

信用等级公告

联合（2020）874 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 2020 年度第二期中期票据的信用状况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⁺，山西省交通开发投资集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



山西省交通开发投资集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5—15 亿元

本期中期票据期限: 3+N 年

偿还方式: 按年付息, 根据发行条款赎回时还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 4 月 14 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	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

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		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	4	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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

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, 路产质量优良, 区域竞争实力较强, 并持续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。近年来, 山西省经济持续发展, 私家车保有量保持较快增长, 公司发展的外部环境较好。在公司收购忻州、忻环高速公路之后, 公司的路产规模提升, 随着控、参股路段车流量的持续增长, 公司的收入规模和盈利能力持续提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司整体债务负担较重, 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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具, 同时, 赎回条款的设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但利息递延支付条款对公司的约束力弱, 若公司选择行使相关权利, 将导致本期中期票据本息支付时间不确定, 可能对债券持有人的利益产生不利影响。

目前, 全国的新冠肺炎疫情已得到初步控制, 各行业复工情况持续推进, 公司的生产经营有望快速恢复, 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。

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. 山西省经济持续发展, 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, 一般公共预算收入 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%。

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. 公司是山西省最大的经营性高速公路投资运营主体，路产质量优良，区域竞争实力较强。
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趋势，公司盈利能力持续增强，经营活动获现能力较强。
4. 2019 年以来，公司获得来自股东的土地资产注入，整体债务比率有所下降。

关注

1. 公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱。
2. 公司债务规模较大，整体债务负担较重，存在一定的短期支付压力。
3. 受新冠肺炎疫情疫情影响，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，短期内将对公司收入造成较大影响。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，利息递延支付条款对公司的约束力弱，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间的不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	16.65	20.11	26.68	19.83
资产总额(亿元)	255.55	239.85	261.12	346.28
所有者权益(亿元)	64.64	65.70	69.54	162.09
短期债务(亿元)	57.46	31.07	78.22	51.07
长期债务(亿元)	115.74	122.44	95.18	116.13
全部债务(亿元)	173.20	153.50	173.40	167.20
营业收入(亿元)	12.19	20.20	21.73	14.87
利润总额(亿元)	2.62	3.06	4.00	3.09
EBITDA(亿元)	10.03	17.03	17.76	--
经营性净现金流(亿元)	7.50	12.94	14.57	11.24
现金收入比(%)	99.20	104.28	103.47	89.03
营业利润率(%)	52.01	54.84	56.51	54.64
净资产收益率(%)	2.47	3.71	4.52	--
资产负债率(%)	74.71	72.61	73.37	53.19
全部债务资本化比率(%)	72.82	70.03	71.38	50.78
流动比率(%)	80.80	84.01	70.45	108.70
速动比率(%)	80.63	83.77	70.22	108.51
经营现金流动负债比(%)	10.54	26.37	15.54	--

EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.83	2.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.27	9.02	9.76	--
现金短期债务比(倍)	0.29	0.65	0.34	0.39
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	148.26	124.20	144.80	222.20
所有者权益(亿元)	63.67	64.63	66.10	147.49
全部债务(亿元)	48.50	52.25	33.12	23.90
营业收入(亿元)	0.81	0.61	0.70	0.30
利润总额(亿元)	2.63	0.17	1.70	-0.87
资产负债率(%)	57.05	47.96	54.35	33.62
全部债务资本化比率(%)	43.24	44.70	33.38	13.95
流动比率(%)	99.94	113.06	70.65	84.69
经营现金流动负债比(%)	2.81	22.59	10.39	--

注：2019 年三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

主体评级历史：

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
AA ⁺	稳定	2020.1.20	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(V3.0.201907)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018.06.24	历剑、赵东方	高速公路行业信用评级方法(2017 年) 企业主体信用评级模型(2016 年)	--
AA	稳定	2009.04.29	李志博、梁秀国	《资信评级原理》企业主体评级方法(2009)	--

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

2020 年度第二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，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，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资委全资子公司—山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国资公司”）。2017年12月，根据晋国资〔2017〕856号通知，公司股权被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2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为41.60亿元，由交控集团全资控股；公司的实际控制人为山西省国资委。

公司经营范围：以自有资金对公路、铁路、轨道交通、航空、航道、港口、交通运输客货站场、各类产业园区、市政公用设施等基础设施的投资经营；公路管理与养护；公路工程建设；机电工程施工；养护材料设备销售；自有设施设备租赁；房地产开发经营；物业服务；园林绿化工程施工；物流仓储服务；广告服务；新材料新能源技术服务；酒店餐饮管理服务；货物进出口，技术进出口。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年9月底，公司下设一级子公司共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17个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额261.12亿元，所有者权益合计69.54亿元（其中少数股东权益10.68亿元）；2018年，公司实现营业收入21.73亿元，利润总额4.00亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额346.28亿元，所有者权益合计162.09亿元（其中少数股东权益11.41亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入14.87亿元，利润总额3.09亿元。

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

根据中市协注〔2018〕MTN294号文件，公司于2018年5月注册了25亿元中期票据，并于2020年3月发行了2020年度第一期中期票据7.00亿元，本期计划在剩余注册额度内发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5.00亿元，发行规模上限15.00亿元，募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据为永续期中期票据，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

在赎回权方面，本期中期票据在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的每个赎回日（每个票面利率重置日为赎回日），公司有权选择按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。若公司决定行使赎回权，则于赎回日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站发布《提前赎回公告》。

票面利率及票面利率重置

在利率方面，本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，并在前3个计息年度内保持不变，

前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差。第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点，并在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金和利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

在利息递延支付方面，除非发生强制付息事件，在本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

如公司选择利息递延支付，则于付息日前10个工作日，公司通过交易商协会认可的网站发布《利息递延支付公告》。公司有递延支付利息的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，公司不得向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）和减少注册资本。

在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条款，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：1.向普通股股

东分红（国有独资企业上缴利润除外）；2.减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）从清偿顺序角度分析，本期中期票据的本金和利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具，本期中期票据的清偿顺序与其他普通债券一致。

（2）本期中期票据如不赎回，则从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，若公司在赎回日选择不赎回，重置票面利率调整幅度较大，因而公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除发生向股东分红（国有独资企业上缴利润除外）和减少注册资本事件时，公司可选择递延支付利息，且递延支付利息的次数不限，但利息递延支付条款对公司的约束力弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，可赎回权条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。但本期中期票据利息递延支付条款的约束力弱，若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

