资 233.33 亿元，其中政府专项补助资金 46.67 亿元。晋阳高速改扩建项目全长约 44 公里，部分路段按双向八车道，其余路段按双向 4 车道高速公路标准建设，预计投资 63.56 亿元。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况  
（单位：亿元）

项目名称	项目工期	预计总投资	已投资	政府专项补助资金
黎霍高速项目	5 年	233.33	15.61	46.67
晋阳高速改扩建项目	4 年	63.56	1.48	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>296.89</b>	<b>17.09</b>	<b>46.67</b>

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司无拟建项目。整体看，公司在建项目投资规模大，公司面临较大的投资压力。

### 3. 未来发展

未来，公司将认真落实山西省委省政府深化转型项目年要求，服务山西省现代综合交通体系建设大局，围绕集团“一主三辅”产业格

局，坚持效益优先原则，在抓好谋划和建设山西省转型综改示范区一批转型项目的同时，寻找收益高、资金回笼快的其他新兴投资项目，努力做好新兴项目和转型项目储备工作，成为高速公路投资、建设、经营的市场主体。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2020 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 2021 年一季度财务数据未经审计。

2020 年，公司合并范围因清算注销减少一级子公司山西翼达交通开发有限公司，因投资新设纳入合并范围内一级子公司 2 家，分别为山西黎霍高速公路有限公司和山西晋阳高速

改扩建项目管理有限公司；2021 年一季度公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司 13 家。整体看，上述合并报表范围变化涉及的子公司规模较小，公司财务数据可比性仍较强。

### 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模明显增长，以非流动资产为主。其中，以资金拆借和往来款为主的其他应收款、以高速公路收费权及土地资产为主的无形资产占比较高；其他应收款对公司资金形成明显占用，公司资产受限规模较大，流动性较弱。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 15.12%，主要系流动资产增长所致。公司资产以非流动资产为主。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.93	4.25	42.10	9.76	43.59	10.33
其他应收款	77.85	20.79	100.05	23.20	86.06	20.40
<b>流动资产</b>	<b>101.54</b>	<b>27.11</b>	<b>148.57</b>	<b>34.46</b>	<b>134.32</b>	<b>31.84</b>
可供出售金融资产	9.71	2.59	8.80	2.04	8.80	2.09
固定资产	47.63	12.72	45.43	10.54	44.77	10.61
在建工程	3.74	1.00	16.06	3.72	21.65	5.13
无形资产	191.93	51.25	189.71	44.00	189.17	44.85
<b>非流动资产</b>	<b>272.99</b>	<b>72.89</b>	<b>282.59</b>	<b>65.54</b>	<b>287.48</b>	<b>68.16</b>
<b>资产总额</b>	<b>374.53</b>	<b>100.00</b>	<b>431.16</b>	<b>100.00</b>	<b>421.79</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

### 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 46.32%，主要系货币资金及其他应收款增长所致。

截至 2020 年底，公司货币资金较上年底增长 164.29%，主要由银行存款构成（占

99.99% 以上），无受限的货币资金。

截至 2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 28.52%，主要系往来款增长所致。2020 年底，公司其他应收款（剔除应收利息部分）账面余额 100.02 亿元，其中应收山西通建融创房地产开发有限公司<sup>3</sup>的资金拆借款占

<sup>3</sup> 山西通建融创房地产开发有限公司原为公司控股子公司，于 2019 年章程约定，不再纳入公司合并报表范围，但仍持有 51% 股权。截至评级报告出具日，公司与山西通建融创房地产开发有限公司每笔拆借资金均签订了借款合同，

期限为 1—2 年，并且由北京融创建投房地产集团有限公司提供不可撤销无限连带责任担保。截至评级报告出具日，上述拆借款均按时偿付，无逾期情况，拆借款回收情况良好。

38.77%，期限集中在1年以内。同时，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，公司将上述款项于2019年计入其他应收款，截至报告出具日，公司尚未收到上述款项，联合资信将持续关注资金回收情况。公司其他应收款累计计提坏账准备0.51亿元，计提比例低。坏账准备主要由期末单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款（0.49亿元）构成，主要系山西路通榆次公路有限公司、山西金通焦化集团有限公司和山西路通太榆公路有限公司正处于清算中，预计无法收回所致。整体看，公司其他应收款集中度高，应收单位主要为参股子公司和政府部门等，回收风险尚可，但对资金占用明显。联合资信将持续关注公司其他应收款回收情况。

