

# 信用等级公告

联合[2018] 2308 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拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定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<sup>+</sup>，山西省交通开发投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年八月十三日



# 山西省交通开发投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

## 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>  
本期中期票据信用等级: AA<sup>+</sup>  
评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 20 亿元  
本期中期票据期限: 5 年  
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本  
募集资金用途: 偿还到期债务

评级时间: 2018 年 8 月 13 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短期债务。

## 分析师

厉剑 赵东方

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

## 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山西省交通开发投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为山西省最大的经营性高速公路投资运营主体,路产质量较好,竞争实力较强,在区域交通网络中地位突出。近年来,山西省经济回暖,全省私家车保有量保持持续较快增长,公司外部经营环境得到改善;公司收购忻阜、忻环高速,致使公司收费路产规模提升,控、参股路段车流量增长,公司收入规模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等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司无在建、拟建高速公路,未来投资压力不大,融资主要以债务接续为主,同时忻阜高速、忻环高速相关收益计入权益后,公司债务负担将有所减轻,联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据发行规模大,公司经营活动现金流入对本期中期票据的覆盖能力一般,存在一定集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. 山西省经济回暖,全省私家车保有量保持持续较快增长,公司外部经营环境得到改善。
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. 近年来,公司控股高速公路通行费收入及参股路段投资收益保持增长;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,同时经营活动

获现能力较强。

4. 忻阜高速、忻环高速相关收益计入权益后，公司债务负担将有所减轻。

#### 关注

1. 公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大对资金形成一定占用，整体资产流动性较弱。
2. 公司债务规模较大，债务负担较重，存在一定的短期支付压力。
3. 期间费用对公司利润侵蚀严重。

## 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 山西省交通开发投资集团有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身是山西交通建设开发总公司。2010年9月，根据晋政函[2010]94号文件，由山西省交通运输厅行使出资人权利，将公司改制为国有独资的集团公司。后根据晋办发[2011]39号文件，将公司划转至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”）。2017年8月，山西省国资委将公司100%的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”）。山西国资公司由山西省国资委100%控股。2017年12月，公司根据山西省国资委晋国资[2017]856号通知，将公司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”），截至2018年6月底，工商变更已办理，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，最终控制人为山西省国资委。

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；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易。

截至2017年底，公司下设子公司共14家；公司本部内设办公室、人力资源部、财务管理部、投资规划部等15个职能部门。

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：山西省太原市小店区长治路292号；法定代表人：闫长学。

### 二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据额度25亿元，本次计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）20亿元，募集资金将用于偿还到期债务。本期中期票据期限5年，按年付息，到期一次还本。

### 三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，



继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1-6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比

增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。

居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 高速公路行业概况

###### (1) 行业概况

根据交通运输部发布的《2017年交通运输行业发展统计公报》，2017年底中国高速公路通车里程达13.65万公里，比上年末增加0.65万公里；国家高速公路10.23万公里，同比增加0.39万公里。截至2017年底，全国公路总里程达477.35万公里，比上年末增加7.82万公里，公路密度49.72公里/百平方公里，同比提高0.81公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.86%，同比提升0.07个百分点。

2017年全年完成公路建设投资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%，增速较2016年（3.6%）明显提升。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2017年占公路建设投资的43.56%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家政策带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍然突出。2017年国务院印发《“十三五”现代

综合交通运输体系发展规划》，指出到2020年，高速公路建成里程达15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业的发展还需大规模投资来推动。

公路运输经济运行状况与GDP增速、供需等高度相关。2017年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2016年下滑趋势，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，公路货运指标保持较为稳健的增长且增速进一步提升。2017年完成营业性客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，同比分别下降5.6%、4.5%；完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，同比分别增长10.3%、9.3%，延续上升趋势且增幅提升明显。

总体看，2017年中国高速公路通车里程及投资规模保持较快增速，未来投资需求仍较大。同时，2017年受高铁等分流影响，公路客运指标延续上年下降趋势；受益于宏观经济向好，货运指标增幅明显。

