

信用评级公告

联合〔2022〕8800号

联合资信评估股份有限公司通过对山西省交通开发投资集团有限公司主体长期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⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十一月三日

山西省交通开发投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 11 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路企业信用评级方法	V4.0.202208
收费公路企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素			+3	
评级结果			AA ⁺	

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

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”）是山西省重要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。近年来，公司在政府补助、资产注入、政府专项债资金拨付及车购税补助等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模大、其他应收款对公司资金形成占用、通行费收入波动下降等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建路产完工通车、下属参控股路产持续经营，公司业务有望保持平稳发展。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 区域竞争实力较强。**公司作为山西省重要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。
- 持续获得外部支持。**公司在政府补助、资产注入、政府专项债资金拨付及车购税补助等方面持续获得股东和政府的有力支持。

关注

- 未来投资规模大。**截至 2022 年 3 月底，公司主要在建高速公路项目尚需投资 217.87 亿元。
- 资金占用明显。**公司资产受限比例较高，且其他应收款规模较大，主要为往来款和对参股子公司的资金拆借款，对公司资金形成明显占用，需关注回收情况。
- 通行费收入波动下降。**受新冠疫情、煤矿停产、煤炭货运结构调整和东山过境高速经营权到期等综合影响，公司控股的高速公路车流量持续下降，2019—2021 年公司通行费收入年均复合下降 9.18%。

分析师：马 颖 郭欣宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.93	42.12	87.79	104.13
资产总额(亿元)	374.53	431.16	485.42	499.77
所有者权益(亿元)	162.02	180.89	204.32	204.04
短期债务(亿元)	71.81	81.76	47.25	51.11
长期债务(亿元)	121.18	148.08	203.59	214.59
全部债务(亿元)	193.00	229.85	250.83	265.70
营业总收入(亿元)	20.34	24.79	20.41	3.67
利润总额(亿元)	4.23	3.08	4.21	0.57
EBITDA(亿元)	16.28	14.79	17.36	--
经营性净现金流(亿元)	12.97	10.30	14.05	0.96
营业利润率(%)	51.28	40.84	39.77	39.97
净资产收益率(%)	2.06	0.95	1.20	--
资产负债率(%)	56.74	58.05	57.91	59.17
全部债务资本化比率(%)	54.36	55.96	55.11	56.56
流动比率(%)	114.46	149.94	199.59	195.01
经营现金流动负债比(%)	14.62	10.40	19.26	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.52	1.86	2.04
EBITDA 利息倍数(倍)	2.30	2.31	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.85	15.54	14.45	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	262.34	295.11	281.57	285.39
所有者权益(亿元)	155.96	173.29	181.43	181.34
全部债务(亿元)	97.75	101.65	81.11	85.66
营业总收入(亿元)	1.32	10.11	3.87	0.51
利润总额(亿元)	0.68	2.87	7.87	0.49
资产负债率(%)	40.55	41.28	35.56	36.46
全部债务资本化比率(%)	38.53	36.97	30.89	32.08
流动比率(%)	118.88	134.63	194.27	187.87
经营现金流动负债比(%)	0.01	6.97	-4.26	--

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务本金已纳入短期债务核算，长期应付款中的有息债务本金已纳入长期债务核算；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	2022/07/26	马颖、郭欣宇	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
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编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、该公司信用等级自 2022 年 11 月 3 日至 2023 年 11 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山西省交通开发投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

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”）前身为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公司。后根据晋办发〔2011〕39号文件，山西省交通运输厅将所持公司全部股权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，山西省国资委将所持公司100%股权划转至山西省国有资本投资运营有限公司（现名山西省国有资本运营有限公司，系山西省国资委全资子公司，以下简称“山西国资公司”）。2017年12月，根据晋国资〔2017〕856号通知，山西国资公司将所持公司全部股权划转至山西交通控股集团有限公司（以下简称“交控集团”）。截至2022年3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。

公司是山西省重要的经营性高速公路投资运营主体，主营业务为高速公路的投资、建设、经营、管理和养护。截至2022年3月底，公司合并范围内拥有一级子公司13家；公司本部内设财务管理部、企业发展部、经营管理部、工程管理部和安全环保部等职能部门。

截至2021年底，公司资产总额485.42亿元，所有者权益204.32亿元（含少数股东权益24.10亿元）；2021年，公司实现营业总收入20.41亿元，利润总额4.21亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额499.77亿元，所有者权益204.04亿元（含少数股东权

益24.34亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入3.67亿元，利润总额0.57亿元。

公司注册地址：太原市小店区长治路292号；法定代表人：杨国华。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速¹（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期

计算的几何平均增长率，下同

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额 (万亿元)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速 (%)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速 (%)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速 (%)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速 (%)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速 (%)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速 (%)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速 (%)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速 (%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速 (%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅 (%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅 (%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速 (%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速 (%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率 (%)	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速 (%)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

1.GDP 数据为当季值,其他数据均为累计同比增速;2.GDP 总额按现价计算,同比增速按不变价计算;3.出口增速、进口增速均以美元计价统计;4.社融存量增速为期末值;5.城镇调查失业率为季度均值;6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速;7.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源:联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端:消费市场受到疫情冲击较大,固定资产投资相对平稳,出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面,2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元,同比增长 0.70%。其中,餐饮收入同比下降 4.60%,受疫情影响较大。投资方面,2022 年前三季度全国固定资产投资(不含农户)42.14 万亿元,同比增长 5.90%,整体保持平稳增长。其中,房地产开发投资增速持续探底;基建投资明显发力,体现了“稳增长”政策拉动投资的作用;制造业投资仍处于高位,医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面,出口整体增长较快,但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元,同比增长 8.70%。其中,出口 2.70 万亿美元,同比增长 12.50%;进口 2.05 万亿美元,同比增长 4.10%;贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高, PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度, CPI 累计同比增长 2.00%, 各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看, 食品价格同比有所上涨, 汽

油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度, PPI 累计同比增长 5.90%, 受上年同期基数走高影响, 各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻, 三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负, 价格上涨由上游逐步向下游传导, 中下游企业成本端压力有所缓解, 盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张, 政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度, 新增社融规模 27.77 万亿元, 同比多增 3.01 万亿元; 9 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看, 2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力, 政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元, 是社融总量扩张的主要支撑因素; 表外融资方面, 受益于金融监管政策边际松动, 委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点

群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将持续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

三、行业及区域经济环境分析

1. 高速公路行业

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其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。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.91 万公里，较 2020 年底增加 0.81 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，

较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。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、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中

持续占据主导地位，2021 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 75.0%和 61.3%，分别较 2020 年上升 1.20 个百分点和下降 10.0 个百分点，公路货运重要性进一步提升，铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2021 年，国内疫情形势较为稳定，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路货运指标呈现修复性增长；受局部性疫情扰动因素影响，人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

