

山西建设投资集团有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪企评(2018)020208】

评级对象： 山西建设投资集团有限公司

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

评级时间： 2018年8月23日

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	0.23	4.52	6.76	1.46
刚性债务	7.12	13.11	32.61	31.40
所有者权益	21.80	22.52	36.96	37.16
经营性现金净流入量	-3.34	1.79	10.63	-17.43
合并口径数据及指标：				
总资产	335.65	432.20	539.65	522.38
总负债	258.36	343.75	428.24	410.51
刚性债务	34.47	84.39	152.85	151.25
所有者权益	77.29	88.45	111.41	111.87
营业收入	311.76	332.06	368.88	52.92
净利润	4.46	5.03	7.00	0.39
经营性现金净流入量	-3.68	8.19	10.12	-29.82
EBITDA	8.89	11.76	15.88	—
资产负债率[%]	76.97	79.54	79.35	78.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	224.23	104.81	72.89	73.96
流动比率[%]	119.27	134.20	136.61	136.73
现金比率[%]	11.54	17.17	25.62	18.00
利息保障倍数[倍]	3.94	3.19	2.04	—
净资产收益率[%]	6.05	6.07	7.00	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-1.58	2.72	2.62	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-1.77	-9.05	-7.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.60	3.88	2.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.20	0.13	—

注：根据山西建投经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 syy@shxsj.com

汪秧 wangyang@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势：

- **区域市场竞争优势。**山西建投隶属山西省国资委，是山西省唯一一家房建施工总承包特级资质、石油化工工程施工总承包特级资质和市政公用工程施工总承包特级资质企业，在山西省建筑市场拥有一定竞争优势。
- **政府支持。**山西省人民政府对山西建投支持力度较大，2017年，山西省人民政府对公司进行大额增资，公司权益资本实力得到较大增强。
- **拥有一定的技术实力。**山西建投先后设立博士后科研工作站和国家级技术中心，拥有一定的科研技术实力。
- **在手订单充足，经营规模较稳定。**山西建投已形成一定的规模优势，目前在手订单充足，经营基本稳定。

主要风险：

- **行业风险。**山西建投以房建施工业务为主，受下游房地产行业影响较大，目前房地产调控加强，融资收紧，房企资金链承压，施工企业回款风险增加。山西建投房产开发及房屋建筑施工业务发展存在不确定性。
- **刚性债务偿付压力大。**山西建投财务杠杆水平高企，近年刚性债务规模快速增长，偿债压力加大。
- **回款风险。**山西建投应收款项规模相对较大，且2016年以来公司非筹资性现金净流出量明显上升，公司面临资金回笼风险。
- **PPP项目投资风险。**山西建投PPP等投资项目数量逐渐增加，投融资压力增大的同时，项目管控运营及回款风险亦值得关注。

评级关注

- 山西建投被列入省属企业集团公司层面推进混改的试点企业，目前公司整体混改框架方案已报国资委审核。此次混改对公司的影响需密切关注。

➤ 未来展望

通过对山西建投主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山西建设投资集团有限公司

信用评级报告

概况

山西建设投资集团有限公司（以下简称“山西建投”、“该公司”或“公司”）前身为 1953 年成立的原山西省建筑工程局，1983 年经山西省政府批准，由山西省建筑工程局改制设立，并更名为山西省建筑工程总公司；1988 年领取《企业法人营业执照》，初始注册资本 2.09 亿元；1995 年 12 月，组建成立山西建筑工程集团，并更名为山西建筑工程（集团）总公司。2001 年 8 月公司注册资本变更为 4.26 亿元。2017 年 8 月 30 日，根据《山西省人民政府关于同意成立山西省国有资本投资运营有限公司的批复》（晋政函【2017】80 号）、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”）《关于将持有的省属 22 户企业国有股权注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发【2017】35 号），公司 100% 股权划入山西省国有资本投资运营有限公司（简称“山西国投”）。2017 年 9 月 20 日，公司工商登记变更手续已经办理完成，公司更为现名。山西国投是山西省政府于 2017 年 7 月出资设立的省属国有企业，由山西省国资委和山西金融投资控股集团有限公司划转省属企业国有股权组成，注册资本 500.00 亿元，是山西省唯一的省属国有资本投资运营平台。截至 2018 年 3 月末，公司实收资本为 17.94 亿元，实际控制人为山西省人民政府。

该公司主要经营建筑施工业务。截至 2017 年末，公司持有 3 个种类的特级经营资质（建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、石油化工工程施工总承包特级），公司本部及下属子公司共有特级资质 10 项，并具有国家商务部批准的对外工程承包和对外贸易经营权。公司是山西省内唯一一家同时拥有国家房屋建筑工程总承包特级资质、石油化工工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质企业。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年上半年,全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落,金融市场波动幅度显著扩大,美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显,美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年,全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落,同时经济增速也有所放缓,金融市场波动幅度显著扩大,美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显,美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲,美联储加息缩表有序推进,特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦,房地产和资本市场存在风险;欧盟经济复苏向好而景气度持续回落,能源价格上涨助推CPI改善,欧洲央行量化宽松将于年底结束,联盟内部政治风险不容忽视;日本经济温和复苏,略有回升的通胀水平依然不高,增长基础仍不稳固,较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中,经济景气度整体上略弱于主要发达经济体;印度经济保持中高速增长,随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现,为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率;俄罗斯、巴西的CPI均处低位,两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间,经济景气度快速下降,复苏势头不稳;南非经济低速增长,南非央行降息配合新任总统推动的国内改革,对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年,我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落,就业形势总体较好;居民可支配收入增速放缓拖累消费增长,消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用;基建疲弱导致固定资产投资增速下降,而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升,投资结构优化趋势持续;进出口贸易增速保持较高水平,受美对华贸易政策影响或面临一定压力;工业生产总体平稳,产能过剩行业经营效益良好,高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长,产业结构持续升级,新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化,促进房地产市场平稳健康

发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

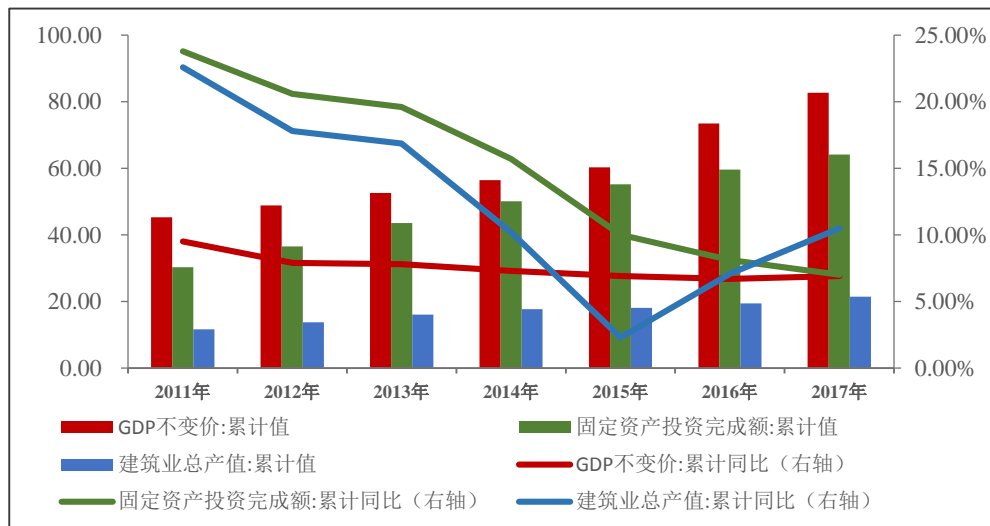
建筑施工行业

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。但行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

A. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 1.99%。2016 年，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为 74.41 万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计 59.65 万亿元，分别较上年同期增长 6.70% 和 8.14%，尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，当年全国建筑施工业企业完成总产值 19.36 万亿元，同比增长 7.09%。2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年增长 6.9% 和 7.0%，固定资产投资增速较上年同期略微下滑。我国建筑施工业延续 2016 年发展态势，全国建筑业总产值为 21.40 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年提高 3.41 个百分点。

图表 1. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：国家统计局（单位：万亿元，%）

近年建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2013~2016 年，建筑行业新签合同额分别为 17.48 万亿元、18.47 万亿元、18.44 万亿元、21.28 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集如雨的行业政策刺激，行业新签合同额强势上涨，2017 年前三季度，建筑业新签合同额 16.68 万亿元，同比增长 22.0%。

中长期看，随着我国城镇化的持续推进，“城市更新”、“智能和装配式建筑”、“海绵城市”、“智慧城市”等城市发展新理念的推进，建筑施工业仍具有一定的成长空间。

B. 政策环境

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建

筑企业“走出去”等要求。4月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长7%、建筑业增加值年均增长5.5%的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9月12日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9月14日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

C. 竞争格局/态势

建筑行业进入门槛低，导致建筑企业数量众多，截至2017年末，建筑企业达到88,059家，从业人数达到5,536.90万人。十八大以来，我国建筑行业资质结构渐趋优化，高资质等级企业市场占有率不断提升，产业集中度进一步提高。2016年，我国特、一级建筑业企业数量较2012年增长21.1%，占全部建筑业企业个数比重为12.4%，比2012年提高了1.2个百分点。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态。

图表 2. 建筑施工行业概况

指标	单位	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
企业数量	家	75,280	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059
从业人数	万人	4,180.84	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.903

数据来源：国家统计局、Wind

省级建筑施工企业在各省区域内精耕细作，省内市场拥有一定竞争优势。随着业务区域的不断拓展，拥有超高层建筑、地铁建设、住宅建设、专业施工等领域专业技术的省级建筑企业在省外市场中的竞争力逐渐增强。近几年该公司省外业务量有所扩展，但整体业务仍以山西省内为主。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归母权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
山西建投	368.88	10.99	539.65	79.35	0.60	7.00	10.12
重庆建工	450.50	4.84	672.49	89.62	0.37	3.93	28.47
四川华西	502.95	6.87	493.00	82.65	0.60	6.18	-9.73
浙江建投	623.65	4.53	517.73	87.47	0.66	7.14	-1.19
湖南建工	864.99	4.75	341.30	70.75	1.13	8.16	3.00
上海建工	1161.99	7.93	1956.85	84.49	0.59	27.89	58.40

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

我国建筑施工业的负债水平高，自 2007 年以来负债率总体维持在 72% 以上的水平。根据 Wind 咨询披露的数据，2017 年末建筑施工企业负债总额达 11.03 万亿元，行业资产负债率为 76.76%，比上年末略有下降。建筑施工企业的债务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用累计 238.88 亿元，对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。

此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增长，从业人数不断增加两方面原因加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

房地产开发行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落，但部分二线城市和三、四线城市出现了回暖势头，带动整体市场的上升。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年增长 7.0%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年增长 9.4%，增速总体处于适中水平。根据国家统计局数据显示，2017 年末我国人口城镇化率为 58.52%，较上年末提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

2016 年 9 月底的“930 调控”以来，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价、限售等力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。2017 年度我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.7%，较上年涨幅收窄

14.76 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，同比增长 5.3%，较上年涨幅收窄 17.06 个百分点。价格方面，主要城市新建住宅均价环比涨幅持续回落。全国范围内看，各线城市分化较明显：重点城市在严厉政策调控下，市场趋于稳定，成交规模明显缩减，一线城市降幅最为明显；部分二线城市如武汉、南京和郑州等城市房价仍然比较坚挺，长沙、成都和济南等呈现出“逆势上涨”态势；三四线城市在宽松的政策环境以及棚改货币化的支持下，楼市全面回暖，成为拉动整体市场上涨的动因。

