

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1482 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西省交通开发投资集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09晋交投债”、“13晋交投MTN1” AA的信用等级，维持“14晋交投CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山西省交通开发投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 晋交投债	20 亿元	2009/8/5-2019/8/5	AA	AA
13 晋交投 MTN1	3.5 亿元	2013/6/14-2018/6/14	AA	AA
14 晋交投 CP001	7 亿元	2014/4/29-2015/4/29	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	41.95	43.29	30.31	34.73
资产总额(亿元)	165.12	210.06	214.44	219.14
所有者权益合计(亿元)	57.64	58.72	59.51	59.89
长期债务(亿元)	82.14	110.47	122.23	121.74
全部债务(亿元)	82.14	130.47	131.23	135.74
营业收入(主营业务收入)(亿元)	13.30	12.02	13.25	2.31
利润总额(亿元)	4.20	1.31	2.59	0.46
EBITDA(亿元)	10.44	9.17	11.42	--
经营性净现金流(亿元)	4.44	1.62	8.70	0.69
营业利润率(主营业务利润率)(%)	47.95	47.19	54.32	52.56
净资产收益率(%)	5.87	1.64	2.29	--
资产负债率(%)	65.09	72.04	72.25	72.67
全部债务资本化比率(%)	58.76	68.96	68.80	69.39
流动比率(%)	344.92	154.19	190.69	179.04
全部债务/EBITDA(倍)	7.87	14.22	11.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	1.50	1.70	--
经营现金流流动负债比(%)	20.00	4.31	29.87	--

注: 1. 公司自 2012 年开始实行新会计准则; 2. 2014 年一季度财务数据未经审计; 3. 2013 年和 2014 年一季度其他流动负债为有息债务, 计入短期债务和全部债务中。

分析师

黄静雯 叶青
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山西省交通开发投资集团有限公司 (以下简称“公司”) 资产和收入规模稳步增长, 现金类资产较为充裕, 主业盈利能力较强, 营业利润率有所上升。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到高陵高速虽已通车, 但由于山西省外连接线尚未开通, 通行费收入规模小, 公司债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着山西省煤炭整合效应的发挥、忻阜高速和忻环高速收购完成、高陵高速收入带动, 公司收入和利润规模有望大幅提升, 偿债能力有望增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司为“09 晋交投债”设立了偿债专户, 若公司未能按时将当期偿付资金划入偿债专户, 则山西省交通厅承诺将当期偿付资金缺口补足。这一措施有助于增强“09 晋交投债”本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“09 晋交投债”和“13 晋交投 MTN1” AA 的信用等级、维持“14 晋交投 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为山西省最大的经营性高速公路投资运营主体, 区域垄断优势明显。
2. 跟踪期内, 公司现金类资产较为充裕。
3. 跟踪期内, 公司主业盈利能力较强, 营业利润率上升。
4. 公司在建项目已步入投资后期, 投资较少, 资金压力有望缓解。
5. 公司正在收购忻阜高速和忻环高速, 未来公司收入和利润规模有望大幅提升。

关注

1. 公司债务规模基本稳定, 高速通行费收入较小。

2. 跟踪期内，公司总经理仍未到位，治理结构有待完善。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西省交通开发投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西省交通开发投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因山西省交通开发投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西省交通开发投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于山西省交通开发投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身是1993年成立的山西交通建设开发总公司，1999年根据晋交人字（1999）519号文《关于省交通建设开发总公司更名的批复》，公司更名为山西省交通建设开发投资总公司。2010年9月，根据晋政函[2010]94号文件《山西省人民政府关于同意改制组建山西省交通开发投资集团有限公司的批复》，由山西省交通厅行使出资人权利，将公司改制为国有独资的集团公司，注册资本在原净资产基础上根据企业生产经营实际确定，2012年3月12日山西省交通开发投资集团有限公司正式挂牌成立。后根据《中共山西省委办公厅山西省人民政府办公厅关于印发〈山西省省直机关直属企业脱钩改革实施方案〉的通知》（晋办发[2011]39号）、《山西省人民政府办公厅会议纪要》（[2012]2次）将公司划转至山西省国资委。2012年4月10日根据山西省国资委（晋国资函[2012]194号）文件，委托山西省交通厅在2012年4月10日-2014年12月31日期间对公司实施管理。截至2014年3月底，公司注册资本376000万元。

跟踪期内，公司经营范围没有发生变化，包括：投资经营性公路、航道、港口和交通运输客货站场的开发、建设；承揽交通建设工程；房地产开发；招、投标；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；经营进料加工和“三来一补”业务；租赁；仓储（除国家专控品）、酒店餐饮管理；技术咨询及服务。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为214.44亿元，所有者权益合计59.51亿元（含少数股东权益8.30亿元）；2013年公司合并口径实

现营业收入13.25亿元，利润总额为2.59亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额219.14亿元，所有者权益合计59.89亿元（含少数股东权益8.45亿元）；2014年1-3月，公司合并口径实现营业收入2.31亿元，利润总额0.46亿元。

公司注册和经营地址：山西省太原市长治路292号；法定代表人：刘宏武。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保

持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013年,中国财政累计收入为129143亿元,同比增长10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财

税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

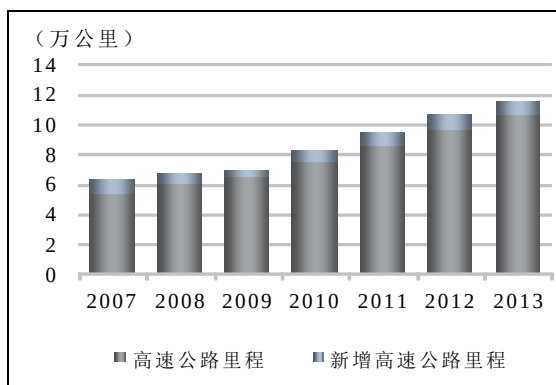
1. 行业概况

(1) 高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准,高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区,是国家公路干线网众的骨架,一般年平均昼夜汽车通过量2.5万辆以上。高速公路是重要的国家资源,具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点,对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