###### (2) 行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。

2017年7月，地方政府收费公路专项债券出台，是地方政府为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车

辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的创新专项债券品种。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。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。

总体看，高速公路行业受政策影响大，收费公路专项债的发行及未来将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。

## 2. 山西省区域经济环境

根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017年，山西省地区生产总值分别为12802.6亿元、12928.3亿元、14973.5亿元，按可比价计算，同比分别增长3.1%、4.5%、7.0%。其中，2017年山西省第一产业增加值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%，第三产业占比较2015年提升0.5个百分点。

财政收入方面，2015~2017年，山西省一般公共预算收入分别为1642.2亿元、1557.0亿元、1866.8亿元，同比分别变动-9.8%、-5.2%和19.9%。其中2017年，山西省税收收入1397.2亿元，增长34.8%。

2015~2017年底，山西省民用汽车保有量分别为473.7万辆、530.6万辆、595.4万辆，同比分别增长10.2%、14.7%、12.2%，其中，2017年山西省私人汽车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%

总体看，近年来山西省经历经济增速放缓，以及财政收入增速断崖式下跌之后有所企稳，经济和财政增速回升，同时全省私家车保有量较快增长，公路客、货周转量提升，公司外部经营环境得到大幅改善。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

公司系国有独资公司，截至2018年6月底，公司注册资本和实收资本均为41.60亿元，由交控集团全资持股，公司实际控制人为山西省国资委。

### 2. 企业规模和竞争力

公司股东交控集团是山西省内最重要的高速公路投融资、建设和运营主体，持有山西省交通运输厅投资建设的62条政府收费公路（其中55条已通车，通车总里程4063.89公里）、17条特许经营高速公路（桥）（其中14条已通车，控股高速路（桥）12条，控股路桥通车总里程811.65公里）。交控集团控股路产通车总里程占山西省高速公路通车总里程的92%。

公司作为交控集团主要的经营性高速公路运营主体，负责运营山西省内大部分经营性高速公路，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。

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。忻阜高速、忻环高速相关收益于2018年6月计入公司所有者权益。相关收益计入公司权益后，公司债务负担将有所减轻。



表1 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、%)

公路名称	通车里程	通车时间	经营期限	持股比例
<b>控股路段</b>				
太长高速	199.54	2005.12	26.5	70
东山过境高速	26.23	1997.10	25	100
高陵高速	62.18	2012.8	25	100
忻阜高速	124.25	2010.12	21	100
忻环高速	31.70	2014.11	29	100
<b>合计</b>	<b>443.90</b>	--	--	--
<b>参股路段</b>				
长晋高速	93.05	2004.12	27.5	40
晋焦高速	32.05	2002.12	29.5	40
忻保高速	191.00	2011.11	25	2.3
<b>合计</b>	<b>316.10</b>	--	--	--

资料来源:公司提供

总体看,公司路产质量较好,规模实力较强。

### 3. 人员素质

截至2018年3月底,公司有高层管理人员5人,大多已在公司工作多年,具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。2018年一季度公司原总经理上调交控集团,截至报告出具日,公司总经理暂时空缺。

公司董事长、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。

截至2018年3月底,公司本部拥有员工100人。从学历结构看,公司员工本科及以上学历占78%、大专学历占15%;从年龄上看,30岁以下占21%,20~50岁占61%,50岁以上的占18%。

总体看,公司高管人员具有较丰富的管理经验和行业从业经验;员工数量和素质符合公司行业特点,能够满足经营发展需要。

### 4. 企业信用记录

根据公司《企业信用报告(银行版)》(统一社会信用代码:911400001100279767),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,过往信用记录良好。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等法律、行政法规、的要求,建立了规范的公司治理结构。公司不设股东会,设立了董事会,董事会对出资人负责。公司董事会由5至7名成员组成,设董事长1名,董事会为公司的权力机构,负责制定公司的经营计划和投资方案,年度财务预算方案和决算方案等,决定公司生产和经营的重大事项。公司设立监事会,监事会由3至5名成员组成,由出资人委派。公司设总经理1人,副总经理若干人,经理层对董事会负责,总经理负责主持公司日常生产经营管理工作、实施董事会决议,出资人有权对总经理提出任免建议。