库存方面，根据国家统计局公布数据，截至 2017 年 12 月末全国待售商品房面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.3%，其中，住宅待售面积比上年末下降 25.1%。随着库存的下降，各大开发商补库存的愿望增强，推升了土地市场的上扬。2017 年房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，比上年增长 15.8%，增速比上年提高 19.2 个百分点；土地成交价款 13643 亿元，增长 49.4%，增速比上年提高 26.6 个百分点。

政策方面，2017 年以来，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。十九大报告提出“房住不炒”和“租购并举”，我国房地产逐渐进入建立长效机制的新时期。随后，此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大，限售城市达到 50 个。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此轮调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

2018 年一季度，全国房地产开发投资 2.13 万亿元，同比名义增长 10.4%，其中，住宅投资 1.47 万亿元，增长 13.3%；商品房销售面积 3.01 亿平方米，同比增长 3.6%，其中，住宅销售面积增长 2.5%。3 月末全国商品房待售面积 5.73 亿平方米，相比年初继续下降。

总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

(3) 区域市场因素

2015-2017 年山西省实现地区生产总值和人均生产总值稳中有升，但受煤炭、冶金等支柱产业行情波动影响，山西省经济增速上升，同期地区生产总值按可比价格的增幅分别为 3.10%、4.50%和 7.0%。2015-2016 年山西省公共财

政收入逐年下降,但同期仍保持了较高的公共财政支出,主要为民生支出。2017年,山西省公共财政收入较上两年明显增加,扭转了过去两年持续下降的局面。当年一般公共预算支出相应增加,其中民生支出较上年增长7.80%。

图表 4. 近年山西省发展情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
地区生产总值	12,759.40	12,802.60	12,928.30	14,973.51
人均生产总值 (万元)	3.51	3.50	3.52	-
全社会固定资产投资	12,354.50	14,137.20	14,285.00	-
一般公共预算收入	1,820.10	1,642.20	1,557.00	1,866.80
一般公共预算支出	3,096.30	3,443.40	3,441.70	3,756.70
民生支出 ¹	2,583.10	2,900.00	2,837.80	3,058.80

资料来源: 山西省统计局

建筑业方面, 2014-2017 年, 山西省建筑业保持稳定增长态势。2016 年以来, 随着城镇化发展及政府和社会资本合作 (PPP) 机制项目的展开, 山西省建筑业的签订合同额和新签合同额都出现了较大的增长。2014-2017 年, 山西省建筑业签订合同额分别同比增长 3.80%, 5.60%, 17.60% 和 15.30%; 新签合同额分别同比增长 1.20%, 1.60%, 28.00% 和 18.40%。

图表 5. 近年山西省建筑业发展情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
建筑业企业	2,357 家	2,285 家	2,532 家	2,538 家
签订合同额	5,995.50	6,333.00	7,449.50	8,589.30
新签合同额	3,207.40	3,259.40	4,173.40	4,939.80
建筑业总产值	3,103.50	2,931.30	3,318.50	3,566.60
建筑业增加值	825.70	847.20	895.60	1,019.8

资料来源: 山西省统计局

房地产业方面, 2014-2016 年, 房地产开发投资逐年增加, 主要以住宅投资为主。2017 年, 受政策影响, 山西房地产开发投资大幅下降, 商品房销售量保持快速增长, 商品房待售面积大幅减少, 商品房去库存效果较好。

图表 6. 近年山西省房地产业发展情况 (单位: 亿元, 万平方米)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
房地产开发投资	1,403.55	1,494.90	1,597.40	1,166.30
其中: 住宅投资	1,010.69	1,098.30	1,141.40	846.40
房屋新开工面积	3,887.51	3,700.60	3,854.80	3,305.80
商品房待售面积	-	1,816.10	1,761.00	1,225.70
商品房销售面积	1,576.27	1,592.60	2,061.10	2,415.90

资料来源: 山西省统计局

¹ 指在教育、医疗卫生、社会保障和就业以及公共交通运输等民生支出。

2. 业务运营

该公司在山西省内拥有一定的竞争优势，近三年经营状况总体稳定。公司营业收入主要来自建筑施工业务，基础设施投资业务收入贡献较低。2017年公司承接 PPP 项目，新签合同及年末在手合同较上年明显增加，中短期内公司收入有一定保障。

该公司主要经营建筑施工业务，在山西省内具有较强的竞争力。近年来，公司主要进行横向规模化扩张，在发展传统类建筑施工项目的基础上进行拓展，承接投资类建筑施工项目（PPP 项目），业务规模逐年增加。

除建筑施工业务之外，该公司还利用施工企业的资源及渠道优势进行上下游产业链纵向发展，开展房地产开发、基坑支护、检验试验、建筑劳务及租赁等业务。

该公司建筑施工业务主要分为建筑施工和基础设施投资两种业务。建筑施工业务包括承包房屋建设、机电电力安装工程工厂、地基基础、化工工程厂房等传统施工工程，该业务为公司最主要的营业收入来源，通常占比达到总营业收入的 90% 以上。基础设施投资业务主要指原 BT 项目、PPP 项目、风电项目等，在营业收入中占比相对较小。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
建筑施工	山西省	规模/品牌/资质技术/成本控制/回款管理

资料来源：山西建投

(1) 主业运营状况

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一 季度
营业收入合计	311.76	332.06	368.87	52.92
其中：核心业务（建筑施工业务）营业收入	305.29	318.63	345.78	48.73
核心业务（建筑施工业务）营业收入占比	97.92%	95.96%	93.74%	92.09%
其中：（1）建筑施工营业收入	290.50	305.81	333.90	47.17
在核心业务收入中所占比重	95.16%	95.98%	96.56%	96.80%
（2）基础设施投资建设营业收入	14.39	14.68	11.88	1.56
在核心业务收入中所占比重	4.71%	4.61%	3.44%	3.20%
毛利率	9.31%	8.34%	10.52%	9.33%
其中：（1）建筑施工	9.29%	8.31%	10.58%	9.15%
（2）基础设施投资建设	9.35%	9.47%	8.92%	7.57%

资料来源：山西建投

A. 规模

近三年，该公司新签施工合同规模迅速增加，主要由于一方面 2016 年以

来公司开始承接 PPP 项目，获得了大量的合同订单，另一方面建筑施工新签合同也较上年有所增加。截至 2017 年末，公司在手合同金额 1,103.40 亿元，未来收入增长可期。

图表 9. 公司近年建筑施工项目承接情况表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
新签合同（亿元）	635.64	719.50	858.90	203.19
其中：建筑施工	580.76	616.81	692.36	126.80
基础设施投资	54.88	61.69	150.76	35.41
完工合同（亿元）	236.66	227.21	271.98	30.22
在手合同（亿元）	588.35	874.07	1,103.40	1167.80

资料来源：山西建投

近三年来该公司承接重大工程²合同金额呈增长趋势，重大工程合同数量有一定波动。2017 年，公司承接重大工程数量和重大工程金额占总金额比重均有一定幅度上升。2018 年第一季度，公司承接重大工程金额占总金额比较上年度有所增加，其中 PPP 项目金额占总金额比为 22.39%。

图表 10. 公司近年承接重大工程数量（单位：个、亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
重大工程数量	154	149	211	40
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程数量	-	5	18	3
重大工程金额	309.25	427.59	540.15	136.28
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额	-	52.02	83.75	30.38
重大工程金额占总金额比	48.65%	59.43%	62.89%	67.71%
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额占总金额比：	-	12.17%	15.50%	22.29%

资料来源：山西建投

图表 11. 公司合同金额前十大建筑施工在建工程明细（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	确认收入金额	累计回款金额	业主名称
山西杏花村国贸投资公司汾酒文化商务中心项目工程 ³	2016.04	2019.04	33.24	2.27	1.86	山西杏花村国贸投资公司
山西伊甸城商业有限公司山西伊甸城项目商业综合体 ⁴	2016.07		27.30	2.11	1.31	山西伊甸城商业有限公司
和顺县东方新能源发电有限公司 20 万千瓦风电 EPC 总承包项目	2016.05	2019.09	16.04	5.47	5.46	山西依风科技股份有限公司
贵阳龙洞堡国际机场三期扩建场道工程	2017.05	2020.04	8.17	1.57	1.57	贵阳龙洞堡机场三期扩建工程指挥部
太原市中心医院门诊医技住院综合楼 ⁵	2015.08	2018.11	7.58	4.77	3.68	太原市中心医院
成都天府国际机场地基处理及土石方工程 03 标段施工	2017.03	2018.07	7.29	1.75	1.75	成都天府机场建设指挥部
山西科技创新城科技创新综	2015.09	2018.09	7.00	3.32	3.91	山西省政府工程建设事务管

² 重大工程指合同金额超过 1 亿元的建筑工程项目。

³ 该项目 2017 年 6 月已停工，零星工程项目在施工，预计完工时间会延长。

⁴ 该项目由于甲方原因，工期顺延，目前正在主体施工阶段，预计完工时间未定。

⁵ 该项目前期进度缓慢导致回款较慢，该公司将于 2018 年加快建设速度。

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	确认收入金额	累计回款金额	业主名称
合服务平台 ⁶						理局
四川甘孜机场土石方及地基处理 B 标段	2017.06	2018.09	5.97	2.22	2.22	四川甘孜格萨尔机场有限公司
阜阳市职教园四里安置小区二期一标段工程	2017.06	2019.01	5.26	1.28	0.78	阜阳市益民安置房开发有限责任公司
中石化科学技术研究中心 II 标段	2016.12	2019.02	4.76	1.06	1.01	北京中石化井田工程建设有限公司
合计	-	-	122.61	25.82	23.55	-

资料来源：山西建投（截至 2018 年 3 月末）

B. 品牌

该公司经营多年，在山西建筑市场建立了较高声誉，公司品牌在山西省内有一定知名度。公司 2005 年至 2017 年连续 12 年跻身中国 500 强企业行列，其中 2017 年名列第 405 位。2004 年至 2016 年连续十三年荣获中国建筑承包商 60 强行列，其中 2016 年中国建筑行业综合实力排名名列第 9 位。2006 年至 2016 年连续十一年荣获全国优秀施工企业。2015 年中国建筑业竞争力百强企业。2016 年公司名列中国建筑业竞争力 200 强企业第 28 名。2017 年公司名列中国承包商企业 80 强第 24 名。

目前该公司山西省内项目招投标的中标率在 50-60% 以上。近年来随着山西省外业务的扩张，省外业务占比逐年上升，但公司山西省内业务收入占建筑施工业务收入比重仍在 70% 以上，山西省当地经济发展及消费形势变化对公司主业资金回笼状况影响较大。除国内业务外，公司还大力拓展海外业务，在马来西亚、斯里兰卡、新加坡、日本、柬埔寨、中东、非洲及南美洲等国家和地区等地设立了代表处和境外公司，其中喀麦隆雅温得体育馆于 2011 年获得首批境外工程国家建筑工程“鲁班奖”。公司客户集中度较低，2015-2017 年，公司对前五大客户销售金额占当期总销售金额的比例分别为 6.31%、4.30% 和 3.38%。