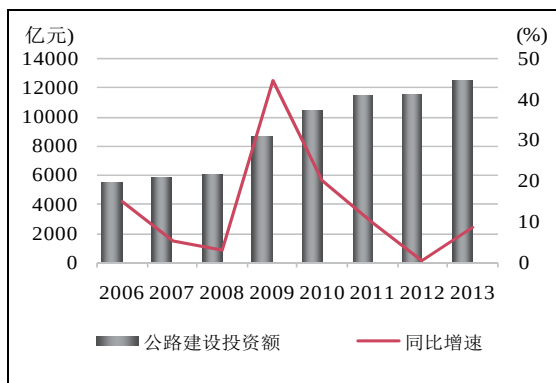
图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2013年底的10.45万公里，年均复合增幅20.64%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图2 2006~2013年全国公路建设投资额及增长率

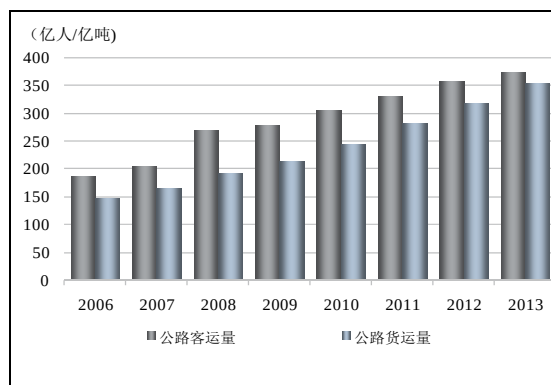


资料来源：Wind

2011年，受宏观经济增速持续放缓、国家加大收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，但受年末节假日客流刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国公路客运量和货运量分别为374.70亿人和355.00亿吨，同比增速分别为5.34%和11.34%；公路客运周转量和货运周转量分别为19705.60亿人公里和67114.50亿吨公里，分别同比增长6.70%和12.73%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

图3 2006~2013年全国公路运输量情况



(2) 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管

资料来源：Wind

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。

(3) 高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918网¹）。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。按照国务院公布的高速公路网发展规划，中国将加快国高网主骨架建设，预计到“十二五”末7918路网将基本建成，届时，中国高速公路通车总里程将有望达到10万公里，超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个，3000-5000公里的将达9个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设欲望尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、

贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。

总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

2. 山西省区域环境

建设与营运现状

根据《2013年山西省国民经济和社会发展统计公报》数据，2013年，山西省实现生产总值12602.2亿元，同比增长12.1%，比全国平均水平高出4.4个百分点。2013年，山西省全年实现公共财政收入1700.2亿元，同比增长12.1%，实现税收收入1135.5亿元，同比增长8.6%。区域经济的持续较快发展，为山西省高速公路行业的发展提供了有利的保证。2013年山西省完成公路货运量7.92亿吨、客运量3.50亿人，同比分别增长8.20%和4.10%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的51.97%和82.55%；2013年山西省完成公路货物周转量1329.20亿吨公里，公路旅客周转量239.90亿人公里，同比增速分别为10.60%和4.00%，分别占全省各运输方式货、客周转总量的36.47%和55.80%。在不同运输方式中，公路占重要地位。

2013年，山西省公路通车总里程达到13.90万公里，其中高速公路5011.1公里，与上年末持平，“三纵十一横十一环”高速公路网基本成型，108个县（市、区）有了高速公路。同时，全省11个市基本实现县县通高速。同时，河北、陕西、内蒙古、河南与山西省高速公路接线路段也将全部开通，全省高速公路出省口将达到31个，交通往来将更加便利。

发展前景

山西省是中国煤炭资源储备及开发最丰富和最成熟的地区之一，山西省拥有的煤炭资源约占全国探明煤炭储量的30%，在中国能源储备和经济发展中具有重要的战略地位。2013年山西省煤炭产量9.60亿吨，同比增加5.15%；煤炭出省销量6.16亿吨，同比增加3422万吨，增幅5.88%。山西省煤炭公路外运主要市场为河北省、河南省和山东省，2013年，煤炭需求低

¹ “7918”：7条以北京为起点的高速公路放射线，9条南北纵向高速公路，18条东西横向高速公路。

迷、价格下降，产量继续增长，市场供大于求趋势明显，对山西省公路货运需求产生消极影响。但考虑到煤炭作为基础能源类产品，其需求刚性较强，为山西省高速公路运营企业稳定经营提供一定保障。未来发展看，煤炭作为基础能源类产品，中国经济在未来5~10年仍有望维持温和增长趋势，持续拉动煤炭需求，但由于节能减排和结构转型，国内煤炭消费增速将逐步放缓，煤炭需求保持缓步增长态势。

根据2014年山西省交通运输工作安排，2014年山西省计划完成公路建设投资210亿元，其中高速公路建设完成投资155亿元；续建新建27个项目1665公里，山阴至平鲁、阳泉环城等13个尾工项目842.6公里全部建成通车；抓好7个续建项目建设，力争建成运城解州至陌南、五台山至孟县2个项目106公里；开工建设京新国家高速公路山西段及运宝高速公路黄河大桥等7个项目375公里。预计到2014年底，山西省全省高速公路通车总里程将突破5000公里，“三纵十一横十一环”高速公路网基本成型，全省11个市基本实现县县通高速。到2015年，山西省将全面建成“三纵十一横十一环”高速公路网，高速公路总里程达到6300公里，高速出省口将达到31个，基本实现县县通高速，省会到地级市3小时、相邻地级市之间2小时、地级市到所属县(市)1小时、县城到高速公路半小时通达，山西与周边省区高速通达；县城到高速公路实现二级以上公路、县城到乡镇三级以上公路、乡镇到乡镇四级以上公路连通。未来几年，山西省路网结构将进一步改善，山西省高速公路行业发展前景良好。