总体看,公司依照现代企业制度,建立了法人治理结构。公司股权划转至交控集团对公司未来法人治理结构和经营管理的影响尚未显现。联合资信将会持续关注股权划转以及总经理缺位对公司未来经营管理带来的影响。

### 2. 管理水平

公司本部内设办公室、董事会秘书处、人力资源部、财务管理部、投资规划部、经营管理部、工程管理部、工会工作部、资产管理部、安全监察部、审计部、党委工作部、纪检监察部、机关党委、宣传中心15个职能部门。为保证内部控制体系的有效运转,公司制定了涉及财务管理、安全管理、人力资源管理、印章管理、档案管理等一系列管理制度。

财务管理方面,公司制定了《会计核算制度》《会计处理程序制度》《财产清查制度》《会计人员交接制度》《财务审批制度》《货币资金管理控制制度》《发票管理制度》《公路经营公司营业收支管理办法》,建立了统一的财务、会计制度。

内部审计管理方面,公司设立有内部审计机构,内部审计制度通过对公司级所属单位的财务收支及经济活动的真实、合法和效益实施

审计监督和评价，促进各单位遵守财经法规，加强经济管理，完善内控制度，提高经济效益。

总体看，公司制定并实施了一系列的管理制度，对加强管理、防范内部风险起到了一定的作用。

## 七、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公司，运营的主要收费路产在山西省交通网络布局中具有突出地位。

2015~2017年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长45.14%。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、忻阜高速收费所致。公司收入主

要来源于车辆通行费收入，2015~2017年，公司车辆通行费收入分别为8.27亿元、10.66亿元，和18.91亿元，占营业收入的比重分别为86.24%、87.45%和93.61%。

毛利率方面，2015~2017年，公司毛利率分别为42.34%、53.49%和55.46%。其中营业收入占比大的通行费业务对毛利率的影响大，该业务近三年毛利率分别为45.13%、55.91%和57.33%，系公司下属路产普遍采取直线法计提折旧，公司相关路段车流量的增长直接体现为毛利率上升。

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21.19%，其中车辆通行费收入4.13亿元，综合毛利率为57.08%，较2017年水平有所提升。

表2 2015~2017年及2018年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2015年			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	收入	占比	毛利率
通行费	8.27	86.24	45.13	10.66	87.45	55.91	18.91	93.61	57.33	4.13	96.40	60.00
公路养护	0.63	6.57	24.00	0.57	4.68	50.87	0.39	1.94	32.15	0.01	0.20	-8.80
其他	0.69	7.19	25.50	0.96	7.87	31.25	0.90	4.45	26.39	0.14	3.40	5.88
合计	9.59	100	42.34	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。

### 2. 业务经营分析

#### 高速公路运营

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。公司参控股高速均已建成通车，近年来，公司控股高速公路车流量和收入呈增长趋势。

太长高速公路为山西目前“人字骨架、九横九环”高速公路网主骨架的主要组成部分，有晋北、晋中连接晋东南乃至直下河南中原腹地的纽带作用，是晋煤外运公路通道的重要组成部分。2015~2017年，太长高速公路车流量分别为902.76万辆、1225.32万辆和

1377.33万辆，逐年增长；同期，太长高速实现通行费收入分别为6.77亿元、9.19亿元、10.33亿元。2018年1~3月，太长高速车流量为297.48万辆，通行费收入2.23亿元。

东山过境高速公路为太原市环城高速公路的东段，是阳长高速公路和江武高速公路的统称，其周边无其他并行或替代公路。2015~2017年，车流量分别为2749.00万辆、2746.60万辆、2833.49万辆；同期，东山过境高速实现通行费收入分别为1.37亿元、1.37亿元和1.42亿元。2018年1~3月，东山过境高速车流量为717.70万辆，相当于2017年全年车流量的25.33%；同期现通行费收入0.36亿元，相当于2017年全年的25.33%。