表 2 2016—2021 年中国公路运输主要指标情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量 (亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量 (亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量 (亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

资料来源：联合资信根据公开资料整理

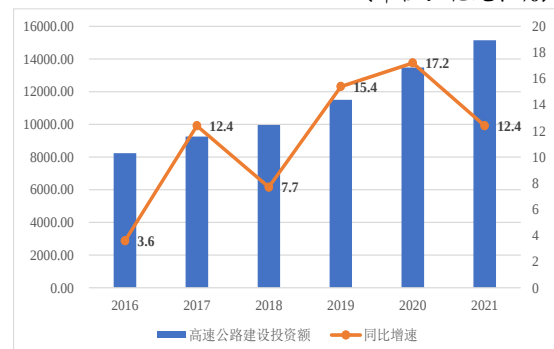
2022 年上半年，中国国内多点疫情爆发，本轮疫情传播能力较强、影响范围广、控制难度大，使得较长时间和较大范围的物流受限，同时居民出行意愿下降、人员流动管控政策明显收紧，交通运输需求均受到不同程度的不利影响。2022 年上半年，中国公路营业性客运量 18.1 亿人，同比下降 33.0%；公路货运量 177.1 亿吨，同比下降 4.6%。

(2) 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。2021 年，中国高速公路建设完成投资 15151.0 亿元，增长 12.4%，增速较 2020 年 (17.2%) 回落 4.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1 2016—2021 年中国高速公路建设投资情况 (单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比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。2020年，中国高速公路通行费总收入同比下降17.74%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长14.85%，通行费收支缺口扩大至7177.47亿元，较上年增加2503.53亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020年占83.11%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表3 2016—2020年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74
支出总额(亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出(亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口(亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021年以来，高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》和《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》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收

费公路通行效率及实载率，但根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准将有所降低。同年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发

展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的前提下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

（4）未来发展

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，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。

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。2020年11月，中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“十四五规划”）提出：统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。

2. 区域经济环境

近年来，山西省经济持续发展，货运周转量有所提升，公司外部发展环境良好。受煤炭行业景气度提升等影响，2021年及2022年上半年，山西省一般预算收入快速增长。

煤炭作为我国的主要能源，占一次能源消耗的比重高，山西省是全国产煤最多的省份。山西省煤炭储量丰富，约占全国煤炭探明储量的25%，煤炭资源几乎遍布全省，有“煤海”之称。在全国能源供给格局中，山西省具有不可替代的能源基地的重要地位。因而，山西的产业结构主要是以煤炭产业为基础展开，形成了以能源原材料为主导并高度依赖煤炭的产业结构。

根据《山西省国民经济和社会发展统计公报》，2019—2021年，山西省地区生产总值分别为17026.68亿元、17651.93亿元和22590.16亿元，按不变价计算，同比分别增长6.2%、3.6%和9.1%。其中，2021年山西省第一产业增加值1286.87亿元，增长8.1%，占地区生产总值比重

为5.7%；第二产业增加值11213.13亿元，增长10.2%，占地区生产总值比重为49.6%；第三产业增加值10090.16亿元，增长8.3%，占地区生产总值比重为44.7%。2021年，山西省人均地区生产总值64821元。

财政收入方面，根据山西省全省和省本级预算执行情况与全省和省本级预算草案的报告，2019—2021年，山西省一般公共预算收入分别为2347.60亿元、2296.52亿元和2834.61亿元，同比分别变动2.4%、-2.2%和23.4%。其中，2021年山西省一般公共预算收入快速增长，主要系2020年受疫情影响基数较低且2021年煤炭行业拉动作用较强所致。2021年，山西省税收收入完成2094.7亿元，增长28.8%。2019—2021年，山西省一般公共预算支出分别为4713.10亿元、5110.95亿元和5048.07亿元，同比分别变动10.0%、8.5%和-1.2%。2021年，山西省财政自给率为56.15%，较2020年上升11.22个百分点。2021年，山西省政府性基金预算收入完成980.49亿元，下降14.9%，为预算的78.6%，主要系土地出让情况不及预期。

2019—2020年，山西省民用汽车保有量分别为713.9万辆和768.4万辆，同比分别增长8.9%和7.6%，其中，2020年山西省私人汽车691.2万辆，增长7.3%。2020年新注册汽车62.9万辆，下降2.6%。2020年底，山西省轿车保有量472.1万辆，增长6.7%，其中，私人轿车451万辆，增长7.0%。

2021年底，山西省全省公路通车里程14.5万公里，其中，高速公路5763.0公里。2021年，山西省全年旅客运输量13267.4万人，比上年下降3.6%；旅客运输周转量221.3亿人公里，下降2.2%；货物运输量21.8亿吨，增长14.4%；货物运输周转量6444.7亿吨公里，增长12.8%。

根据山西省交通运输厅公布的数据，2021年1—11月，山西省累计完成交通固定资产投资711.0亿元，同比增长16.0%。其中，高速公路累计完成324.3亿元，普通国省道累计完成154.4亿元，农村公路累计完成225亿元，

运输站场累计完成 7.4 亿元。

根据山西省人民政府网站公布的《2022年上半年全省经济运行情况》，2022年上半年，山西省地区生产总值为11568.94亿元，按不变价格计算，比2021年同期增长5.2%。其中，第一产业增加值为412.77亿元，增长5.8%；第二产业增加值为6074.34亿元，增长6.9%；第三产业增加值为5081.83亿元，增长3.7%。同期，山西省固定资产投资增长5.4%，其中第一产业投资增长3.4%，第二产业投资增长16.7%（其中工业投资增长16.7%），第三产业投资下降0.9%。

根据山西省人民政府网站公布的《2022年上半年全省经济运行情况》，2022年上半年，山西省一般公共预算收入1822.9亿元，增长28.6%，其中，税收收入增长42.9%，税收收入占比80.4%。山西省一般公共预算支出2727.2亿元，增长7.2%。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 3 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权，山西省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是山西省内重要的经营性高速公路投资运营主体，路产质量较好，区域竞争实力较强。

公司唯一股东交控集团是山西省最重要的高速公路投资建设和运营主体，在山西省高速公路投资建设和运营管理领域处于主导地位。截至 2022 年 3 月底，交控集团旗下控股通车高速公路收费里程合计 5301.77 公里，占山西省高速公路通车里程的 92.00%（以 2021 年底山西省高速公路通车里程计算），且大部分高速公路属于国家公路网，交控集团所辖高速公路资产规模庞大且在山西省内具有垄断地位。