表12 2020年底公司其他应收款前五名单位情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	比例	性质
山西通建融创房地产开发有限公司	38.98	38.77	资金拆借
山西交通控股集团有限公司	34.03	33.85	内部往来
山西省交通运输厅	19.56	19.46	往来款
山西省高速公路管理局	5.28	5.25	质保金
招商金融租赁有限公司	0.40	0.40	保证金
合计	98.25	97.73	—

资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至2020年底，公司其他流动资产较上年下降84.60%，主要系当期处置理财产品3.50亿元所致。从构成看，公司其他流动资产由待抵扣进项税及预缴税金构成。

#### 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产较上年增长3.52%，主要系在建工程的增长所致。

截至2020年底，公司可供出售金融资产8.80亿元，较上年下降9.31%，主要系当期处置山西煤销集团忻保高速公路发展有限公司的股权所致。从构成看，公司可供出售金融资产主要由山西信用增进投资股份有限公司（1.50亿元）、山西华翔集团有限公司（2.01亿元）和山西交控智能创新股权投资合伙企业（有限合伙）<sup>4</sup>（5.00亿元）等按成本计量的股权投资构成。

截至2020年底，公司固定资产较上年下降4.62%，主要系计提折旧所致。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。2020年底，公司固定资产账面原值89.74亿元，累计折旧44.31亿元。

截至2020年底，公司在建工程较上年大幅增长，主要系当期新增对黎霍高速项目和晋阳高速改扩建项目的投入所致。

截至2020年底，公司无形资产较上年下降1.15%，主要系计提摊销所致。从构成看，公司无形资产主要由高速公路收费权（108.60亿元）和土地使用权（81.07亿元）构成。同期，公司无形资产账面原值200.81亿元，累计摊销11.10亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额较上年下降2.17%，主要资产科目较上年变化不大。公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至2020年底，公司受限资产合计146.89亿元，占资产总额的34.07%，主要由用于贷款抵押的固定资产（39.99亿元）和用于贷款质押的高速公路收费权（106.90亿元）构成。

### 3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较好；同时，公司有息债务规模有所增长，债务负担进一步加重，债务结构以长期债务为主。

<sup>4</sup> 根据《山西交控智能创新股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议之补充协议》，公司收益为实缴出资额的年化5.5%的收益，为明股实债，由山西交控股权投资管理有限

公司承担收益保障



### 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 180.89 亿元，较上年底增长 11.64%，主要系其他权益工具的增长所致。从构成看，公司所有者权益主要由实收资本（占 23.00%）、资本公积（占 46.25%）、其他权益工具（占 8.22%）、未分配利润（占 12.78%）和少数股东权益（占 8.16%）构成。所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2020 年底，公司实收资本及资本公

积较上年底均未发生变化。

截至 2020 年底，公司新增其他权益工具 14.87 亿元，系当期发行可续期中期票据“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 179.99 亿元，较上年底变动较小。

### 负债

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 17.77%，以非流动负债为主。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.14	4.30	12.20	4.88	16.56	6.85
其他应付款	11.64	5.48	11.69	4.67	7.91	3.27
一年内到期的非流动负债	7.67	3.61	8.56	3.42	7.99	3.30
其他流动负债	55.00	25.88	61.00	24.37	55.00	22.75
<b>流动负债</b>	<b>88.71</b>	<b>41.75</b>	<b>99.09</b>	<b>39.59</b>	<b>91.65</b>	<b>37.90</b>
长期借款	96.34	45.33	99.51	39.76	98.39	40.69
应付债券	24.84	11.69	24.81	9.91	24.81	10.26
长期应付款	0.00	0.00	23.80	9.51	23.88	9.88
<b>非流动负债</b>	<b>123.79</b>	<b>58.25</b>	<b>151.18</b>	<b>60.41</b>	<b>150.15</b>	<b>62.10</b>
<b>负债总额</b>	<b>212.51</b>	<b>100.00</b>	<b>250.27</b>	<b>100.00</b>	<b>241.81</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 11.69%，主要系短期借款及其他流动负债的增长所致。