高陵高速公路是高（平）新（乡）高速

公路山西省境内段，是山西省“三纵、十一横、十一环”高速公路规划网中第十横和省道（S80）陵（川）侯（马）高速公路的重要组成部分，全长 62.18 公里。近年来，高陵高速通行费收入波动增长，2015~2017 年和 2018 年 1~3 月，高陵高速通行费收入分别为 997 万元、950 万元、1166.79 万元和 229.05 万元。高陵高速通车时间较短，目前正处于通行培育期，且对接的新（乡）高（平）高速公路尚未通车，目前属于断头路，待新高高速公路通车后，高陵高速将成为连接河南省的主要外联通道，有望实现过境车流量的增长，通行费收入有望提高。

忻阜高速公路是山西省“十一五”重点工程和“三纵、十一横、十一环”高速公路

网规划中第四横的重要组成部分。起点位于忻州市忻府区秦乡部落村，以枢纽互通形式与大运高速公路相交，与忻州至保德高速公路相接，全长 124 公里，工程总投资 65 亿元。从 2012 年 4 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日累计通行费收入 28.59 亿元，累计净结余 13.10 亿元。2017 及 2018 年 1~3 月，忻阜高速通行费收入为 6.80 亿元和 1.46 亿元。

忻州环城高速公路是山西省“三纵、十一横、十一环”高速公路网中的重要组成部分，起点位于定襄县杨芳乡西营村，终点止于忻府区豆罗镇高辅村；设 3 个收费站，全长 31.70 公里；投资 16.97 亿元。2017 年及 2018 年 1~3 月，忻环高速实现通行费收入 0.27 亿元和 0.06 亿元。

表 3 公司控股高速公路通行费收入及车流量情况（单位：万元、万辆）

路段名称	通行费收入				车流量			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
太长高速	67707	91899	103300	22311	902.76	1225.32	1377.33	297.48
东山过境高速	13749	13733	14167	3589	2749.00	2746.60	2833.49	717.70
高陵高速	997	950	1167	229	39.88	38.00	46.67	9.16
忻阜高速	--	--	68031	14559	--	--	1511.79	323.54
忻环高速	--	--	2652	615	--	--	265.19	61.47
<b>合计</b>	<b>82453</b>	<b>106582</b>	<b>189317</b>	<b>41303</b>	<b>3691.64</b>	<b>4009.92</b>	<b>6034.48</b>	<b>1409.36</b>

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。

参股公路方面，公司参股了长晋高速和晋焦高速（均持股 40%）以及忻保高速（持股 2.3%）。长晋高速公路是国家高速公路网二连浩特至广州（二广高速公路，G55）在山西境内的一段，是山西省“人字型”高速公路主骨架和“三小时通达工程”的重要组成部分，于 2004 年通车。晋焦高速，即山西晋城至河南焦作高速公路，全长 32.05 公里，是国家 G5512 晋新高速的晋城至焦作段，是山西省通往中原地区的南通道、煤炭运输重要通道。晋焦高速于 1997 年 10 月开工，2002 年 12 月正式通车。

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，长晋高

速实现通行费收入分别为 2.98 亿元、3.03 亿元、3.84 亿元和 0.88 亿元；晋焦高速实现通行费收入分别为 2.19 亿元、3.14 亿元、4.49 亿元和 1.04 亿元；同期公司获得投资收益分别为 0.74 亿元、0.98 亿元、1.49 亿元和 0.47 亿元，公司参股的长晋、晋焦高速公路通行费收入逐年上升，对公司的营业利润形成较好的补充。

总体看，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；2017 年新增忻阜高速、忻环高速收费权对当期收入贡献较大。

表 4 公司参股高速公路通行费收入及投资收益情况(单位: 万元)

公路名称	通行费收入				投资收益			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
长晋高速	29816.16	30279.93	38421.82	8797.35	3704.81	4184.08	5946.75	1623.61
晋焦高速	21887.54	31435.61	44945.05	10394.85	3090.61	5640.51	8643.49	2274.78