总体来看，跟踪期内，山西省经济保持较快发展，公路客货运量总体保持增长态势。同时，山西省公路煤炭外运量带动该省高速公路车流量，考虑到煤炭作为基础能源类产品，其需求刚性较强，为山西省高速公路运营企业稳定经营提供保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司注册资本及产权关系未发生变化，为山西省国资委授权山西省交通厅监管的国有独资集团公司。

2. 企业规模

公司作为山西省国资委授权山西省交通厅监管的国有独资集团公司，主要从事投资经营性公路、航道、港口和交通运输客货站场的开发、建设，区域规模实力较强。

公司是山西省内最大的经营性高速公路投资运营公司，在山西省内高速公路投融资建设、管理运营领域中居领导地位。公司运营的主要收费公路贯穿于山西省，控股及参股路段主要包括太焦高速公路（由太长高速、长晋高速和晋焦高速组成）、东山过境高速、高陵高速、忻环高速、忻保高速、忻阜高速。

表1 截至2014年3月底公司参控股的收费资产情况
(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	199.535	2005.12.28	25	70	76.68
东山过境高速	26.230	1997.10.14	25	100	7.09
高陵高速	62.175	2012.8.28	25	100	37.16
合 计	287.94				120.93
参股路段					
长晋高速	93.045	2004.12.20	25	40	21.84
晋焦高速	32.045	2002.12.22	30	40	16.39
忻阜高速	124.254	2011.12	25	40	65.00
忻环高速	31.704	未通车	25	40	16.97
忻保高速	191.00	2011.11	25	2.3	135.00
合 计	472.048				255.20

资料来源：公司提供

注：忻阜高速、忻环高速、忻保高速为公司2012年新投资参股路段；2014年公司拟全面退出忻保高速的持股。

太焦高速公路（由太长高速、长晋高速和晋焦高速组成），北起山西省省会太原市，经晋中市、长治市、高平市、晋城市，南至河南省焦作市，是山西省“人”字型交通骨架的重要组成部分，并与在建的焦作至郑州的高速公路

相连，是山西省煤炭运输的大动脉，地理位置优越，资产质量优良。

东山过境高速公路为太原市环城高速公路的东段，周边无其他并行或替代公路；该高速由两段组成，公司分别由山西阳长高速公路有限公司和山西江武高速公路有限公司负责经营。

高陵高速公路是山西省“三纵十一横十一环”高速公路规划网中的第十横，为冀、鲁、豫地区与陕、甘、宁地区之间的又一条黄金通道，高陵高速公路的开通，除了对陵县的旅游发展起到一定推动作用，也将为晋城煤层气资源的外输开辟一条便利通道。晋城沁水煤田的煤层气储量非常充足，高陵高速通车后，煤层气的运输就可以通过此路经由河南到达山东，也将为晋城带来良好的经济效益。

忻阜高速是山西省“十一五”重点工程，也是山西省高速公路网“三纵十一横十一环”中第四横的重要组成部分，忻阜高速公路起点于忻州市忻府区秦城乡部落村，终于晋冀交界五台山长城岭，以枢纽互通形式与大运高速公路相交，并于忻州至保德高速公路相接，出省后与河北保定至阜平高速公路相接，全长124公里，2011年12月通车运营，全线设有8个收费站。

忻环高速是山西省高速公路网“三纵十一横十一环”中的一环，起点于忻州豆罗镇高蒲村，与大运高速公路相连接，终点设于定襄县西营村东接忻阜高速公路，路线全长31.704公里。忻环高速已基本建设完工，目前正在办理通车运营相关手续。

除了公路收费资产外，公司还拥有公路施工、国际贸易、房地产开发、酒店和生态开发等多种产业，为公司未来多元化发展提供了基础保障。

总体看，公司下属高速公路地理位置优越，资产质量良好，规模实力较强，具有一定区域垄断优势以及良好的盈利前景。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化。

4. 重大事项

根据2014年7月15日公开披露的《山西省交通开发投资集团有限公司关于签署“股权转让协议书”公告》，公司已于2014年7月11日正式与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）签署关于山西晋煤交投忻环高速公路有限公司（以下简称“忻环高速”）和山西晋煤交投忻阜高速公路有限公司（以下简称“忻阜高速”）的《股权转让协议书》，公司以货币资金18.55亿元（实际交易价格会因交割日期发生微量变化）收购晋煤集团持有忻环高速和忻阜高速60%的股权，并于评估结果经山西省国资委核准备案后15个工作日内交割完毕。该协议需经双方法定代表人或授权代理人签字加盖印章，并经山西省国资委批准经济行为后生效。

截至报告出具日，被收购公司忻阜高速和忻环高速的工商变更登记尚未完成。待上述收购事项完成后，公司将100%持股忻阜高速和忻环高速，公司收入和利润规模有望大幅提升。截至2014年6月底，公司已向晋煤集团支付收购意向款8.54亿元；剩余收购款10.01亿元将于近期支付。联合资信将密切关注此事项进展及其可能带来的相关影响。

六、管理分析

公司总经理尚未到位，目前由常务副总闫长学履行总经理职责。跟踪期内，公司管理体制无重大变化，公司法人治理结构有待完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是山西省国资委授权交通厅监管的国有独资集团公司，为山西省最大的经营性高速公路投资运营公司，运营的主要收费公路在山西省交通网络布局中具有突出地位，此外，公司还经营工程养护、房地产开发、酒店、生态

开发等多个行业。

跟踪期内,随着车辆通行费收入有所增长,公司营业收入稳步上升,2012~2013年分别为12.02亿元和13.25亿元;其中车辆通行费收入分别为10.87元和11.98亿元,占营业收入的比重分别为90.42%和90.45%,公司主业十分突出。

