信用等级公告

联合〔2020〕2527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^+，“20 晋交投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十日

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
http://www.lhratings.com

山西省交通开发投资集团有限公司

2020 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	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
19 晋交投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 晋交投 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
20 晋交投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 晋交投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 晋交投 CP001	A-1	稳定	A-1	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
20 晋交投 CP001	11.00 亿元	11.00 亿元	2021/04/01

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

跟踪评级时间：2020 年 07 月 20 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，山西省经济稳步增长，全省民用汽车保有量继续增长，公路货周转量有所提升；受股东注入资产影响，公司权益规模大幅增长，债务相关指标有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体债务负担较重，存在短期支付压力，资产受限规模较大和通行费收入受新冠肺炎疫情影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着山西省经济持续发展，车流量的持续培育和路网效应的增强，公司收入规模待疫情结束后有望维持增长态势，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“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+，“20晋交投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**跟踪期内，山西省经济继续发展，私家车保有量保持较快增长，公司发展的外部环境良好。2019 年，山西省实现地区生产总值 17026.68 亿元，一般预算收入 2347.6 亿元，同比分别增长 6.2%和 2.4%；2019 年底，全省民用汽车保有量 713.9 万辆，同比增长 8.9%。

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	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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 汪星辰

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

2. **区域竞争实力强。**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. **持续获得外部支持。**跟踪期内，公司得到山西省政府和股东在资金补助和资产注入等方面的大力支持，整体债务负担相关指标有所下降。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大，主要为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。
2. **债务负担较重且存在短期偿债压力。**2020 年 3 月底，公司全部债务 254.65 亿元，较 2019 年底增长 31.95%；同期，公司现金短期债务比为 0.36 倍。
3. **新冠肺炎疫情对公司经营产生较大影响。**受新冠肺炎疫情影响，高速公路免收车辆通行费时间大幅延长，相关补偿措施尚未明确，对公司收入造成较大影响。
4. **存在一定投资压力。**公司拟建项目投资规模较大，未来存在一定的投资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.11	26.68	15.93	31.43
资产总额（亿元）	239.85	261.12	374.53	443.69
所有者权益（亿元）	65.70	69.54	162.02	168.36
短期债务（亿元）	31.07	78.22	71.81	86.92
长期债务（亿元）	122.44	95.18	121.18	167.73
全部债务（亿元）	153.50	173.40	193.00	254.65
营业收入（亿元）	20.20	21.73	20.34	3.40
利润总额（亿元）	3.06	4.00	4.23	-1.53
EBITDA(亿元)	17.03	17.76	16.28	--
经营性净现金流（亿元）	12.94	14.57	12.97	3.52
现金收入比(%)	104.28	103.47	93.27	78.30
营业利润率（%）	54.84	56.51	51.28	48.68
净资产收益率（%）	3.71	4.52	2.06	--
资产负债率（%）	72.61	73.37	56.74	62.06
全部债务资本化比率（%）	70.03	71.38	54.36	60.20
流动比率（%）	84.01	70.45	114.46	163.11
速动比率(%)	83.77	70.22	114.27	162.95
经营现金流动负债比（%）	26.37	15.54	14.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	2.00	2.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.02	9.76	11.85	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.34	0.22	0.36

公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	124.20	144.80	262.34	331.32
所有者权益(亿元)	64.63	66.10	155.96	162.98
全部债务(亿元)	52.25	71.12	97.75	158.42
营业收入(亿元)	0.61	0.70	1.32	2.38
利润总额(亿元)	0.17	1.70	0.68	0.04
资产负债率(%)	47.96	54.35	40.55	50.81
全部债务资本化比率(%)	44.70	51.83	38.53	49.29
流动比率(%)	113.06	70.65	118.88	174.89
经营现金流动负债比(%)	22.59	10.39	0.01	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分计入短期债务

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 晋交投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020.04.14	张依、汪星辰	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	阅读全文
20 晋交投 CP001	A-1	AA+	稳定	2020.01.20	张依、汪星辰	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	阅读全文
19 晋交投 MTN003	AA+	AA+	稳定	2019.12.03	张依、汪星辰	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	阅读全文
20 晋交投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.10.30	张依、汪星辰	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	阅读全文
19 晋交投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.06.20	张依、汪星辰	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） 收费公路运营企业主体信用评级模型（2018 年）	阅读全文
19 晋交投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018.08.13	厉剑、赵东方	高速公路行业信用评级方法(2017 年) 高速公路行业主体信用评级模型（2017 年）	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
2020 年跟踪评级报告

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（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”）及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生改变。截至 2020 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，经营期限变更为长期。截至 2020 年 3 月底，公司合并报表范围内一级子公司 13 家。

截至 2019 年底，公司资产规模 374.53 亿元，所有者权益合计 162.02 亿元（其中少数股东权益 11.67 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 20.34 亿元，利润总额为 4.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产规模 443.69 亿元，所有者权益合计 168.36 亿元（其中少数股东权益 12.52 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，利润总额-1.53 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券中由联合资信评级的为“19晋交投MTN001”“19晋交投MTN003”“20晋交投MTN001”“20晋交投MTN002”和“20晋交投CP001”，债券余额合计51.00亿元，存续债券情况见表1。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。

