跟踪评级公告

联合[2015] 940 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“13晋交投MTN1”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十六日

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中期票据
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
13 晋交投 MTN1	3.5 亿元	2013/6/14-2018/6/14	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.29	30.31	33.90	30.84
资产总额(亿元)	210.06	214.44	222.40	222.15
所有者权益(亿元)	58.72	59.51	63.97	63.74
长期债务(亿元)	110.47	122.23	119.41	120.85
全部债务(亿元)	130.47	131.23	139.41	140.85
营业收入 (亿元)	12.02	13.25	13.29	1.99
利润总额 (亿元)	1.31	2.59	1.94	-0.19
EBITDA(亿元)	9.17	11.42	11.62	--
经营性净现金流(亿元)	1.62	8.70	5.16	0.91
营业利润率(%)	47.19	54.32	49.18	42.14
净资产收益率(%)	1.64	2.29	1.67	--
资产负债率(%)	72.04	72.25	71.24	71.31
全部债务资本化比率(%)	68.96	68.80	68.55	68.84
流动比率(%)	154.19	190.69	271.62	210.94
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	11.49	12.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.70	1.50	--
经营现金流动负债比(%)	4.31	29.87	14.73	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债为有息债务，计入短期债务中。

分析师
李 嘉　钟 睿
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”）资产规模稳步增长，现金类资产较为充裕，营业利润率虽有所下降，但主业盈利能力仍较强。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、高陵高速以及公司收购的忻阜高速和忻环高速收入带动，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。

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“13晋交投MTN1”AA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. 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。
3. 跟踪期内，公司收购忻阜高速和忻环高速，未来收入和利润规模有望大幅提升。
4. 2014 年公司经营活动现金流入量对存续期中期票据保障能力较好。

关注

1. 公司债务规模基本稳定，高速通行费收入有所减少。
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“13 晋交投 MTN1”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》，由山西省交通运输厅行使出资人权利，将公司改制为国有独资的集团公司，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，委托山西省交通运输厅在2012年4月10日-2014年12月31日期间对公司实施管理。2014年12月，根据山西省财政厅文件晋财建一[2014]308号文件《山西省财政厅关于下达高速公路改制和交通企业重组专项资金的通知》和山西省交通运输厅晋交规划[2014]551号文件《山西省交通运输厅关于下达高速公路改制和交通企业重组专项资金的通知》，公司收到省财政厅拨付专项资金4亿元，用于增加企业资本金，出资人为山西省交通运输厅。截至2015年3月底，公司注册资本416000万元，实际控制人为山西省国资委。

公司经营范围为组织引进资金，投资兴建公路桥梁、航道、港口和交通运输客货站场及相关服务设施的开发。承揽交通建设工程及组织招标，投标；汽车运输服务；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为222.40亿元，所有者权益合计63.97亿元（含少数股东权益8.38亿元）；2014年公司合并口径实现营业收入13.29亿元，利润总额为1.94亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额222.15亿元，所有者权益合计63.74亿元（含少数股东权益8.49亿元）；2015年1-3月，公司合并口径实现营业收入1.99亿元，利润总额-0.19亿元。

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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素