2014年1-3月,公司实现营业收入2.31亿元,占2013年全年的17.43%;其中,一季度公

司车辆通行费收入2.26亿元,占2013年全年的18.86%。

盈利情况方面,2012~2013年,公司毛利率分别为50.60%和57.81%,2014年1-3月公司毛利率为57.58%,公司主业盈利能力强。

总体看,公司收入来源以高速公路车辆通行费收入为主,主业十分突出,且盈利能力强。

表2 公司营业收入构成情况

(单位:亿元、%)

项目	2012年			2013年			2014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	10.87	90.42	55.09	11.98	90.45	60.36	2.26	97.84	57.96
工程养护收入	0.26	2.16	19.29	0.50	3.80	21.31	0.01	0.43	17.40
其他收入	0.89	7.42	5.10	0.76	5.75	41.72	0.04	1.73	50.00
合计	12.02	100.00	50.60	13.25	100.00	57.81	2.31	100.00	57.58

资料来源:公司提供

注:1.车辆通行费以公司控股三条高速公路的通行费为主,还包括少量的两条二级收费公路(阳济公路和长晋二级公路,其中,长晋二级公路已于2009年取消收费、阳济公路预计于2014年取消收费)通行费;2.其他收入包括产品销售、租赁、旅游等业务收入。

2. 业务经营

公司主要业务为建设经营高速公路,2013年该业务收入占公司营业收入的90%以上。

截至2014年3月底,公司参控股的高速公路主要包括:太长高速公路、长晋高速公路、晋焦高速公路、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、忻保高速公路。其中,太长高速公路、东山过境高速公路和高陵高速公路(于2012年8月建成通车)为公司控股路段,均已建成通车。

控股高速公路

表3 公司控股高速公路通行费收入及车流量情况

(单位:万元、辆)

公路名称	通行费收入			车流量		
	2012年	2013年	2014年1-3月	2012年	2013年	2014年1-3月
太长高速	83685	91858	17937	11157992	12247733	2391600
东山过境高速	22235	25026	4128	44470460	50052000	8256000
高陵高速	160	665	132	63844	166250	33000
合计	106080	117549	22197	55692296	62465983	10680600

资料来源:公司提供

注:车流量折算为标准车型计量。

分路段来看,2013年公司控股高速路段运行平稳,太长高速实现通行费收入9.19亿元,同比增长9.80%;东山过境高速实现通行费收入2.50亿元,同比增长12.61%;高陵高速于2012年8月份建成通车,但由于与之连接的河南段尚未开工建设,使高陵高速近期难以发挥路网效

应,通行费收入规模很小。

2014年1-3月,太长高速、东山过境高速分别实现通行费收入1.79亿元和0.41亿元,占2013年全年的比重分别为19.48%和16.40%;高陵高速实现通行费收入132万元。

盈利能力方面,2013年公司营业毛利率为

54.32%，较上年有所上升；2014年1-3月公司营业毛利率为52.56%。

参股高速公路

除上述三条控股路段外，公司还参股了长晋高速、晋焦高速、忻阜高速、忻环高速和忻保高速。公司参股高速投资收益主要来自长晋高速和晋焦高速；而忻环高速正在办理通车手续并于近期实现通车；忻阜高速收费主体仍为山西省交通厅，但目前正在办理收费主体变更为公司；公司拟于2014年退出对忻保高速持有的股权（公司持有忻保高速2.30%的股权，退出事宜目前仍在谈判过程中）。2013年，公司获得投资收益10561.85万元，同比增长6.51%，其中公司参股长晋高速和晋焦高速分别获得投资收益5615万元和6064万元，均有所提升。

根据2014年7月15日公开披露的《山西省交通开发投资集团有限公司关于签署“股权转让协议书”公告》，公司将在近期完成对忻阜高速和忻环高速的收购。此项收购工作完成后，公司将拥有忻环高速和忻阜高速两公司100%的股权，主业优势更加突出，预计资产规模增加约85亿元，营业收入增加约9亿元。截至2014年6月底，公司已向晋煤集团支付收购意向款8.54亿元；剩余收购款10.01亿元将于近期支付。

总体看，公司旗下路段路产质量良好；跟踪期内，公司参控股高速路段车辆通行费收入稳步增长，盈利能力有所提升。同时，考虑到公司将近期完成对忻阜高速和忻环高速的收购，在收购完成后，公司收入和利润规模有望得以提升。

3. 在建项目

在建项目方面，公司目前主要在建项目为朔州环城西南段高速公路项目、启迪科技园工程和凤凰山基础设施工程。

朔州环城西南段高速公路项目已于2009年5月8日经山西省发展和改革委员会批复；概算于2010年3月29日经省交通运输厅“晋交建管[2010]113号”文批复，概算总额39.45亿元。针对该项目的建设，公司与山西省交通运输厅签

订了《委托建设合同》以及《朔州环线西南段高速公路项目BT投资人投资协议书》，根据相关约定，项目资本金10.60亿元由山西省交通厅投入，公司负责项目融资30亿元（公司已于2012年通过发行非公开定向债务融资工具募集），并委托山西省交通运输厅进行项目的建设管理，山西省交通厅按时向公司足额划拨回购资金，即公司仅负责项目融资30亿元，而项目的建设、管理、本息偿付等均由山西省交通运输厅负责。该项目于2012年7月开工，截至2014年6月底已完工移交给山西省交通运输厅，该段高速已于2014年7月25日通车。根据公司与山西省交通运输厅签订的《山西省朔州环线西南段高速公路补充协议书》，山西省交通运输厅将支付40.36亿元回购款，其中于2012年10月支付了回购资金0.82亿元（在募集资金到位后已扣收）、于2013年9月支付了回购资金2.18亿元（公司将2013年新增投入朔州环线西南段高速公路的建设资金先计入其他应收款，收到回购资金2.18亿元直接冲减其他应收款；反映在现金流量表“收回投资收到的现金”科目），剩余回购金37.36亿元将于2017年9月底前分期支付完全，其中2014年9月公司将收到回购资金2.18亿元。