跟踪期内，公司已按期支付“19晋交投MTN001”当期利息；“19晋交投MTN003”“20晋交投MTN001”“20晋交投MTN002”和“20晋交投CP001”尚未到付息日。

公司存续债券中，“19晋交投MTN001”募集资金20亿元，用于偿还公司有息债务，已全部使用完毕；“19晋交投MTN003”募集资金5.00亿元，用于偿还债务融资工具，已全部使用完毕；“20晋交投MTN001”募集资金7.00亿元，用于偿还公司债务，已全部使用完毕；“20晋交投MTN002”募集资金8.00亿元，用于偿还公司债务，已全部使用完毕；“20晋交投CP001”募集资金11.00亿元，用于偿还公司有息债务，已全部使用完毕。

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
20 晋交投 CP001	11.00	2020/04/01	1	2.69
合计	**51.00**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 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

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国

规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，

金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

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。

1. 高速公路行业分析

（1） 行业概况

依据《中国人民共和国公路法》，公路按其在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。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。

根据交通运输部发布的《2018－2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018－2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 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、湖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。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018－2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2%和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0%和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4%和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，同比增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占比 93.08%。

（2） 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。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，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）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。

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。

（3） 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。2019年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

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 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。2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）

9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增加 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的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（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

（4） 未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

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。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；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，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

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。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，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

2019 年，山西省经济持续发展，财政实力有所增强；同时，山西省私家车保有量较快增长，公路货运周转量有所提升。

根据《山西省2019国民经济和社会发展统计公报》，2019年山西省地区生产总值17026.68亿元，按不变价计算，比上年增长6.2%。其中，第一产业增加值824.72亿元，增长2.1%，占地区生产总值的比重4.8%；第二产业增加值7453.09亿元，增长5.7%，占地区生产总值的比重43.8%；第三产业增加值8748.87亿元，增长7.0%，占地区生产总值的比重51.4%。

2019年底，山西省全省公路线路里程14.4万公里，其中高速公路5711公里。同期，山西省民用汽车保有量713.9万辆（包括三轮汽车和低速货车6.3万辆），比上年末增长8.9%，其中，私人汽车644.1万辆，增长8.9%。2019年新注册汽车64.5万辆，下降3.5%。2019年底，山西省轿车保有量442.3万辆，增长8.7%，其中，私人轿车421.5万辆，增长8.8%。

2019年，山西省全年旅客运输量24341.8万人，比上年下降5.2%。旅客运输周转量395.6亿人公里，增长0.4%。货物运输量21.9亿吨，增长3.7%。货物运输周转量4690.4亿吨公里，增长4.5%。山西省2019年完成公路水路固定资产投资544.99亿元，其中，高速公路累计完成131.94亿元，普通国省干线公路累计完成89.49亿元，农村公路累计完成投资311.85亿元，运输场站及码头完成11.71亿元。

根据《关于山西省2019年全省和省本级预算执行情况与2020年全省和省本级预算草案的报告》，2019年山西省一般公共预算收入完成2347.6亿元，增长2.4%；其中，税收收入完成1783.5亿元，增长8.4%。同期，山西省全省一般公共预算支出4713.1亿元，增长10.0%；财政自给率为49.81%，较2018年下降3.69个百分点。2019年，山西省政府性基金预算收入完成1186.31亿元，增长40.3%；全省政府性基金预

算支出1452.54亿元，增长34.5%。截至2019年底，山西省政府债务限额3831.8亿元，债务余额预计3550亿元，预计全省债务率为56.5%，同比增加3.5个百分点。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，山西省全省地区生产总值3634.73亿元，同比下降4.6%。其中，第一产业增加值为112.2亿元，同比增长1.4%；第二产业增加值为1532.66亿元，同比下降4.8%；第三产业增加值为1989.87亿元，同比下降4.8%。同期，山西省固定资产投资增长2.5%，规模以上工业增加值下降3.5%。2020年1－3月，山西省全省一般预算收入617.4亿元，较上年同期下降17.8%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到股东和山西省政府在资金补助和资产注入等方面的大力支持。

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2020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接近50%，其路产质量较好。

表 3　截至 2020 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	2005.11	26.5	70.00	71.38
东山过境高速	23.67	1996.10	25	100.00	8.70
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
合计	**442.83**	--	--	--	**199.04**
参股路段					
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
忻保高速	191.00	2011.11	25	2.30	135.00
合计	**316.10**	--	--	--	**173.23**

资料来源：公司提供

2019年，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。2019年，公司将上述款项计入“其他应收款”，扣除期间成本费用剩余部分计入“未分配利润”。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。同期，公司获得政府补助102.96万元，计入“其他收益”。