三、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，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体

¹ 初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

² 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

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%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016-2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

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
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

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。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，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；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%，比上年回落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%。进出口相抵，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38.8%、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%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。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0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，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同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

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，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。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。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。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。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。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。2019 年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。

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，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短

期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50%给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房

公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08

个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。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。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。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，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。2019年，全国完成公路建设投资2.16万亿元，比上年同期增长1.3%。资本金及银行贷款是高速公路建设资金来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2018年底，全国高速公路累计债务余额53666.19亿元，同比增长7.62%；其中银行贷款余额占比84.55%。

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”等国家战略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大。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，全国高速公路建成里程要达到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，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

2019年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，但降幅有所收窄；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。根据交通运输部公开资料，2019年，我国公路客运量累计130.12亿人，较去年下降4.8%；旅客周转量8857.08亿人公里，较去年下降4.6%。其中，公路客运量较大的省份包括广东、江苏、河南、贵州省、湖南、浙江、四川等，2019年客运量均超过7.2亿人。2019年，我国公路累计货运量416.06亿吨，较上年增长5.1%；完成货物周转量74836.07亿吨公里，比上年增长5.0%。其中，公路货运量较大的省份为山东省、广东省、安徽省、河南省、河北省，2019年货运量均超过22亿吨等。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，较去年增长6.8%，占全国公路货运量的41.24%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2018年，中国高速公路实现通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比为93.08%。2018年，中国高速公路支出总额

9025.69亿元，同比增长5.89%；通行费收支缺口3857.31亿元，收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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）》，推出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。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。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。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，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；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，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。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则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有一定积极意义。

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。免费政策旨在服务疫情防控工作，促进企业复工复产，有助于保障宏观经济长远发展，但对收费公路企业短期现金流负面冲击较大，加大了相关企业资金周转压力。新冠肺炎疫情影响对收费公路行业后续影响程度取决于疫情持续时间、免费政策补偿措施以及宏观经济恢复情况。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站等系列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；突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订

进展及新冠肺炎疫情对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域经济环境

近年来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，公路客、货周转量有所提升，公司经营的外部环境良好。

根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，山西省地区生产总值分别为14973.5亿元、16818.1亿元和17026.68亿元，按可比价计算，同比分别增长7.0%、6.7%和6.2%。其中，2019年山西省第一产业增加值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%。

财政收入方面，2016—2018年，山西省一般公共预算收入分别为1557.0亿元、1866.8亿元和2292.6亿元，同比分别变动-5.2%、19.9%和22.8%。其中，2018年，税收收入完成1645.6亿元，增长17.8%。同期，山西省政府性基金预算收入完成845.71亿元，增长11.3%。

2019年，山西省一般预算收入2347.6亿元，同比增长2.4%；其中税收收入完成1783.5亿元，同比增长8.4%。同期，山西省全省一般公共预算支出4713.1亿元，同比增长10.0%。

《根据关于山西省2018年全省和省本级预算执行情况与2019年全省和省本级预算草案的报告》，2018年底，山西省政府债务限额3186.8亿元，债务余额2963.7亿元，预计全省债务率为53%。

2017—2019年，山西省民用汽车保有量分别为595.4万辆、655.3万辆和713.9万辆，同比分别增长12.2%、10.1%和8.9%，其中，2019年山西省私人汽车644.1万辆，增长8.9%。2018年新注册汽车64.5万辆，下降3.5%。年末轿车保有量442.3万辆，增长8.7%，其中，私人

轿车 421.5 万辆，增长 8.8%。2019 年底，山西省公路线路里程 14.4 万公里，其中高速公路 5711 公里；全年山西省公路旅客周转量 395.6 亿人公里，增长 0.4%，公路货物周转量 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。

五、基础素质分析

公司是山西省内最大的经营性高速公路的投资运营主体，路产质量良好，并持续获得股东和政府财政补贴和资产注入等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 41.60 亿元，交控集团持有公司全部股份，山西省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司唯一股东交控集团是山西省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 条经营性高速公路（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 87%。

公司是交控集团下属最主要的、山西省内最大的经营性高速公路的投资运营主体，公司运营的收费公路在山西省交通网络布局中具有突出地位。截至 2019 年 9 月底，公司控股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%，路产质量优良。

表 2 截至 2019 年 9 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	持股比例	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

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司共有高管人员 7 名，包括总经理 1 名，副总经理 3 名，总会计师 1 名，总工程师 1 名，总经济师 1 名。

闫长学先生，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 月起至今任公司董事长。

史云海先生，1968 年生，大学学历，历任山西省机电厅信息中心副主任科员、主任科员，省企业业绩工委监察室助理调查员，省国资委企业领导人员管理处副处长，省国资委人事培训处处长，公司党委副书记；2018 年 8 月起，任公司副董事长、总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司本部拥有员工 100 人。从学历结构看，本科及以上学历占 78%，大专及以下占 22%；从年龄上看，30 岁以下占 21%，30—50 岁占 61%，50 岁以上占 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；员工构成和素质能够满足公司经营发展需要。

4. 外部支持

2016—2018 年，公司分别收到政府补助 2370.91 万元、5748.07 万元和 114.75 万元。其中，2016 年政府补助计入“营业外收入”；2017

年起，由于会计政策变更，与公司日常经营活动相关的政府补助计入“其他收益”。

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9月底，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。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：911400001100279767），截至2020年3月23日，公司本部无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

公司法人治理结构较为规范，内部管理制度健全，能够对公司日常经营管理提供支持和保障。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》《中华人民共和国公司登记管理条例》等有关法律法规并结合公司实际情况制定了公司章程，并建立了由董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构。

公司不设股东会，由交控集团行使股东会职权，主要包含审议批准公司的经营方针和投资计划；委派公司的非职工董事、监事；审议

批准公司董事会的报告等职权。

公司设立了董事会，董事会对股东负责。公司董事会由9名成员组成，其中职工董事1名，由公司职工代表大会选举产生；非职工董事由股东委派。董事会设董事长1名、副董事长2名，由股东从董事会成员中指定。董事任期为每届3年，任期届满经委派可连任。董事会对股东负责，主要行使执行股东决定、决议；制定公司的经营方针和投资计划；决定公司内部管理机构设置等职权。