图表 12. 公司近年新签合同额区域变化（单位：亿元）

业务区域	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	627.16	98.67%	710.08	98.69%	839.62	97.76%	199.27	98.07%
其中：山西省	505.19	79.48%	568.13	78.96%	668.78	77.86%	163.85	80.64%
山西省外	121.97	19.19%	141.95	19.73%	170.84	19.89%	35.42	17.43%
国际	8.48	1.33%	9.42	1.31%	19.28	2.24%	3.92	1.93%
合计	635.64	100.00%	719.50	100.00%	858.90	100.00%	203.19	100.00%

资料来源：山西建投

C. 资质技术

截至 2018 年 3 月末，该公司持有 3 个种类的特级经营资质（建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、石油化工工程施工总承包特级），

⁶ 该项目工程按实结算，但由于环保等原因导致工期延长。

公司本部及下属子公司共有特级资质 10 项，甲级资质 9 项，130 多项总承包与专业承包一级资质，并具有国家商务部批准的对外工程承包和对外贸易经营权。公司是山西省内唯一一家同时拥有国家房屋建筑工程总承包特级资质、石油化工工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质企业。凭借多种类的技术资质，近年来公司承包的项目领域较为广泛，包括房屋建设、机电电力安装工程工厂、地基基础、化工工程等。

该公司承建的所有工程项目质量合格率达 100%。近三年，公司共获专利 315 项，其中实用新型专利 270 项，发明专利 42 项，外观专利 3 项。截至 2018 年 3 月末，公司共拥有 815 项国家级专利发明及实用新型专利，共获得“鲁班奖”35 项、全国建筑业绿色施工示范工程 7 项、国家技术创新成果奖 5 项、山西省科技进步奖 3 项、省级工法 449 项、“汾水杯”工程 287 项、“太行杯”1,163 项、参编国家标准 2 项、行业标准 5 项、地方标准 3 项。公司目前拥有英国皇家特许建造师 2 人；4 位省委联席的高级专家，其中 1 位享受国务院特殊津贴；国家注册一级建造师 1,152 人；国家注册二级建造师 2,662 人；高级职称及中级职称等技术骨干 4,900 余人。公司先后设立院士工作站、博士后科研工作站和国家级技术中心，拥有一定的科研实力。

D. 成本控制

该公司建筑施工业务的成本主要由原材料成本、人工成本、分包成本及设备与动力成本组成，原材料成本一般约占营业成本的 50%，人工成本约占营业成本的 40%，设备动力成本约占营业成本的 10%。在工程材料采购方面，公司主要原材料为钢材、水泥、沥青及沙石等，为规避材料价格波动风险，公司一般会在合同中与业主确定材料价格变动补偿机制。公司所承接的工程项目以自行施工为主，同时也分包部分专业分项工程的劳务协作。公司一般与专业分包商及材料供应商的结算周期为一月一次，采用票据或现金方式。

图表 13. 公司建筑施工业务成本情况（单位：亿元）

成本类型	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工劳务成本	79.95	36.18%	87.20	38.11%	108.14	40.14%	18.47	33.25%
建筑材料成本	120.92	54.72%	121.02	52.88%	142.83	53.02%	16.19	43.91%
建筑设备成本	20.12	9.10%	20.62	9.01%	18.41	6.83%	2.30	5.66%
合计	220.99	100.00%	228.84	100.00%	269.38	100.00%	46.53	100.00%

资料来源：山西建投

E. 回款管理

按照我国建筑施工行业惯例，该公司需垫付大量工程资金，包括投标保证金（金额不超过项目合同金额的 10%）、履约保证金（一般为项目合同金额的 10%）、农民工工资保证金（一般为项目合同金额的 1%）、工程质量保证金（一般为项目合同金额的 2%）。履约保证金可以银行保函的形式交纳，其他保证金一般以现金交纳。投标保证金一般在投标结束后收回，履约保证金、农

民工工资保证金及质量保证金在业主出具交工验收证书后收回，质量保证金在工程完工后一至三年收回。公司传统工程项目，在施工期间按照工程量结算工程款，一般工程完工后收到工程款 70%，而后完成完工审计验收收回 90% 以上，质保期结束后收回 100%。公司 PPP 项目的回款由项目可用性服务费⁷及运维绩效服务费⁸组成，回收期限根据合同约定。

该公司对所承接的项目业主一般都经过信用考察，通过考察后，公司方对工程进行投标。近两年由于整体经济形势变化，部分工程出现工程款延迟支付或拖欠工程款的现象，公司一些工程受到影响。近三年公司营业收入现金率分别为 81.84%、91.95% 和 89.02%，工程回款情况尚可。

F. 投资业务

2016 年，该公司开始向政府和社会资本方合作项目（即 PPP 项目）方面发展，截至 2018 年 3 月末，在手 PPP 项目合同总投资金额 139.90 亿元，其中公司作为社会出资方需出资 24.38 亿元，已投资 22.52 亿元。公司 PPP 项目已全部入库。

该公司本部承接 PPP 项目模式为公司参与项目竞标，竞标成功后，公司出资组建项目公司。公司旗下子公司亦能相互合作作为联合体参与投标，竞标成功后，共同组建项目公司。公司投入 PPP 项目的资本金通常是整个项目总投资的 20%-30%，余下资金由社会资本（通常是金融机构）融资。PPP 项目建设期限通常为 1-2 年，经营期通常为 8-15 年左右，整体期限较长。建设完成后，PPP 项目经营期的收益基本分为由政府付费、可行性缺口补助⁹和使用者付费三种模式，目前公司承接的 PPP 项目中政府付费模式居多，受当地政府财力影响较大。公司承接 PPP 项目时会就可行度和收益度进行考量，所有承接项目都需要通过公司董事会决策。公司目前承接的 PPP 项目的税后财务内部收益率在 6.00% 左右。由于需要政府决策及金融机构的参与，同时公司以联合体模式竞标后需内部分工协调，PPP 项目有落地难的特点。

该公司承接 PPP 项目大部分为公司主导，除高平市神农健康城项目、潞城市 2017 年交通 PPP 项目和呼和浩特市回民区基础设施建设工程 PPP 项目 3 个项目之外，其余公司承接 PPP 项目对项目公司持股比例均在 50% 以上，并纳入公司合并范围。PPP 项目公司拟采用金融资产模式核算：（1）项目建设期发生的各项费用在“在建工程”科目归集，待项目竣工结算后，根据财政评审确定建设投资（建筑安装工程费用和工程建设期其他费用之和），计算可用性服务费，借记“长期应收款”科目，贷“在建工程”、“未确认融资收益”等科目。（2）项目进入运营期后，每年年末根据期初长期应收款余额对“未确认融资收益”进行摊销。收到政府支付的服务费同时确认“主营业务收入”，支付

⁷可用性服务费按财务内部收益率及约定项目公司承担的投资、税费等边界条件进行测算，并在运营期内由市财政逐年向项目公司支付。

⁸运维绩效服务费在项目运营期开始支付，由市财政根据绩效评价结果按年向项目公司支付。

⁹指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报，而由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司的经济补助。

运维费用确认“主营业务成本”，项目公司日常费用支出确认“管理费用”“财务费用”等。

截至 2018 年 3 月末，该公司已经成立 SPV 公司的 PPP 项目共 24 个，其中 1 个项目已经完成建设（已进入回款期，已收到回款 2.50 亿元），21 个项目已经开工，3 个项目处于前期准备阶段。目前公司正在就新中标项目的融资问题和各家金融机构积极商谈，其中项目资本金部分的性质为股权融资，需公司用自有资金投入项目公司。项目总投资扣除项目资本金部分为债权融资，通过项目贷款解决，利率通常为 4.35%~5.5%。目前开工的项目中已有 5 个项目获得融资，其中晋中东南外环快速路改造项目属于信用担保，运城供热项目公司为公司本部对 SPV 公司担保进行融资，其余项目为公司子公司为项目公司担保。建设期在建融资金额不能足额到位，公司将承担额外的垫资压力。其余已经开工但并未获得融资的项目均由公司垫资进行建设。公司 PPP 情况如附录五所示。

总体而言，该公司通过 PPP 项目获得了大量的合同订单，但同时也加大了公司财务风险，与传统项目相比，主要体现为公司资本金被长期占用，以及项目未来的回报率存在不确定性和未来业主支付能力下降的风险。

该公司 BT 项目规模较小，且 2015 年以来未新增 BT 项目，目前留存 BT 项目主要由山西建发子公司四建集团负责运营。截至 2018 年 3 月末，公司在建 BT 项目¹⁰为晋中博物馆、图书馆、科技馆项目，计划投资 6.10 亿元，已投资 4.58 亿元，已回款 1.97 亿元，建设项目预计于 2018 年 6 月完工，建设期回购 2.44 亿元，完工后分 5 年回购。完工后，剩余金额由每年按工程结算价的 15% 支付，工程竣工验收合格后的次年起的起算，由回购方在每年的 12 月 31 日之前支付完毕。截至 2018 年 4 月末，该项目土建已完工，安装部分总体完工，后续将进行零星修补。

图表 14. 在建 BT 项目（单位：亿元）

项目名称	业主单位名称	计划总投资	已投资	已回款	计划完工日期
晋中博物馆、图书馆、科技馆项目	晋中市住房保障和城乡建设局	6.10	4.58	1.97	2018.6

资料来源：山西建投（截至 2018 年 3 月末）

（2）其他业务

该公司主营业务中其他业务收入主要包括房地产开发收入、装饰装修、学费及培训费收入、物业管理费、设计费收入、监理费收入、基坑支护、检验试验、建筑劳务及租赁费等。2017 年公司新开展了融资租赁业务和保理业务。

¹⁰ 该公司于 2015 年上半年签订的阳泉三泉棚户区改造安置用房项目和阳泉魏家峪、大西庄棚户区改造安置用房项目原为 BT 项目，已于 2016 年 5、6 月份全部置换为工程总承包合同，原 BT 合同确定的融资费用、贷款利息和合理回报全部取消，不再计取和支付，故不再列入 BT 项目。

图表 15. 近三年主营业务中其他业务收入变化情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售	2.14	21.80%	4.50	19.40%	3.07	20.39%
基坑支护、检验试验、建筑劳务及租赁费等	0.35	-52.45%	4.45	26.81%	11.43	9.85%
施工机械制造	0.94	24.27%	0.47	16.62%	0.70	23.16%
学费及培训费收入	0.4	100.00%	0.42	98.55%	0.40	100.00%
物业管理费	0.10	39.06%	0.28	29.02%	0.33	19.73%
监理费收入	0.17	45.26%	0.26	23.42%	0.26	27.38%
设计费收入	0.01	26.47%	0.02	5.53%	0.08	57.27%
社会服务业服务收入	-	-	0.09	93.34%	0.13	46.92%
融资租赁收入	-	-	-	-	0.59	11.79%
保理业务收入	-	-	-	-	0.19	100.00%
其他收入	-	-	-	-	0.06	-1.26%
合计	4.11	24.93%	10.41	26.01%	18.69	21.75%

资料来源：山西建投

2015-2017 年，该公司分别实现房地产业务收入 2.14 亿元、4.50 亿元和 3.07 亿元。近三年公司房地产新开工面积有一定波动，但在建面积始终维持在一定规模，其中 2017 年在建面积大幅增加主要是由于山安佳园、三亚晋润园、鹏程佳园、晋中华苑学府、海口美舍嘉园、北宫 4 号楼、新城 I 号等项目新开工面积增加所致。未来陆续竣工的房地产项目可为公司房地产业务持续经营提供保证。