2019 年，根据《山西交通控股集团有限公司关于注入 7 条经营性高速公路及配套服务区土地资产的批复》（晋交控战投发〔2019〕406 号），交控集团将公司控股及参股的 7 条经营性高速公路及配套服务区土地资产注入公司，共计 46 宗土地使用权，土地面积 3162.02 万平方米，评估价值 82.25 亿元，计入“无形资产”。

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 2020 年 6 月 30 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，企业信用情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

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公司，收入主要来自通行费收入。2019 年，公司营业收入有所下降，毛利率仍维持较高水平；2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司通行费收入较 2019 年同期相比大幅下降。

2019 年，公司实现营业收入 20.34 亿元，同比下降 6.36%，主要系公司控股的部分高速

公路车流量下降所致。其中，公司车辆通行费收入 18.19 亿元，占营业收入的 89.43%，公司主营业务突出。

毛利率方面，2019 年公司毛利率维持较高水平，为 52.09%，较 2018 年下降 5.07 个百分点。其中，营业收入占比最大的高速公路业务对毛利率的影响较大，该业务 2019 年毛利率为 52.99%，较上年下降 6.58 个百分点。同期，公司公路养护业务毛利率为 32.01%，同比增加 15.07 个百分点，主要系承接的外部公路养护业务增多所致。

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。受此影响，2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，相当于 2019 年全年的 16.73%。其中，车辆通行费收入 0.80 亿元，同比大幅减少 3.15 亿元；其他业务收入大幅增加至 2.40 亿元，主要是拆借给参股公司的利息收入增长所致。同期，公司高速公路业务毛利率为-15.50%；公路养护毛利率为-11.69%，主要系部分公路养护业务收入尚未确认所致。2020 年 1－3 月，公司综合毛利率为 49.53%。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	20.25	93.19	59.57	18.19	89.43	52.99	0.80	23.44	-15.50
公路养护	0.44	2.02	16.94	0.53	2.61	32.01	0.21	6.03	-11.69
其他	1.04	4.79	61.11	1.62	7.96	48.60	2.40	70.53	76.37
合计	**21.73**	**100.00**	**57.16**	**20.34**	**100.00**	**52.09**	**3.40**	**100.00**	**49.53**

注：部分数据加总与合计数不等，主要系四舍五入所致；其他收入包括利息收入、清障、租赁和旅游等业务收入
资料来源：公司提供

2.　业务经营分析

高速公路运营

2019 年，公司通行费收入受部分路段封闭、煤矿停产和煤炭货运结构调整影响有所下降。受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－3 月公司通行费收入同比大幅下降。山西省高速公路收费标准的变动对公司通行费收入产生一定影响。同时，公司拟建项目投资规模大，面临筹资压力。

跟踪期内，公司拥有路产未发生变化。公司控股的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（详见表 3）。

2019 年，公司控股的高速公路实现通行费收入 18.19 亿元，同比下降 10.16%；车流量 6634.80 万辆，同比下降 7.41%。其中，太长高速由于滨河东路南延和二青会水上中心施工，自 2018 年 7 月 8 日起至 2019 年 6 月 8 日，小店至榆次东阳段封闭，导致通行费收入及车流量均同比下降 4.52%；东山过境高速为保障第二届全国青年运动会顺利开展，青银高速太旧段龙白互通至武宿互通太原方向主线封闭施工（2019 年 7 月 8 日－2019 年 12 月 20 日），导致通行费收入和车流量均同比下降 4.00%；忻阜高速受部分煤矿停产和煤炭货运结构调整等政策影响，导致过往通行煤炭运输车辆减少，通行费收入和车流量均同比下降 20.05%。除此之外，公司高陵高速和忻环高速车流量和通行费收入均不同程度增长。

2019 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 5.72%，较 2018 年下降 2.36 个百分点；同期，公司单公里通行费年收入为 410.90 万元，同比下降 10.14%。

2020 年 2 月 15 日，交通运输部发布《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆

通行费的通知》经国务院同意，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；高速公路免费通行具体截止时间另行通知。自 2020 年 2 月 17 日起，公司参控股高速公路免费通行。2020 年 4 月 28 日，交通运输部发布通知，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）；同时，继续落实法定免费通行政策。

受上述因素影响，2020 年一季度，公司控股高速公路实现通行费收入 0.80 亿元，相当于 2019 年的 4.38%；同时，预计公司 2020 年上半年通行费收入将继续保持同比下降趋势。联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对公司经营产生的后续影响。

表 5　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		
	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
太长高速	98897	94401	5369	13186267	12589944	715857
东山过境高速	18314	17582	900	36628000	35164202	1800000
高陵高速	1629	2354	107	651600	941768	42680
忻阜高速	80319	64217	1490	17848667	14270455	331176
忻环高速	3342	3382	102	3342000	3381600	101942
合计	**202501**	**181936**	**7968**	**71656534**	**66347969**	**2991655**

