

山西省投资集团有限公司

# 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]020173】

**评级对象:** 山西省投资集团有限公司

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**评级时间:** 2018年7月24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				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	9.08	17.91	3.81	3.01
刚性债务	25.00	19.39	130.98	137.33
所有者权益	67.11	73.31	73.68	73.61
经营性现金净流入量	7.20	-7.30	-27.32	-0.94
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	238.21	303.91	378.12	383.27
总负债	154.79	211.72	283.49	287.05
刚性债务	89.62	150.40	223.57	229.92
所有者权益	83.42	92.19	94.62	96.23
营业总收入	184.03	159.04	168.12	38.19
净利润	1.34	0.81	0.90	0.10
经营性现金净流入量	0.33	0.50	0.36	0.09
EBITDA	4.77	5.30	6.11	—
资产负债率[%]	64.98	69.67	74.98	74.89
长短期债务比[%]	35.74	105.79	172.20	214.06
权益资本与刚性债务比率[%]	93.08	61.30	42.32	41.85
流动比率[%]	144.57	187.65	202.82	240.34
现金比率[%]	27.79	40.97	31.49	31.84
利息保障倍数[倍]	1.15	0.92	0.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.26	1.11	0.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.04	0.03	—

注:根据山投集团经审计的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

常雅靓 cyj@shxsj.com

李 叶 liye@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:

- **业务地位突出。**山投集团为山西省省属综合投资控股集团,多次获得山西省政府股权划入及通过投资设立等方式充实资产规模及扩大业务范围,业务地位突出。
- **基金拨入规模较大。**山投集团屡次获得山西省各厅局拨入的各类基金,并多次转增为资本金,有助于增强资本实力。
- **多元化业务结构。**近年来山投集团推动业务多元化发展,逐步拓展能源环保、旅游文化及医药等板块转型,抗风险能力有望得到提升。

### 主要风险:

- **山西省经济转型压力。**近年来受煤炭等产业景气度低迷影响,山西省经济下行压力较大;目前全省产业结构仍单一,非煤产业规模小,易波动,虽2017年以来全省经济呈企稳回升态势,但仍需关注其经济增长情况。
- **业务运营风险。**山投集团的贸易业务毛利率很低,且煤炭、钢铁等贸易业务量占比偏高,存在一定的存货跌价风险;房地产板块在建项目投资规模大,资金回笼易受宏观经济环境及房地产市场行情影响,具有不确定性;类金融板块中的融资担保、委托贷款及小额贷款业务均发生一定规模的代偿或逾期,存在资产损失风险。
- **债务偿付压力。**随着山投集团房地产板块在建项目的持续投入,公司已积聚大规模刚性债务,债务偿付压力大,且后续公司仍有大规模计划投资,面临的投融资压力大。
- **资产整合及管控压力大。**山投集团下属子公司数量多,业务涉及领域较广,公司面临较大的资产整合及管控压力。

### 评级关注：

- 股权拟划转事项。根据山西国投公司和山西文旅集团签订的《委托管理协议书》，山投集团股东拟变更为山西文旅集团，截至本评级报告出具日，该股权划转事项尚未完成，股东山西国投公司已将公司委托给山西文旅集团进行管理，本评级机构将持续关注该事项对公司的影响。

### ➤ 未来展望

通过对山投集团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



## 山西省投资集团有限公司

# 信用评级报告

### 概况

山西省投资集团有限公司（以下简称“山投集团”、“该公司”或“公司”）前身为山西省煤炭资产经营有限责任公司（以下简称“山西煤炭经营公司”），系经山西省人民政府批准、由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”）出资，于 2003 年 7 月 9 日成立的国有独资公司，初始注册资本 35.50 亿元。2011 年 1 月，根据《关于山西省煤炭资产经营有限责任公司整合重组三户省属企业有关事宜的通知》（晋国资改革函[2011]32 号），山西煤炭经营公司整合重组山西金通投资管理有限公司（以下简称“金通投资”）、山西省农业资产经营有限公司和山西省环境保护基金有限公司（以下简称“山西环保基金”），作为上述三家企业的母公司。同年 4 月，该公司更为现名。2015 年 12 月 16 日，山西省政府成立山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）。根据山西省国资委、山西省财政厅《关于将山西省投资集团有限公司划转到省财政厅监管的通知》（晋国资发[2015]34 号），公司从山西省国资委整体划转至山西省财政厅。随后，山西省财政厅以持有公司 100% 股权及其他作价出资成立山西金控集团，由山西金控集团对公司履行出资人职责，行使出资人权利。2017 年 9 月，根据晋财金[2017]58 号文，公司全部股权被无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投公司”）<sup>1</sup>。2017 年 12 月，根据山西国投公司和山西省文化旅游投资控股集团有限公司（以下简称“山西文旅集团”）签订的《委托管理协议书》，山西国投公司将公司委托给山西文旅集团进行管理<sup>2</sup>。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本和实收资本仍为 35.50 亿元，山西国投公司持有公司 100% 股权，实际控制人为山西省国资委。