启迪科技园工程为公司与启迪（太原）科技公司合作开发的清华园物业项目，总投资额7.58亿元（未来会根据最终审定数进行调整），截至2014年3月底已完成投资7.90亿元。目前，该项目主体已封顶。

凤凰山生态园开发面积较大，公司采取边运营边建设模式，暂无法计算总投资额。截至2014年3月底，凤凰山基础设施工程已完成投资1.12亿元。

总体来看，公司在建项目已步入投资后期，投资较少，资金压力有望缓解。

4. 未来发展

公司计划在“十二五”期间，通过实施资产经营和资本运营，有效放大国有资本控制力，成为跨地区、跨行业、跨所有制的特大型交通综合现代企业。

公司紧紧围绕“以路为基、多元发展”的战略方向，收购质量优良的路产，并不断开发生态旅游、酒店、新能源等多元化业务板块。近期，公司拟与国新能源发展有限公司、华润集团合作加气站工程，即在山西祁县新建LNZ加气站。加气站工程总投资3.00亿元，一期工程出资0.30亿元，公司投资占比20%，截至2014年3月底一期项目投入资金已全部落实，并在未来三年按实际需求进行投资建设；加气站项目由已成立的山西华润国新交通能源有限公司负责建设管理，公司每年收取投资收益。

八、募集资金使用情况

公司于2009年8月5日发行20.00亿元企业债（“09晋交投债”），发行期限10年，募集资金全部用于高平至新乡公路高平至陵川段高速公路的建设。该项目已于2012年8月建成通车。截至2014年6月底，募集资金已全部使用完毕。

公司于2013年6月发行的3.50亿元中期票据（“13晋交投MTN1”）募集资金中3.00亿元用于偿还子公司的贷款本金及利息，0.50亿元用于补充公司日常营运资金需求。截至2014年6月底，募集资金已全部使用完毕。

公司于2014年4月发行的7.00亿元短期融资券（“14晋交投CP001”）募集资金全部用于补充公司本部及子公司营运资金；截至2014年6月底，已使用募集资金3.00亿元，剩余4.00亿元尚未使用。

九、财务分析

公司提供的2011~2012年度合并财务报表已经上海众华沪银会计师事务所审计，提供的2013年度合并财务报告已经众华会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司自2012年开始执行新会计准则。公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化：2013年公司合并报表范围新增3家子公司，由于其规模均较小，上述合

并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为214.44亿元，所有者权益合计59.51亿元（含少数股东权益8.30亿元）；2013年公司合并口径实现营业收入13.25亿元，利润总额为2.59亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额219.14亿元，所有者权益合计59.89亿元（含少数股东权益8.45亿元）；2014年1-3月，公司合并口径实现营业收入2.31亿元，利润总额0.46亿元。

1. 盈利能力

受山西省公路客运货运量增加影响，2013年公司实现营业收入13.25亿元，同比增长10.20%；而营业成本同比下降5.87%，故公司营业利润率上升至54.32%，较上年提升7.13个百分点。

公司期间费用以财务费用为主，债务规模的扩大导致2013年财务费用增加至5.05亿元，较上年增长24.70%。公司营业费用规模小，但2013年营业费用由上年的3.29万元上升至150.99万元，主要系子公司山西诺盛国际贸易有限公司、太长高速、高陵高速增加营销费用所致。跟踪期内，公司期间费用率由2012年的40.01%略微上升至2013年的40.15%。财务费用对利润形成较大侵蚀，同时公司对期间费用控制有待加强。

2013年公司实现投资收益1.06亿元，同比增长6.51%，以公司参股路段的长期股权投资收益为主。同期，公司营业外收入0.26亿元，以政府补贴收入和路产赔偿收入为主，较上年增长188.85%。在营业收入和投资收益增长的带动下，公司利润总额由2012年的1.31亿元增加至2013年的2.59亿元，同比增长97.19%。投资收益对利润总额贡献较大。

从主要盈利指标看，2013年受利润规模大幅上升影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.12%和2.29%，分别较2012年增加

1.09 个百分点和 0.65 个百分点。

2014 年 1-3 月，公司实现营业收入 2.31 亿元，占 2013 年全年的 17.45%；利润总额 0.46 亿元，占 2013 年全年的 17.57%。

总体看，跟踪期内，公司收入及利润规模大幅增长。公司将于近期完成对忻阜高速和忻环高速的收购，公司未来收入规模有望保持增长。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年经营活动现金流入 14.45 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 13.22 亿元，同比增长 14.26%。2013 年公司现金收入比为 99.78%，较上年有所提升。由于利息收入、政府补助、路产赔偿收入的增加，公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长至 1.23 亿元。2013 年，由于第三方经营性往来减少使得公司支付其他与经营活动有关的现金大幅下降，因而公司经营活动现金流出 5.75 亿元，较上年下降 46.21%。2013 年经营活动现金流量净额为 8.70 亿元。

投资活动方面，2013 年公司投资活动现金流入 3.94 亿元，同比下降 31.47%；其中取得投资收益收到的现金由上年 5.21 亿元大幅下降至 0.60 亿元，主要系公司 2012 年控股子公司太长高速分红未抵销，分别计入了“取得投资收益收到的现金”及“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”所致。2013 年公司收回投资收到的现金由上年的 0.52 亿元上升至 3.30 亿元，系公司 2013 年 9 月收到朔州环线西南段高速公路回购资金 2.18 亿元所致。2013 年公司投资活动现金流出 20.89 亿元，较上年大幅下降 51.55%，系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年大幅下降 72.88%。由于 2012 年在建项目高陵高速、朔州环线西南段高速公路和启迪科技园工程等已临近完工，故 2013 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅下降。2013 年投资支付的现金由上年 1.40 亿元大幅上升至 3.90 亿元，系公司 2013 年购买信托投资、委托银行发放贷款合