实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

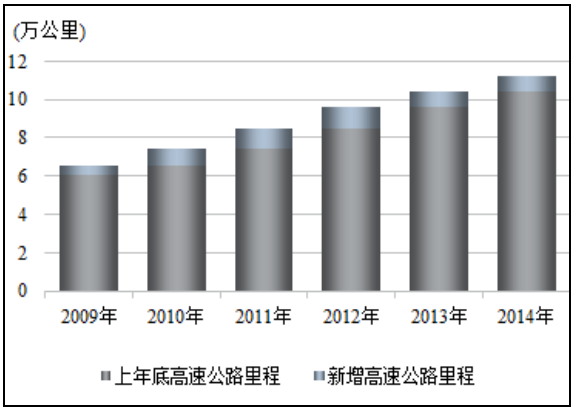
1. 行业概况

（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

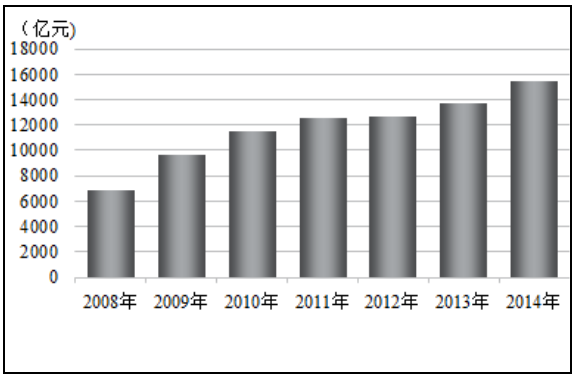
图1　中国高速公路通车里程



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2014年底的11.19万公里，年均复合增幅20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图2　2008~2014年全国公路建设投资额



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。

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。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，分别同比增长7.4%和9.5%。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。

（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

[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。

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. 山西省区域经济环境

建设与营运现状

根据《2014年山西省国民经济和社会发展统计公报》数据，2014年，山西省实现生产总值12759.40亿元，按可比价格计算，较上年增长4.90%，比全国平均水平低2.5个百分点。2014年，山西省全年实现公共财政收入1820.1亿元，同比增长7.0%，实现税收收入1133.8亿元，同比下降0.3%。区域经济的持续发展，为山西省高速公路行业的发展提供了有利的保证。

2014年山西省完成公路货运量8.85亿吨，同比增长11.74%，完成客运量2.71亿人，同比下降22.57%，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%。在不同运输方式中，公路占重要地位。

2014年，山西省公路通车总里程达到14.0万公里，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。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6.60亿吨，同比增幅7.6%。在外运煤炭中，铁路运输5.0亿吨，增长4.7%；公路运输1.6亿吨，增长17.8%。山西省煤炭公路外运主要市场为河北省、河南省和山东省，2014年，煤炭需求持续低迷、价格下降，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，山西省经济发展速度有所放缓，公路客货运量总体保持缓慢增长态势。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，公司收到省财政厅拨付专项资金4亿元，用于增加企业资本金，出资人为山西省交通运输厅。截至2015年3月底，公司注册资本416000万元，为山西省国资委授权山西省交通运输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运输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、忻阜高速和忻保高速。

表 1　截至 2015 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	199.54	2005.12	25	70	71.38
东山过境高速	26.23	1997.10	25	100	7.09
高陵高速	62.18	2012.8	25	100	37.16
忻阜高速	124.25	2011.12	25	100	65.00
忻环高速	31.70	2014.11	25	100	16.97
合 计	**443.90**				**197.60**
参股路段					
长晋高速	93.05	2004.12	25	40	21.84
晋焦高速	32.05	2002.12	30	40	16.39
忻保高速	191.00	2011.11	25	2.3	135.00
合 计	**316.10**				**173.23**

资料来源：公司提供

注：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，目前在等待项目公司清算。

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，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31.70公里。忻环高速已于2014年11月实现通车。

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. 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（“忻环高速”和“忻阜高速”原为公司参股公路，公司分别持股40%），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已经完成，公司100%持股忻阜高速和忻环高速，主业优势更加突出，预计营业收入增加约9亿元，公司收入和利润规模有望大幅提升。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化。

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，公司法人治理结构仍有待完善。

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，随着煤炭行业景气度下滑及宏观经济低迷，公司车辆通行费收入有所减少，同比下降7.09%。受益于其他收入板块中的房地产销售2014年确认收入1.08亿元（2013年未实现销售收入）以及旅游业务收入同比大幅上升200.95%，公司整体营业收入同比小幅上升0.28%，2013~2014年分别为13.25亿元和13.29亿元；其中车辆通行费收入分别为11.98元和11.13亿元，占营业收入的比重分别为90.45%和83.80%，公司主业十分突出。

2015年1-3月，受限于宏观经济下行及太原市政环城路建成通车分流，公司实现营业收入1.99亿元，占2014年全年的14.97%；其中，一季度公司车辆通行费收入1.95亿元，占2014年全年的17.52%。