资料来源: 公司提供

### 收费标准

山西省自 2006 年开始逐步对货车实行计

重收费。客车车型的收费标准仍按原有标准进行收费。

表 5 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

资料来源: 公司提供

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”的取整计算办法(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。

货车计费方面, 根据计重收费标准, 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。

养护支出方面, 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司下辖路产养护支出分别为 1.29 亿元、1.10 亿元、1.44 亿元和 0.08 亿元。

### 公路养护及其他业务

公司除了公路收费板块外, 还经营公路养护、施工、酒店、生态开发等多个业务。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司除通行费收费以外业务分别实现营业收入 1.32 亿元、1.53 亿元、1.29 亿元和 0.15 亿元。

总体看, 公司下属控股、参股路产属山西省内干线公路, 路产质量较好, 近年来车流量和通行费收入呈增长趋势, 公司通行费收入和盈利能力逐年提高。

### 3. 未来发展

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。

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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度合并财务报表，其中2015年财务报表经众华会计师事务所有限公司审计，2016~2017年财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均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。

近三年一期，公司合并范围变化较小，对财务数据可比性影响小。

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。

### 2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额波动增长，年均复合增长8.06%；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6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015年		2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.43	11.41	16.65	6.52	20.11	8.38	18.53	7.15
其他应收款	27.59	13.43	34.98	13.69	13.79	5.75	34.51	13.31
<b>流动资产</b>	<b>52.74</b>	<b>25.68</b>	<b>57.47</b>	<b>22.49</b>	<b>41.21</b>	<b>17.18</b>	<b>60.66</b>	<b>23.40</b>
可供出售金融资产	1.21	0.59	4.72	1.85	4.72	1.97	4.72	1.82
长期股权投资	7.51	3.65	7.72	3.02	8.05	3.36	8.44	3.26
投资性房地产	9.08	4.42	9.05	3.54	8.82	3.68	8.77	3.38
固定资产	55.16	26.86	52.71	20.63	53.73	22.40	53.04	20.46
无形资产	75.27	36.65	118.81	46.49	118.29	49.32	118.06	45.54
<b>非流动资产</b>	<b>152.64</b>	<b>74.32</b>	<b>198.08</b>	<b>77.51</b>	<b>198.64</b>	<b>82.82</b>	<b>198.56</b>	<b>76.60</b>
<b>资产总额</b>	<b>205.39</b>	<b>100.00</b>	<b>255.55</b>	<b>100.00</b>	<b>239.85</b>	<b>100.00</b>	<b>259.22</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据审计报告和财务报表整理

### 流动资产

2015~2017年，公司流动资产波动下降，年均复合下降11.61%；2017年底，公司流动资产41.21亿元，同比下降28.30%，系其他应收款下降所致。

2015~2017年，公司货币资金年均复合下降7.36%，2017年底公司货币资金20.11亿元，同比增长20.77%，全部为非受限货币资金。

公司应收账款规模较小，符合行业特点。2015~2017年，公司应收账款复合增长47.86%；2017年底，公司应收账款1.53亿元，同比增长48.46%，以应收车辆通行费收入及公路质保

金为主。

公司其他应收款主要为公司与其他单位的往来款、质押金和保证金等。2015~2017年，公司其他应收款年均下降29.31%，2017年底，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（6.78亿元，账龄为1~2年）、山西省高速公路收费管理结算中心（5.23亿元，账龄为1~5年），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，但账龄较长，对资金形成占用。

### 非流动资产

2015~2017年,公司非流动资产有所增长,年均增长14.08%。2017年底,公司非流动资产198.64亿元,同比变化较小。

2015~2017年,公司可供出售金融资产年均复合增长97.21%。2017年底,公司可供出售金融资产4.72亿元,同比变化小,构成主要为1.5亿元入股山西信用增进投资股份有限公司,持股比例为3.75%;投资2.01亿元参股了拟进行IPO的山西华翔集团有限公司,持股比例为12.50%。公司对可供出售权益工具计提减值准备合计0.60亿元。

2015~2017年,公司长期股权投资年均复合增长3.59%。2017年底,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。2015~2017年,公司固定资产年均下降1.30%,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。