计支付 3.50 亿元所致。支付其他与投资活动有关的现金由上年的 3.75 亿元大幅上升至 9.02 亿元，系预付忻环忻阜股权转让款和忻环高速建设款增加。2013 年公司投资活动产生的现金净流出为 16.95 亿元，投资活动现金净流出规模较大。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动现金流入主要来源于收到其他与筹资活动有关的现金 22.50 亿元，全部为发行债券收到的现金，即公司 2013 年发行短期融资券 8.00 亿元（13 晋交投 CP001）、中期票据 3.5 亿元（13 晋交投 MTN1）、私募债 10.00 亿元（13 晋交投 PPN001）和私募债 1.00 亿元（13 晋交投 PPN002）。筹资活动现金流出 27.24 亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2013 年公司筹资活动现金净流出 4.72 亿元。

2014 年 1-3 月，公司经营活动现金净流量为 0.69 亿元。由于未将内部往来抵消做账，故公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大；投资活动现金流入及流出规模均较小，净流量为-0.02 亿元；筹资活动中收到借款 5.00 亿元，筹资活动现金净流入 3.75 亿元。

总体来看，2013 年，公司经营活动产生的现金净流入大幅增长；对外投资规模有所缩减，投资活动现金净流出大幅减少，对外融资压力有所减轻；由于偿还债务规模有所增大，公司筹资活动表现为净流出。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额 214.44 亿元，同比略微增长。2013 年，公司资产结构未发生较大变化，其中流动资产占 25.89%、非流动资产占 74.11%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产 55.52 亿元，同比下降 3.97%。流动资产主要由货币资金（占 54.60%）、预付款项（占 9.37%）和其他应收款（占 33.29%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金 30.31 亿元，

同比下降 29.98%，主要以银行存款为主（占 99.99%），无使用受限的资金。

受行业经营特点影响，公司应收账款规模很小，截至 2013 年底，公司应收账款 0.69 亿元，占流动资产比重 1.25%，以应收车辆通行费收入划差及公路质保金为主。从账龄来看，1 年以内的占应收账款总额 95.52%，账龄较短，应收账款不能收回的风险小。

截至 2013 年底，公司预付账款 5.20 亿元，较上年大幅增长 749.70%，主要是由于支付给晋煤集团并购忻州高速和忻环高速股权的预付账款 5.00 亿元所致。从账龄来看，1 年以内的占预付账款的 99.26%。

公司其他应收款主要为公司与其他单位的往来款和保证金等。截至 2013 年底，公司其他应收款为 18.48 亿元，较上年增长 46.91%，主要为公司与晋煤集团下属子公司联合投标忻州、忻环高速支付投标保证金及转让金 6.30 亿元，以及公司代晋煤集团垫付忻州、忻环高速投标保证金及转让金 2.07 亿元、向忻州环城高速公路建设管理处贷款 2.71 亿元用于忻环高速公路建设等。截至 2013 年底，公司其他应收款欠款前五名金额占比 73.29%，集中度较高（见表 4）。从账龄分布看，公司其他应收款 1 年以内的占 95.52%，1~3 年的占 0.19%，3~5 年的占 0.03%，5~10 年的占 0.88%，10 年以上的占 3.38%，考虑到其他应收款欠款集中度较高，且主要为与山西忻环高速公路有限公司（公司持股 40%）、山西省高速公路收费管理结算中心和忻州环城高速公路建管处等相关款项，未来收回风险较小。公司计提坏账准备 0.44 亿元，计提比例 2.33%，计提比例较低。

表 4 截至 2013 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

单位	金额	占比	款项内容	账龄
山西省忻环高速公路有限公司	4.86	25.70	忻环建设资金借款	1 年以内
山西省高速公路收费管理结算中心	2.78	14.71	上缴厅平衡还贷金	1 年以内
忻州环城高速公路	2.71	14.33	忻环借款	1 年

速公路建管处				以内
晋城无烟煤矿业集团	2.07	10.94	代垫资金，待股权转让后结清	1 年以内
山西忻州高速公路有限公司	1.44	7.61	超投部分	1 年以内
合计	13.86	73.29		

资料来源：公司提供

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产 158.92 亿元，同比增长 4.38%。公司非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程分别占 10.28%、64.14%和 22.56%。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 16.34 亿元，同比增长 0.57%，主要为对长晋高速、晋焦高速、忻州高速等的股权投资。

公司固定资产主要以公路及构筑物为主（占固定资产总额 97.91%），包括高速公路、二级公路和连接桥等。截至 2013 年底，固定资产 101.94 亿元，较 2012 年下降 2.28%，主要系折旧所致。截至 2013 年底，公司固定资产账面原值 127.44 亿元，计提折旧 25.51 亿元，整体成新率 79.98%。

截至 2013 年底，公司在建工程 35.85 亿元，较 2012 年增长 31.94%，主要系新增投入朔州环线西南段高速公路 5.10 亿元及启迪科技园工程项目 1.62 亿元投入所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 219.14 亿元，较 2012 年底增长 2.08%。截至 2014 年 3 月底，公司应收账款 0.91 亿元，较上年底大幅增长 64.83%；其他应收款 19.19 亿元，较 2013 年底增长 3.82%。截至 2014 年 3 月底，非流动资产规模较上年底变化较小。从资产构成来看，截至 2014 年 3 月底，公司流动资产占 27.71%，非流动资产占 72.29%，流动资产占比较 2013 年底略有上升。

跟踪期内，公司资产规模增长幅度较小；其他应收款大幅增长，固定资产以路桥资产为主且成新率较高，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计

59.51 亿元（含少数股东权益 8.30 亿元），较上年略微增长 1.33%；其中，实收资本占 73.43%，资本公积占 2.96%，盈余公积占 3.55%，未分配利润占 20.07%，少数股东权益占 13.94%。截至 2013 年底，公司实收资本 37.60 亿元，与上年保持不变，资本公积和少数股东权益较上年变化不大。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 59.89 亿元（含少数股东权益 8.45 亿元），较上年底变化小。公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 154.94 亿元，较上年增长 2.38%。负债结构方面，流动负债占 18.79%，非流动负债占 81.21%。