盈利情况方面，2013~2014年，公司综合毛利率分别为57.81%和53.18%，2015年1-3月公司综合毛利率为49.41%，公司综合毛利率虽有所下滑，但盈利能力仍然强。

总体看，公司收入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	2013 年	2014 年	2015 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	11.98	90.45	60.36	11.13	83.80	58.90	1.95	97.50	51.08
工程养护收入	0.50	3.80	21.31	0.40	3.01	-2.16	0.01	0.50	-125.55
其他收入	0.76	5.75	41.72	1.75	13.19	29.47	0.04	2.00	14.16
合 计	**13.25**	**100.00**	**57.81**	**13.29**	**100.00**	**53.18**	**1.99**	**100.00**	**49.41**

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2014年正常收费）通行费；2. 其他收入包括房地产销售、租赁、旅游等业务收入。

2. 业务经营

公司主要业务为高速公路的建设与经营，2014年该业务收入占公司营业收入的80%以上。

截至2015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、高陵高速公路（于2012年8月建成通车）、忻阜高速公路和忻环高速公路（于2014年11月建成通车）为公司控股路段，均已建成通车。

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		
	2013	2014	2015 年-3 月	2013	2014	2015 年 1-3 月
太长高速	91858	89127	15741	12247733	11883600	2098800
东山过境高速	25026	18928	3480	50052000	37856000	7560000
高陵高速	665	856	148	166250	342400	59200
忻阜高速	--	--	--	--	--	--
忻环高速	--	--	--	--	--	--
合计	**117549**	**108911**	**19369**	**62465983**	**50082000**	**9718000**

资料来源：公司提供

注：1. 车流量折算为标准车型计量。2. 忻阜高速收费主体目前仍未由山西省交通运输厅变更为公司，故2014年收入未计入公司；忻环高速2014年11月正式通车，2014年合并报表中未包含其收入。

控股高速公路

分路段来看，2014年公司控股高速路段运行整体出现下滑，太长高速实现通行费收入8.91亿元，同比减少2.97%；东山过境高速实现通行费收入1.89亿元，同比大幅减少24.37%，主要是由于经济下行及太原市政环城路建成通车分流车辆所致；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年为856万元。由于忻环高速于2014年11月实现通车，且忻阜高速收费主体仍为山西省交通运输厅，目前收费主体变更仍未结束，营业收入不计入公司2014年合并报表。

2015年1-3月，太长高速、东山过境高速分别实现通行费收入1.57亿元和0.35亿元，占2014年全年的比重分别为17.66%和18.39%；高陵高速实现通行费收入148万元。

盈利能力方面，2014年公司营业毛利率为58.90%，较上年下降1.46个百分点；2015年1-3月公司营业毛利率为51.08%。

参股高速公路

除上述五条控股路段外，公司还参股了长晋高速、晋焦高速和忻保高速。公司参股高速投资收益主要来自长晋高速和晋焦高速；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，退出事宜目前在等待项目公司清算）。2014年，公司获得投资收

益9074.14万元，同比减少14.09%，其中公司参股长晋高速和晋焦高速分别获得投资收益3716.63万元和3074.77万元，均有所减少，降幅分别为33.81%和49.29%。

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有所下滑，盈利能力有所下降。同时，考虑到公司刚刚完成忻阜高速和忻环高速的收购，未来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启迪科技园工程和凤凰山基础设施工程。

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），截至目前，该项目主体已封顶，内部配套设施还未完工。

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2015年3月底，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2013~2014 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。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。2014 年公司合并报表范围未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为222.40亿元，所有者权益合计63.97亿元（含少数股东权益8.38亿元）；2014年公司合并口径实现营业收入13.29亿元，利润总额为1.94亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 222.15 亿元，所有者权益合计 63.74 亿元（含少数股东权益 8.49 亿元）；2015 年 1-3 月，公司合并口径实现营业收入 1.99 亿元，利润总额 -0.19 亿元。