公司设监事会，是公司的监督机构，对公司的国有资产实施监督管理。公司监事会成员不少于3人，其中职工监事不少于三分之一。非职工监事由股东委派，职工监事由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席1名。监事任期每届3年。公司监事主要行使检查公司的财务；对公司董事、经理执行集团公司职务时违反法律、法规或者集团公司章程的行为进行监督等职权。

公司设总经理、副总经理及总会计师、总工程师、总经济师和总法律顾问等高级管理人员。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责。总经理、副总经理任期为3年，可连聘连任。公司总经理主要行使组织实施股东批准的年度经营计划和投资方案，主持公司的日常生产经营管理工作等职能。

2. 管理水平

截至2019年9月底，公司本部设有办公室、人力资源部、财务管理部、投资规划部等17个职能部门，能够满足日常管理的需要。公司根据发展需要建立了内部管理制度，保障了各项经营管理工作的顺利开展。

财务管理方面，公司依照《会计法》《企业财务通则》《企业会计准则》等国家法律法规和国务院财政主管部门的规定，建立统一的财务、会计制度。制定了《会计核算制度》和《会计处理程序制度》等制度及办法。公司实行财务预算和项目计划并存的预算管理体制，

严格进行财务预算和项目计划控制，有效加强了公司财务预算和项目计划管理，强化了对资金的分配和监控职能，保障了公司预算利润的顺利实现。

投融资及担保管理方面，公司通过制定《财务审批制度》《货币资金管理控制制度》等制度对公司重大投、融资决策进行了规范和约束。规定对外投资必须由相关部门或聘请专业机构对投资项目进行可行性研究，经总经理办公会议共同研究决定。融资管理方面，规定公司实行自下而上、逐级审核、总经理批准的程序。规定资金筹集应以风险与收益均衡为原则，合理确定资金需求量，控制资金筹集时间，认真选择筹资来源，在保证公司合理偿债能力的基础上，降低资金成本。担保管理方面，规定担保须经总经理办公会共同研究决定。

对下属子公司管理方面，为强化公司内部控制，加强对子公司的管理，公司制定了《公路经营公司营业收支管理办法》和《公路经营单位目标责任制考核办法》等，规定公司对子公司享有重大事项决策的权利，并对子公司的主要经营活动进行指导和监督管理；子公司必须遵守公司的相关规定；子公司管理职能部门会同公司相关部门对子公司实施统一管理；子公司应依据公司的经营策略和风险管理政策，建立起相应的经营计划和风险管理程序。

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，目前收入主要来自通行费收入。

近年来公司营业收入持续增长，毛利率保持较高水平。

2016—2018年，公司营业收入逐年增长，分别为12.19亿元、20.20亿元和21.73亿元，其中2017年营业收入涨幅较大，主要系公司收购的忻阜高速和忻环高速通行费收入于2017年起并入公司所致。2018年，公司实现营业收入21.73亿元，同比增长7.56%，主要系忻阜高速通行费收入增长所致。公司收入主要来源于车辆通行费收入，2016—2018年，公司车辆通行费收入分别为10.66亿元、18.91亿元和20.25亿元，占营业收入的比重分别为87.45%、93.61%和93.19%。同期，公司公路养护收入分别为0.57亿元、0.39亿元和0.44亿元，占营业收入比重分别为4.68%、1.94%和2.02%。公司其他业务收入主要包括租赁、旅游和桥梁检测等，2016—2018年分别为0.96亿元、0.90亿元和1.04亿元，占营业收入的比重分别为7.87%、4.45%和4.79%。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为53.49%、55.46%和57.16%。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55.91%、57.33%和59.57%，维持较高水平。

2019年1—9月，公司实现营业收入14.87亿元，相当于2018年全年的68.43%，其中车辆通行费收入13.87亿元，主要系忻阜高速通行费收入，受国家环保政策等影响，煤炭运输车辆通行大幅减少，导致其通行费收入下降所致。2019年1—9月，公司综合毛利率为55.04%，较2018年水平基本保持稳定。

表3 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务	2016年			2017年			2018年			2019年1—9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	10.66	87.45	55.91	18.91	93.61	57.33	20.25	93.19	59.57	13.87	93.31	59.36
公路养护	0.57	4.68	50.87	0.39	1.94	32.15	0.44	2.02	16.94	0.63	4.24	14.72
其他	0.96	7.87	31.25	0.90	4.45	26.39	1.04	4.79	61.11	0.36	2.45	-39.65
合计	12.19	100.00	53.49	20.20	100.00	55.46	21.73	100.00	57.16	14.87	100.00	55.04

注：其他收入包括施工、酒店、生态开发等业务收入

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

高速公路运营

得益于山西省经济持续发展，公司参、控股高速公路（除太长高速外）车流量和通行费收入均呈不同程度增长；2017年，公司收购忻阜高速、忻环高速收费权后，营业收入大幅增长。公司无在建的高速公路项目，拟建项目投资规模较大，面临一定筹资压力。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司运营受到较大冲击。

截至2019年9月底，公司控股高速公路包括太长高速（199.54公里）、东山过境高速（23.67公里）、高陵高速（63.17公里）、忻阜高速（124.75公里）和忻环高速（31.70公里），合计442.83公里；参股高速公路包括长晋高速（93.05公里）、晋焦高速（32.05公里）和忻保高速（191.00公里），合计316.10公里。公司参控股高速公路均已建成通车。近年来，公司控股高速公路车流量和收入呈增长趋势。2016—2018年，公司控股高速公路通行费收入分别为10.66亿元、18.91亿元和20.25亿元；车流量分别为4009.92万辆、6034.48万辆和7165.65万辆。

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。2016—2018年，太长高速公路车流量分别为1225.32万辆、1377.33万辆和1318.63万辆，2018年车流量同比有所下降主要系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，小店至榆次东阳段封闭所致；同期，太长高速实现通行费收入分别为9.19亿元、10.31亿元和9.89亿元。2019年1—9月，太长高速车流量为957.19万辆，通行费收入7.18亿元。

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。2016

—2018年，车流量分别为2746.60万辆、2833.49万辆和3662.80万辆；同期，东山过境高速实现通行费收入分别为1.37亿元、1.42亿元和1.83亿元。2019年1—9月，东山过境高速车流量为2736.40万辆，实现通行费收入1.37亿元。