截至 2013 年底，公司流动负债 29.12 亿元，较 2012 年下降 22.35%，以其他应付款和其他流动负债为主。

截至 2013 年底，公司其他应付款为 16.19 亿元，较上年增长 10.06%，主要系子公司山西通建房地产开发有限公司代收职工购房款 3133 万，子公司阳长高速、江武高速公司新增预提应付高管局管养费 5983.87 万元所致。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 9.00 亿元，为 2013 年发行的短期融资券 8.00 亿元（13 晋交投 CP001）和私募债 1.00 亿元（13 晋开投 PPN002），期限均为 1 年。

截至 2013 年底，公司非流动负债 125.82 亿元，较上年增长 10.52%，主要由长期借款和应付债券构成，分别占 45.79%和 51.36%。

由于公司近年来工程建设等资金需求，公司长期借款保持较大规模，符合公司行业特点。截至 2013 年底，公司长期借款 57.61 亿元，较上年下降 3.28%，主要为质押借款和信用借款；应付债券 64.62 亿元（含债券利息），包括 2009 年公司发行的 10 年期企业债 20.00 亿元（“09 晋交投债”）、2012 年发行 3 年期定向融资工具 10.00 亿元（“12 晋开投 PPN001”）和 5 年期定向融资工具 20.00 亿元（“12 晋开投 PPN002”）、2013 年发行 3 年期定向融资工具 10.00 亿元（“13 晋开投 PPN001”）和 5 年期中期票据（“13

晋交投 MTN1”）3.5 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 159.25 亿元，较上年增长 2.78%。其中，流动负债 33.92 亿元，较上年增长 16.48%，主要系新增 5.00 亿的借款所致；非流动负债变动不大，故流动负债占比有所上升。

截至 2013 年底，公司有息债务总额 131.23 亿元，较上年增长 0.59%。其中，短期债务 9.00 亿元，长期债务 122.23 亿元，债务借款仍以长期债务为主。鉴于公路投资建设、还款周期长的特点，公司债务结构较为合理。截至 2013 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较上年变化不大，分别为 72.25%、68.80%和 67.26%。截至 2014 年 3 月底分别为 72.67%、69.39%和 67.03%。公司债务负担较重，跟踪期内有息债务规模较为稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，由于流动负债大幅下降，公司流动比率和速动比率均上升，分别由上年的 154.19%和 153.93%升至 190.69%和 190.50%；截至 2014 年 3 月底，受新增短期借款的影响，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为 179.04%和 178.88%。截至 2013 年底，受流动负债下降、经营性净现金流大幅增长影响，公司经营现金流动负债比由上年的 4.31%大幅上升至 29.87%。总体看，公司短期偿债能力显著提升，同时考虑到货币资金规模较大，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 11.42 亿元，较上年增长 24.52%，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.50 倍上升至 1.70 倍；全部债务/EBITDA 由上年的 14.22 倍下降至 11.49 倍。跟踪期内，公司利润总额有所上升，长期偿债能力有所提升。综合考虑公司所处行业的特殊性、资产规模和现金流等情况，公司整体偿债能力一般。同时，考虑到朔州环城西南段高速公路已进入回购期，且目前

公司无大规模投资计划，预计未来公司整体偿债能力会有所好转。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 137 亿元，其中未使用额度 26 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年 3 月底，公司仅对太原高速公路有限公司提供担保 2.20 亿元，将于 2016 年 8 月 7 日到期，担保比率为 3.67%，公司对外担保规模较小，或有负债风险较低。

5. 存续期内债券偿还能力

公司于 2009 年发行“09 晋交投债”20 亿元，期限为 5+5 年，根据该债券的发行文件及甲方将发出的投资人回售选择权行使公告，该债券的投资者可于 2014 年 7 月 8 日至 7 月 14 日申请行使回售选择权，公司已于 2014 年 7 月 10 日与中信建投证券有限责任公司（以下简称“中信建投”）签订了《2009 年山西省交通建设开发投资总公司企业债券（10 年期）回售部分债券转售协议》（合同号：2014 年 265 号），若“09 晋交投债”发生回售，公司将投资人申请回售部分的债券委托中信建投转售给其他投资人，故该债券 20 亿元于 2019 年到期；2013 年发行“13 晋交投 MTN1”3.5 亿元，2018 年到期；2014 年发行“14 晋交投 CP001”7 亿元。其中，“14 晋交投 CP001”为 1 年内到期债券，2013 年底及 2014 年 3 月底，公司现金类资产分别为“14 晋交投 CP001”需偿还本金的 4.33 倍和 4.96 倍；公司 2013 年经营活动现金流入量为“14 晋交投 CP001”需偿还本金的 2.06 倍；经营活动现金流量净额为“14 晋交投 CP001”需偿还本金的 1.24 倍。总体看，公司现金类资产及经营活动现金流对一年内到期的“14 晋交投 CP001”保障能力好。

“09 晋交投债”及“13 晋交投 MTN1”合计发行额度 23.5 亿元分别于 2019 年和 2018 年到期。2013 年公司 EBITDA 为 11.42 亿元，为上述两期债券合计发行额度的 0.49 倍；经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 14.45 亿元和 8.70 亿元，分别为上述两期债券

合计发行额度的 0.61 倍和 0.37 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对一年后到期待偿还的“09 晋交投债”和“13 晋交投 MTN1”保障能力有所提升。考虑到“09 晋交投债”和“13 晋交投 MTN1”到期时间错开，公司对上述两起债券的保障强于指标值。

6. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（银行版）》，截至 2014 年 7 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