公司是交控集团旗下主要从事经营性高速公路投资建设及运营的主体，所运营的主要收费公路在山西省交通网络布局中具有重要地位，路产质量较好，区域竞争实力较强。

表 4 截至 2022 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	203.46	2005.11	26.50	70.00	71.38
高陵高速	63.17	2012.08	25.00	100.00	37.02
忻阜高速	124.75	2010.10	21.00	100.00	65.00
忻环高速	31.70	2014.11	29.00	100.00	16.94
合计	423.08	--	--	--	190.34
参股路段					
长晋高速	93.39	2004.12	27.75	40.00	22.48
晋焦高速	31.84	2002.12	29.50	40.00	16.23
合计	125.23	--	--	--	38.71

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高管人员具有较丰富的管理经验和行业从业经验；员工素质能够满足目前经营发展需要。

截至 2022 年 9 月底，公司共有高管人员 9 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、专职党委副书记 1 名、纪委书记 1 名和资深专员 1 名。

杨国华先生，1978 年 3 月生，中共党员；历任山西省太原高速公路有限公司办公室副主任及资产设备部部长、山西省高速公路路政总队支队长、交控集团后勤中心副主任、交控集团忻州北高速公路分公司副总经理、临汾南高速公路管理有限公司董事长、交控集团临汾南高速公路分公司总经理、大同北高速公路管理有限公司董事长、交控集团大同北高速公路分公司总经理等职务；2022 年 7 月起任公司党委书记、董事长兼法定代表人。

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，山西省企业业绩工委监察室助理调查员，山西

省国资委企业领导人员管理处副处长，山西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2022年6月底，公司拥有员工2469人。从学历结构看，研究生及以上学历52人、本科学历983人、大专及以下1434人；从年龄上看，30岁以下348人，30~50岁1869人，50岁以上252人。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》（统一社会信用代码：911400001100279767），截至2022年9月26日，公司本部无不良类或关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年11月1日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

公司依法建立了法人治理结构，管理制度较为全面，能够满足日常经营管理需要。

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，并建立了相应的法人治理结构。

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，任期届满经委派或选举可连任。董事会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。

目前公司实际未设立监事会且无监事，由唯一股东交控集团行使相关监督管理职能。

公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责。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

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。

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。投资管理方面，公司规定对外投资必须由相关部门或聘请的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，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，公司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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为高速公路运营，2019—2021 年公司营业总收入有所波动，综合毛利率持续下滑但总体保持较高水平。

2019—2021 年，公司营业总收入有所波动，其中，2021 年公司营业总收入同比下降 17.64%，主要系拆借给参股公司的资金利息收入大幅下降所致。从收入构成看，高速公路运营业务

为公司收入最主要来源，2021 年，车辆通行费收入同比增长 10.45%，主要系 2020 年全国高速公路自当年 2 月 17 日至 5 月 6 日零时因疫情影响免收通行费导致基数较低所致。2019—2021 年，公司公路养护收入持续增长，占营业总收入比重波动上升。

毛利率方面，2019—2021 年，公司综合毛利率逐年下降但总体保持较高水平。其中，高速公路运营业务对综合毛利率的影响大，近三年该业务毛利率波动下降。2020 年，高速公路运营业务毛利率同比下降 20.72 个百分点，主要系通行费收入明显下降但成本支出较为固定所致。2021 年，公司公路养护业务毛利率同比下降 9.90 个百分点，主要系原材料涨幅较大所致。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.67 亿元，相当于 2021 年全年的 17.99%，公司综合毛利率较 2021 年全年基本保持稳定。

表 5 公司营业总收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	18.19	89.43	52.99	13.59	54.81	32.27	15.01	73.51	35.66	3.03	82.56	44.88
公路养护	0.53	2.61	32.01	0.64	2.58	30.50	0.90	4.42	20.61	0.34	9.26	5.88
其他	1.62	7.96	48.60	10.56	42.61	55.25	4.50	22.06	61.47	0.30	8.17	33.33
合计	20.34	100.00	52.09	24.79	100.00	42.02	20.41	100.00	40.69	3.67	100.00	40.32

注：部分数据加总与合计数不等，主要系四舍五入所致；2020 年其他收入主要包括租赁及物业管理收入 0.88 亿元、资金占用收入 9.35 亿元、材料销售收入 0.23 亿元、旅游服务及清障等收入 0.10 亿元；2021 年其他业务收入包括租赁及物业管理收入 0.94 亿元、资金占用收入（利息收入）3.17 亿元、材料销售收入 0.26 亿元、旅游服务及清障等收入 0.13 亿元

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）高速公路运营

近年来，受新冠疫情、煤矿停产、煤炭货运结构调整和东山过境高速经营权到期等综合影响，公司控股的高速公路车流量持续下降。公司在建高速公路项目投资规模大，面临较大的投资压力。

公司控股的高速公路均为经营性高速公路，2019—2021 年，公司控股高速公路通行费收入波动下降。2020 年，公司通行费收入明显下降主要原因之一系由于新冠肺炎疫情的爆发，全国高速公路自 2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日零时免收通行费²；主要原因之二系忻阜高速受部分煤矿停产和煤炭货运结构调整

² 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

（以“公转铁”为代表）等政策影响，过往通行煤炭运输车辆断崖式下跌。2021年，公司控股高速公路车流量同比下降20.12%，主要系东山过境高速经营权到期所致；受2020年基数较低影响，公司通行费收入同比增长10.45%。

2020年，公司处置了所持有的山西煤销集团忻保高速公路发展有限公司股权（忻保高速公路通车里程191.00公里，总投资额135.00亿元，公司持股比例2.30%）。自2021年3月20日后，由于经营权到期，公司不再拥有原控股高速公路东山过境高速公路的经营权。截至2022年3月底，公司控股高速公路里程合计423.08公里；参股高速公路里程合计125.23公里。

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。2019—2021年，太长高速车流量波动下降，通行费收入波动增长。

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。2019—2021年，高陵高速通行费收入波动下降，车流量分别为94.18万辆、115.33万辆和100.09万辆。高陵高速通车时间较短，目前仍处于通行培育期，随着高陵高速对接的新通车的新（乡）高（平）高速公路车流量的增长，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124.75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。2019—2021年，忻阜高速通行费收入和车流量大幅下滑，除新冠疫情因素外，主要系受山西省部分煤矿停产和煤炭货运结构调整（以“公转铁”为代表）等政策影响，忻阜高速煤炭运输车辆流量断崖式下跌所致。

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16.94亿元。2017年起，忻环高速通行费收入并入公司。2019—2021年，忻环高速通行费收入有所上升，车流量分别为84.69万辆、110.24万辆和96.13万辆。