2015~2017年,公司在建工程年均复合增长7.94%。2017年底,公司在建工程2.11亿元,同比下降13.09%,构成主要凤凰山基础设施工程(已基本完工)。

2015~2017年,公司无形资产快速增长,年均复合增长25.37%。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45.24%,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20亿元借予股东交控集团使用)。截至2018年3月底,公司流动资产占23.40%,占比较2017年底上升。

总体看,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,但受限比例较高,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。

### 3. 负债和所有者权益

#### 所有者权益

2015~2017年,公司所有者权益较为稳定,年均复合增长1.90%。2017年底,公司所有者权益合计65.70亿元,较上年底上升1.64%。公司所有者权益主要由实收资本(占63.32%)、未分配利润(占17.51%),少数股东权益(占13.34%)构成。

截至2018年3月底,公司所有者权益合计66.31元,较2017年底变化小。

公司所有者权益以实收资本为主,稳定性较好。

#### 负债

2015~2017年,公司负债波动增长,年均增长10.70%。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。

2015~2017年,公司流动负债年均复合增长17.75%。2017年底,公司流动负债48.96亿元,同比下降31.17%,主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。

2015~2017年,公司短期借款波动较大,2017年底,公司短期借款合计21.00亿元,较上年底增加16.00亿元,公司短期借款全部为信用借款。

2015~2017年,公司其他应付款年均复合增长1.42%。2017年底,公司其他应付款为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。

2015~2017年,公司非流动负债年均复合

下降 8.27%。2017 年底，公司非流动负债 125.19 亿元，较上年底上升 4.52%，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

由于公司收购忻环高速、忻阜高速，2015 年长期借款增幅较大。2015~2017 年，公司长期借款年均增长 45.81%；2017 年底，公司长期借款 102.44 亿元，较上年底大幅上升 11.05%。

2015~2017 年，公司应付债券年均复合下降 39.49%。2017 年底，应付债券 20 亿元，为“09 晋交投债”。

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%。

表 7 公司有息债务情况 (单位: 亿元、%)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	22.36	57.46	31.07
长期债务	102.81	115.74	122.44
全部债务	125.16	173.20	153.50
资产负债率	69.20	74.71	72.61
全部债务资本化比率	66.42	72.82	70.03
长期债务资本化比率	61.90	64.16	65.08

资料来源: 联合资信整理

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务年均复合增长 10.74%。2017 年底，公司全部债务总额 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%，公司债务结构较为合理。2015~2017 年，公司能债务负担波动上升，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%。2018 年 3 月底，公司全部债务为 173.27 亿元，较上年底增长 12.87%，系发行超短期融资券所致，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% 和 65.46%，分别较上年底增长 1.81、2.29 和 0.38 个百分点。

总体看，近年来公司债务规模波动增长，以长期债务为主，债务结构较为合理，但债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

近年来，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，2015~2017 年公司营业收入年均复合增长 45.14%，2017 年实现营业收入 20.20 亿元，同比增长 65.68%；2015~2017 年，营业成本年均复合增长 27.55%，2017 年为 9.00 亿元，同比增长 58.61%。2015~2017 年公司营业利润率逐年增长，2017 年为 54.84%，同比增加 2.83 个百分点。

表 8 公司收入及盈利指标 (单位: 亿元、%)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	9.59	12.19	20.20
营业成本	5.53	5.67	9.00
投资收益	0.74	0.98	1.49
利润总额	-0.34	2.62	3.06
营业利润率	38.81	52.01	54.84
总资本收益率	2.10	2.47	5.33
净资产收益率	-0.47	2.47	3.71

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，2015~2017 年财务费用分别为 3.34 亿元、3.97 亿元和 8.85 亿元；2015~2017 年，公司期间费用率分别为 41.76%、40.74% 和 49.74%。整体看，公司以财务费用为主的期间费用对利润侵蚀严重。

2015~2017 年，公司投资收益增幅较大，年均负责增长 42.12%，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，公司分别确认营业外收入 0.15 亿元、0.29 亿元和 0.30 亿元，以政府补贴收入为主。