图表 16. 近年房地产经营情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
新开工面积	37.41	17.03	39.37	14.4
竣工面积	27.56	15.31	15.28	18.36
在建面积	68.55	66.29	95.52	74.04
平均销售价格	5,902.36	5,223.23	5,488.96	7811.29
销售面积	8.64	24.31	31.70	36.14
预售金额	5.10	12.70	17.40	28.23
回笼资金	5.10	12.70	17.40	28.23

资料来源：山西建投

该公司房地产开发业务主要包括商品房开发和棚户区改造项目。其中商品房开发业务由山西建发子公司山西晋建房地产开发有限公司（简称“晋建房产”）、山西四建集团房地产分公司（简称“四建房地产”）、山西二建集团有限公司（简称“二建集团”）负责。公司在售的房地产项目主要集中在太原市，规模基本在 5 亿元以下，其中翔建·御景华府项目规模较大，计划总投资 11.00 亿元，截至 2017 年末，该项目已回笼资金 6.01 亿元。

该公司棚户区改造项目主要由山西建发子公司海南晋发置业有限公司负

责，项目实施地为海南省。棚户区改造项目模式为公司通过招拍挂拿到净地，建设安置房后由政府回购。目前正在实施的项目为海口市下洋瓦灶棚户区改造项目。该项目规划为3期，目前一期正在建设当中，地下工程已经完工；二、三期还处在拿地准备阶段。该项目一期计划总投资8.60亿元，预计盈利1.00亿元。截至2018年3月末，该项目一期已投资4.96亿元，累计回款2.88亿元，回款进度正常。

图表 17. 公司在建棚户区改造项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目负责公司名称	项目名称	计划总投资	预计销售额	建设进度	地块区域	建筑面积	累计已投资	累计回款
海南晋发置业有限公司	海口市下洋瓦灶棚户区改造项目（一期）	8.60	9.59	±0	海南省海口市国新大道美苑路下洋瓦灶棚户区	17.22	4.96	2.88

资料来源：山西建投（截至2018年3月末）

截至2018年3月末，该公司共有1个拟建项目及土地12宗，后续土地储备充足。晋建新城I号项目为公司与孟县德昌源投资有限公司合作开发商品房项目，公司占股权40%，预计2018年7月开工。

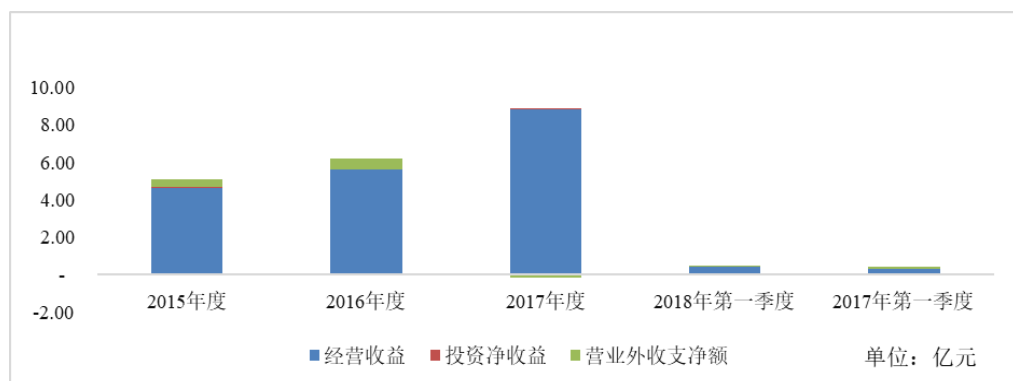
图表 18. 公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发方式	股权比例	项目类型	计划总投资	预计开/竣工时间	已投资	拟投资金额			总建筑面积	预计项目总盈利
							2018年	2019年	2020年		
“晋建新城I号”	合作开发	40%	普通商品房	3.84	2018.07/2019.12	0.44	0.60	2.80	-	12.03	0.96

资料来源：山西建投（截至2018年3月末）

(3) 盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据山西建投所提供数据绘制。

该公司利润主要由经营收益组成，近三年来随着营业规模的扩大，经营收益增加，拉动营业利润逐年上升。由于建筑施工行业竞争激烈，历年来公司毛利率处于较低水平。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	311.76	332.06	368.88	52.92
经营收益（亿元）	4.65	5.60	8.80	4.94
资产减值损失	1.00	0.49	0.56	0.01
期间费用合计	19.69	27.31	38.78	4.22
期间费用率（%）	4.66	6.14	8.11	7.97
其中：财务费用率（%）	0.52	0.79	0.73	1.62

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。近年业务不断发展，公司期间费用也随之增长。公司期间费用主要为管理费用，2016 年公司管理费用由于研究开发费投入较多、职工薪酬增长较大等原因，同比上升 37.59% 至 17.69 亿元，导致当年期间费用和期间费用率均较上年有所增加。2017 年公司在研究与开发上增加投入，管理费用持续增加。近年来随着刚性债务的增加，公司利息支出有所增加，但由于利息收入同时增加，公司财务费用总体维持在较低水平。

除期间费用外，坏账损失为主的资产减值损失对该公司营业利润影响较大。但由于公司加强了应收账款的管理，近两年资产减值损失金额整体呈下降趋势。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益	0.02	0.02	0.08	-
营业外收入	0.52	0.63	0.12	0.04
其中：非同一控制下企业合并形成	-	-	0.09	-
政府补助	0.45	0.48	-	0.04
固定资产处置利得	0.03	-	-	-
债务重组利得	0.02	0.03	0.01	-
其他收益	-	-	0.29	-
其中：政府补助	-	-	0.29	-
资产处置收益	-	0.03	0.06	-
其中：固定资产处置利得	-	0.03	0.06	-
公允价值变动损益	0.58	0.41	-0.14	-
其中：投资性房地产	0.58	0.41	-0.14	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司投资性房地产以评估价值入账，每年对其进行重新评估。近三年公允价值变动损益全部来自于公司投资型房地产估值波动，整体金额不大，对公司利润影响较小。2017 年由于土地征收导致评估的范围变动，故公允价值变动损失 0.14 亿元。

该公司营业外收入主要来源于政府补助，主要包括社会保险补助和离退休老

干部及抗美援朝老战士生活补助等。根据财会[2017]15号要求，2017年公司将与日常经营活动密切相关的政府补助计入“其他收益”科目，于当年实现其他收益0.29亿元。同期，根据财会[2017]13号要求，公司将处置固定资产产生的利得和损失计入“资产处置收益”科目，于当年实现资产处置收益0.06亿元，全部为公司处置固定资产利得。2017年公司实现其他收益、资产处置收益及营业外净收入合计0.31亿元，较2016年减少51.65%。一方面由于当年公司获得政府补助减少，另一方面由于当年产生非流动资产报废损失0.05亿元和罚款支出0.09亿元导致营业外支出增加所致。

2018年第一季度，该公司实现营业收入为52.92亿元，较上年同期增长40.11%；实现毛利4.94亿元，较上年同期增长42.81%；毛利率9.34%，较上年同期上升0.18个百分点；期间费用率为7.97%，较上年下降0.02个百分点。当期实现利润总额0.46亿元，较上年同期增长11.17%；实现净利润0.39亿元，较上年同期增长11.97%。

综上所述，跟踪期内该公司建筑施工业务收入持续增加，毛利率有所上升但仍处在较低水平。期间费用率有所增加，但仍处在合理水平。虽然公允价值损益、投资收益和政府补助有一定波动，但整体金额不大，对公司利润影响有限。公司净利润呈上升趋势，2017年为7.00亿元，较上年同期增长39.11%。

(4) 运营规划/经营战略

该公司未来将继续坚持生产经营和资本经营二者并举的战略方针，在继续发展传统建筑施工业务的基础上，逐步扩展投资业务；同时将进一步深化风险管理意识、健全和完善风险管理机制。为了实现由单纯的承建商向投资运营商的转变，公司主要制定了五方面的方针及措施：加强资金集中化管理、建立多元化低成本融资渠道、健全投资管理体系及建立信息化平台。资金融资方面，公司未来将加强银企合作，灵活运用各种金融工具进行多渠道、低成本的融资，并积极引入战略投资者。公司规划2020年将实现合同额1100至1300亿元，实现营业收入600至700亿元，实现利润总额20至27亿元。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是山西省人民政府出资设立的国有独资公司，股权结构清晰。正在进行的国企混改对公司造成的影响有待观察。公司已根据相关法律法规建立了较完善的法人治理结构，但董事会成员人数不足或对公司经营决策有所影响。公司通过区域分公司负责具体业务的开展，总部设置的职能部门主要承担统筹监督的职能。公司组织架构设置符合其业务特征，能较为有效地保障日常业务的顺利开展。

(1) 产权关系

该公司是由山西省人民政府出资设立的国有独资公司。公司产权状况详见附录一。2017年8月17日，山西省国资委印发国企改革“21项重点工作”，其中明确指出将采取多种模式，在省属企业全面推进国企混合所有制改革，并将公司列入省属企业集团公司层面推进混改的试点企业。2017年9月20日，公司完成公司制改革，并由山西国投持有公司100.00%股权，履行出资人职责。公司实际控制人仍为山西省人民政府。截至2018年7月末，公司整体混改框架方案正在国资委审核当中。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易程度较低，主要为接受关联方委托，为其提供施工服务、出售建材或设备租赁，按市场价格执行，对公司整体经营情况影响较小。

该公司与关联企业之间资金往来包括因关联购销交易形成的应收应付款项，计入预收预付款项及其他应收应付款中的关联款。其金额均较小，对公司业务开展影响小。

图表 22. 2017 年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		2016 年末	2017 年末
应收关联方	应收账款	0.07	1.72
	其他应收款	0.04	3.54
	预付款项	0.11	0.06
	长期应收款	0.02	0.11
	合计	0.25	5.43
应付关联方	应付账款	0.42	0.34
	预收款项	0.01	0.67
	其他应付款	0.25	0.20
	合计	0.68	1.20

资料来源：山西建投

截至2018年3月末，该公司提供对外担保共5.58亿元，具体担保情况见下表。

图表 23. 2017 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保终止日
河曲县政通投资有限公司	0.42	2016年3月29日	2026年3月28日
河曲县民生开发有限公司	0.22	2016年3月29日	2025年3月29日
原平市新源城市基础设施建设有限公司	0.56	2016年5月11日	2025年5月10日
原平市新源城市基础设施建设有限公司	0.38	2016年5月11日	2025年5月10日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	2017年7月28日	2018年7月27日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	2015年11月12日	2018年11月11日
山西汽车运输集团有限公司 ¹¹	1.50	2017年4月24日	2018年4月23日