2019—2021年，公司总资产周转率（公司控股高速公路通行费收入/平均资产总额*100%）分别为5.72%、3.37%和3.27%；同期，公司单公里通行费年收入分别为410.90万元、306.82万元和354.71万元。

2022年一季度，公司控股高速公路实现通行费收入3.03亿元，与2021年同期基本持平。

表6 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			
	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
太长高速	94401.00	84708.89	113222.05	21871.53	12589944	11094055	11198221	1806492
东山过境高速	17582.00	13487.13	1941.38	0.02	7422823	5755761	1232310	/
高陵高速	2354.00	2598.61	2306.67	249.97	941768	1153303	1000929	166216
忻阜高速	64217.00	31617.26	28921.23	7328.04	7450056	3909756	3992556	624599
忻环高速	3382.00	3455.33	3679.05	814.95	846867	1102388	961264	241071
合计	181936.00	135867.22	150070.38	30264.51	29251458	23015263	18385280	2838378

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%）。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 31.84 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。

2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，公司分别获得来自参股高速公路的投资收益 2.14 亿元、1.25 亿元、1.74 亿元和 0.22 亿元。整体看，公司参股高速公路所获得的投资收益对公司利润总额形成有益补充。

表 7 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				权益法下确认的投资收益			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
长晋高速	48803.00	44264.08	50607.97	10905.37	8461.00	7402.10	9635.03	1300.95
晋焦高速	58633.00	28037.69	38334.08	6685.94	12950.00	5125.81	7737.19	912.21

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司在建项目主要为青兰国家高速公路长治至延安联络线（G2211）山西境黎城至霍州段（以下简称“黎霍高速项目”）和晋阳高速改扩建项目，项目总投资合计 294.83 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 231.10 亿元，其中政府专项补助资金 58.71 亿元。晋阳高速改扩建项目全长约 44 公里，部分路段按双向八车道，其余路段按双向 4 车道高速公路标准建设，预计投资 63.73 亿元，资金来源为自筹及政府专项债。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司主要在建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	项目工期	预计总投资	已投资	政府专项补助资金
黎霍高速项目	5 年	231.10	67.69	58.71

晋阳高速改扩建项目	4 年	63.73	9.27	--
合计	--	294.83	76.96	58.71

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司无拟建高速公路项目。整体看，公司在建项目投资规模大，公司面临较大的投资压力。

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 9 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）、晋焦、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 10 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) 以上桥梁收费标注	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	1.00	4.10	4.70	4.90
2 类	二轴 (车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg)	1.07	1.40	10.30	11.80	12.20
3 类	三轴	1.44	2.10	14.10	16.10	16.50
4 类	四轴	1.92	3.80	18.10	20.70	21.20
5 类	五轴	2.27	5.70	20.00	24.00	24.70
6 类	六轴	2.58	7.00	21.90	24.90	25.60

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大件运输货车收费标准。

同时, 根据《山西省高速公路 2020 年度差异化收费优惠政策细则》, 除了对在货车空重车运输流向特征明显、差异较大、桥隧比较高的路段优化实施分路段、分时段、分行驶方向等差异化收费优惠政策除外, 还实施客运班车包缴优惠和 ETC 车辆普惠政策。为保证货车收费标准平稳过渡, 预防货车通行费大幅波动, 上述收费标准设立一年期的试运行期。试运行期内, 将路网通行费收入作为收费标准动态调整的检测指标, 当通行费波动超过预设阈值,

则启动货车收费标准和差异化收费优惠政策的动态调整机制。预计, 本次山西省高速公路收费标准的变动和差异化收费优惠政策的实施对公司通行费收入产生一定影响, 但考虑到试运行期内的动态调整机制, 影响属可控范围内。公司目前仍按照试运行期收费标准收费, 进一步调整时间尚未确定。

养护支出方面, 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月, 公司下辖路产养护支出分别为 2.44 亿元、2.22 亿元、1.71 亿元和 0.14 亿元。

(2) 公路养护及其他业务

公司公路养护业务主要由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, 其主要负责养护公司持股管理的太长高速、高陵高速等高速公路及公司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。2019—2021 年，公司分别实现公路养护收入 0.53 亿元、0.64 亿元和 0.90 亿元。同期，公司公路养护业务毛利率分别为 32.01%、30.50%和 20.61%，其中 2021 年公路养护业务毛利率同比下降 9.90 个百分点，主要系原材料成本价格涨幅较大所致。

公司其他收入主要来自施工、酒店、生态开发、租赁及物业管理、材料销售和利息收入等多个业务。2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，公司分别实现其他业务收入 1.62 亿元、10.56 亿元、4.50 亿元和 0.30 亿元。其中，2021 年公司其他收入同比大幅下降，主要系对外拆借给参股公司的资金回收，利息收入由 2020 年的 9.35 亿元下降至 3.17 亿元所致。

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要求，服务山西省现代综合交通体系建设大局，围绕交控集团“一主三辅”产业格局，坚持效益优先原则，在抓好主业项目建设的同时，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年度合并财务报

表，其中中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019—2020 年度合并财务报告进行了审计，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年度合并财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年一季度财务数据未经审计。

截至 2022 年 3 月底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司 13 家。2019 年，公司合并范围减少 2 家（1 家注销清算，1 家变为参股子公司）；2020 年，公司合并范围因清算注销减少一级子公司山西翼达交通开发有限公司，因投资新设纳入合并范围内一级子公司 2 家，分别为山西黎霍高速公路有限公司和山西晋阳高速改扩建项目管理有限公司；2021 年及 2022 年一季度公司合并范围未发生变化。整体看，上述合并报表范围变化涉及的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，随着在建高速公路项目投入，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主。其中，以资金拆借和往来款为主的其他应收款、以高速公路收费权及土地资产为主的无形资产占比较高；公司资产受限规模较大。

2019—2021 年底，随着在建高速公路项目投入，公司资产规模持续增长，年均复合增长 13.85%。截至 2021 年底，公司资产结构以非流动资产为主。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.93	4.25	42.10	9.76	81.70	16.83	97.11	19.43
其他应收款（合计）	77.85	20.79	100.05	23.20	53.78	11.08	33.33	6.67
流动资产	101.54	27.11	148.57	34.46	145.51	29.98	147.48	29.51
可供出售金融资产	9.71	2.59	8.80	2.04	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	6.70	1.38	6.70	1.34
长期股权投资	8.72	2.33	9.03	2.09	9.48	1.95	9.70	1.94
固定资产	47.63	12.72	45.43	10.54	43.95	9.05	43.19	8.64
在建工程	3.74	1.00	16.06	3.72	70.69	14.56	81.48	16.30

无形资产	191.93	51.25	189.71	44.00	187.71	38.67	187.15	37.45
非流动资产	272.99	72.89	282.59	65.54	339.91	70.02	352.29	70.49
资产总额	374.53	100.00	431.16	100.00	485.42	100.00	499.77	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