1. 盈利能力

受山西省宏观经济低迷影响，2014 年公司实现营业收入 13.29 亿元，同比小幅增长 0.28%；而营业成本同比增长 11.29%，受此影响公司营业利润率下降至 49.18%，较上年下降 5.14 个百分点。

公司期间费用以财务费用为主，2014 年财务费用 4.64 亿元，较上年减少 8.10%。公司营业费用规模小，但 2014 年营业费用由上年的 150.99 万元上升至 769.06 万元，主要系房地产公司计提销售佣金 600 万元所致。跟踪期内，公司期间费用率由 2013 年的 44.09%下降至 2014 年的 41.75%。财务费用占比有所下降，公司对期间费用控制有所提高。

2014 年公司实现投资收益 0.91 亿元，同比减少 14.09%，主要是长晋公司 2014 年收入比 2013 年减少 0.80 亿元所致。同期，公司营业外收入 0.19 亿元，以政府补贴收入和路产赔偿收入为主，较上年减少 27.48%。受营业成本增加影响，公司利润总额由 2013 年的 2.59 亿元减少至 2014 年的 1.94 亿元，同比减少 25.29%。

从主要盈利指标看，2014 年受所有者权益和费用化利息支出上升影响，公司总资本收益率较 2013 年小幅上升 0.09 个百分点，为 4.01%；净资产收益率较 2013 年下降 0.62 个百分点，为 1.67%。

2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.99 亿元，占 2014 年全年的 14.97%；利润总额-0.19 亿元。

总体看，跟踪期内，公司通行费收入有所下降，整体收入规模小幅增长，利润规模有所下降。考虑到公司刚刚完成忻阜高速和忻环高速的收购，新增路段将有望成为公司未来收入和利润的增长点。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014 年经营活动现金流入 14.32 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 12.58 亿元，同比下降 4.82%。2014 年公司现金收入比为 94.70%，较上年有所下降。由于二级路撤站补助的增加，公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长至 1.73 亿元。2014 年，由于第三方经营性往来、太长基建款、高管局质保金等的增加，使得公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增加，因而公司经营活动现金流出 9.16 亿元，较上年增长 59.14%。2014 公司经营活动现金流量净额为 5.16 亿元。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入 3.91 亿元，同比小幅下降 0.73%。2014 年公司收到其他与投资活动有关的现金由上年的 367 万元增加至 2122 万元，主要系公司 2014 年理财产品赎回 2000 万元所致。2014 年公司投资活动现金流出 9.46 亿元，较上年大幅下降 54.73%，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 71.50%。支付其他与投资活动有关的现金由上年的 9.02 亿元下降至 7.08 亿元，主要由预付忻环忻阜股权转让款和购买理财产品构成。2014 年公司投资活动产生的现金净流出为 5.55 亿元，投资活动现金净流出规模大幅收窄。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款收到的现金，占比 54.17%。筹资活动现金流出 20.03 亿元，主要为支付其他与筹资活动有关的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，其中，支付其他与筹资活动有关的现金主要系支付到期债券融资工具 9 亿元。2014 年公司筹资活动现金净流入 3.97 亿元。

2015 年 1-3 月，公司经营活动现金净流量为 0.91 亿元；投资活动现金流净流量为-2.44 亿元；筹资活动现金净流出 1.53 亿元。

总体来看，2014 年，公司经营活动产生的现金净流入大幅下降；对外投资规模有所缩减，投资活动现金净流出有所增长，对外融资压力有所减轻；由于偿还债务规模大幅下降，公司筹资活动表现为净流入。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 222.40 亿元，同比略微增长 3.71%。2014 年，公司资产结构发生较大变化，流动资产占 42.79%，同比上升 16.90 个百分点，非流动资产占 57.21%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 95.17 亿元，同比大幅增长 71.42%，主要系其他应收款大幅增长所致。流动资产主要由货币资金（占 35.62%）、预付款项（占 12.56%）和其他应收款（占 50.03%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金 33.90 亿元，同比增长 11.82%，主要以银行存款为主（占 99.93%），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 2014 年底，公司应收账款 0.80 亿元，占流动资产比重 0.84%，以应收车辆通行