截至 2020 年底，公司短期借款较上年底增长 33.45%，全部由信用借款构成。

截至 2020 年底，公司其他应付款较上年底变化较小，其中，应付利息为 1.39 亿元。2020 年底，公司其他应付款（剔除应付利息部分，下同）主要由工程款和往来款构成，分别为 5.99 亿元和 2.96 亿元，合计占公司其他应付款比重为 86.89%。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 11.65%。从构成看，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（8.48 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.08 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司其他流动负债较上年底增长 10.91%，全部为公司发行的超短期融资券。本报告已将超短期融资券纳入短期债务核算。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 22.13%，主要系长期应付款的增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款较上年底增长 3.29%。从构成看，公司长期借款由质押借款（90.06 亿元）和信用借款（9.45 亿元）构成，年利率在 4.19~5.05%之间。

截至 2020 年底，公司应付债券较上年底变化不大，由“19 晋交投 MTN001”和“19 晋交投 MTN003”构成。

截至 2020 年底，公司新增长期应付款 23.80 亿元，系当期获得的政府专项债资金。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较上

年底下降 3.38%，主要负债科目较上年底变化不大。公司负债结构仍以非流动负债为主。

表 14 公司债务构成及债务负担情况  
(单位: 亿元、%)

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	71.81	81.76	79.55
长期债务	121.18	148.08	146.97
全部债务	193.00	229.85	226.52
资产负债率	56.74	58.05	57.33
全部债务资本化比率	54.36	55.96	55.72
长期债务资本化比率	42.79	45.01	44.95

资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

有息债务方面,截至 2020 年底,公司全部债务较上年底增长 19.09%,短期债务和长期债务分别占 35.57%和 64.43%,以长期债务为主;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较上年底分别提高 1.31 个百分点、1.60 个百分点和 2.22 个百分点。

截至 2021 年 3 月底,公司全部债务较上年底下降 1.45%,短期债务和长期债务分别占 35.12%和 64.88%,仍以长期债务为主;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较上年底分别下降 0.72 个百分点、0.24 个百分点和 0.06 个百分点。若考虑到公司所有者权益—其他权益工具中的永续中票“20 晋交投 MTN001”(7.00 亿元)和“20 晋交投 MTN002”(8.00 亿元),公司实际债务负担略大于上述预测值。

以 2021 年 3 月底数据为基础,公司 2021 年 4—12 月及 2022—2024 年到期债务金额分别为 69.00 亿元、40.00 亿元、50.00 亿元和 35.00 亿元。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入规模有所增长,以财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重,投资收益对公司利润贡献较大;受新冠肺炎疫情影响,公司盈利能力有所下滑。

2020 年,公司营业收入同比增长 21.84%;

同期,营业成本同比增长 47.46%。受此影响,2020 年公司营业利润率同比下降 10.44 个百分点。

表 15 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	20.34	24.79	4.12
营业成本	9.75	14.37	2.30
期间费用	8.54	8.27	2.25
利润总额	4.23	3.08	0.34
营业利润率	51.28	40.84	43.82
总资本收益率	2.93	1.93	--
净资产收益率	2.06	0.95	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

从期间费用看,2020 年,公司期间费用同比下降 3.20%,主要系财务费用减少所致。同期,公司期间费用仍以财务费用为主,2020 年公司财务费用 6.32 亿元,同比下降 4.68%。2020 年,公司期间费用率为 33.36%,以财务费用为主的期间费用对利润侵蚀严重。

2020 年,公司实现投资收益 1.20 亿元,同比下降 49.61%,主要系来自于参股路段的投资收益减少所致,投资收益占营业利润比重为 38.37%,对营业利润贡献较大;同期,公司获得其他收益 0.08 亿元,同比大幅增长,均为政府补助。2020 年,公司利润总额同比下降 27.13%。

从盈利指标看,2020 年,公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.00 个百分点和 1.11 个百分点。

2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 4.12 亿元,利润总额 0.34 亿元,营业利润率为 43.82%。

#### 5. 现金流

跟踪期内,公司经营活动现金流持续净流入,经营获现能力较强;受资金拆借影响,公司投资活动产生的现金流量净额继续呈净流出状态,但净流出规模明显收缩;公司筹资活动前现金流量净额持续为负,存在一定筹资压



力。

从经营活动看,2020年公司经营活动现金流入量同比增长8.17%;其中,销售商品、提供劳务收到的现金21.31亿元,同比增长12.32%。2020年公司现金收入比同比下降7.29个百分点,公司收入实现质量仍较好。同期,公司经营活动现金流出量同比增长50.12%;以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2020年,公司经营活动现金流量净额同比下降20.53%。

表16 公司现金流情况(单位:亿元、%)