2019—2021 年底，公司流动资产规模波动增长。截至 2021 年底，公司流动资产较 2020 年底下降 2.06%。

2019—2021 年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长 126.47%。截至 2021 年底，公司货币资金主要由银行存款 81.70 亿元构成，无受限货币资金。

2019—2021 年底，公司其他应收款（合计）波动下降。截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）较 2020 年底下降 46.24%，主要收回对交控集团和山西通建融创房地产开发有限公司的往来款所致。2021 年底，公司其他应收款账面原值 53.43 亿元，其中应收山西通建融创房地产开发有限公司³的资金拆借款 6.05 亿元，账龄为 1~2 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，公司将上述款项于 2019 年计入其他应收款，截至报告出具日，公司尚未收到上述款项。公司其他应收款累计计提坏账准备 0.51 亿元，计提比例低，坏账准备主要由单项计提坏账准备的其他应收款（0.50 亿元）构成，其中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，公司预计无法收回相关应收款，因此全额计提坏账准备。整体看，公司其他应收款集中度高，应收单位主要为关联方和政府部门等，对公司资金占用明显。

表 12 2021 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
山西交通控股集团有限公司	20.56	38.11	关联方往来
山西省交通运输厅	19.56	36.27	往来款
山西通建融创房地产开发有限公司	6.05	11.22	资金拆借
山西省高速公路管理局	4.88	9.04	质保金
招银金融租赁有限公司	0.40	0.74	保证金
合计	51.45	95.38	—

资料来源：联合资信根据审计报告整理

非流动资产

2019—2021 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 11.59%。截至 2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 20.29%。

2021 年，公司执行新金融工具准则，将可供出售金融资产中的部分投资重分类至其他权益工具投资。从构成看，公司其他权益工具投资主要由对晋商信用增进投资股份有限公司（账面余额 1.50 亿元）、山西华润国新交通能源有限公司（账面余额 0.20 亿元）和山西交控智能创新股权投资合伙企业（有限合伙）⁴（账面余额 5.00 亿元）等股权投资构成。

2019—2021 年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 4.31%。截至 2021 年底，公司长期股权投资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 3.85 亿元和 5.43 亿元。

2019—2021 年底，公司固定资产持续下降，年均复合下降 3.95%。截至 2021 年底，公司固定资产主要以公路及构筑物为主，包括高速公

³ 公司持有山西通建融创房地产开发有限公司 51%股权，2019 年通过章程约定不再将其纳入公司合并报表范围。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 1~3 年，并且由北京融创建设房地产集团有限公司提供不可撤销无限连带责任

担保。截至评级报告出具日，上述拆借款均按时偿付，无逾期情况

⁴ 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

路和连接桥等。2021 年底，公司固定资产账面原值 91.97 亿元，累计折旧 48.02 亿元。

2019—2021 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 334.51%。截至 2021 年底，公司在建工程较 2020 年底大幅增长，主要系对黎霍高速项目和晋阳高速改扩建项目的投入所致。

2019—2021 年底，公司无形资产年均复合下降 1.11%。截至 2021 年底，公司无形资产主要由高速公路收费权（108.21 亿元）和土地使用权（79.46 亿元）构成。2021 年底，公司无形资产账面原值 201.06 亿元，累计摊销 13.35 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较 2021 年底增长 2.96%，资产结构仍以非流动资产为主。其中，由于收回与交控集团的往来款，其他应收款较 2021 年底下降 38.04%；随着在建高速项目陆续投入，在建工程增长 15.26%。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 144.57 亿元，占资产总额的 29.78%，主要由用于贷款抵押的固定资产（38.04 亿元）和用于贷款质押的高速公路收费权（106.52 亿元）构成。

3. 负债及所有者权益

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，权益稳定性一般；债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.30%，分别为 162.02 亿元、180.89 亿元和 204.32 亿元。从构成看，2021 年底公司所有者权益主要由实收资本（占

20.36%）、资本公积（占 46.91%）、其他权益工具（占 7.28%）、未分配利润（占 11.82%）和少数股东权益（占 11.80%）构成。所有者权益中其他权益工具、少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

2019—2021 年底，公司实收资本均为 41.60 亿元。

2019—2021 年底，公司资本公积分别为 83.65 亿元、83.65 亿元和 95.85 亿元。截至 2021 年底，公司资本公积较 2020 年底增长 14.58%，主要系子公司山西黎霍高速公路有限公司收到车购税补助 18.11 亿元（合并报表按照持股比例计算，归属于母公司部分为 11.23 亿元）、山西晋阳高速改扩建项目管理有限公司收到政府拆迁补偿补助 0.98 亿元。

2020—2021 年底，公司其他权益工具均为 14.87 亿元，系 2020 年公司发行永续中期票据“20 晋交投 MTN001”和“20 晋交投 MTN002”所致。

2019—2021 年底，公司未分配利润持续增长，年均复合增长 3.76%。截至 2021 年底，公司未分配利润 24.15 亿元，较 2020 年底增长 4.45%，主要由过往忻阜高速、忻环高速前期相关收益，扣除期间成本费用剩余部分及历年盈利构成。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 204.04 亿元，较 2021 年底变动不大。

负债

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 15.01%。截至 2021 年底，公司负债总额以非流动负债为主。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.14	4.30	12.20	4.88	12.70	4.52	6.58	2.22
应付账款	3.16	1.49	3.43	1.37	13.32	4.74	0.00	0.00
其他应付款（合计）	11.64	5.48	11.69	4.67	9.75	3.47	9.39	3.18
一年内到期的非流动负债	7.67	3.61	8.56	3.42	14.53	5.17	14.53	4.91
其他流动负债	55.00	25.88	61.00	24.37	20.48	7.29	30.67	10.37
流动负债	88.71	41.75	99.09	39.59	72.91	25.94	75.63	25.57

长期借款	96.34	45.33	99.51	39.76	106.75	37.97	117.75	39.82
应付债券	24.84	11.69	24.81	9.91	48.77	17.35	48.77	16.49
长期应付款	0.00	0.00	23.80	9.51	48.78	17.35	49.43	16.71
非流动负债	123.79	58.25	151.18	60.41	208.20	74.06	220.10	74.43
负债总额	212.51	100.00	250.27	100.00	281.10	100.00	295.72	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

2019—2021 年底，公司流动负债波动下降。截至 2021 年底，公司流动负债较 2020 年底下降 26.42%。

2019—2021 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 17.84%。截至 2021 年底，公司短期借款全部由信用借款构成。