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63.17公里。近年来，高陵高速通行费收入持续增长，2016—2018年，高陵高速通行费收入分别为950.12万元、1166.79万元和1628.56万元；同期，高陵高速的车流量分别为38.00万辆、46.67万辆和65.16万辆。高陵高速通车时间较短，目前仍处于通行培育期，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。2019年1—9月，高陵高速实现通行费收入1885.54万元，车流量为75.42万辆。

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124.75公里，工程总投资65亿元。2017年起，忻阜高速通行费收入并入公司。2017—2018年，忻阜高速通行费收入为6.80亿元和8.03亿元，车流量分别为1511.79万辆和1784.87万辆。2019年1—9月，忻阜高速实现通行费收入4.88亿元，车流量为1083.55万辆，较上年同期有所下降，主要系受国家环保要求、“煤改气”和“煤改电”等政策影响，煤炭运输车辆通行次数有所减少，使得该路段通行费收入下降。

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；总投资16.97亿元。2017年起，忻环高速通行费收入并入公司。2017年—2018年，忻环高速实现通行费收入0.27亿元和0.33亿元，车流量为265.19万辆和334.20

万辆。2019年1—9月，忻环高速实现通行费收入0.26亿元，车流量为262.18万辆。

2016—2018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%）分别为4.63%、7.63%和8.08%，呈现增长趋势；同期，公司单公里通行费年收入分别为372.23万元、427.03万元和457.29万元，持续增长。

表4 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			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
太长高速	91899	103100	98897	71789	1225.32	1377.33	1318.63	957.19
东山过境高速	13733	14167	18314	13682	2746.60	2833.49	3662.80	2736.40
高陵高速	950	1167	1629	1886	38.00	46.67	65.16	75.42
忻阜高速	--	68030	80319	48760	--	1511.79	1784.87	1083.55
忻环高速	--	2651	3342	2622	--	265.19	334.20	262.18
合计	106582	189116	202501	138738	4009.92	6034.48	7165.65	5114.74

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。

2016—2018年及2019年1—9月，长晋高速实现通行费收入分别为3.03亿元、3.84亿元、4.50亿元和3.82亿元；晋焦高速实现通行费收入分别为3.14亿元、4.49亿元、5.82

亿元和4.71亿元；同期公司获得投资收益分别为0.98亿元、1.46亿元、2.03亿元和1.32亿元，公司参股的长晋、晋焦高速公路通行费收入逐年上升，对公司利润总额形成较好的补充。

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。该政策短期内将对公司通行费收入造成一定影响，联合资信将持续关注上述事件的进展及对公司形成的实际影响。

表5 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			
	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
长晋高速	30280	38422	44991	38240	4184	5947	7618	5020

晋焦高速	31436	44945	58175	47121	5641	8643	12729	8135
------	-------	-------	-------	-------	------	------	-------	------

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司无在建高速公路项目；拟建项目主要为晋阳高速改扩建项目，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，公司面临一定投资压力。

收费标准及养护

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）、晋文、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，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。

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）以上桥隧收费标准	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

大件运输货车收费方面，6类（轴）及以下搭建运输货车按其实际车型分类执行货车收费标准。6类（轴）以上大件运输货车以6类（轴）货车收费标准为基数，每增加1轴递增0.2倍的基数，最高增加2.4倍的基数。

专项作业车收费方面，6类（轴）以下专项作业车按其实际车型分类执行货车收费标准。6类（轴）以上专项作业车执行搭建运输货车收费标准。

为保证货车收费标准平稳过渡，预防货车通行费大幅波动，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，2016—2018年及2019年1—9月，公司下辖路产养护支出分别为1.10亿元、1.44亿元、1.72亿元和0.95亿元。

公路养护及其他业务

公司公路养护业务主要由其下属子公司山西诺通公路养护有限公司（以下简称“诺通公司”）负责，负责养护集团内持股管理的太长高速、高陵高速等高速公路及集团外的高速公路养护及其配套设施维修。诺通公司通过搜集公开的行业信息、已有的业务渠道以及项目跟踪，通过积极参与市场招投标、接受客户主动议标或接受项目承包方委托的方式，获得业务来源。2016—2018年及2019年1—9月，公司分别实现公路养护收入0.57亿元、0.39亿元、0.44亿元和0.63亿元。同期，公司公路养护业务毛利率持续下降，主要系受环保要求影响，公司原材料成本价格增长所致。

公司其他收入主要来自施工、酒店、生态开发等多个业务。2016—2018年及2019

年1—9月，公司分别实现其他业务收入0.96亿元、0.90亿元、1.04亿元和0.36亿元。2019年1—9月，公司其他收入毛利率为-39.65%，主要是公司部分租赁收入尚未确认所致。

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，山西省交通运输厅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，配合省交通厅工作计划。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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年度财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年三季度财务数据未经审计。

截至2019年9月底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司14家。2016年，公司合并报表范围新增1家子公司，由于吸收合并不再纳入合并报表范围4家子公司；2017年，公司合并报表范围新增1家子公司，减少1家子公司；2018年，公司合并报表范增

加 4 家子公司，减少 2 家子公司。2019 年 1—9 月，公司合并范围无变化。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较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 261.12 亿元，所有者权益 69.54 亿元（其中少数股东权益 10.68 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 21.73 亿元，利润总额为 4.00 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 346.28 亿元，所有者权益合计 162.09 亿元（其中少数股东权益 11.41 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 14.87 亿元，利润总额 3.09 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模波动增长，以非流动资产为主。其中，以往来款为主的其他应收款、路桥资产为主的固定资产、高速公路收费权及土地资产为主的无形资产占比较高，应收类款项对公司资金占用明显。公司资产受限规模较大，流动性较弱。

2016—2018 年，公司资产规模有所波动，年均复合增长 1.08%。2017 年底，公司资产总额 239.85 亿元，较 2016 年底下降 6.14%，主要是其他应收款减少所致。2018 年底，公司资产总额 261.12 亿元，较 2017 年底增长 8.87%，其中流动资产占 25.29%，非流动资产占 74.71%，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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.65	6.52	20.11	8.38	26.68	10.22	19.83	5.73
其他应收款	35.79	14.01	13.83	5.77	33.01	12.64	46.81	13.52
流动资产	57.47	22.49	41.21	17.18	66.04	25.29	71.09	20.53
可供出售金融资产	4.72	1.85	4.72	1.97	4.71	1.80	9.69	2.80
长期股权投资	7.72	3.02	8.05	3.36	8.39	3.21	9.16	2.64
投资性房地产	9.05	3.54	8.82	3.68	8.52	3.26	8.35	2.41
固定资产	52.71	20.63	53.73	22.40	51.13	19.58	49.05	14.16
无形资产	118.81	46.49	118.29	49.32	116.02	44.43	192.53	55.60
非流动资产	198.08	77.51	198.64	82.82	195.07	74.71	275.20	79.47
资产总额	255.55	100.00	239.85	100.00	261.12	100.00	346.28	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 7.20%。2018 年底，公司流动资产 66.04 亿元，较 2017 年底增长 60.27%，主要系其他应收款增长所致。构成上看，主要由货币资金和其他应收款构成。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 26.58%。2018 年底，公司货币资金 26.68 亿元，较 2017 年底增长 32.67%，主要由银行存款构成（占 99.00%以上），无受限的货币资金。