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，2019 年及 2020 年 1—3 月，长晋高速实现通行费收入分别为 4.88 亿元和 0.24 亿元；晋焦高速实现通行费收入分别为 5.86 亿元和 0.12 亿元。2019 年，公司获得投资收益 2.39 亿元（来自参股高速公路投资收益 2.14 亿元），同比增长 12.95%。

收费标准方面，跟踪期内，公司参控股高速收费标准发生变化。根据山西省人民政府《关于同意调整我省高速公路车辆通行费收费标准的批复》（晋政函〔2019〕126 号），自 2020 年 1 月 1 日起，山西省高速公路车辆通行费车型分类统一执行《收费公路车辆通行费车型分类（JT/T489—2019）》，客车收费标准维持现行标准不变，8 座和 9 座客车由原来 2 类客车调整为 1 类客车，执行 1 类客车收费标准。

表 6　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，山西省高速货车收费新的其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 7　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。

养护支出方面，2019 年及 2020 年 1—3 月，公司下辖路产养护支出分别为 2.44 亿元和 0.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司无在建项目。拟建项目主要为晋阳高速改扩建项目和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”），项目总投资合计 303.81 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 70.43 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 233.38 亿元，其中交通部补助车购税交通专项建设资金 58.71 亿元。整体看，公司拟建项目投资规模大，公司面临筹资压力。

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。同时，公司计划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。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。未来若受让政府还贷高速公路的规模较大，将面临更大的筹资压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 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 2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围减少 2 家子公司，分别为山西路通小店汾河公路桥有限公司（注销清算）和山西通建融创房地产有限公司，无新纳入合并范围内子公司。截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司 13 家，较 2019 年底新增 1 家山西黎霍高速公路有限公司。整体看，上述合并报表范围变化涉及的子公司资产规模较小，公司财务数据可比性仍较强。

截至 2019 年底，公司资产规模 374.53 亿元，所有者权益合计 162.02 亿元（其中少数股东权益 11.67 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 20.34 亿元，利润总额为 4.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产规模 443.69 亿元，所有者权益合计 168.36 亿元（其中少数股东权益 12.52 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，利润总额-1.53 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，以非流动资产为主。其中，以往来款为主的其他应收款、高速公路收费权及土地资产为主的无形资产占比较高；其中，其他应收款主要为对参股子公司的资金拆借款，对公司资金形成明显占用。整体看，公司资产受限规模较大，流动性较弱，但整体质量尚可。

2019 年底，公司资产总额 374.53 亿元，较 2018 年底增长 43.43%，主要系非流动资产增长所致。从构成看，公司流动资产占 27.11%，非流动资产占 72.89%，资产结构以非流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.68	10.22	15.93	4.25	31.43	7.08
其他应收款	33.01	12.64	77.85	20.79	137.21	30.92
流动资产	**66.04**	**25.29**	**101.54**	**27.11**	**171.25**	**38.60**
可供出售金融资产	4.71	1.80	9.71	2.59	9.71	2.19
固定资产	51.13	19.58	47.63	12.72	47.34	10.67
无形资产	116.02	44.43	191.93	51.25	191.48	43.16
非流动资产	**195.07**	**74.71**	**272.99**	**72.89**	**272.44**	**61.40**
资产总额	**261.12**	**100.00**	**374.53**	**100.00**	**443.69**	**100.00**

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

2019 年底，公司流动资产 101.54 亿元，较 2018 年底大幅增长 53.75%，主要系其他应收款增长所致。从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占 15.69%）和其他应收款（占 76.67%）构成。

2019 年底，公司货币资金 15.93 亿元，较 2018 年底下降 40.29%，主要是对参股公司的资金拆借增长所致。从构成看，公司货币资金主要由银行存款构成（占 99.00%以上），无受限的货币资金。

2019 年底，公司其他应收款 77.85 亿元，较 2018 年底大幅增长 135.86%，主要系往来款增长所致。2019 年底，公司其他应收款（剔除应收利息部分）账面余额 78.29 亿元，主要由

应收山西通建融创房地产开发有限公司[1]的资金拆借款构成（占比 64.88%），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。同期，公司计提坏账准备 0.51 亿元，主要由期末单项金额重大并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较高，应收单位主要为参股子公司和政府部门等，回收风险尚可，但对资金占用显著。联合资信将持续关注公司其他应收款回收情况。

表 9　2019 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	50.80	64.88	资金拆借
山西省交通运输厅	20.94	26.75	往来款
山西省高速公路管理局	5.26	6.72	质保金
招商金融租赁有限公司	0.40	0.51	保证金
山西金通焦化集团有限公司	0.08	0.10	货款
合计	**77.48**	**98.96**	**—**

资料来源：审计报告

2019 年底，公司其他流动资产 3.57 亿元，较 2018 年底变化不大，仍主要由理财产品（3.50 亿元）构成。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 272.99 亿元，较 2018 年底增长 39.94%，主要系无形资产增长所致。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产（占 17.45%）和无形资产（占 70.31%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 9.71 亿元，较 2018 年底大幅增长 106.11%，主要系新增了对山西交控智能创新股权投资合伙企业（有限合伙）[2]的投资所致（5.00 亿元）。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）（5.00 亿元）等按成本计量的可供出售金融资产构成。