该公司为山西省重要的国有资产投资经营主体。自成立以来，公司多次获得股权划入及通过投资设立等方式充实资产规模及扩大业务范围。目前，公司正致力于搭建包括贸易业务、房地产业务、类金融、环保业务、旅游文化业务等的多元化产业布局。

<sup>1</sup> 山西国投公司成立于 2017 年 7 月，由山西省国资委出资组建，注册资本 500 亿元。

<sup>2</sup> 公司股东拟变更为山西文旅集团，截至本评级报告出具日，该股权划转事项尚未完成。山西文旅集团成立于 2017 年 8 月，由山西国投公司持有 100% 股权，注册资本 50 亿元；经营范围包括旅游景区的投资、开发及运营管理；从事住宿业、餐饮业及旅游交通运输业；旅游信息平台建设；智慧旅游服务；旅游资产管理；旅游教育及技能培训；文化演艺、会议及展览服务；旅游地产开发；航空旅游、体育项目投资运营；旅游产品、特色农产品的生产、加工、贸易和销售及其他。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

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。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、

燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194

号),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款;不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任;不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

整体来看,自43号文发布以来,国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格,城投企业的政府融资职能剥离,短期看会加大城投企业的融资难度,但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者,中短期内重要性仍将保持,且随着政府预算管理等制度的逐步完善,城投企业的业务开展模式将渐趋规范,市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时,近两年城投企业债务集中到期规模大,融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

山西省煤炭资源丰富,经济发展对资源的依赖度偏高,近年来经济转型压力较大;2016年下半年以来,山西省推进供给侧改革,全省经济呈企稳向好态势。借助省内丰富的旅游资源,山西省大力推进旅游业的发展,成为拉动经济增长的新亮点。

山西省位于黄河中游东岸,华北平原西面,东有太行山,西有吕梁山,西、南以黄河与内蒙、陕西、河南等省区为界,全省总面积15.67万平方公里,辖11个地级市,119个县、市、区,地形多为山地丘陵,山区面积约占全省总面积的80%以上。截至2017年末,全省常住人口3702.35万人,较2016年末增加20.71万人。

山西省矿产资源极为丰富,已发现的地下矿种达120多种,其中探明储量的有70种,多种矿藏储量居全国各省(市、区)前列,其中煤炭保有资源储量2767.85亿吨,约占全国查明煤炭资源储量的20.1%,煤层气保有资源储量1825.16亿立方米,占全国保有资源储量的88.2%。

2012年以来,受宏观经济环境影响,山西省经济开始振荡下行并逐渐出现断崖式下滑,全省经济领域深层次矛盾和问题开始凸显,2016年下半年以来全省经济下行的态势得以扭转,2017年经济增长自2014年以来首次步入合理区间。2015-2017年,山西省地区生产总值分别为12802.6亿元、12928.3亿元和14973.5亿元,按可比价格计算,同比分别增长3.1%、4.5%和7.0%,2017年增速较2016年进一步回升2.5个百分点,增速高于全国0.1个百分点。2017年,全省第一产业增加值777.9亿元,同比增长3.0%;第二产业增加值6181.8亿元,同比增长6.5%;第三产业增加值8013.9亿元,同比增长7.8%。全年全

省三次产业结构由 2015 年的 6.2:40.8:53.0 调整为 3.0:41.3:53.5。2018 年第一季度，山西省经济总体保持平稳增长，当期全省实现地区生产总值 3122.07 亿元，同比增长 6.2%，增速较上年同期加快 0.1 个百分点。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为 115.39 亿元、1331.42 亿元和 1675.26 亿元，同比分别增长 3.5%、5.6% 和 6.9%。