2016—2018 年，公司其他应收款波动幅度

较大。2018 年底，公司其他应收款 33.01 亿元，较 2017 年底增长 138.56%，主要系应收公司股东交控集团款项增多所致。从构成看，公司其他应收款主要由往来款和质保金构成。2018 年底，公司其他应收款（剔除应收利息部分）账面余额 33.48 亿元，其中应收交控集团的往来款 19.94 亿元，占公司其他应收账款比重为 59.57%，账龄集中在 1 年以内。同期，公司计提坏账准备 0.52 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，主要系相关单位清算中，预计无法收回所致。公司其他应收款集中度较高，应收单位

主要为交控集团、山西省交通运输厅等，回收风险较小，但对资金占用显著。

表 9 2018 年底公司主要其他应收款情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	比例	性质
山西交通控股集团有限公司	19.94	59.57	往来款
山西省交通运输厅	7.05	21.06	往来款
山西省高速公路管理局	5.26	15.17	质保金
合计	32.25	96.20	—

资料来源: 公司审计报告

非流动资产

2016—2018 年, 公司非流动资产相对保持稳定, 年均复合下降 0.76%。2018 年底, 公司非流动资产 195.07 亿元, 较 2017 年底下降 1.80%, 主要系固定资产和无形资产减少所致。

2016—2018 年, 公司长期股权投资持续增长, 年均复合增长 4.23%。2018 年底, 公司长期股权投资 8.39 亿元, 较 2017 年底增长 4.21%, 主要由对联营企业的投资构成; 其中, 对山西晋焦高速公路有限公司和山西长晋高速公路有限公司的投资余额分别为 3.84 亿元和 4.45 亿元, 合计占比为 98.81%。

2016—2018 年, 公司投资性房地产持续下降, 年均复合下降 2.99%。2018 年底, 公司投资性房地产 8.52 亿元, 较 2017 年底下降 3.45%, 全部由房屋、建筑物构成。同期, 公司投资性房地产账面原值 9.33 亿元, 累计折旧和摊销 0.82 亿元。

2016—2018 年, 公司固定资产持续下降, 年均复合下降 1.51%。2018 年底, 公司固定资产 51.13 亿元, 较 2017 年底下降 4.84%, 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 (占 86.90%), 包括高速公路和连接桥等。2018 年底, 公司固定资产账面原值 87.71 亿元, 累计折旧 36.58 亿元。

2016—2018 年, 公司无形资产持续下降, 年均复合下降 1.18%。从构成看, 公司无形资产主要为特许经营权 (占 99.00%以上)。2018 年底, 公司无形资产 116.02 亿元, 较 2017 年

底下降 1.92%, 主要系以高速公路收费权为主的特许经营权摊销所致。

2019 年 9 月底, 公司资产总额 346.28 亿元, 较 2018 年底大幅增长 32.62%, 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土地资产注入公司, 使得无形资产大幅增长所致。公司可供出售金融资产由 4.71 亿元增至 9.69 亿元, 主要系新增对山西交控智能创新股权投资合伙企业 (有限合伙) 的投资³。同期, 公司其他应收款 46.81 亿元, 较 2018 年底大幅增长 41.84%, 主要是将过往忻阜高速、忻环高速前期相关收益计入所致。

截至 2019 年 9 月底, 公司受限资产合计 153.19 亿元, 占资产总额的 44.24%; 主要由用于抵押的固定资产 (43.31 亿元) 和用于质押的高速公路收费权 (109.87 亿元) 构成。

3. 负债及所有者权益

2019 年以来, 公司所有者权益大幅增长, 以实收资本和资本公积为主; 近年来公司债务规模有所波动, 短期债务比重有所上升, 整体债务负担较重。但随着公司所有者权益规模的增长, 2019 年 9 月底公司的债务比率有所下降。

所有者权益

2016—2018 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 3.72%。2018 年底, 公司所有者权益计 69.54 亿元, 较 2017 年底增长 5.84%, 主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中, 实收资本占 59.82%、未分配利润占 19.07%, 少数股东权益占 15.36%。

2016—2018 年, 公司实收资本均为 41.60 亿元。

2016—2018 年, 公司未分配利润持续增长, 年均复合增长 14.09%。2018 年底, 公司未分配利润 13.26 亿元, 较 2017 年底增长 15.32%。

2019 年 9 月底, 公司所有者权益合计

³ 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

162.09 亿元，较 2018 年底增加 92.55 亿元，主要系受交控集团划转相关土地资产使得公司资本公积增加 82.25 亿元至 83.65 亿元所致；同期，公司未分配利润增加 9.57 亿元至 22.83 亿元。从构成看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，所有者权益比重为 77.27%。

负债

2016—2018 年，公司负债总额有所波动，年均复合增长 0.18%。2018 年底，公司负债总额 191.58 亿元，较 2017 年底增长 10.01%，其中流动负债占 48.93%、非流动负债占 51.07%，流动负债占比较上年底提升 20.77 个百分点。

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 14.80%。2018 年底，公司流动负债 93.75 亿元，较 2017 年底增长 91.13%，主要系一年内到期的非流动负债（占 36.66%）和其他流动负债（占 40.53%）增长所致。

2016—2018 年，公司短期借款波动幅度较大。2018 年底，公司短期借款 5.86 亿元，较 2017 年底下降 72.12%，主要系偿还到期借款所致，2018 年底短期借款全部由信用借款构成。

2016—2018 年，公司其他应付款有所波动。2018 年底，公司其他应付款 10.40 亿元，较 2017 年底下降 15.93%；其中，应付利息和应付股利分别为 1.28 亿元和 0.57 亿元，合计占其他应付款比重为 17.77%。2018 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 5.63 和 2.28 亿元，占公司其他应付款比重为 92.51%。