2019 年底，公司固定资产账面价值 47.63 亿元，较 2018 年底下降 6.83%，主要系计提折旧所致；公司固定资产主要以公路及构筑物（41.84 亿元）为主，包括高速公路和连接桥等。2019 年底，公司固定资产账面原值 89.02 亿元，累计折旧 41.38 亿元。

2019 年底，公司无形资产账面价值 191.93 亿元，较 2018 年底大幅增长 65.43%，主要系交控集团将公司参、控股的 7 条经营性高速公路及配套服务区的土地资产注入公司所致。从构成看，公司无形资产主要由高速公路收费权（109.20 亿元）和土地使用权（82.70 亿元）构成。同期，公司无形资产账面原值 200.73 亿元，累计摊销 8.81 亿元。

2020 年 3 月底，公司资产总额 443.69 亿元，较 2019 年底增长 18.47%，主要系其他应收款增长所致；其中，流动资产占 38.60%，非流动资产占 61.40%。2020 年 3 月底，公司其他应收款增至 137.21 亿元，较 2019 年底大幅增加 59.36 亿元，主要系对山西通建融创房地产开发有限公司的资金拆借款增长所致。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产合计 149.59 亿元，占资产总额的 33.71%。主要由用于抵押的固定资产（42.13 亿元）和用于质押

[1] 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担保责任

[2] 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金额的年化 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

的高速公路收费权（107.46 亿元）构成。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，同时，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担较重。随着公司所有者权益规模的增长，公司的债务指标有所下降。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益计 162.02 亿元，较 2018 年底大幅增长 133.00%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。从构成看，公司所有者权益主要由实收资本（占 25.68%）、资本公积（占 51.63%）、未分配利润（占 13.85%）和少数股东权益（占 7.20%）构成。

2019 年底，公司资本公积 83.65 亿元，较 2018 年底大幅增加 82.25 亿元，主要系交控集团将公司参、控股的 7 条经营性高速公路及配套服务区的土地资产注入公司所致。

2019 年底，公司未分配利润 22.44 亿元，较 2018 年底增长 69.15%，主要是公司将过往忻阜高速、忻环高速前期相关收益，扣除期间成本费用剩余部分计入“未分配利润”

2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 168.36 亿元，较 2019 年底增长 3.91%，主要系公司发行永续债券“20 晋交投 MTN001”（7.00 亿元），计入其他权益工具。

负债

2019 年底，公司负债总额 212.51 亿元，较 2018 年底增长 10.92%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 41.75%、非流动负债占 58.25%，公司负债仍主要由非流动负债构成。

2019 年底，公司流动负债 88.71 亿元，较 2018 年底下降 5.37%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。同期，公司流动负债主要由短期借款（占 10.31%）、其他应付款（占 13.13%）、一年内到期的非流动负债（占 8.64%）和其他流动负债（占 62.00%）构成。

2019 年底，公司短期借款 9.14 亿元，较 2018 年底大幅增长 56.15%，主系新增借款所致，全部由信用借款构成。

2019 年底，公司其他应付款 11.64 亿元，较 2018 年底增长 11.94%；其中，应付利息和应付股利分别为 1.42 亿元和 0.57 亿元，合计占其他应付款比重为 17.07%。2019 年底，公司其他应付款（剔除应付利息和应付股利部分，下同）主要由工程款和往来款构成，分别为 5.95 亿元和 2.93 亿元，占公司其他应付款比重为 91.98%。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.67 亿元，较 2018 年底下降 77.69%，主要系偿还到期债务所致。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（7.59 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.08 亿元）构成。

2019 年底，公司其他流动负债 55.00 亿元，较 2018 年底增长 44.74%，全部由公司发行的超短期融资券构成。本报告已将超短期融资券纳入短期债务核算。

2019 年底，公司非流动负债 123.79 亿元，较 2018 年底增长 26.54%，主要系应付债券增长所致。从构成看，公司非流动负债主要由长期借款（占 77.82%）和应付债券（占 20.07%）构成。

2019 年底，公司长期借款 96.34 亿元，较 2018 年底增长 1.22%，主要系信用借款增长所致。从构成看，公司长期借款由质押借款（65.66 亿元）和信用借款（30.68 亿元）构成，利率在 4.90~5.49%之间。

2019 年底，公司应付债券 24.84 亿元，主要系公司新发行“19 晋交投 MTN001”和“19 晋交投 MTN003”2 期中期票据所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 275.33 亿元，较 2019 年底增长 29.56%，主要公司短期借款和长期借款增长所致；同期，公司负债结构变化不大，流动负债和非流动负债占公司负债比例分别为 38.13%和 61.87%，公司短期借款和长期借款分别大幅增长至 19.39 亿元和