费收入划差及公路质保金为主。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 0.47 亿元，坏账计提比例 2.43%，从账龄来看，1 年以内的占 91.75%，账龄较短，应收账款不能收回的风险小。

截至 2014 年底，公司预付账款 11.95 亿元，较上年大幅增长 129.80%，主要是由于支付给山西省晋城无烟煤矿业集团有限责任公司并购忻阜高速和忻环高速股权的预付款 11.79 亿元所致。从账龄来看，1 年以内的占预付账款的 99.47%。

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 2014 年底，公司其他应收款为 47.61 亿元，较上年增长 157.63%，主要系平朔高速由在建工程转入所致。平朔高速系公司代建项目，目前完工进入回购期。根据相关协议，回购资金将于 2017 年 9 月底前分期支付完。截至 2014 年底，公司其他应收款欠款前五名金额占比 89.12%，集中度较高。不计提坏账准备的其他应收款 42.76 亿元，占其他应收款总额的 89.91%。考虑到其他应收款欠款集中度较高，且主要为与平朔高速公路建设管理处、忻州环城高速公路建管处和山西忻阜高速公路有限公司等相关款项，未来收回风险较小。公司计提坏账准备 0.44 亿元，计提比例 0.92%，计提比例较低。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 127.23 亿元，同比下降 19.94%。公司非流动资产中长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产分别占 12.04%、44.86%、8.10%和 31.75%。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 15.32 亿元，同比减少 6.24%，主要为对长晋高速、晋焦高速、忻阜高速等的股权投资。

公司固定资产主要以公路及构筑物为主（占固定资产总额 93.18%），包括高速公路、二级公路和连接桥等。截至 2014 年底，固定资产 57.07 亿元，较 2013 年下降 44.01%，主要系高陵高速资产（BOT 项目）转移至无形资产所致。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 84.94 亿元，计提折旧 27.87 亿元，平均成新率 67.19%。

截至 2014 年底，公司在建工程 10.30 亿元，较 2013 年减少 71.26%，主要系朔州环线西南段高速公路项目完工所致。

截至 2014 年底，公司无形资产 40.39 亿元，较 2013 年大幅增加 5467.97%，主要系 BOT 项目（高陵高速）资产 39.69 亿元由固定资产转入所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 222.15 亿元，较 2014 年底小幅下降 0.11%。截至 2015 年 3 月底，公司预付款项 0.17 亿元，较上年底大幅减少 98.57%；其他应收款 38.56 亿元，较 2014 年底减少 19.02%。受此影响，流动资产大幅下降 25.58%，至 70.83 亿元。截至 2015 年 3 月底，非流动资产规模较上年底大幅增加 18.93%，主要系在建工程大幅增加 297.70%所致。公司在建工程 2015 年一季度大幅上涨，主要系公司将收购的忻阜高速和忻环高速计入在建工程所致。从资产构成来看，截至 2015 年 3 月底，公司流动资产占 31.89%，非流动资产占 68.11%，流动资产占比较 2014 年底略有下降。

整体看，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，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 63.97 亿元（含少数股东权益 8.38 亿元），较上年增长 7.50%；其中，实收资本占 65.03%，资本公积占 2.33%，盈余公积占 3.10%，未分配利润占 16.33%，少数股东权益占 13.10%。截至 2014 年底，公司实收资本 41.60 亿元，与上年增加 4 亿元，系 2014 年 12 月，根据山西省财政厅文件晋财建一[2014]308 号文件和山西省交通运输厅晋交规划[2014]551 号文件，公司收到省财政厅拨付专项资金 4 亿元，用于增加企业资本金。资本公积和少数股东权益较上年变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 63.74 亿元（含少数股东权益 8.49 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 2014 年底，公司负债合计 158.43 亿元，较上年增长 2.25%。负债结构方面，流动负债占 22.12%，非流动负债占 77.88%。