2016—2018 年，公司一内年到期的非流动负债波动较大。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.37 亿元，较 2017 年底增长 241.38%，主要由一年内到期的长期借款（占 41.60%）和一年内到期的应付债券（占 58.20%）构成。

2016—2018 年，公司其他流动负债分别为 27.00 亿元、0.00 亿元和 38.00 亿元。2018 年底，公司其他流动负债 38.00 亿元，主要是公司当年发行的 4 期超短期融资券。

2016—2018 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 9.62%。2018 年底，公司非流动负债 97.83 亿元，较 2017 年底下降 21.80%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。从构成看，主要由长期借款构成。

2016—2018 年，公司长期借款有所波动。2018 年底，公司长期借款 95.18 亿元，较 2017 年底下降 7.08%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。从构成看，公司长期借款主要由质押借款构成，占比为 76.27%。

2016—2018 年，公司应付债券分别为 23.50 亿元、20.00 亿元和 0.00 亿元。2018 年底，公司应付债券 0.00 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

2019 年 9 月底，公司负债总额 184.19 亿元，较 2018 年底下降 3.86%，主要系公司偿还债务所致；同期，公司负债结构以非流动债务为主，流动负债和非流动负债占公司负债比例分别为 35.51%和 64.49%。2019 年 9 月底，公司其他流动负债 44.00 亿元，较 2018 年底增加 6.00 亿元，主要系新发行 4 期超短期融资券所致。同期，公司应付债券新增 20.00 亿元，主要系新发行一期中期票据所致。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	57.46	31.07	78.22	51.07
长期债务	115.74	122.44	95.18	116.13
全部债务	173.20	153.50	173.40	167.20
资产负债率	74.71	72.61	73.37	53.19
全部债务资本化比率	72.82	70.03	71.38	50.78
长期债务资本化比率	64.16	65.08	57.78	41.74

注：公司其他流动负债为超短期融资券，计入短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务分别为 173.20 亿元、153.50 亿元和 173.40 亿元。2018 年底，公司有息债务余额 173.40 亿元，较 2017 年底增长 12.96%。其中，短期债务占 45.11%、长期债务占 54.89%，公司短期债务比重大幅上升。2016—2018 年，公司资产负

债率分别为 74.71%、72.61%和 73.37%；全部债务资本化比率分别为 72.82%、70.03%和 71.38%；长期债务资本化比率分别为 64.16%、65.08%和 57.78%。2018 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较 2017 年底分别上升 0.76 个、1.35 个和下降 7.30 个百分点。整体看，公司债务负担较重。

2019 年 9 月底，公司全部债务 167.20 亿元，较 2018 年底下降 3.58%；其中，短期债务和长期债务分别为 51.07 亿元和 116.13 亿元，公司债务结构仍以长期债务为主。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分别为 53.19%、50.78%、41.74%，分别较 2018 年底下降 20.18 个、20.60 个和 16.04 个百分点，主要系土地资产的划入使得净资产大幅增长，债务指标有所下降。

4. 盈利能力

近年来受新增路产收费权以及车流量增加影响，公司收入规模持续增长，以财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀较大，投资收益对公司利润贡献较大，公司整体盈利能力有所提升。

近年来，受车流量增加以及新增收费高速公路影响，公司营业收入持续增长。2016—2018 年，公司营业收入年均复合增长 33.49%。2018 年，公司实现营业收入 21.73 亿元，同比增长 7.56%。2016—2018 年，公司营业成本同趋势增长，年均复合增长 28.10%。2018 年，公司营业成本 9.31 亿元，同比增长 3.45%。2016—2018 年，公司营业利润率持续增长，2018 年为 56.51%，同比提高 1.67 个百分点。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	12.19	20.20	21.73
营业成本	5.67	9.00	9.31
利润总额	2.62	3.06	4.00
营业利润率	52.01	54.84	56.51
总资产收益率	2.47	5.33	4.92
净资产收益率	2.47	3.71	4.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用快速增长，分别为 4.97 亿元、10.05 亿元和 10.38 亿元，主要由财务费用构成。2018 年，公司期间费用 10.38 亿元，同比增长 3.29%，主要系管理费用增长所致。同期，公司财务费用 8.67 亿元，同比下降 2.07%，占比仍较大。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 40.74%、49.74 和 47.76%，公司以财务费用为主的期间费用对利润侵蚀严重。

2016—2018 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长 46.49%。2018 年底，公司投资收益 2.11 亿元，同比增长 41.93%，主要来自于参股路段的投资收益。2016—2018 年，公司分别获得政府补助 0.24 亿元、0.57 亿元和 0.01 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

2016—2018 年，公司利润总额持续增长，分别为 2.62 亿元、3.06 亿元和 4.00 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率波动增长，净资产收益率持续增长。2018 年，公司总资产收益率为 4.92%，较 2017 年下降 0.41 个百分点；同期，公司净资产收益率 4.52%，同比增加 0.81 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 14.87 亿元，相当于 2018 年全年的 68.43%；同期，公司投资收益 1.32 亿元，实现利润总额 3.09 亿元，营业利润率为 54.64%。

5. 现金流分析

近年来，公司收入实现质量较好，经营活动现金流入规模不断扩大，对筹资活动现金的依赖有所下降。

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为 19.11 亿元、25.45 亿元和 25.49 亿元；其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 12.09 亿元、21.06 亿元和 22.48 亿元，主要为高速公路通行费的回款。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 99.20%、104.28%和 103.47%，收入实现质量较好。2016—2018 年，公司收到的其他与经营活

动有关的现金快速下降,分别为 7.01 亿元、4.39 亿元和 3.01 亿元,2018 年主要为高速公路质量保证金、高速公路公共管理费和为交控集团代缴的超短期融资券利息费用。2016—2018 年,公司经营活动现金流出量有所波动,分别为 11.61 亿元、12.52 亿元和 10.93 亿元,以公司购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2016—2018 年,公司经营活动现金流量净额持续增长,分别为 7.50 亿元、12.94 亿元和 14.57 亿元。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	19.11	25.45	25.49
经营活动现金流出量	11.61	12.52	10.93
经营活动现金流净额	7.50	12.94	14.57
现金收入比	99.20	104.28	103.47
投资活动现金流净额	-50.07	0.13	0.40
筹资活动现金流净额	38.82	-9.61	-8.39