科目	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流入小计	21.84	23.62	9.50
经营活动现金流出小计	8.87	13.32	7.51
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>12.97</b>	<b>10.30</b>	<b>1.99</b>
投资活动现金流入小计	2.26	76.11	11.93
投资活动现金流出小计	57.21	92.71	6.02
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-54.95</b>	<b>-16.61</b>	<b>5.92</b>
筹资活动现金流入小计	126.34	178.75	40.49
筹资活动现金流出小计	95.11	146.27	46.91
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>31.24</b>	<b>32.47</b>	<b>-6.42</b>
现金收入比	93.27	85.98	134.30

资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

投资活动方面,2020年公司投资活动现金流入同比大幅增长,主要由收回的拆借给参股公司的资金构成。同期,公司投资活动现金流出同比增长62.06%,其中,支付其他与投资活动有关的现金77.11亿元,主要系拆借给参股公司的资金。2020年,公司投资活动产生的现金流量净额为-16.61亿元,净流出规模明显收缩。

筹资活动方面,2020年公司筹资活动现金流入同比增长41.48%。其中,取得借款收到的现金161.09亿元,同比增长51.48%。2020年,公司筹资活动现金流出同比增长53.80%;其中,偿还债务支付的现金138.21亿元。同期,公司筹资活动产生的现金流量净额同比增长3.96%,呈净流入状态。

2021年1-3月,公司经营活动现金流净额1.99亿元;投资活动现金流量净额5.92亿

元;筹资活动现金流量净额-6.42亿元。

## 6. 偿债能力

公司存在一定的短期偿付压力,长期偿债能力指标尚可。考虑到公司在区域内的竞争优势、较强的经营获现能力及获得的政府支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2020年底,公司流动比率、速动比率及现金短期债务比同比均有所提升。2021年3月底,公司流动比率与速动比率分别下降至146.55%和146.18%;公司现金短期债务比为0.55倍。公司存在一定的短期偿付压力。

表17 公司偿债能力指标情况(单位:%、倍)

项目	2019年	2020年	2021年3月
<b>短期偿债能力指标</b>			
流动比率	114.46	149.94	146.55
速动比率	114.27	149.54	146.18
现金短期债务比	0.22	0.52	0.55
<b>长期偿债能力指标</b>			
EBITDA利息倍数	2.30	2.31	--
全部债务/EBITDA	11.85	15.54	--

资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

从长期偿债能力指标看,2020年公司EBITDA为14.79亿元,同比下降9.17%;同期,公司EBITDA利息倍数基本稳定,全部债务/EBITDA有所上升。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2021年3月底,公司共获得银行授信665.40亿元,其中已使用额度218.82亿元,未使用额度446.58亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至2021年3月底,公司无对外担保。

## 7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款、长期股权投资和无形资产为主,权益稳定性较好,整体债务负担较轻,但短期偿付压力较大。

截至2020年底,母公司资产总额295.11亿元,较上年底增长12.49%,主要系其他应收

款的增长所致。其中，流动资产占 39.64%，非流动资产占 60.36%。从构成看，资产主要由其他应收款、长期股权投资和无形资产构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 173.29 亿元，较上年底增长 11.11%，主要系其他权益工具的增长所致。其中，实收资本为占 24.01%、资本公积占 48.31%、其他权益工具占 8.58%、未分配利润占 17.43%。考虑到实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2020 年底，母公司负债总额 121.82 亿元，较上年底增长 14.52%。其中，流动负债占 71.33%，非流动负债占 28.67%。2020 年底，母公司资产负债率为 41.28%，较 2019 年提高 0.73 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 101.65 亿元，其中，短期债务占 65.65%，短期偿付压力较大。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 36.97%，整体债务负担较轻。

2020 年，母公司实现营业收入 10.11 亿元，利润总额为 2.87 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 286.44 亿元，所有者权益为 174.06 亿元，负债总额 112.38 亿元；母公司资产负债率 39.23%；全部债务 93.84 亿元，全部债务资本化比率 35.03%。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.85 亿元，利润总额 1.12 亿元。

## 十、存续债券偿还能力分析

截至 2021 年 6 月底，公司存续债券余额合计 135.00 亿元，其中一年内到期债券余额合计 75.00 亿元，达到未来待偿债券本金峰值。

2021 年 3 月底，公司现金类资产 43.59 亿元，为一年内到期债券余额的 0.58 倍。2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 23.62 亿元、10.30 亿元和 14.79 亿元。公司现金类资产对未来待偿债券本金峰值覆盖程度偏弱，经营活动现金流和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的覆盖能力弱。具体