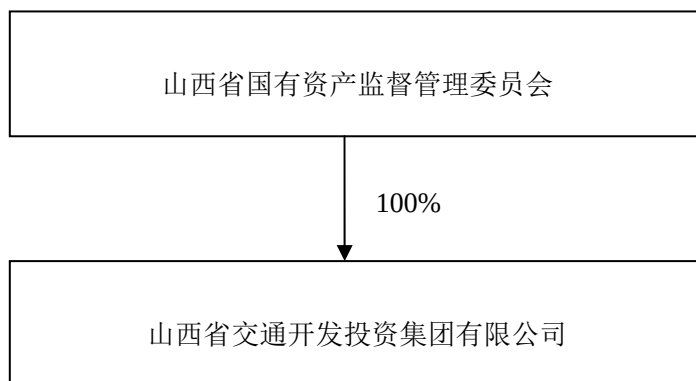
7. 抗风险能力

公司作为山西省内最大的经营性高速公路投资运营公司，在山西省内高速公路投融资建设、管理运营领域中居领导地位。公司所辖路产具备较强的收费能力和盈利能力；同时，公司管理制度健全，高管层管理经营丰富，员工素质较高；公司盈利能力较强，营业收入及利润规模波动增长，整体抗风险能力较好。

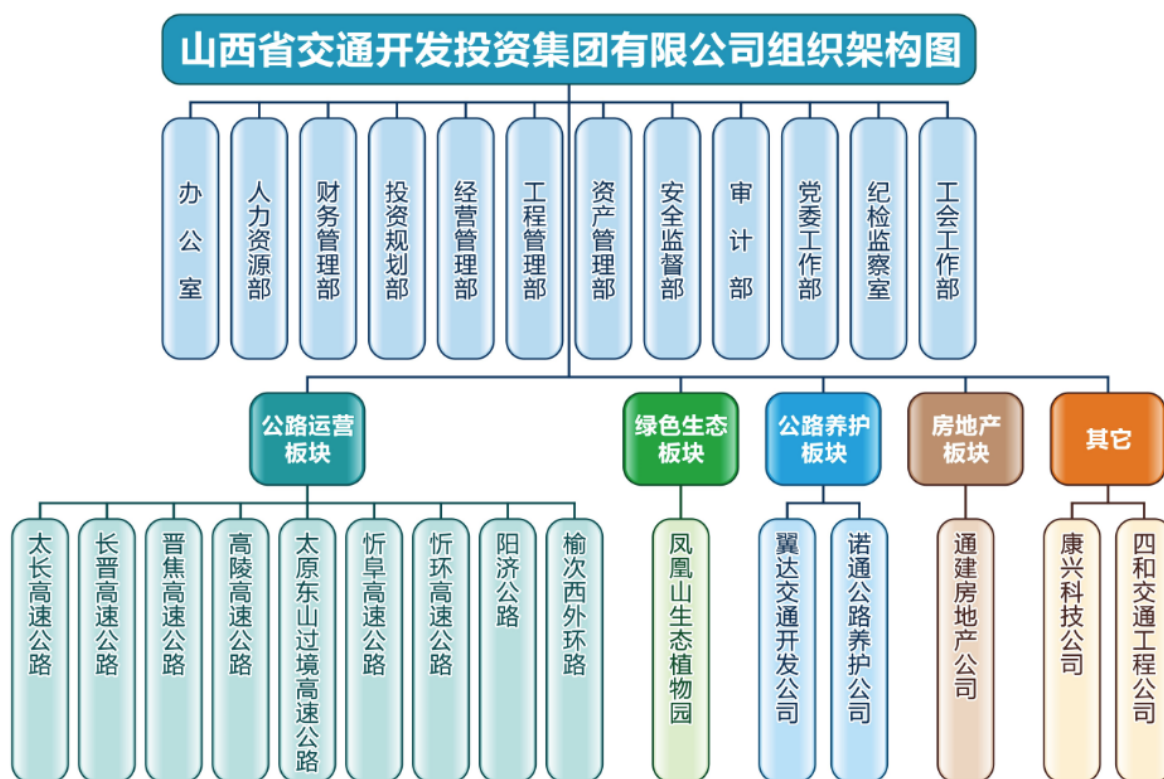
十一、结论

综合考虑，联合资信维持山西省交通开发投资集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09 晋交投债”和“13 晋交投 MTN1”的信用等级为 AA、维持“14 晋交投 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.95	43.29	30.31	34.73
资产总额(亿元)	165.12	210.06	214.44	219.14
所有者权益合计(亿元)	57.64	58.72	59.51	59.89
短期债务(亿元)	0.00	20.00	9.00	14.00
长期债务(亿元)	82.14	110.47	122.23	121.74
全部债务(亿元)	82.14	130.47	131.23	135.74
营业收入(主营业务收入)(亿元)	13.30	12.02	13.25	2.31
利润总额(亿元)	4.20	1.31	2.59	0.46
EBITDA(亿元)	10.44	9.17	11.42	--
经营性净现金流(亿元)	4.44	1.62	8.70	0.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	60.34	27.95	23.85	--
存货周转次数(次)	31.78	23.41	73.95	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	99.69	96.23	99.78	123.25
营业利润率(主营业务利润率)(%)	47.95	47.19	54.32	52.56
总资本收益率(%)	4.77	3.03	3.92	--
净资产收益率(%)	5.87	1.64	2.29	--
长期债务资本化比率(%)	58.76	65.29	67.26	67.03
全部债务资本化比率(%)	58.76	68.96	68.80	69.39
资产负债率(%)	65.09	72.04	72.25	72.67
流动比率(%)	344.92	154.19	190.69	179.04
速动比率(%)	343.07	153.93	190.50	178.88
经营现金流动负债比(%)	20.00	4.31	29.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	1.50	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.87	14.22	11.49	--

注：1.公司自 2012 年开始实行新会计准则；2.2014 年一季度财务数据未经审计；3.2013 年和 2014 年一季度其他流动负债为有息债务，计入短期债务和全部债务中。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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-营业税金及附加) /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%

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+一年内到期的长期负债+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 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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