¹¹ 截至2018年5月31日，该笔担保已到期。

山西汽车运输集团有限公司 ¹²	0.50	2017年5月18日	2018年5月17日
合计	5.58	-	-

资料来源：山西建投

(3) 公司治理

该公司为有限责任公司。公司按照《公司法》和公司章程的有关规定及规范，设立党委会、董事会、监事会和经理层进行经营管理。公司党委由9名委员组成，其中设书记1名、副书记2名。公司党委书记、董事长由一人担任。公司董事会由7名董事组成，设董事长1名，副董事长2名，董事1名。非职工董事由出资人委派，职工董事由职工代表大会选举产生。董事会下设战略投资委员会、提名委员会、预算管理委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险控制委员会。各专门委员会对董事会负责，专门委员会成员由董事和有关人员组成，各委员会成员不少于3人。公司依法设立监事会，成员为5至7人，其中职工监事2人。监事会成员由省国资委委派，监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由省国资委从监事会成员中指定。截至2017年12月末，公司原董事会成员正常退休或调离后，缺失董事尚未委派，目前仅有董事4名，与章程规定的7人不符。董事会成员人数不足或对公司经营决策有所影响。

根据章程，该公司建立职业经理人制度，董事会按市场化方式选聘管理职业经理人。公司设总经理1名、副总经理6名，由董事会聘任。公司高级管理团队人员从事管理与经营多年，具有较丰富的管理经验。公司高级管理团队稳定性较强，保证了各项发展规划的有效执行和业务的持续发展。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司本部既负责整个集团业务的管控，又独立承接大型施工项目。目前公司本部下设职能部门和事业部。职能部门包括综合办公室、安全生产部、财务资产部、投资管理部等部门；事业部包括技术中心、市场开发部、资金管理中心、海外部等部门。其中安全生产部负责安全监理，市场开发部负责公司总部的工程承接业务、市场营销，公司对下属公司的管理实行职能对口管理，每个部门根据自身职能对下属公司的对口职能部门进行管理。公司组织架构详见附录二。

截至2017年末，该公司纳入合并范围的子公司共129家，其中的主要经营主体如附录三所示。

在子公司管理方面，子公司的人事任免¹³、财务政策、对外投资等重大事项需经该公司本部审批后实施。此外，公司所有对外担保实行集体决策上报，

¹² 截至2018年5月31日，该笔担保已到期。

¹³ 总经理级别以上的人事任免须公司本部审批后实施。

经公司总部审批后方可办理。

在成本管理方面，该公司实行成本费用管理责任制。分、子公司根据成本预算内容分解成本指标，落实成本责任主体，考核成本指标的完成情况，制定奖惩措施，实行成本责任追究制度。工程中标后，预、结算中心组织领导财务、工程管理、技术等部门对工程进行总体评估，编制合同预计总成本，项目经理进行成本分解，编制项目成本计划，交单位主管领导审批后作为成本管理的目标和依据，进行成本控制。公司对工程项目按月实行成本责任考核，实行成本否决制度，分公司、项目管理部每月进行一次成本分析。

在工程施工管理方面，该公司具体的施工管理主要由各分、子公司的工程项目部负责，公司总部的工程管理部主要承担统筹监督、技术支持等职能。公司注重施工进度、安全和质量管理，出台了《工程项目施工过程管理程序》，公司实行过程检查制度，对所属项目进行每年不少于二次的综合抽查，分公司对所属项目每月进行一次检查。施工过程及工程结束后，项目部对竣工工程进行顾客满意度调查分析。

(2) 经营决策机制与风险控制

承揽工程前期该公司会考察业主的信用情况，如市场口碑、业主实力、往年合作有无拖欠款等。如信用情况良好，即可进行下一项工作；如信用情况不如人意，则放弃该项目。

在工程回款管理方面，该公司落实项目管理责任主体责任，明确项目经理作为合同履行及应收款项确权、清收第一责任人的权利与义务。投标保证金由市场开发部催收，工程预付款由项目经理落实，每月或每季度工程回款对项目经理进行考核，考核指标和奖惩机制为应收账款管理责任状。最终工程完工后，质量保证金由项目经理催收。根据合同约定以及业主确认的工程量制定催收周期，催收款项进度考核为按月或按季度。此外，公司本部按项目履约全生命线周期由市场开发部、安全生产部、审计部、法律事务部等部门联合对这些款项催收进行监督考核，其按月或按季度考核回款额度和指标的时候，依据是完工进度（完成工程量）、业主工程量确认书、合同约定收款比例、承诺垫资额、超承诺垫资额。

该公司实施统一的对外担保管理制度。集团公司对担保事项实行集中统一管理，集团所属各单位的担保事项决策权在集团公司董事会，未经集团公司董事会批准，任何单位不得擅自提供担保。集团所属各单位原则上不得对本企业全资子公司、控股公司、参股公司以及互保企业之外的其他企业、个人或组织提供担保。如有特殊情况需要提供担保的，必须经单位董事会（或股东会、党政联席会）研究讨论形成决议后上报集团公司董事会，经集团董事会研究讨论形成决议后上报省国资委，待国资委批准后，集团公司给子公司出具批复意见，各子公司方可办理对外担保事项。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司制定了《融资管理办法》及《投资管理办法》，明确集团董事会和所属各单位董事会是项目投资行为的决策机构，投融资与预算委员会为项目投资论证机构。公司投资管理的职能部门中，财务资产部负责固定资产投资业务；改革发展部负责非房地产及 PPP 项目的长期股权投资业务；投资管理部负责房地产及 PPP 项目投资业务。投融资与预算委员会以专家咨询论证的形式为集团董事会提供决策支持，其结论报送董事会决策。所属单位应设立符合本企业的投资管理、评审、决策机构。各级投资决策机构对投资项目做出的决策应形成决策文件（董事会决议、党委扩大会决议等），所有参与决策的人员应在决策文件上签字背书，所发表意见应记录存档。

该公司对所属单位的投资业务履行动态监管职责，包括监督、检查、评估、审计、绩效考核等形式。禁止分公司或项目管理部实施投资业务，禁止无预算或越权进行投资决策，未经集团总公司董事会和省国有资产监督管理部门批准的投资项目不得进行。所属单位须对本单位实施的房地产、PPP 项目等投资业务具体情况汇总分析，并于每月 25 日前以报表形式报送集团投资管理部。单个 PPP 项目计划总投资额低于 2 亿元的，由各子公司董事会按程序自行决策，报集团备案；单个项目计划总投资额大于等于 2 亿元的，按“两级论证、一级审批”程序决策。已经公司本部投标前评审通过的项目，标后数据情形差异较小，按标后评审程序决策；若标后数据情形差异较大，且风险明显增大，则按标后程序审批决定是否决项目或递交投预委会论证。

在资金管理方面，该公司本部及下属分公司已实现集中管控¹⁴，子公司资金集中管控正在实施之中。目前公司本部及分公司资金每天下午 5 点准时归集至资金管理结算中心，各个用款单位的支付实行联动支付，公司资金管理结算中心对所有资金进行统一调度和管理。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 8 月 10 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。截至 2018 年 7 月末，公司处于存续期的债券均正常付息，无违约情况发生。

根据 2018 年 1 月 3 日该公司子公司山西建发发布的公告，由于三亚凤凰苑项目涉及未批先建的情况，三亚市天涯区综合行政执法局于 2017 年 12 月 28 日出具《行政处罚决定书》，对山西建发子公司三亚亿源丰实业有限公司做出罚款该项目建设工程造价百分之十，共计 892.20 万元的行政处罚。本次行政处罚总额占山西建发 2017 年前三季度营业收入的 0.18%，利润总额的 10.81%。2017 年 12 月 29 日，山西建发已经缴纳了罚款，日常生产经营照常进行。

¹⁴ 母体货币资金较小的原因：财务人员认为资金中心的归集资金属于子公司，故未列入母公司报表汇总，导致母公司口径现金类资产占比低。

该公司本部及子公司均存在数条行政处罚，其中国家企业信用信息公示系统中列出的公司本部涉及行政处罚共 11 条，主要涉及施工不合规、违反税收管理等情况，罚款均在万元左右。

图表 24. 公司不良行为记录列表（截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/8/10	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/8/10	正常	正常
工商行政处罚	国家企业信用信息公示系统	2018/8/10	有	有

资料来源：根据山西建投所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司属于建筑行业，盈利空间有限。近年来公司营业收入持续增加，业务毛利率波动，期间费用率上升，公允价值变动收益波动对利润有一定影响。少数股东权益增长及应交地方税费转增资本金使得公司权益资本实力有所增强，然而公司债务规模增长相对较快，导致其负债经营程度上升。公司刚性债务迅速增加，但多集中于长期。近年来公司经营活动现金流量净额波动较大，2017 年呈净流入状态，但 2018 年第一季度由于季度结算及项目增加等原因，经营性现金流呈现大幅净流出状态。

1. 数据与调整

中兴财光华会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2016 版）、企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。2017 年，公司针对《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止运营》（财会[2017]13 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。

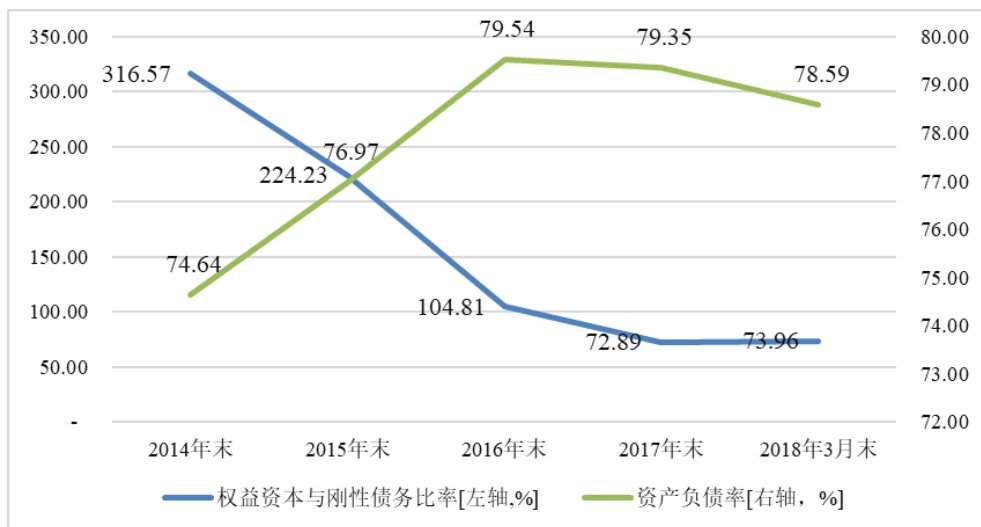
截至 2017 年末，该公司共有合并范围企业 129 家，合并范围内新增二级子公司 9 家。其中公司通过购买股权方式新增三亚东吉水产食品有限公司及太原市银河房地产开发有限公司 2 家二级子公司；新设立山西建筑工程有限公司、山西建设融资担保有限公司、运城晋建热电有限公司、山西建工晋龙公路工程有限公司、晋建私募基金管理（横琴）有限公司、晋建商业保理（横

琴)有限公司、北京晋发资产管理有限公司、山西建工晋南建筑产业有限公司、山西建工场道建设有限公司及运城市姚暹渠空港段工程项目管理有限公司共 10 家二级子公司；同时注销山西三建金源建筑工程有限公司、山西成瑞达工程建设有限公司 2 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据山西建投所提供数据绘制

2014-2016 年，该公司工程施工主业务发展迅速，负债规模增长较快。跟踪期内公司资产负债率呈现下降状态，2017 年末较上年末下降 0.19% 为 79.35%。2018 年 3 月末，资产负债率继续降低至 78.59%。