142.88 亿元。

表 10　公司债务构成及债务负担情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	78.22	71.81	86.92
长期债务	95.18	121.18	167.73
全部债务	173.40	193.00	254.65
资产负债率	73.37	56.74	62.06
全部债务资本化比率	71.38	54.36	60.20
长期债务资本化比率	57.78	42.79	49.91

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

有息债务方面，2019 年底，公司有息债务总额 193.00 亿元，较 2018 年底增长 11.30%。其中，短期债务占 37.21 %、长期债务占 62.79%，公司债务结构仍以长期债务为主。2019 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 56.74%、54.36%和 42.79%，较上年底分别下降 16.63 个、17.02 个和 14.99 个百分点。整体看，受资产注入影响，公司债务负担指标有所下降。

2020 年 3 月底，公司全部债务 254.65 亿元，较 2019 年底增长 31.95%，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 62.06%、60.20%和 49.91%，分别较 2019 年底增长 5.32 个、5.84 个和 7.12 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），公司全部债务增至 261.65 亿元，较 2019 年底增长 35.57%，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 63.63%、61.85%和 51.99%，分别较 2019 年底增长 6.89 个、7.49 个和 9.20 个百分点。

4．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降，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，公司整体盈利能力较强。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营呈亏损状态。

2019 年，公司实现营业收入 20.34 亿元，同比下降 6.36%；同期，营业成本 9.75 亿元，同比增长 4.72%。受此影响，2019 年公司营业利润率下降至 51.28%，同比下降 5.23 个百分点。

表 11　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	21.73	20.34
营业成本	9.31	9.75
利润总额	4.00	4.23
营业利润率	56.51	51.28
总资本收益率	4.92	2.93
净资产收益率	4.52	2.06

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用 8.54 亿元，同比下降 17.69%，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，2019 年公司财务费用 6.63 亿元，同比下降 23.48%，主要是当年新增债务以长期债务为主，尚未到达付息日。2019 年，公司期间费用占营业收入比重为 41.99%，以财务费用为主的期间费用对利润侵蚀严重。

2019 年，公司实现投资收益 2.39 亿元，同比增长 12.95%，主要来自于参股路段的投资收益。同期，公司继续获得政府补助 102.96 万元，计入“其他收益”。2019 年，公司利润总额 4.23 亿元，同比增长 5.81%。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率 2.93%，较 2018 年下降 1.99 个百分点；同期，公司净资产收益率 2.06%，同比下降 2.46 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，相当于 2019 年全年的 16.73%，营业利润率为 48.68%；同期，受新冠肺炎疫情影响，公司实现利润总额-1.53 亿元。

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流继续实现净流入，经营获现能力较强；但受资金拆借影响，公司投资活动产生的现金流量净额呈大幅

净流出状态，筹资需求有所增长。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入量 21.84 亿元，同比下降 14.33%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 18.97 亿元，同比下降 15.59%。2019 年公司现金收入比 93.27%，公司实际收入实现质量仍较好。同期，公司经营活动现金流出量 8.87 亿元，同比下降 18.80%；其中，以公司购买商品、接受劳务支付的现金为主。2019 年，公司经营活动现金流量净额 12.97 亿元，同比下降 10.98%。

表 12　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	25.49	21.84
经营活动现金流出量	10.93	8.87
经营活动现金流净额	14.57	12.97
现金收入比	103.47	93.27
投资活动现金流净额	0.40	-54.95
筹资活动现金流净额	-8.39	31.24

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入 2.26 亿元，同比增长 22.93%，主要由取得投资收益收到的现金构成。同期，公司投资活动现金流出 57.21 亿元；其中，投资支付的现金 5.01 亿元，主要是对山西交控智能创新股权投资合伙企业（有限合伙）的投资款；支付其他与投资活动有关的现金 50.23 亿元，主要系拆借给参股公司的资金。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额-54.95 亿元，呈大规模净流出状态。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 126.34 亿元，同比增长 62.45%；其中，取得借款收到的现金 106.34 亿元，同比增长 38.37%。收到其他与筹资活动有关的现金 20.00 亿元，主要系拆借给交控集团的资金返还。2019 年，公司筹资活动现金流出 95.11 亿元，同比增长 10.37%；其中，偿还债务支付的现金 86.60 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额由负转正，为 31.24 亿元，呈净流入状态，筹资需求有所增长。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流净额 3.52 亿元；其中，经营活动现金流入 6.75 亿元，经营活动现金流出 3.23 亿元。同期，公司投资活动现金流净额-56.73 亿元，主要系公司拆借给参股子公司山西通建融创房地产开发有限公司款项；筹资活动产生的现金流净额 68.70 亿元，主要由公司取得借款收到的现金构成。