情况如下表：

表 18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 6 月底一年内到期债券余额	75.00
未来待偿债券本金峰值	75.00
2021 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	0.58
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.31
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.14
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.20

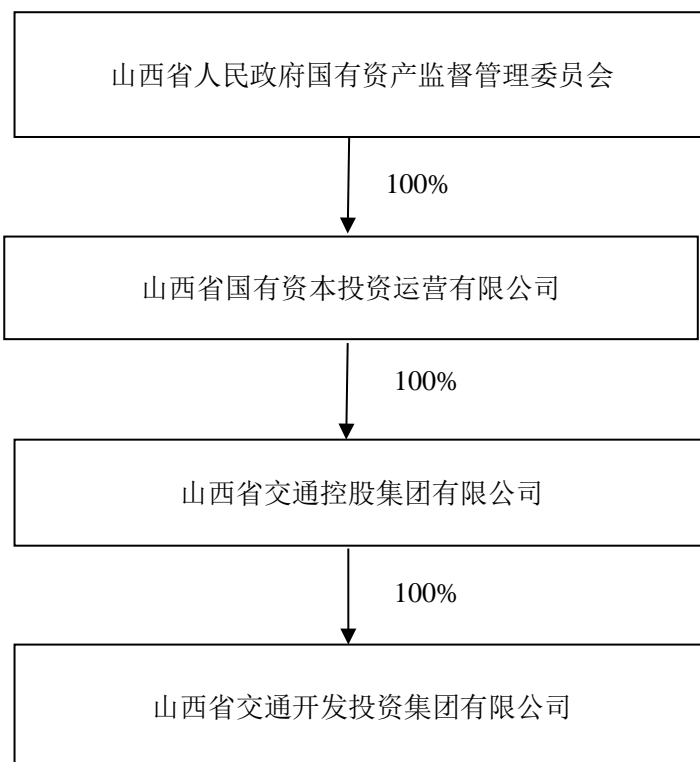
资料来源：联合资信整理

考虑到公司在区域内的竞争优势、较强的经营获现能力及获得的政府支持，公司存续债券到期不能偿还的风险很低。

## 十一、结论

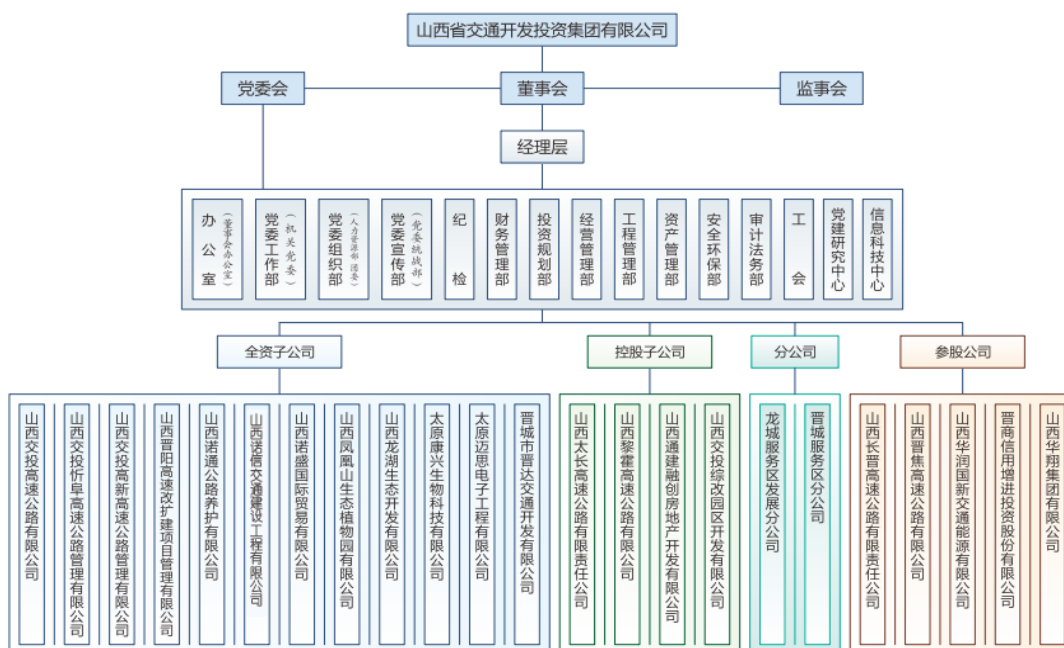
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“19 晋交投 MTN001”“19 晋交投 MTN003”“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