2019—2021 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 105.21%。截至 2021 年底，公司应付账款较 2020 年底增加 9.88 亿元，主要系黎霍高速项目的应付工程款增加所致。

2019—2021 年底，公司其他应付款（合计）波动下降。截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）主要由工程款（5.96 亿元）和往来款（3.18 亿元）构成。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 37.64%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款 8.12 亿元、一年内到期的应付债券 6.33 亿元和一年内到期的长期应付款 0.08 亿元构成。

2019—2021 年底，公司其他流动负债波动下降。截至 2021 年底，公司其他流动负债主要为公司发行的超短期融资券。本报告已将超短期融资券本金部分纳入短期债务核算。

2019—2021 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 29.68%。截至 2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底增长 37.71%。

2019—2021 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 5.26%。截至 2021 年底，公司长期借款由质押借款 84.62 亿元和信用借款 22.13 亿元构成，年利率区间为 3.65%~4.90%。

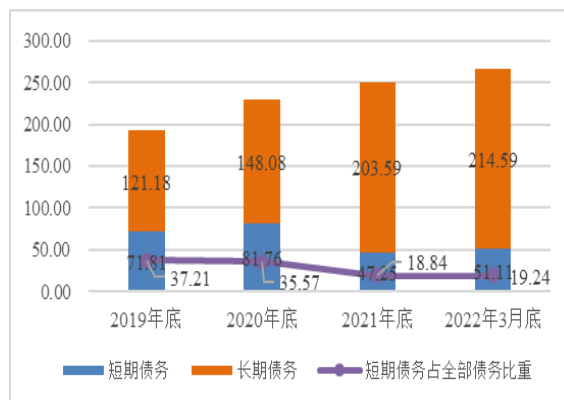
2019—2021 年底，公司应付债券波动增长。截至 2021 年底，公司应付债券较 2020 年底增长 96.60%，由“19 晋交投 MTN001”“21 晋

交投 MTN002”“21 晋交投 MTN003”“21 晋交投 MTN004”和“21 晋交投 ZR001”构成。

公司长期应付款由政府专项债本金及利息、财政局项目资金构成。截至 2021 年底，公司长期应付款较 2020 年底增长 104.97%，主要系当期取得晋阳高速改扩建项目政府债券资金所致。本报告已将政府专项债本金部分纳入长期债务核算。

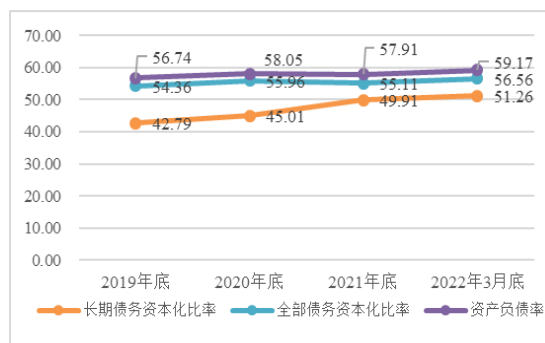
截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较 2021 年底增长 5.20%，负债结构仍以非流动负债为主。

图 2 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据财务报表和公司提供数据整理

图 3 公司债务杠杆（单位：%）



资料来源：联合资信根据财务报表和公司提供数据整理

有息债务方面，2019—2021 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 14.00%。截至 2021 年底，公司全部债务中长期债务占 81.16%，全部债务以长期债务为主。2019—2021 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动上升，长期债务资本化比率持续上升。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较 2021 年底增长 5.93%，构成仍以长期债务为主；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均小幅上升，债务负担进一步加重。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”（发行金额 7.00 亿元）和“20 晋交投 MTN002”（发行金额 8.00 亿元）属于有息债务，公司实际债务负担将大于上述预测值。

在不考虑各含权债券提前回售情况下，公司 2022 年 4—12 月及 2023—2025 年到期债务本金分别为 35.40 亿元、60.34 亿元、25.00 亿元和 30.00 亿元，集中偿付压力一般。

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入波动增长，以财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，非经常性损益对公司利润贡献大。

2019—2021 年，公司营业总收入及营业成本均波动增长，营业利润率持续下降。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	20.34	24.79	20.41	3.67
营业成本	9.75	14.37	12.11	2.19
期间费用	8.54	8.27	8.03	2.11
投资收益	2.39	1.20	1.93	0.28
利润总额	4.23	3.08	4.21	0.57
营业利润率	51.28	40.84	39.77	39.97
总资产收益率	2.93	1.93	2.00	--
净资产收益率	2.06	0.95	1.20	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

期间费用方面，2019—2021 年，公司期间费用持续下降，年均复合下降 3.06%。公司期间费用以财务费用为主。2019—2021 年，公司期

间费用率分别为 41.99%、33.36%和 39.32%，期间费用对利润侵蚀严重。

2019—2021 年，公司投资收益波动下降，主要来自于参股路产的投资收益。

2021 年，公司新增公允价值变动收益 2.20 亿元，系交易性金融资产公允价值变动所致。

2019—2021 年，公司其他收益分别为 0.01 亿元、0.08 亿元和 0.05 亿元，主要为政府补助。

2019—2021 年，公司利润总额波动下降。2021 年，公司非经常性损益占同期利润总额的比重为 98.20%，对利润总额贡献大。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.67 亿元，利润总额 0.57 亿元，其中投资收益和公允价值变动收益分别为 0.28 亿元和 0.93 亿元；营业利润率为 39.97%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金持续净流入，经营获现能力强；受资金拆借及项目投入影响，公司投资活动现金呈净流出；公司在建高速公路项目尚需投资规模大，对外部融资存在依赖性。

经营活动方面，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 11.30%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 18.97 亿元、21.31 亿元和 24.11 亿元，主要为收到的高速公路通行费等。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为 2.86 亿元、2.30 亿元和 2.94 亿元，主要包含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等。2019—2021 年，公司现金收入比波动上升。同期，公司经营活动现金流出量波动增长，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2019—2021 年，公司经营活动现金流量净额波动增长，经营获现能力强。

表 15 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	21.84	23.62	27.05	4.56
经营活动现金流出小计	8.87	13.32	13.01	3.61
经营活动现金流量净额	12.97	10.30	14.05	0.96
投资活动现金流入小计	2.26	76.11	53.22	20.63
投资活动现金流出小计	57.21	92.71	71.54	18.66
投资活动现金流量净额	-54.95	-16.61	-18.32	1.98
筹资活动现金流入小计	126.34	178.75	207.53	21.24
筹资活动现金流出小计	95.11	146.27	163.65	8.77
筹资活动现金流量净额	31.24	32.47	43.88	12.47
现金收入比	93.27	85.98	118.12	67.54