截至 2014 年底，公司流动负债 35.04 亿元，较 2013 年增长 20.34%，以其他应付款和其他流动负债为主。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 11.23 亿元，较上年下降 30.64%，其中应付持公司 100%表决股份的股东山西省交通运输厅款项 3.59 亿元。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 20.00 亿元，为北方国际信托股份有限公司和长安国际信托股份有限公司分别为山西省交通开发投资集团有限公司发行的资金信托计划 10 亿元和 3 亿元以及公司发行的非金融企业债务融资工具“14 晋交投 CP001”7 亿元，计入公司有息债务。

截至 2014 年底，公司非流动负债 123.39 亿元，较上年减少 1.93%，主要由长期借款和应付债券构成，分别占 44.40%和 52.37%。

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 2014 年底，公司长期借款 54.79 亿元，较上年下降 4.89%，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 2015 年 3 月底，公司负债总额 158.41 亿元，较上年减少 0.02%。其中，流动负债 33.58 亿元，较上年减少 4.17%；非流动负债变动不大。

截至 2014 年底，公司有息债务总额 139.41 亿元，较上年增长 6.23%。其中，短期债务 20 亿元，长期债务 119.41 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 2014 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均有所下降，分别为 71.24%、68.55%和 65.12%。截至 2015 年 3 月底分别为 71.31%、68.84%和 65.47%。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 2014 年底，由于流动资产大幅上升，公司流动比率和速动比率均上升，分别由上年的 190.69%和 190.50%升至 271.62%和 271.47%；截至 2015 年 3 月底，受预付款项和其他应收款大幅下降的影响，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为 210.94%和 210.77%。截至 2014 年底，受流动负债下降、经营性净现金流大幅下降流动负债大幅上升影响，公司经营现金流动负债比由上年的 29.87%下降至 14.73%。考虑到货币资金规模较大，短期债务规模较小，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 11.62 亿元，较上年增长 1.74%，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.70 倍下降至 1.50 倍；全部债务/EBITDA 由上年的 11.49 倍上升至 12.00 倍。跟踪期内，公司利润总额有所下降，长期偿债能力有所减弱。综合考虑公司所处行业的特殊性及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 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 177.50 亿元，其中未使用额度 38.00 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年 3 月底，公司对太原高速公路有限公司提供担保 2.20 亿元，担保比率为 3.45%，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 2013 年发行 3.5 亿元规模的“13 晋交投 MTN1”，2018 年到期。2014 年公司 EBITDA 为 11.62 亿元，为该债券发行额度的 3.32 倍；经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 14.32 亿元和 5.16 亿元，分别为该债券发行额度的 4.09 倍和 1.47 倍。总体看，公司 EBITDA 对待偿还的“13 晋交投 MTN1”本金保障能力一般，经营活动现金流入量对待偿还的“13 晋交投 MTN1”本金保障能力较好。

6. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（银行版）》，截至 2015 年 6 月 3 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。