2015~2017 年公司利润总额分别为 -0.34 亿元、2.62 亿元和 3.06 亿元。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率、净资产收益率逐年提升，2017 年分别为 5.33% 和 3.71%，分别同比增加 2.86 个和 1.24 个百分点，受到公司净利润回升影响，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21.19%；实现利润总额0.52亿元，营业利润率为56.64%。

总体看，近年来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，同时财务费用等期间费用对利润形成严重侵蚀。

#### 5. 现金流

从经营活动看，受益于公司通行费收入增长，2015~2017年公司经营活动现金流入量逐年增长，2017年为25.45亿元，同比增长33.21%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金21.06亿元，同比上升74.17%。2015~2017年，公司现金收入比分别为108.59%、99.20%和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。2015~2017年公司经营活动现金流出量逐年增长，2017年为12.52亿元，同比增长7.84%。近三年，公司经营活动现金流量净额分别为4.32亿元、7.50亿元和12.94亿元。

投资活动方面，近三年公司投资活动现金流入分别为1.50亿元、0.10亿元和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。近三年，公司投资活动现金流出主要为收购路产以及购买理财，2016年为53.17亿元，主要是收购忻阜、忻环高速投资款。2015~2017年，公司投资活动现金净流量分别为-0.39亿元、-53.07亿元和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。2015年公司筹资活动现金流入28.00亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金10.00亿元，为朔环项目专项债券募集资金本金；2016年公司筹资活动现金流入112.00亿元，主要是取得借款收到的现金，公司为收购忻阜、忻环高速借款规模大幅上升；2017

年收到其他与筹资活动有关的现金21.58亿元，为朔环BT项目回购资金本息转回（用于支付朔环项目到期20亿元私募债）。近三年，筹资活动现金流出规模快速增长，2015年公司支付其他与筹资活动有关的现金30.07亿元，主要是偿还信托贷款13亿元和短期融资券7亿元。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-14.42亿元、38.82亿元和-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，为和股东往来款。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9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入	11.87	19.11	25.45
经营活动现金流出	7.55	11.61	12.52
经营活动现金净流量	4.32	7.50	12.94
投资活动现金净流量	-0.39	-53.07	0.13
筹资活动现金净流量	-14.42	38.82	-9.61
现金收入比	108.59	99.20	104.28

资料来源：根据审计报告整理

总体看，公司经营活动获现能力强，但收购忻阜、忻环高速所需资金规模大，主要依赖于筹资活动，对外部融资依赖大。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2017年底分别为84.16%和83.92%，分别同比提升3.36和3.29个百分点；近三年公司经营现金流流动负债比波动上升，2017年为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%。考虑到短期债务规模较大，存在短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA增幅较大，分别为6.13亿元、10.03亿元和17.02亿元；全部债务/EBITDA分别为20.43倍和17.27倍和9.02倍。总体看，近年来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、区域内竞争优势和获现能力等情况，公司整体偿债能力很强。

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。

2018 年 3 月底，公司对外担保余额 30.00 亿元，担保比率 45.24%，为对股东交控集团担保，或有负债风险可控。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为 20 亿元，相当于 2018 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 15.92%和 11.54%，对公司现有债务的影响程度较大。

2018 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 74.42%、65.46%和 72.32%，以 2018 年 3 月底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 76.25%、68.72%和 74.46%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期债务，本期中期票据发行后公司实际债务负担和负债水平或将低于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 11.87 亿元、19.11 亿元和 25.45 亿元，分别为本期中期票据的 0.59 倍、0.96 倍和 1.27 倍；2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 4.32 亿元、7.50 亿元和 12.94 亿元，分别为本期中期票据的 0.22 倍、0.38 倍和 0.65 倍；2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 6.13 亿元、10.03 亿元和 17.02 亿元，分别为本期中期票据的 0.31 倍、0.50 倍和 0.85 倍。公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力一般。