6. 偿债能力

公司存在较大的短期偿付压力，长期偿债能力指标较好。考虑到公司所处行业的特性、区域内的竞争优势和经营获现能力，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 114.46%和 114.27%，同比分别增长 44.01 个和 44.05 个百分点；2019 年公司经营现金流动负债比为 14.62%，同比下降 0.92 个百分点。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 163.11%和 162.95%，均较 2019 年底有所增长。2020 年 3 月底，公司现金类资产 31.43 亿元，为公司短期债务的 0.36 倍。公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 16.28 亿元，同比下降 8.34%；全部债务/EBITDA 为 11.85 倍，EBITDA 利息倍数为 2.30 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 186.10 亿元，其中已使用额度 173.64 亿元，未使用额度 12.46 亿元，公司间接融资渠有待拓宽。

截至 2020 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，权益规模相对较大，整体债务负担一般，但短期偿付压力较大。公司收入主要来源于子公司。

2019 年底，母公司资产总额为 262.34 亿元，较 2018 年底大幅增长 81.18%。其中，流动资产为 86.57 亿元，非流动资产 175.77 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资和无形资产构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 155.96 亿元，较 2018 年底大幅增长 135.93%。其中，实收资本和资本公积合计占比为 80.31%，所有者权益较为稳定。

2019 年底，母公司负债规模 106.38 亿元，较 2018 年底增长 35.18%，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由短期借款和其他流动负债构成。2019 年底，母公司资产负债率为 40.55%，较 2018 年底有所下降。同期，母公司有息债务主要由短期债务构成，短期偿债压力较大，债务负担一般。

2019 年，母公司实现营业收入 1.32 亿元，营业成本为 0.83 亿元。母公司 2019 年净利润为 0.75 亿元，同比下降 55.99%。

2020 年 3 月底，母公司资产规模 331.32 亿元，母公司所有者权益 162.98 亿元；2020 年 1－3 月，母公实现司营业收入 2.38 亿元，利润总额 0.04 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“19 晋交投 MTN001”“19 晋交投 MTN003”“20 晋交投 MTN001”“20 晋交投 MTN002”和“20 晋交投 CP001”，债券余额合计 51.00 亿元。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。

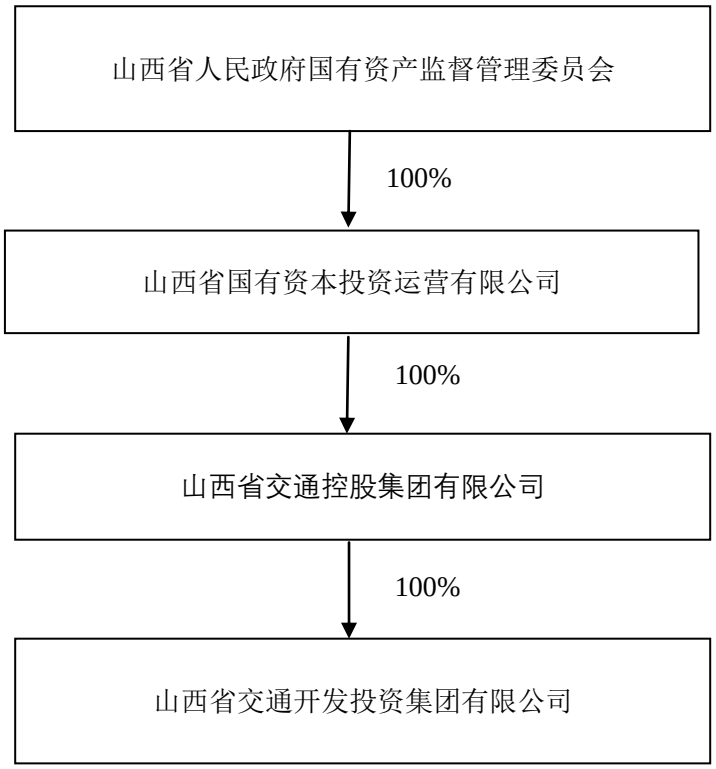
2019 年，公司 EBITDA 为 16.28 亿元，为上述债券余额合计的 0.32 倍；公司经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流净额分别为 21.84 亿元和 12.97 亿元，分别为上述债券余额合计的 0.43 倍和 0.25 倍。同时，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流净额分别为单一年度最高偿还金额（20.00 亿元）的 0.81 倍、1.09 倍和 0.65 倍。2020 年 3 月底，公司现金类资产 31.43 亿元，为 2021 年 4 月到期的“20 晋交投 CP001”的覆盖倍数为 2.86 倍。

整体看，公司经营活动现金流入量对单一年度最高偿还金额的覆盖一般，现金类资产对短期融资券覆盖程度较好。考虑到公司所处行业的特性、区域内的竞争优势和经营获现能力，公司存续债券到期不能偿还的风险很低。