(单位: 万元、%)

子公司名称	实收资本	业务性质	持股比例	取得方式
山西太长高速公路有限责任公司	260019.00	高速公路经营	70.00	投资设立
山西交投综改园区开发有限公司	26000.00	房地产开发	60.00	投资设立
晋城市晋达交通开发有限公司	7757.65	商品路经营	100.00	投资设立
山西诺通公路养护有限公司	900.00	公路养护	100.00	投资设立
山西诺盛国际贸易有限公司	1000.00	进出口业务及贸易	100.00	投资设立
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	投资设立
太原康兴生物科技有限公司	3500.00	生物制品开发	100.00	投资设立
太原迈思电子工程有限公司	3000.00	电子信息工程	100.00	投资设立
山西交投高速公路有限公司	348318.81	高速公路经营	100.00	投资设立
山西凤凰山生态植物园有限公司	15000.00	旅游开发	100.00	投资设立
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	投资设立
山西黎霍高速公路有限公司	70000.00	高速公路经营	62.00	投资设立
山西晋阳高速改扩建项目管理有限公司	5000.00	高速公路经营	100.00	投资设立

资料来源: 公司提供

### 附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	26.68	15.93	42.12	43.59
资产总额 (亿元)	261.12	374.53	431.16	421.79
所有者权益 (亿元)	69.54	162.02	180.89	179.99
短期债务 (亿元)	78.22	71.81	81.76	79.55
长期债务 (亿元)	95.18	121.18	148.08	146.97
全部债务 (亿元)	173.40	193.00	229.85	226.52
营业收入 (亿元)	21.73	20.34	24.79	4.12
利润总额 (亿元)	4.00	4.23	3.08	0.34
EBITDA (亿元)	17.76	16.28	14.79	--
经营性净现金流 (亿元)	14.57	12.97	10.30	1.99
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	11.37	6.58	5.45	--
存货周转次数 (次)	56.29	51.37	51.03	--
总资产周转次数 (次)	0.09	0.06	0.06	--
现金收入比 (%)	103.47	93.27	85.98	134.30
营业利润率 (%)	56.51	51.28	40.84	43.82
总资本收益率 (%)	4.92	2.93	1.93	--
净资产收益率 (%)	4.52	2.06	0.95	--
长期债务资本化比率 (%)	57.78	42.79	45.01	44.95
全部债务资本化比率 (%)	71.38	54.36	55.96	55.72
资产负债率 (%)	73.37	56.74	58.05	57.33
流动比率 (%)	70.45	114.46	149.94	146.55
速动比率 (%)	70.22	114.27	149.54	146.18
经营现金流流动负债比 (%)	15.54	14.62	10.40	--
现金短期债务比 (倍)	0.34	0.22	0.52	0.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	2.30	2.31	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.76	11.85	15.54	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分已计入短期债务；长期应付款中的有息部分已计入长期债务

### 附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	17.00	7.36	20.11	23.02
资产总额 (亿元)	144.80	262.34	295.11	286.44
所有者权益 (亿元)	66.10	155.96	173.29	174.06
短期债务 (亿元)	71.12	64.21	66.73	61.94
长期债务 (亿元)	0.00	33.54	34.91	31.90
全部债务 (亿元)	71.12	97.75	101.65	93.84
营业收入 (亿元)	0.70	1.32	10.11	0.85
利润总额 (亿元)	1.70	0.68	2.87	1.12
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	8.18	0.01	6.06	-0.33
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	5.61	3.96	19.65	--
存货周转次数 (次)	2464.81	2544.19	15627.15	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.04	--
现金收入比 (%)	87.70	3.18	77.88	69.18
营业利润率 (%)	20.50	32.19	54.68	89.20
总资本收益率 (%)	2.85	0.99	1.32	--
净资产收益率 (%)	2.56	0.48	1.39	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	17.70	16.77	15.49
全部债务资本化比率 (%)	51.83	38.53	36.97	35.03
资产负债率 (%)	54.35	40.55	41.28	39.23
流动比率 (%)	70.65	118.88	134.63	135.03
速动比率 (%)	70.65	118.88	134.63	135.03
经营现金流流动负债比 (%)	10.39	0.01	6.97	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.11	0.30	0.37

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分已计入短期债务；“/”代表相关数据未获取



## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+衍生金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。