从权益资本方面来看，受益于自身经营积累及政府支持，该公司近年来资本实力逐年增强。2017 年，山西省人民政府对公司增加货币出资 0.16 亿元，同时公司将欠缴地方税费转增国有资本金 13.52 亿元，当年末公司实收资本较上年末增长 321.45% 至 17.94 亿元。公司所有者权益中未分配利润占比较大，2015~2017 年末占比分别为 51.17%、48.69% 以及 43.08%。公司每年对投资性房地产进行评估，其他综合收益主要为公允价值变动收益。近三年公司通过购入企业扩张业务，少数股东权益逐年增加，其中 2016 年公司新购入 17 家企业，当年末少数股东权益较上年末增长 47.76%。公司近年来业务发展主要依靠债务融资支撑，业务规模扩大的同时刚性债务明显增加。尽管公司净资产实力增强，其股东权益对刚性债务的覆盖能力仍逐年降低，但考虑到施工企业行业特性，股东权益与刚性债务比率仍处于行业平均水平。

图表 26. 公司所有者权益主要构成（单位：亿元）

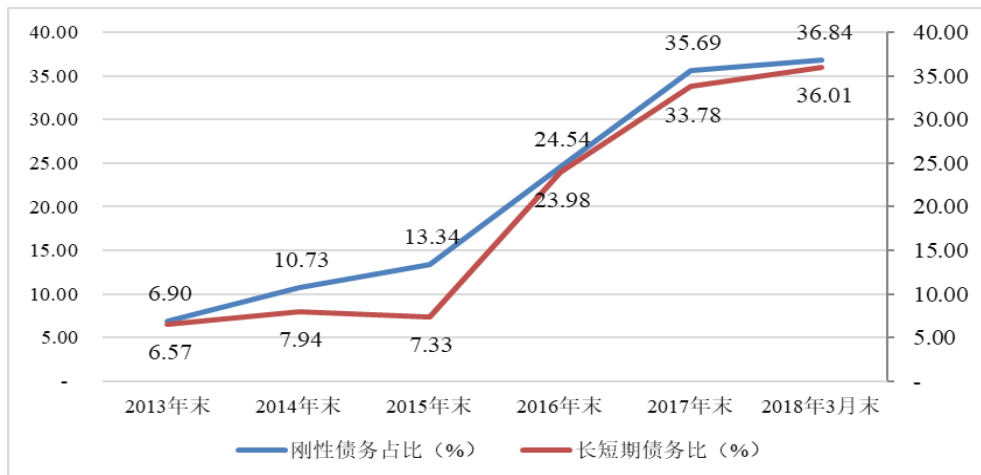
主要权益构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
所有者权益	65.96	70.28	77.29	88.45	111.41

主要权益构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
实收资本(或股本)	4.26	4.26	4.26	4.26	17.94
未分配利润	32.66	35.96	39.55	43.07	48.00
资本公积	20.57	17.69	2.33	2.33	2.25
其他综合收益 ¹⁵	-	-	16.05	16.70	16.05
少数股东权益	8.16	11.94	14.62	21.60	26.47

资料来源：山西建投

(2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	11.39	22.20	34.47	84.34	152.85	151.25
应付账款 (亿元)	73.86	107.03	125.60	155.84	155.88	120.03
预收款项 (亿元)	18.48	9.22	17.32	19.52	31.54	37.92
其他应付款 (亿元)	31.30	34.20	43.42	44.05	51.32	52.76
刚性债务占比 (%)	6.92%	10.73%	13.34%	24.54	35.69	36.84
应付账款占比 (%)	44.86%	51.73%	48.61%	45.34	36.40	29.24
预收款项占比 (%)	11.22%	4.45%	6.70%	5.68	7.37	9.24
其他应付款占比 (%)	19.01%	16.53%	16.81%	12.81	11.98	12.85

资料来源：根据山西建投所提供数据绘制

从债务期限来看，该公司负债以流动负债为主。2015 年以来，公司开始通过发行债券筹措资金，同时增加长期借款，债务期限结构有所优化，2017 年末长短期债务比为 33.78%。2018 年 3 月末，公司债务结构进一步优化，长短期债务比较年初上升 2.23 个百分点至 36.01%。

从债务构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、应付账款、其他应付款、预收款项及应交税费等科目。公司应付账款主要是应付分包商的材料费、

¹⁵ 2014 年，公司针对《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》（财会[2014]7 号）的相关规定，将资本公积中公允价值变动损益列入“其他综合收益”科目。

劳务费和工程分包款,近年来由于公司业务规模扩大,应付账款呈上升趋势。2017年末,应付账款中账龄在一年以内的应付账款余额为93.50亿元,占应付账款的比重为59.99%。公司其他应付款主要是往来款和分包施工方的工程保证金等,其中往来款¹⁶占比较大。公司预收款项部分主要是未到结算期的项目收到的进度款,近年来有一定波动。2018年3月末,应付账款较年初下降23.00%至120.03亿元,债务结构较年初变化不大。

(3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	9.84	16.41	26.46	27.80	57.04	54.88
其中: 短期借款	7.75	14.33	22.37	21.75	46.96	42.90
一年内到期非流动负债	-	-	-	0.12	0.74	0.74
应付票据	2.04	2.08	4.10	5.28	8.38	10.37
应付利息	0.02	-	-	0.65	0.65	0.58
其他短期刚性债务	-	-	-	-	0.30	0.30
中长期刚性债务合计	1.55	5.79	8.01	56.54	95.81	96.37
其中: 长期借款	1.39	0.34	1.65	30.47	62.90	65.47
应付债券	-	-	-	20.89	20.92	19.43
其他中长期刚性债务	0.16	5.45	6.36	5.18	11.99	11.47
综合融资成本 (年化)¹⁷	-	7.10%	6.89%	5.91%	6.23%	-

资料来源: 根据山西建投所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务主要由银行借款与应付债券构成, 近三年呈现较快增长态势。从借款类型看, 2015年以来, 公司新增银行借款主要为保证借款和质押借款, 其中保证借款主要由公司自身提供担保, 质押借款的质押物为公司应收票据。应付债券均为2016年新增, 包括公司为主体发行的中期票据8.00亿元和子公司山西建发为主体发行的非公开公司债及公司债13.00亿元。公司其他短期刚性债务为子公司山西四建发行的0.30亿元融资计划, 由子公司山西建设融资担保有限公司为其提供担保。公司其他中长期刚性债务为融资租赁款。

图表 29. 公司近两年及一期银行借款结构 (单位: 亿元)

借款类型	2016 年末			2017 年末			2018 年 3 月末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	31.51	9.01	40.52	26.80	37.58	64.38	28.4	42.16	70.56

¹⁶ 往来款主要为集团公司对各级次分公司领导和项目人员通过签订责任状、上交抵押金的形式实行绩效考核, 对项目进行严格管理, 通过最终完工项目的规模、质量、抵押金比例等对经营成果进行兑现, 往来款中包括上述抵押金、尚未支付给合作方的相关款项、欠付职工款项等。

¹⁷ 该公司未提供 2013 年综合融资成本。

借款类型	2016 年末			2017 年末			2018 年 3 月末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
质押借款	-	34.61	34.61	0.00	22.85	22.85	1.20	22.85	24.05
抵押借款	5.82	0.57	6.39	1.10	0.19	1.29	0.59	0.00	0.59
信用借款	14.99	7.49	22.48	19.07	3.01	22.08	12.71	0.45	13.16
合计	31.51	9.01	40.52	26.80	37.58	64.38	42.90	65.46	108.36

资料来源：山西建投

该公司刚性债务利率区间浮动较大，主要集中在 4%~6%。2017 年末，公司 1 年以内的刚性债务占比较大，1 年以上刚性债务期限分布较为均衡。考虑到公司货币资金较为充足，短期刚性债务覆盖率为 142.15%，即期偿债压力尚可。

图表 30. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构(单位: 亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%以内	6.50	0.40	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	1.10	2.67	-	2.65	-
4%~5% (不含 5%)	19.82	-	2.81	8.72	22.85
5%~6% (不含 6%)	24.43	8.6	6.15	7.95	5.02
6%~7% (不含 7%)	3.46	-	0.84	3.00	-
7%及以上	4.25	-	0.8	0.73	6.95
合计	59.56	11.67	10.6	23.05	34.82

资料来源：山西建投

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期 (天)	28.69	25.75	33.51	52.84	56.61	-
营业收入现金率 (%)	88.09	81.14	91.95	89.02	97.05	178.46
业务现金收支净额 (亿元)	4.95	-0.62	-1.49	-16.78	41.52	-13.28
其他因素现金收支净额 (亿元)	-3.76	3.32	-2.19	24.97	-31.40	-16.54
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.19	2.71	-3.68	8.19	10.12	-29.82
EBITDA (亿元)	6.78	8.38	8.89	11.76	15.88	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.60	0.50	0.31	0.20	0.13	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	9.25	5.98	4.41	3.88	2.32	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司现金流来源主要为工程施工收入，项目结算周期较长，在项目业主的资金压力加大，工程结算速度放缓的背景下，近三年公司营业周期拉长，

营业收入现金率呈现一定波动，而经营环节的净现金流总体呈较大的波动态势，其中 2015 年经营活动产生的现金流量为净流出，主要是由于业务扩张导致的公司的管理费用、保证金、备用金及往来款的支出大幅增长，使得支付其他与经营活动有关的现金流出快速上涨所致。2016 年度，公司清欠力度增大及工程款结算回收工作成效较好，使得当年销售商品、提供劳务收到的现金增多，经营性现金流由流出转为流入。2015-2017 年度，公司的往来款皆系与客户、供应商及合作项目的合作方对于尚未结算的工程项目而产生的垫付款项。2015 年经营活动产生的现金流量为净流出，主要是由于公司业务扩张导致的公司的管理费用、保证金、备用金及往来款的支出大幅增长，使得支付其他与经营活动有关的现金流出快速上涨所致。2015 年度及 2017 年度，因公司和对手方达成协议，后期直接将垫付往来款项用于业务结算，故而在现金流量表-经营活动中进行列式。2016 年度，由于公司及其对手方对当年度发生的垫付款项未明确约定后期是否用于业务结算，故而将当年度发生的往来款项在在现金流量表-投资活动中进行列式，导致 2016 年度收入/支付其他与经营活动有关的现金的金额较 2015 年波动较大。2015-2016 年经营活动现金流呈净流出状态。2017 年，由于销售商品提供劳务的现金大幅增加，经营性现金流有所改善，净流入 10.12 亿元。

2018 年第一季度，该公司经营性现金流净流出 29.82 亿元，主要是由于项目增多，导致当期购买商品、接受劳务支付现金 100.04 亿元；以及项目增加，往来款增多导致当期支付其他与经营活动有关的现金 66.99 亿元。

图表 32. 调整科目后近五年经营性现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
收到其他与经营活动有关的现金	64.44	74.97	97.89	34.14	180.14
支付其他与经营活动有关的现金	68.19	71.65	100.08	9.17	211.54
经营环节产生的现金流量净额	1.19	2.71	-3.68	8.19	10.12
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-	58.41	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-	85.35	-
投资环节产生的现金流量净额	-2.65	-5.35	-0.44	-35.43	-39.96

资料来源：根据山西建投所提供数据整理

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其其他资产摊销构成。其中，利润总额占比高，拉动 EBITDA 增长。同时，近年公司利息支出随着融资规模的扩大而大幅增长。近三年由于刚性债务增长较快，公司 EBITDA 对刚性债务与利息的保障弱化。