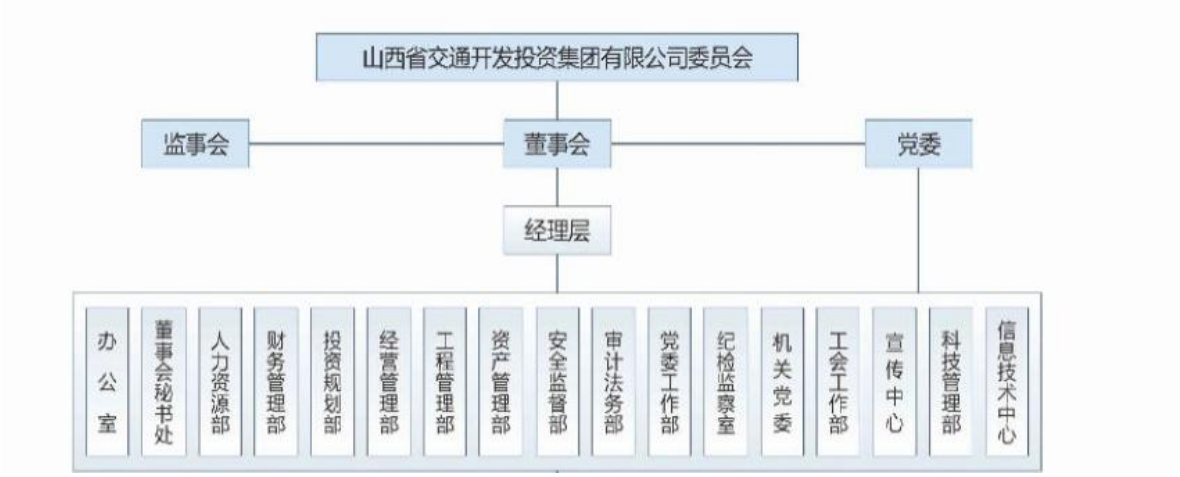
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“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^+，“20晋交投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 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	注册资本	经营范围	持股比例
山西太长高速公路有限责任公司	260019.00	高速公路经营	70.00
山西交投综改园区开发有限公司	26000.00	房地产开发	60.00
晋城市晋达交通开发有限公司	1000.00	商品路经营	100.00
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
山西黎霍高速公路有限公司	116700	高速公路经营	56.00

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.11	26.68	15.93	31.43
资产总额（亿元）	239.85	261.12	374.53	443.69
所有者权益（亿元）	65.70	69.54	162.02	168.36
短期债务（亿元）	31.07	78.22	71.81	86.92
长期债务（亿元）	122.44	95.18	121.18	167.73
全部债务（亿元）	153.50	173.40	193.00	254.65
营业收入（亿元）	20.20	21.73	20.34	3.40
利润总额（亿元）	3.06	4.00	4.23	-1.53
EBITDA（亿元）	17.03	17.76	16.28	--
经营性净现金流（亿元）	12.94	14.57	12.97	3.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.73	11.37	6.58	--
存货周转次数（次）	76.16	56.29	51.37	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.06	--
现金收入比（%）	104.28	103.47	93.27	78.30
营业利润率（%）	54.84	56.51	51.28	48.68
总资本收益率（%）	5.33	4.92	2.93	--
净资产收益率（%）	3.71	4.52	2.06	--
长期债务资本化比率（%）	65.08	57.78	42.79	49.91
全部债务资本化比率（%）	70.03	71.38	54.36	60.20
资产负债率（%）	72.61	73.37	56.74	62.06
流动比率（%）	84.01	70.45	114.46	163.11
速动比率（%）	83.77	70.22	114.27	162.95
经营现金流动负债比（%）	26.37	15.54	14.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.02	9.76	11.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	2.00	2.30	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.34	0.22	0.36

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分计入短期债务

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.41	17.00	7.36	17.53
资产总额（亿元）	124.20	144.80	262.34	331.32
所有者权益（亿元）	64.63	66.10	155.96	162.98
短期债务（亿元）	24.96	71.12	64.21	78.87
长期债务（亿元）	27.29	0.00	33.54	79.55
全部债务（亿元）	52.25	71.12	97.75	158.42
营业收入（亿元）	0.61	0.70	1.32	2.38
利润总额（亿元）	0.17	1.70	0.68	0.04
EBITDA（亿元）	3.96	4.27	2.45	--
经营性净现金流（亿元）	7.29	8.18	0.01	0.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.88	5.61	3.96	--
存货周转次数（次）	1336.47	2464.81	2544.19	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	182.67	87.70	3.18	0.33
营业利润率（%）	12.93	20.50	32.19	94.38
总资本收益率（%）	3.82	2.85	0.99	--
净资产收益率（%）	1.60	2.56	0.48	--
长期债务资本化比率（%）	29.69	0.00	17.70	32.80
全部债务资本化比率（%）	44.70	51.83	38.53	49.29
资产负债率（%）	47.96	54.35	40.55	50.81
流动比率（%）	113.06	70.65	118.88	174.89
速动比率（%）	113.06	70.65	118.88	174.89
经营现金流动负债比（%）	22.59	10.39	0.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.19	16.64	39.90	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.82	1.19	0.86	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.24	0.11	0.22

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分计入短期债务

附件 4　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-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%
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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高

D	不能按期还本付息

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