总体看，本期中期票据发行规模大，公司

经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力一般，存在一定集中兑付压力。

## 十、结论

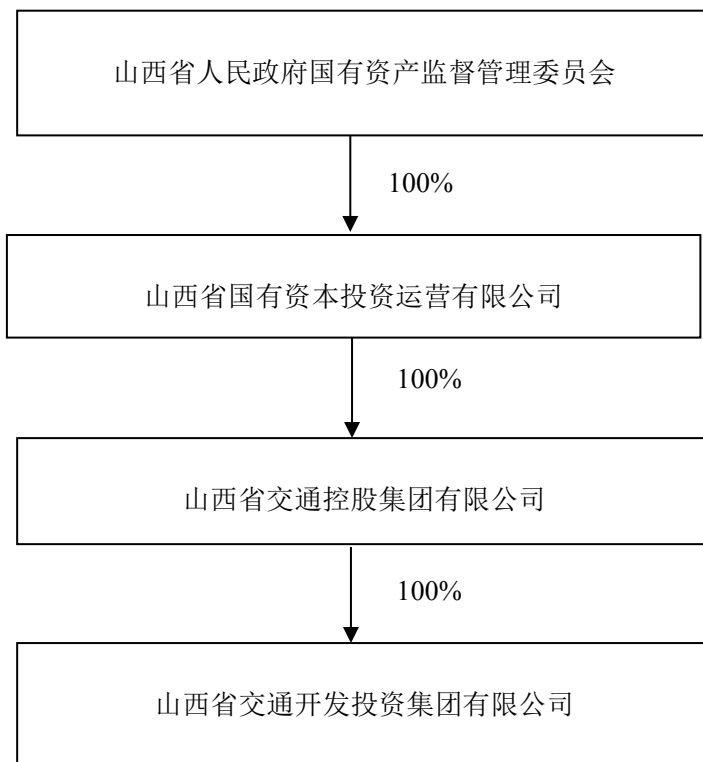
高速公路行业具备良好的抵御经济周期波动的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

公司是山西省内最大的经营性高速公路投资运营公司，公司所辖路产质量优良。随着区域经济回暖，参控股高速公路车流量增加，以及收购忻阜高速和忻环高速，公司收入、利润规模得到大幅提升，偿债能力有所增强。目前，公司资产质量较好，经营获现能力较强，但债务负担较重，存在一定的短期支付压力，且财务费用对公司利润侵蚀严重。公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大对资金形成一定占用，整体资产流动性较弱。

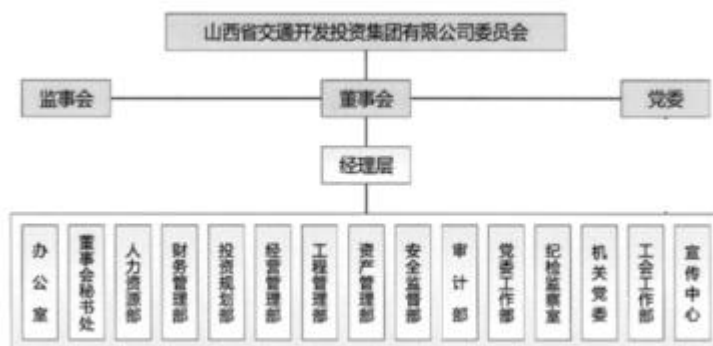
本期中期票据发行规模大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力一般，存在一定集中兑付压力。目前公司无在建、拟建高速，未来投资压力不大，融资主要以债务接续为主，同时忻阜高速、忻环高速相关收益计入权益后，公司债务负担有所减轻。

综合评估，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 3 月底公司组织结构图



### 附件 1-3 2018 年 3 月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

资料来源: 公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
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
<b>财务指标</b>				
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短期债务。



### 附件 3 主要计算指标的计算公式

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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<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%
主营业务利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/主营业务收入×100%
<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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

### 附件 4-2 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。

## 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 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西省交通开发投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山西省交通开发投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山西省交通开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山西省交通开发投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西省交通开发投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山西省交通开发投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山西省交通开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西省交通开发投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山西省交通开发投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山西省交通开发投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。