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

投资活动方面, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入量波动增长, 主要为收回的资金拆借款。2019—2021 年, 公司投资活动现金流出量波动增长, 2021 年公司支付其他与投资活动有关的现金 21.21 亿元, 主要为对外资金拆借款。受资金拆借及高速公路项目投入规模较大影响, 2019—2021 年, 公司投资活动现金持续净流出。

筹资活动方面, 2019—2021 年, 公司筹资活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 28.16%, 其中, 取得借款收到的现金分别为 106.34 亿元、161.09 亿元和 182.86 亿元, 主要为银行借款和发行债券所获得的现金以及政府专项债资金。2021 年, 公司收到其他与筹资活动有关的现金 20.11 亿元, 主要为车购税补助等。2019—2021 年, 公司筹资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长 31.18%, 其中, 偿还债务支付的现金分别为 86.60 亿元、138.21 亿元和 148.69 亿元。2019—2021 年, 公司筹资活动现金流量净额持续增长。

2022 年 1—3 月, 公司经营活动和投资活动现金均小规模净流入, 筹资活动现金流量净额 12.47 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现较好, 间接融资渠

道畅通。

从短期偿债能力指标看, 2019—2021 年, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均持续改善。2022 年 3 月底, 公司流动比率与速动比率均小幅下降, 现金短期债务比上升至 2.04 倍, 公司短期偿债能力指标表现较好。

表 16 公司偿债能力指标情况 (单位: %、倍)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	114.46	149.94	199.59	195.01
速动比率	114.27	149.54	199.10	194.58
现金短期债务比	0.22	0.52	1.86	2.04
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	2.30	2.31	2.08	--
全部债务/EBITDA	11.85	15.54	14.45	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从长期偿债能力指标看, 2019—2021 年, 公司 EBITDA 有所波动, 分别为 16.28 亿元、14.79 亿元和 17.36 亿元; EBITDA 利息倍数波动下降, 全部债务/EBITDA 波动增长。公司长期偿债能力指标表现较好。

截至 2022 年 3 月底, 公司共获得金融机构授信总额 616.00 亿元, 其中已使用额度 153.79 亿元, 未使用额度 462.21 亿元。其中, 定向用于黎霍高速项目的授信总额为 433.10 亿元, 已使用额度 39.27 亿元。整体看, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 3 月底, 公司无对外担保和重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

公司高速公路运营业务具体由下属子公司负责, 本部资产以其他应收款、长期股权投资和无形资产为主, 整体债务负担较轻, 但债务结构有待改善。

截至 2021 年底, 公司本部资产总额 281.57 亿元, 较 2020 年底下降 4.59%。其中, 流动资产占 34.74%, 非流动资产占 65.26%。从构成看,

公司本部资产主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资和无形资产构成。

截至 2021 年底，公司本部所有者权益 181.43 亿元，较 2020 年底增长 4.70%。其中，实收资本占 22.93%、资本公积占 46.15%、其他权益工具占 8.19%、未分配利润占 20.67%。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 100.14 亿元，较 2020 年底下降 17.80%。其中，流动负债占 50.29%，非流动负债占 49.71%。截至 2021 年底，公司本部全部债务 81.11 亿元，其中，短期债务占 39.87%，债务结构有待改善。截至 2021 年底，公司本部资产负债率 35.56%；全部债务资本化比率 30.89%，整体债务负担较轻。

2021 年，公司本部实现营业总收入 3.87 亿元，利润总额 7.87 亿元。同期，公司本部投资收益为 6.42 亿元，公允价值变动收益为 2.20 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司本部资产总额 285.39 亿元，所有者权益 181.34 亿元，负债总额 104.05 亿元；公司本部资产负债率 36.46%；全部债务 85.66 亿元，全部债务资本化比率 32.08%。2022 年 1—3 月，公司本部实现营业总收入 0.51 亿元，利润总额 0.49 亿元，其中投资收益和公允价值变动收益分别为 0.28 亿元和 0.93 亿元。

八、外部支持

公司在政府补助、资产注入、政府专项债资金拨付及车购税补助等方面持续获得有力的外部支持。

资产注入

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，公司计入“无形资产”。

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 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。

政府专项债资金拨付

2020—2021 年，公司分别获得晋阳高速改扩建项目政府债券资金 23.77 亿元和 23.80 亿元，计入“长期应付款”。

车购税补助

2021 年，子公司山西黎霍高速公路有限公司收到车购税补助 18.11 亿元（合并报表按照持股比例计算，归属于母公司部分为 11.23 亿元），公司计入“资本公积”。