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面,2016—2018 年,公司投资活动现金流入波动幅度较大,分别为 0.10 亿元、5.50 亿元和 1.84 亿元。其中,2017 年公司收回投资收到的现金主要由理财产品赎回收到的现金构成(3.50 亿元);取得投资收益受到的现金主要为参股高速公路的收益构成,分别为 0.10 亿元、2.00 亿元和 1.81 亿元。同期,公司投资活动现金流出快速下降,分别为 53.17 亿元、5.37 亿元和 1.44 亿元,主要为收购路产和购买理财产品所支付的现金,2016 年公司购建固定资产、无形资产所支付的现金 46.06 亿元,主要是收购忻阜、忻环高速所支付的现金。2016—2018 年,公司投资活动产生的现金流净额分别为-53.07 亿元、0.01 亿元和 0.40 亿元。

筹资活动方面,2016—2018 年,公司筹资活动现金流入波动有所波动,分别为 112.00 亿元、75.58 亿元和 77.78 亿元;其中,取得借款收到的现金分别为 112.00 亿元、54.00 亿元和 76.86 亿元。2016—2018 年,公司筹资活动现金流出有所增长,分别为 73.18 亿元、85.18 亿

元和 86.17 亿元;其中,偿还债务支付的现金分别为 63.21 亿元、73.93 亿元和 56.94 亿元。2018 年,公司支付其他与筹资活动有关的现金 20.66 亿元,主要系拆借给交控集团的资金。2016—2018 年,公司筹资活动产生的现金流净额分别为 38.82 亿元、-9.61 亿元和 -8.39 亿元。

2019 年 1—9 月,公司经营活动现金流净额 11.24 亿元,现金收入比 89.03%。其中,经营活动现金流入 17.79 亿元,经营活动现金流出 6.56 亿元。同期,公司投资活动现金流净额 -5.06 亿元,主要由对山西交控智能创新股权投资合伙企业(有限合伙)的投资 5.00 亿元构成;筹资活动现金流净额-13.03 亿元。

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、经营获现能力以及畅通的间接融资渠道等因素,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2016—2018 年,公司流动比率和速动比率均波动下降,2018 年底分别为 70.45%和 70.22%,同比分别下降 13.56 个和 13.55 个百分点;2016—2018 年,公司经营现金流动负债比波动增长,2018 年为 15.54%。2019 年 9 月底,公司流动比率和速动比率分别为 108.70%和 108.51%,均较 2018 年底有所增长。2019 年 9 月底,公司现金类资产 19.83 亿元,现金短期债务比为 0.39 倍,公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2016—2018 年,公司 EBITDA 持续增长,分别为 10.03 亿元、17.03 亿元和 17.76 亿元;EBITDA 利息倍数分别为 1.61 倍、1.83 倍和 2.00 倍;全部债务/EBITDA 分别为 17.27 倍、9.02 倍和 9.76 倍。公司长期偿债能力指标较强。

截至 2019 年 9 月底,公司共获得银行授信 163.10 亿元,其中已使用额度 133.80 亿元,未使用额度 29.30 亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底,公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

母公司资产规模尚可，以长期股权投资为主；权益规模相对较大，整体债务负担尚可，但短期偿债压力较大。公司营业收入主要来源于子公司。

2018年底，母公司资产总额为144.80亿元，较2017年底增长16.58%。其中，流动资产为55.58亿元。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构成。

2018年底，母公司所有者权益为66.10亿元，较2017年底下降2.28%。其中，实收资本占62.93%，所有者权益较为稳定。

2018年底，母公司负债规模78.69亿元，较2017年底大幅增长32.10%，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。2018年底，母公司资产负债率为54.35%，较2017年底有所增长，整体债务压力有所加重。同期，母公司有息债务全部由短期债务构成，短期偿债压力较大。

2018年，母公司营业收入为0.70亿元，营业成本为0.52亿元。母公司2018年净利润为1.69亿元，同比增长63.31%。

2019年9月底，母公司资产规模222.20亿元，母公司所有者权益147.49亿元；2019年1—9月，母公司营业收入0.30亿元，利润总额-0.87亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模为5.00亿元，发行规模上限15.00亿元；按照15.00亿元计算，分别相当于2019年9月底公司长期债务和全部债务的12.92%和8.97%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模有较大影响。

2019年9月底，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53.19%、50.78%和41.74%。以公司2019年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计

本期中期票据发行后，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将分别上升至55.13%、52.92%和44.72%，公司债务负担将有所加重。若将公司于2019年9月底之后，截至报告出具日之前所发行的“19晋交投SCP006”“19晋交投SCP007”“19晋交投MTN003”“20晋交投SCP001”“20晋交投MTN001”“20晋交投CP001”，金额合计47.00亿元考虑在内，上述指标将分别增至60.30%、58.57%和49.54%，公司债务负担将继续加重，考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还有息债务，公司实际债务负担小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为19.11亿元、25.45亿元和25.49亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的1.27倍、1.70倍和1.70倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。2016—2018年，公司经营活动现金净流量分别为7.50亿元、12.94亿元和14.57亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.50倍、0.86倍和0.97倍，公司经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力较弱。2016—2018年，公司EBITDA分别为10.03亿元、17.03亿元和17.76亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.67倍、1.14倍和1.18倍，公司EBITDA对本期中期票据的保障能力尚可。公司利息递延支付的约束力弱，一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

九、结论

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

公司是山西省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。随着区域经济持续发展，公司参、控股高速公路车流量的不断增加，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，盈利能力有所增强。公司资产质量好，经营获现能力较强，但债务负担较重，存在较大的短期支付压力。公司资产受限比例较高，且无形资产占比高，整体资产流动性较弱。同时，突发的新冠肺炎疫情对公司高速公路运营短期产生较大影响，加大了公司资金周转压力。