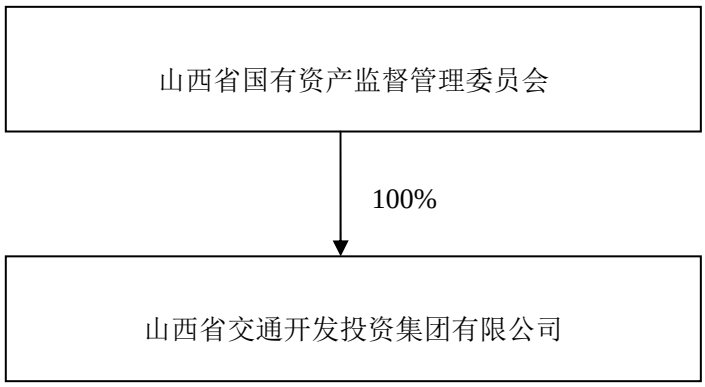
7. 抗风险能力

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。

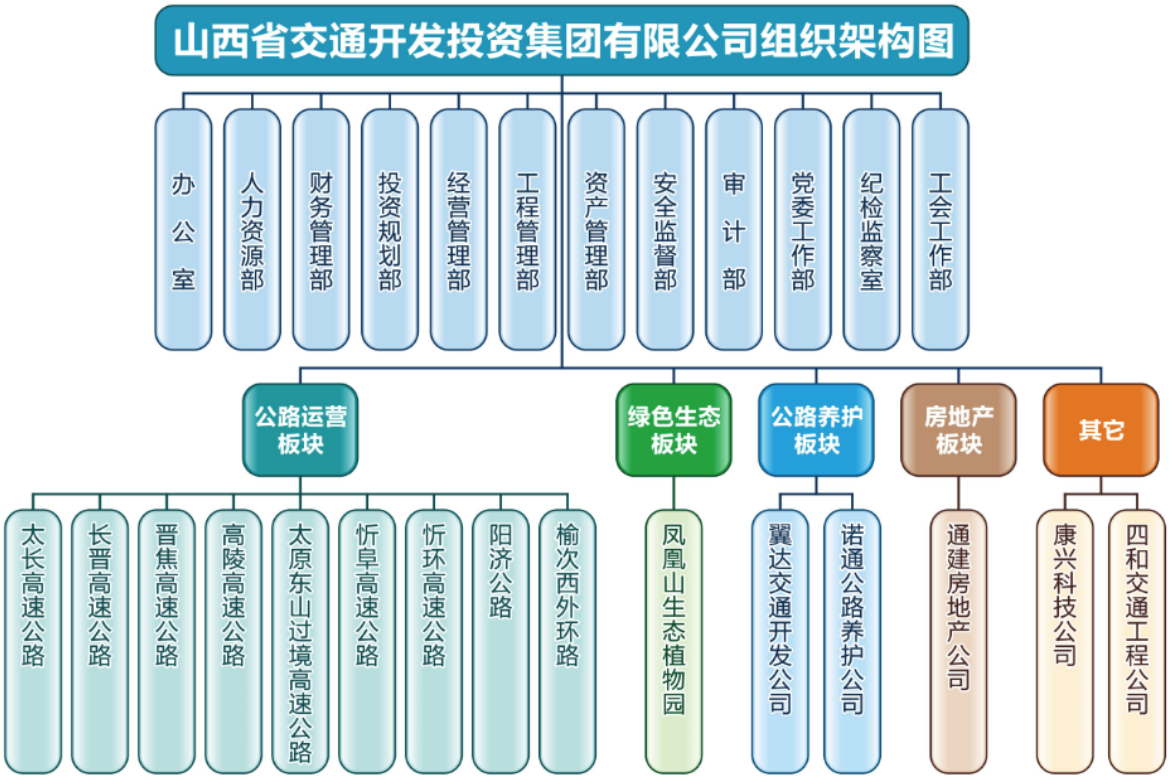
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13晋交投MTN1”的信用等级为AA。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.29	30.31	33.90	30.84
资产总额(亿元)	210.06	214.44	222.40	222.15
所有者权益合计(亿元)	58.72	59.51	63.97	63.74
短期债务(亿元)	20.00	9.00	20.00	20.00
长期债务(亿元)	110.47	122.23	119.41	120.85
全部债务(亿元)	130.47	131.23	139.41	140.85
营业收入 (亿元)	12.02	13.25	13.29	1.99
利润总额(亿元)	1.31	2.59	1.94	-0.19
EBITDA(亿元)	9.17	11.42	11.62	--
经营性净现金流(亿元)	1.62	8.70	5.16	0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.95	23.85	17.80	--
存货周转次数(次)	23.41	73.95	115.67	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	96.23	99.78	94.70	120.03
营业利润率 (%)	47.19	54.32	49.18	42.14
总资本收益率(%)	3.03	3.92	4.01	--
净资产收益率(%)	1.64	2.29	1.67	--
长期债务资本化比率(%)	65.29	67.26	65.12	65.47
全部债务资本化比率(%)	68.96	68.80	68.55	68.84
资产负债率(%)	72.04	72.25	71.24	71.31
流动比率(%)	154.19	190.69	271.62	210.94
速动比率(%)	153.93	190.50	271.47	210.77
经营现金流动负债比(%)	4.31	29.87	14.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.70	1.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	11.49	12.00	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；
2.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/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-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　中长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，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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。