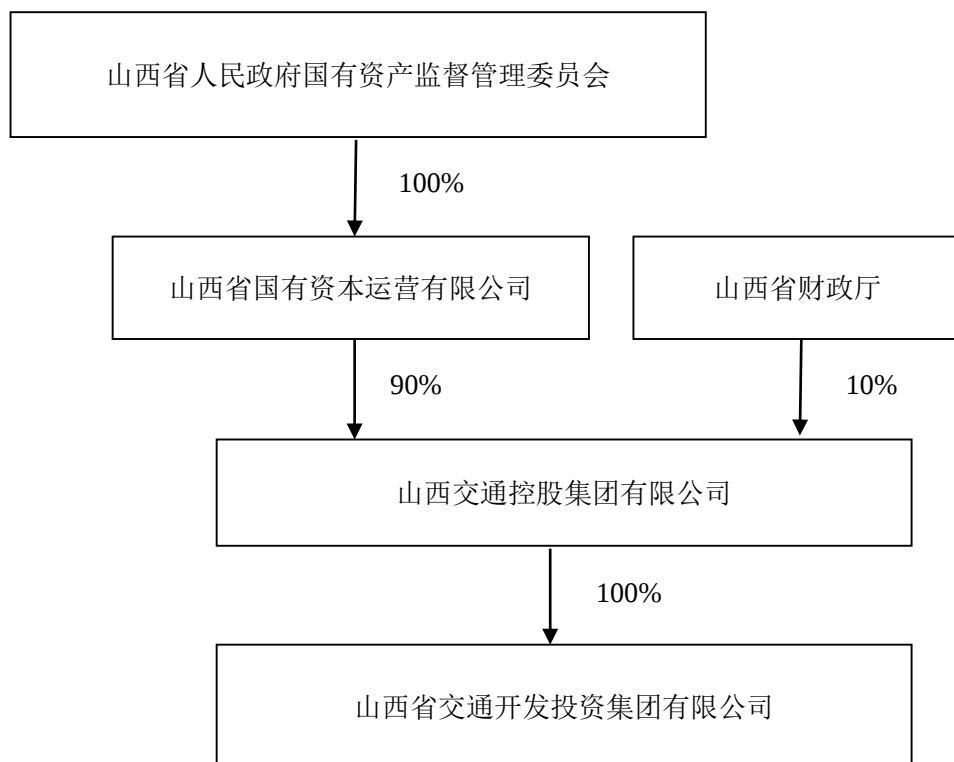
政府补助

2019—2021 年，公司分别收到政府补助 102.96 万元、830.53 万元和 545.64 万元，计入“其他收益”。

九、结论

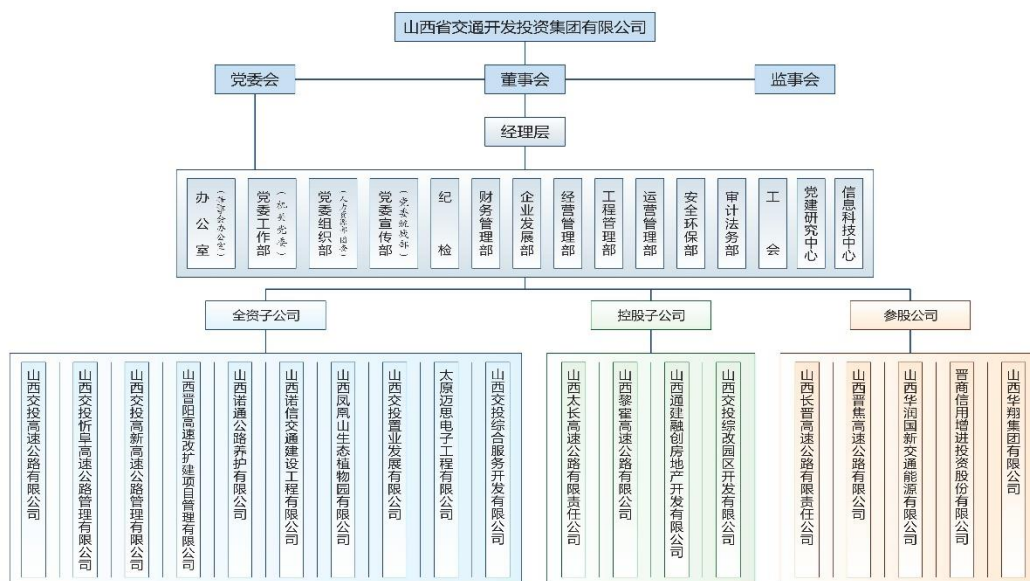
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
山西太长高速公路有限责任公司	高速公路经营	70.00	70.00	投资设立
山西交投综改园区开发有限公司	房地产开发	96.92 ⁵	96.92	投资设立
晋城市晋达交通开发有限公司	商品路经营	100.00	100.00	投资设立
山西诺通公路养护有限公司	公路养护	100.00	100.00	投资设立
山西诺盛国际贸易有限公司 ⁶	进出口业务及贸易	100.00	100.00	投资设立
山西交投忻阜高速公路管理有限公司	高速公路管理	100.00	100.00	投资设立
山西交投置业发展有限公司	物业管理	100.00	100.00	投资设立
太原迈思电子工程有限公司	电子信息工程	100.00	100.00	投资设立
山西交投高速公路有限公司	高速公路经营	100.00	100.00	投资设立
山西凤凰山生态植物园有限公司	旅游开发	100.00	100.00	投资设立
山西交投高新高速公路管理有限公司	高速公路管理	100.00	100.00	投资设立
山西黎霍高速公路有限公司	高速公路经营	62.00	62.00	投资设立
山西晋阳高速改扩建项目管理有限公司	高速公路经营	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

⁵ 公司对山西交投综改园区开发有限公司的持股比例与表决权比例与工商信息披露数据不一致，系工商信息暂未更新所致

⁶ 山西诺盛国际贸易有限公司已于 2022 年 6 月 17 日注销

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	15.93	42.12	87.79	104.13
资产总额 (亿元)	374.53	431.16	485.42	499.77
所有者权益 (亿元)	162.02	180.89	204.32	204.04
短期债务 (亿元)	71.81	81.76	47.25	51.11
长期债务 (亿元)	121.18	148.08	203.59	214.59
全部债务 (亿元)	193.00	229.85	250.83	265.70
营业总收入 (亿元)	20.34	24.79	20.41	3.67
利润总额 (亿元)	4.23	3.08	4.21	0.57
EBITDA (亿元)	16.28	14.79	17.36	--
经营性净现金流 (亿元)	12.97	10.30	14.05	0.96
财务指标				
现金收入比 (%)	93.27	85.98	118.12	67.54
营业利润率 (%)	51.28	40.84	39.77	39.97
总资本收益率 (%)	2.93	1.93	2.00	--
净资产收益率 (%)	2.06	0.95	1.20	--
长期债务资本化比率 (%)	42.79	45.01	49.91	51.26
全部债务资本化比率 (%)	54.36	55.96	55.11	56.56
资产负债率 (%)	56.74	58.05	57.91	59.17
流动比率 (%)	114.46	149.94	199.59	195.01
速动比率 (%)	114.27	149.54	199.10	194.58
经营现金流动负债比 (%)	14.62	10.40	19.26	--
现金短期债务比 (倍)	0.22	0.52	1.86	2.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.30	2.31	2.08	--
全部债务/EBITDA (倍)	11.85	15.54	14.45	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务本金已纳入短期债务核算，长期应付款中的有息债务本金已纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.36	20.11	26.10	49.46
资产总额 (亿元)	262.34	295.11	281.57	285.39
所有者权益 (亿元)	155.96	173.29	181.43	181.34
短期债务 (亿元)	64.21	66.73	32.34	36.89
长期债务 (亿元)	33.54	34.91	48.77	48.77
全部债务 (亿元)	97.75	101.65	81.11	85.66
营业总收入 (亿元)	1.32	10.11	3.87	0.51
利润总额 (亿元)	0.68	2.87	7.87	0.49
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.01	6.06	-2.15	-1.12
财务指标				
现金收入比 (%)	3.18	77.88	131.06	19.84
营业利润率 (%)	32.19	54.68	66.63	76.25
总资本收益率 (%)	0.99	1.32	3.55	--
净资产收益率 (%)	0.48	1.39	4.14	--
长期债务资本化比率 (%)	17.70	16.77	21.19	21.19
全部债务资本化比率 (%)	38.53	36.97	30.89	32.08
资产负债率 (%)	40.55	41.28	35.56	36.46
流动比率 (%)	118.88	134.63	194.27	187.87
速动比率 (%)	118.88	134.63	194.26	187.87
经营现金流动负债比 (%)	0.01	6.97	-4.26	--
现金短期债务比 (倍)	0.11	0.30	0.81	1.34
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；母公司其他流动负债中的有息债务本金已纳入短期债务核算；部分数据未获取，相关指标以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 山西省交通开发投资集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。