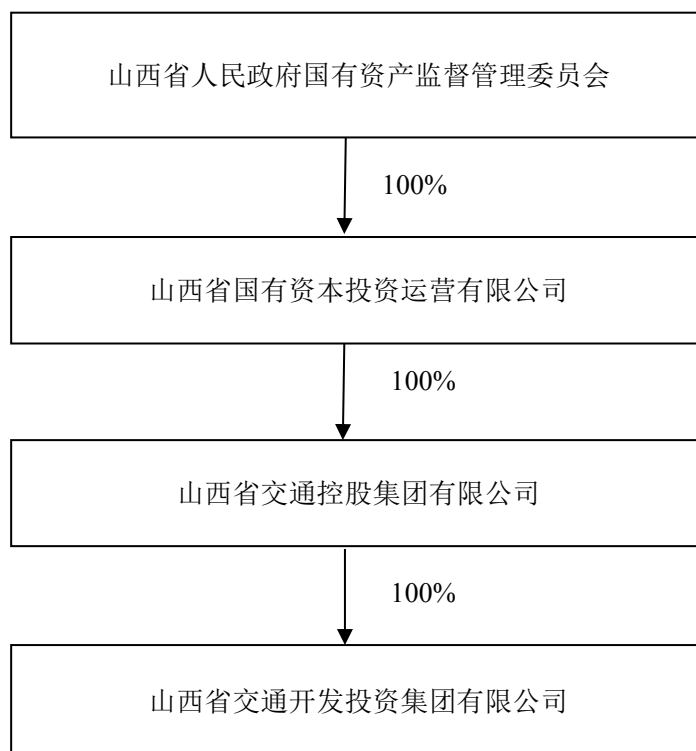
目前，全国的新冠肺炎疫情已得到初步控制，各行业复工情况持续推进，公司的生产经营有望快速恢复，随着山西省经济持续发展，车流量的持续培育和路网效应的增强，公司收入规模待疫情结束后有望维持增长态势。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。

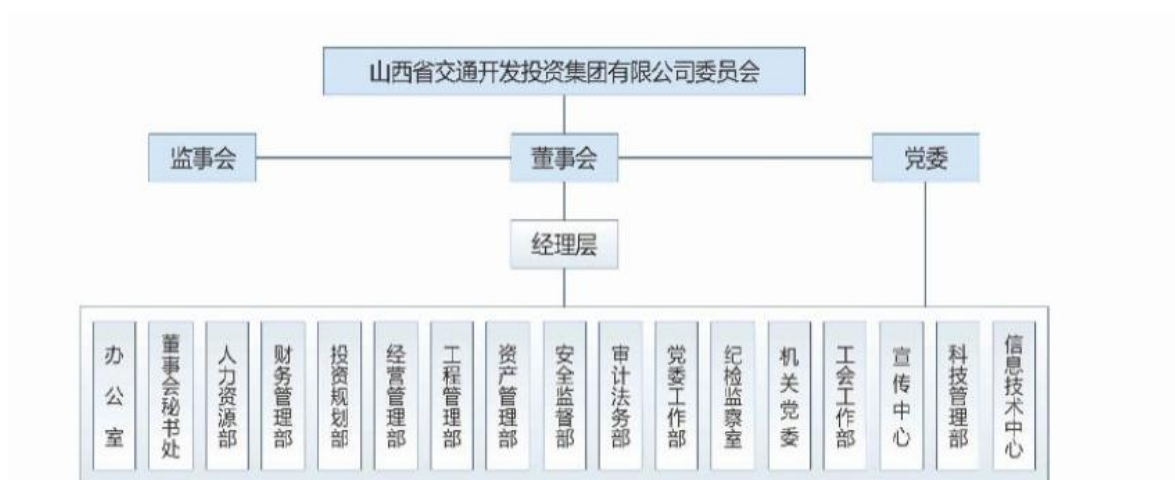
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但利息递延支付未设置罚则，对公司的约束力弱，若公司选择行使相关权利，将导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

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，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 9 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
晋城市晋达公路开发有限公司	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 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.65	20.11	26.68	19.83
资产总额（亿元）	255.55	239.85	261.12	346.28
所有者权益（亿元）	64.64	65.70	69.54	162.09
短期债务（亿元）	57.46	31.07	78.22	51.07
长期债务（亿元）	115.74	122.44	95.18	116.13
全部债务（亿元）	173.20	153.50	173.40	167.20
营业收入（亿元）	12.19	20.20	21.73	14.87
利润总额（亿元）	2.62	3.06	4.00	3.09
EBITDA（亿元）	10.03	17.03	17.76	--
经营性净现金流（亿元）	7.50	12.94	14.57	11.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.80	15.73	11.37	--
存货周转次数（次）	47.29	76.16	56.29	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	99.20	104.28	103.47	89.03
营业利润率（%）	52.01	54.84	56.51	54.64
总资本收益率（%）	2.47	5.33	4.92	--
净资产收益率（%）	2.47	3.71	4.52	--
长期债务资本化比率（%）	64.16	65.08	57.78	41.74
全部债务资本化比率（%）	72.82	70.03	71.38	50.78
资产负债率（%）	74.71	72.61	73.37	53.19
流动比率（%）	80.80	84.01	70.45	108.70
速动比率（%）	80.63	83.77	70.22	108.51
经营现金流动负债比（%）	10.54	26.37	15.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.27	9.02	9.76	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	1.83	2.00	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.65	0.34	0.39

注：2019 年三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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.68	11.41	17.00	5.74
资产总额（亿元）	148.26	124.20	144.80	222.20
所有者权益（亿元）	63.67	64.63	66.10	147.49
短期债务（亿元）	25.00	24.96	33.12	2.95
长期债务（亿元）	23.50	27.29	0.00	20.95
全部债务（亿元）	48.50	52.25	33.12	23.90
营业收入（亿元）	0.81	0.61	0.70	0.30
利润总额（亿元）	2.63	0.17	1.70	-0.87
EBITDA（亿元）	4.02	3.96	4.27	--
经营性净现金流（亿元）	1.69	7.29	8.18	-0.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.03	6.88	5.61	--
存货周转次数（次）	802.54	1336.47	2464.81	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	76.60	182.67	87.70	0.00
营业利润率（%）	24.80	12.93	20.50	-45.75
总资本收益率（%）	3.35	3.82	3.94	--
净资产收益率（%）	4.41	1.60	2.56	--
长期债务资本化比率（%）	26.96	29.69	0.00	12.44
全部债务资本化比率（%）	43.24	44.70	33.38	13.95
资产负债率（%）	57.05	47.96	54.35	33.62
流动比率（%）	99.94	113.06	70.65	84.69
速动比率（%）	99.94	113.06	70.65	84.69
经营现金流动负债比（%）	2.81	22.59	10.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.07	13.19	7.75	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.88	0.82	1.19	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.46	0.51	1.94

注：2019 年三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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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

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 2020 年度第二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。