(2) 投资环节

图表 33. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.06	-2.00	-0.44	-0.55	-0.71	-0.73
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.59	-3.35	0.00	-7.95	-39.25	-1.88
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.00	0.00	-26.94	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.65	-5.35	-0.44	-35.43	-39.96	2.61

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

近年来该公司投资活动现金流出主要是经营规模快速扩张相应增加工程设备等固定资产所致，但 2016 年由于公司将往来款由经营性现金流类科目调整至投资性现金流类科目导致当年投资性现金流大幅流出。2017 年度，公司向 PPP 项目¹⁸投资增加，导致当年购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额大幅上升。考虑到 2017 年公司大量承接 PPP 项目且所需资金较多，未来公司投资性现金流或持续呈流出状态。2018 年第一季度，公司投资性现金流净流出 2.61 亿元。

(3) 筹资环节

图表 34. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
权益类净融资额	--	2.67	1.02	2.24	4.17	0.00
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	1.91	4.05	7.29	41.42	55.34	-1.50
其中：现金利息支出	0.72	1.40	1.93	3.03	6.68	2.06
筹资环节产生的现金流量净额	2.13	6.71	8.31	43.66	59.51	8.00

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

为满足集中投资所产生的资金补充需求，近年来该公司主要通过向银行借款和发行债券融资。2016 年公司筹资性现金流净额较上年增长 52.67%，主要系发行债券所致。2017 年公司筹资性现金流净流入额继续增加，主要系公司增加银行借款所致。考虑到 2017 年公司承接了不少 PPP 项目，资金需求大，未来公司筹资方面将继续承压。2018 年第一季度，公司筹资环节现金流净流入 8.00 亿元。

¹⁸ 该公司当年投资的 PPP 项目为：龙城大街东延工程 PPP 项目、赤峰市红山经济开发区市政建设 PPP 项目、寿阳 PPP 项目、怀仁陶瓷职业技术学院项目、阳曲县创建国家森林城市（2016 年）营造林工程、榆社县漳源大道北延及工业园区路网建设工程项目、运城市中心城区集中供热电联产项目、高平市神农健康城项目、晋中公路 PPP 项目等。

4. 资产质量

图表 35. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	186.29	228.00	287.09	372.08	437.31	412.67
	80.78%	82.26%	85.53%	86.09%	81.04%	79.00%
其中：货币资金（亿元）	16.95	20.59	25.77	45.24	78.77	54.33
应收款项（亿元）	100.60	150.58	183.29	200.98	194.24	163.96
预付账款（亿元）	22.03	13.20	11.60	9.94	21.45	26.42
其他应收款（亿元）	17.15	14.64	21.71	25.51	59.69	71.83
存货（亿元）	26.39	26.59	42.50	85.71	75.32	87.45
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	44.31	49.17	48.56	60.12	102.34	109.70
	19.22%	17.74%	14.47%	13.91%	18.96%	21.00%
其中：长期应收款（亿元）	0.00	0.87	3.26	11.60	11.62	10.46
投资性房地产（亿元）	30.51	32.09	29.00	29.93	28.37	28.37
固定资产（亿元）	8.87	9.66	9.53	10.31	10.47	10.13
在建工程（亿元）	2.21	2.94	2.54	0.36	17.58	24.68
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.71	5.20	3.78	23.68	11.04	6.35
受限资产账面余额/总资产（%）	0.31%	1.88%	1.13%	5.48%	2.05%	1.22%

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，与其建筑施工业务性质相符。随着业务规模扩张，公司资产逐年增加。由于融资规模扩大，近三年公司现金类资产迅速增加。2017 年末，公司现金类资产占总资产比重为 14.60%，受限资金规模较小，流动资金相对充裕。由于工程周期长，公司应收款项中占总资产比重较大。应收账款客户账期一般在 1-2 年，账龄在一年以内的余额为 115.00 亿元，占应收账款比例 59.72%。公司客户较为分散，前五名应收账款合计占比 3.52%。其中政府部门事业单位等客户期末应收账款余额为 42.77 亿元，占应收账款年末余额的 21.15%，应收账款回收风险较大。2017 年公司应收账款及其他应收款合计产生坏账损失 0.56 亿元，较上年末增长 18.75%。2017 年末，公司预付账款较年末增长 115.82%，预付账款大幅增加，除合并范围变化导致的预付账款增加之外，主要是由于为项目建设预付定金或工程款、材料款、土方款、设备款、土地流转费等增加所致。其他应收款余额较上年末增长 133.99%。其他应收款主要为往来款，主要为部分基层分子公司为合作项目代付工程款、材料款、人工费、设施费等。一般往来款由项目责任人负责，随着工程进度收回。随着经营规模的扩大，近年来公司往来款有所增加。2017 年末，公司存货账面价值较上年末有所下降，存货结构有一定改变。存货中开发成本、工程施工和库存商品分别占存货账面价值比例为 46.57%、12.84% 和 7.17%。其中开发成本较上年末增加 22.46 亿元，主要由于房地产项目的增加；工程施工较上年末减少 21.17 亿元，主要由于工程进度进入后期所致。

该公司非流动资产主要是长期应收款、投资性房地产、固定资产和在建

工程。2016 年末，公司长期应收款较 2015 年末大幅增长 255.43% 至 11.60 亿元，主要为公司承建的委托代建类项目劳务款 11.55 亿元。2017 年末，公司长期应收款主要为公司承建的保障房及 PPP 项目的分期收款提供劳务款和子公司的融资租赁款。投资性房地产主要是公司下属 8 个子公司持有的自用土地转入，2017 年末账面价值为 28.37 亿元，较上年末下降 5.22%。公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，年度间金额存在一定波动，主要是土地价值变动引发的估值调整。如土地价值波动，或存在减值风险。截至 2017 年末，公司共拥有 70 宗土地，全部位于太原市区，用地性质大部分为划拨，少数为出让，均未用于融资抵押。固定资产主要为施工机械、房屋建筑、土地和运输设备，较上年末变化不大；2017 年末，在建工程较上年末大幅上升，主要是由于 11 个 PPP 项目¹⁹开工计入在建工程所致。此外，当年末公司无形资产大幅增加至 2.51 亿元，主要是由于晋中公路项目、古交兴能电厂一二期改造合同能源管理项目、屯兰、马兰矿区供热管网合同能源管理项目的运营权计入无形资产所致。

2018 年 3 月末，该公司货币资金较年初下降 31.03% 至 54.33 亿元；应收账款较年初下降 15.59% 至 163.96 亿元；其他应收款较年初增长 20.34% 至 71.83 亿元；存货较年初增长 16.10% 至 87.45 亿元。随着 PPP 项目的推进，同期末在建工程较年初增长 40.37% 至 24.68 亿元。公司资产结构较年初变化不大。

2018 年 3 月末，该公司受限资产合计 6.35 亿元，其中 4.95 亿元为货币现金科目中的保证金；0.02 亿元为用于质押的应收票据；1.27 亿元为用于抵押的存货；0.11 亿元为用于抵押的固定资产。受限资产合计占总资产比重较低，为 1.22%。

5. 流动性/短期因素

图表 36. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	120.58%	118.95%	119.27%	134.20%	136.61%
现金比率 (%)	89.24%	98.20%	96.79%	99.70%	106.38%
应收账款周转速度 (次)	2.64	2.47	1.87	1.73	1.87
存货周转速度 (次)	9.07	10.57	8.15	4.71	4.08

资料来源：根据山西建投整理。

该公司近三年流动比率有所增长，主要系债务期限结构调整所致。近三年现金比率持续上升，公司现金较为充裕。应收账款周转速度近三年较为稳

¹⁹ 11 个 PPP 项目分别为龙城大街东延工程 PPP 项目、赤峰市红山经济开发区市政建设 PPP 项目、寿阳 PPP 项目、怀仁陶瓷职业技术学院项目、阳曲县创建国家森林城市（2016 年）营造林工程、榆社县漳源大道北延及工业园区路网建设工程项目、运城市中心城区集中供热热电联产项目、高平市神农健康城项目、高平市人民医院医技综合楼项目二、定襄六馆一院项目和武乡县红星杨项目。其余开工项目由于可计入数据较小，未在年报附注中列出项目明细，合并其他项目列入在建工程。

定，但存货周转速度下降，整体运营水平有所下降。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司已成立资金管理中心，对全集团资金进行管理。公司对子公司采取财务派驻管理模式，对子公司资金调度能力较强。当年末，公司本部现金类资产余额为 6.76 亿元，占合并口径现金类资产比重 8.58%。公司下属二级子公司有对外融资权限，融资额度根据每年融资计划批复，超出规定的融资总额需要上报集团批准。集团总部融资主要用于对子公司的资金支持，因此融资额度相对较小。2017 年末公司合并口径刚性债务为 152.85 亿元，其中含本部刚性债务 32.41 亿元，占比 21.12%。2017 年末，公司集团本部应收账款及其他应收款余额分别为 13.40 亿元和 38.48 亿元。应收账款和其他应收款计提坏账准备金合计为 1.63 亿元。应收账款多为应收工程款，其他应收款为母公司对子公司资金支持，收取一定的利息费用。

该公司承接项目后分配子公司进行运营，本部承接工程及投资项目较少。子公司亦可自主承接项目。2017 年集团本部实现营业收入 25.61 亿元，净利润 1.04 亿元。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司是山西省人民政府直属的国有独资公司。2017 年，山西省人民政府对公司增加货币出资 0.16 亿元，同时公司将历史原因形成得欠缴地方税费转增国有资本金 13.52 亿元，公司年末净资产增至 111.41 亿元，较上年末增长 25.96%。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2018 年 3 月末，该公司共获得各家银行授信额度²⁰合计人民币 270.65 亿元，其中贷款授信 139.92 亿元，已使用 129.84 亿元。贷款授信中，大型国有金融机构放贷占比不高。

图表 37. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	270.65	139.92	129.84	3.69%-6.70%	
其中：国家政策性金融机构（亿元）	23.29	23.29	20.99	3.69%-5.15%	权利质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	62.83	22.71	18.99	4.35%-6.53%	信用担保

²⁰ 综合授信额度 282.26 亿元，里面包含银承、保理、流资、保函、信用证和内保外贷，具体细分金额该公司未提供。

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
其中：大型国有金融机构占比（%）	31.82	32.88	30.10		-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

评级结论

该公司是山西省人民政府直属的国有独资公司。公司被列入省属企业集团公司层面推进混改的试点企业，目前公司已完成公司制改革，但整体混改框架方案尚未确定。国企混改对公司造成的影响有待观察。

经营方面，该公司是山西省首家拥有 3 个种类的特级经营资质的施工企业，在山西省建筑市场具有一定市场地位。公司持有多项发明、外观、实用新型专利，储备了一定的技术实力。近年来公司经营较为稳定，目前在手订单充足，未来收入有一定保障。2016 年以来，公司承接了不少 PPP 项目，加上业务扩张及房地产开发业务推进，未来资金需求增加。

财务方面，建筑行业特性限制该公司盈利空间，近年来公司营业收入持续增加，但公司业务毛利率有所下降，期间费用率上升，公允价值变动收益波动对利润有一定影响。少数股东权益增长使得公司权益资本实力有所增强，然而公司债务规模增长相对较快，导致其负债经营程度进一步上升。公司刚性债务迅速增加，但多集中于长期。近年来公司经营活动现金流量净额波动较大。2017 年公司经营性现金流呈净流入状态，但 2018 年第一季度由于季度结算及项目增加等原因，经营性现金流呈现大幅净流出状态。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2019 年 8 月 22 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

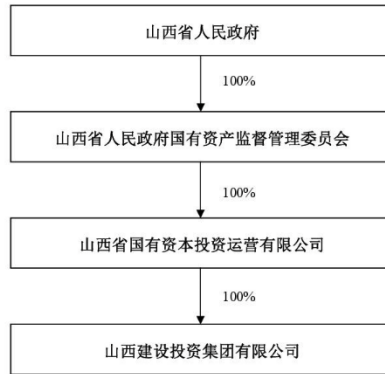
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

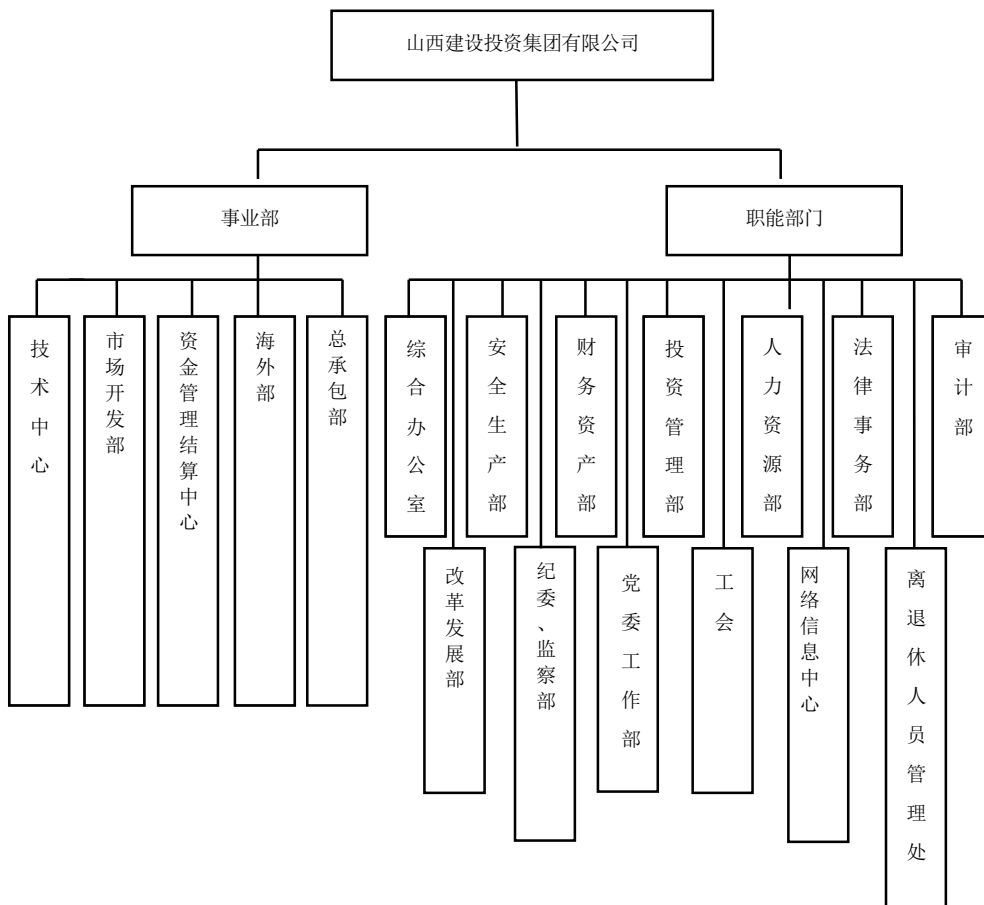
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)
山西建设投资集团有限公司(本部)	山西建投	本级	-	房屋建筑工程	32.61	36.96	25.61	1.04	10.63	-
山西一建集团有限公司	山西一建	子公司	88.89	房屋建筑工程	4.71	12.34	30.06	0.54	1.27	-
山西二建集团有限公司	山西二建	子公司	65	房屋建筑工程	3.68	10.64	35.43	0.84	1.20	0.23
山西五建集团有限公司	山西五建	子公司	70	房屋建筑工程	7.32	10.14	32.68	0.70	0.56	0.06
山西省工业设备安装有限公司	山西工业设备	子公司	51	房屋建筑工程	8.87	7.86	44.47	0.78	-0.01	0.98
山西建设发展有限公司	山西建发	子公司	100	房屋建筑工程	47.42	35.34	79.56	1.46	-2.07	1.1

注：根据山西建投 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	335.65	432.20	539.65
货币资金 [亿元]	25.77	45.24	78.77
刚性债务[亿元]	34.47	84.39	152.85
所有者权益 [亿元]	77.29	88.45	111.41
营业收入[亿元]	311.76	332.06	368.88
净利润 [亿元]	4.46	5.03	7.00
EBITDA[亿元]	8.89	11.76	15.88
经营性现金净流入量[亿元]	-3.68	8.19	10.12
投资性现金净流入量[亿元]	-0.44	-35.43	-39.96
资产负债率[%]	76.97	79.54	79.35
权益资本与刚性债务比率[%]	224.23	104.81	72.89
流动比率[%]	119.27	134.20	136.61
现金比率[%]	11.54	17.17	25.62
利息保障倍数[倍]	3.94	3.19	2.04
担保比率[%]	1.29	2.92	5.01
营业周期[天]	178.30	182.39	240.23
毛利率[%]	9.70	9.06	10.99
营业利润率[%]	1.69	1.83	2.47
总资产报酬率[%]	2.49	2.52	2.72
净资产收益率[%]	6.05	6.07	7.00
净资产收益率*[%]	6.03	5.54	7.12
营业收入现金率[%]	91.95	89.02	97.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.70	3.16	3.39
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.58	2.72	2.62
EBITDA/利息支出[倍]	4.60	3.88	2.45
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.20	0.13

注：表中数据依据山西建投经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

截至 2017 年末公司已中标 PPP 项目情况

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	计划项目周期	对项目公司持股比例	合同签订日期	开工日期	投资总额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金		建设期+运营期	累计回款	付费方式
									政府方出资	社会资本方出资			
晋中东南外环快速路改造项目	市级	山西建筑工程集团晋中公路工程集团有限公司	21	80%	2016.05	2016.5	26.54	6.00%	1	4	1+20	2.10	政府付费
晋中市龙城大街东延工程	市级	山西建工晋龙公路工程有限公司	21	90%	2017.1	2017.5	7.29	5.98%	0.15	1.3122	1+20	-	政府付费
运城供热项目	市级	运城晋建热电有限公司	29	85%	2017.3	2017.3	15.21	4.78%	0.44	2.51	1.5+28	-	可行性缺口补助
高平市神农健康城项目	县级	高平市神农健康城工程建设有限公司	32	38.75%	2016.6	2017.8	4.75	5.35%	0.19	0.61	2+30	-	可行性缺口补助
武乡县旌旗东路和南亭川路管廊建设和路面工程项目（新区建设首期）	县级	武乡县红星杨嘉业城市建设有限公司	18	54.83%	2016.10	2017.9	5.76	5.38%	0.1	1.06	3+15	-	可行性缺口补助
漳源大道北延及工业园区路网建设工程项目	县级	榆社县嘉业城市建设有限公司	15	80%	2017.5	2017.4	2.38	5.98%	0.08	0.32	2+13	-	政府付费
定襄六院一馆项目	县级	定襄县定盛嘉业城市建设有限公司	15	90%	2017.7	2017.8	3.34	5.71%	0.07	0.61	2+13	-	可行性缺口补助
山西省寿阳县人民医院、社会福利中心、汽车客运中心、城市公交站基础设施 PPP 项目	县级	寿阳五兴建设投资有限公司	20	83%	2016.8	2016.11	6.17	7.00%	0.21	1.02	3+17	-	政府付费
赤峰红山经济开发区市政建设	市级	内蒙古晋辽建设发展有限公司	11	70%	2016.9	2017.8	9.81	6.39%		2.5	1+10	-	政府付费
祁县 G208 国道	县级	祁县广济建设管理有限公司	17	90%	2017.3	2017.7	4.93	6.02%	0.11	1.02	2+15	-	政府付费
运城市姚暹渠(苦池闸一运三高速)综合治理 PPP 项目	市级	运城市姚暹渠空港段工程项目管理有限公司	20	95%	2017.3	2017.10	1.34	5.05%	0.02	0.32	2+18	-	政府付费
祁县城区中轴线市政道路及配套基础设施工程	县级	祁县广惠市政建设工程有限公司	17	90%	2017.3	2017.7	8.42	6.14%	0.16	1.45	2+15	-	政府付费

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	计划项目周期	对项目公司持股比例	合同签订日期	开工日期	投资总额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金		建设期+运营期	累计回款	付费方式
									政府方出资	社会资本方出资			
长治县市政道路建设 PPP 项目	县级	山西拓远道路工程有限责任公司	10	80%	2017.12	2018.3	1.58	5.09%	0.06	0.25	1+9	-	政府付费
潞城市 2017 年交通 PPP 项目	市级	潞城市三杰建设管理有限公司	15	45.90%	2017.9	2018.3	2.08	6.65%	0.04	0.37	1+14	-	政府付费
蒲县昌平东街棚户区改造及周边配套项目	县级	尚未成立	15	85%	2017.12	2018.3	4.17	6.68%	0.12	0.71	2.5+12.5	-	可行性缺口补助
阿尔山市地下综合管廊、丰产沟市政道路及配套管网工程项目	县级	阿尔山市兴阿嘉业城市建设有限公司	15	80%	2017.8	尚未开工	3.3	6.54%	0.13	0.51	3+12	-	政府付费
临猗县县城街道改造、断头路连通工程项目	县级	临猗县兴临嘉业城市建设有限公司	15	90%	2017.9	2017.11	1.63	6.54%	0.03	0.29	1+14	-	政府付费
阿尔山市全民健身活动中心项目	县级	阿尔山市晋强城市建设有限公司	15	80%	2017.1	尚未开工	0.84	6.22%	0.05	0.11	2+13	-	政府付费
怀仁县陶瓷职业技术学院项目	市级	怀仁县兴怀嘉业城市建设有限公司	25	80%	2017.11	2018.4	7.55	6.39%	0.3	1.21	3+22	-	政府付费
高平市“五路一河”工程 PPP 项目	县级	高平市“五路一河”工程建设	16	95%	2017.12	2017.9.30	2.09	6.21%	0.02	0.4	1+15	-	政府付费
陵川县望川街、棋山南路、黄围东街延伸工程 PPP 项目	县级	陵川山安建设发展有限公司	16	90%	2017.12	2018.3. 22	2.74	6.24%	0.05	0.49	1+15	-	政府付费
呼和浩特市回民区基础设施建设工程 PPP 项目	县级	内蒙古帛仁欣安建设发展有限公司	16	5%	2017.1	尚未开工	11.51	4.99%	0.23	2.07	2+14	-	可行性缺口补助
新建山西徐特立高级职业中学(文水县职教中心)建设 PPP 项目	县级	文水五文建设投资有限公司	17	90%	2017.11	2017.11	2.95	7.50%	0.06	0.53	2.5+14.5	-	政府付费

注：山西建投提供。

附录六：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至 2019 年 8 月 22 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。