受工业主导产品价格持续下跌影响，2015-2016 年山西省规模以上工业企业创收能力持续下降；2017 年，山西省推进供给侧改革，经济发展逐步企稳，全省工业经济恢复增长、运行效益明显改善。2017 年，全省规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上年上升 5.9 个百分点。2015-2017 年，全省规模以上工业企业分别实现主营业务收入 14393.7 亿元、13957.0 亿元和 17725.3 亿元，同比分别增长-16.9%、-3.7% 和 25.7%，2017 年实现恢复性大幅增长。其中 2017 年，能源工业实现主营业务收入 10359.6 亿元，同比增长 30.4%，占全省比重为 58.45%；材料与化学工业实现 4342.0 亿元，同比增长 24.1%；消费品工业实现 988.2 亿元，同比增长 0.1%；装备制造业实现 1972.0 亿元，同比增长 22.0%。2018 年第一季度，全省规模以上工业增加值同比增长 5.5%。但山西省经济仍较大程度的依赖能源工业，产业结构转型升级压力大。

投资是拉动山西省经济增长的主要动力，受钢铁、煤炭行业去产能进程深入影响，2016 年全省固定资产投资增速同比大幅下降。2015-2017 年，全省全社会固定资产投资分别完成 14137.2 亿元、14285.0 亿元和 6140.9 亿元<sup>3</sup>，同比分别增长 14.34%、1.0% 和 6.3%。2017 年，全省三次产业分别完成投资 509.1 亿元、2104.6 亿元和 3108.5 亿元，同比分别增长 0.8%、3.3% 和 9.9%。同年，全省工业投资 2112.2 亿元，同口径同比增长 3.1%；其中煤炭工业投资 374.9 亿元，同口径同比下降 8.6%；非煤工业投资 1737.3 亿元，同口径同比增长 6.0%。2018 年第一季度，山西省完成固定资产投资 627.6 亿元，同比下降 9.7%。

图表 1. 2015-2017 年山西省主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	12802.6	3.1	12928.3	4.5	14973.5	7.0
规模以上工业企业实现主营业务收入	14393.7	-16.9	13957.0	-3.7	17725.3	25.7
全社会固定资产投资	14137.2	14.4	14285.0	1.0	6140.9	6.3
社会消费品零售总额	6030.0	5.5	6480.5	7.4	6918.1	6.8
海关进出口总额	147.2 (亿美元)	-9.3	1099.0	20.5	1161.9	5.6

资料来源：山西省 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报

山西省拥有丰富的自然和人文旅游资源，山西省现存有全国重点文物保护单位近 500 处，五台山、平遥古城、云冈石窟、乔家大院均为著名的景点，近年来山西省为应对经济“新常态”，借助“一带一路”的机遇，大力发展旅

<sup>3</sup> 2017 年国家统计局确定山西为投资统计改革试点省份，固定资产投资额的统计方法由原来的以形象进度法为主改为以财务支出法为主，并以同样的方法对同期基数进行统计，实现投资增速的同口径比较。

游产业。2015-2017 年及 2018 年第一季度，山西省旅游总收入分别为 3447.5 亿元、4247.1 亿元、5360.2 亿元和 817.5 亿元，同比分别增长 21.1%、23.2%、26.2% 和 24.8%，旅游收入增长快速，成为山西省经济增长的新亮点。

#### (4) 煤炭行业

煤炭行业属于周期性行业，2016 年以来我国经济整体表现出稳中向好态势，对煤炭需求带来了一定的拉动效应，原煤生产实现恢复性增长。得益于国家稳定煤价相关政策的出台和煤炭中长期合同的签订，煤炭价格波动区间有所收窄。目前，煤炭行业产能过剩问题依然存在，我国正逐步通过煤炭行业结构调整、淘汰落后产能等方式推动煤炭行业集中度提升。

煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。从能源消费结构来看，“富煤、贫油、少气”的能源结构使煤炭在我国一次性能源生产中所占比重一直保持在 70% 以上，在一次性能源消费中的占比在 2/3 左右。我国电力燃料的 75%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80% 均来自煤炭。我国以煤为主的能源结构近期不会改变，煤炭行业在今后较长时间内仍具有较强的不可替代性。2011 年下半年以来，在宏观经济增速放缓、固定资产投资增速下降等因素的影响下，电力、钢铁等强周期性行业的景气度受到冲击，煤炭行业景气度持续下滑。2016 年我国经济稳增长政策持续发力，整体经济形势有所复苏，对煤炭需求端带来了一定的拉动效应，煤炭行业景气度有所回升。2016 年我国煤炭消费量虽在连续两年下降的基础上仍同比继续下降 1.3%，但降幅较上年有所收窄。2017 年以来，在基建需求较快增长、消费稳定增长及外贸表现强劲的带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，对煤炭需求带来了一定的拉动效应，煤炭下游需求增长由负转正。2017 年，全年原煤产量 35.2 亿吨，同比增长 3.3%，是自 2014 年以来首次正增长，但受国内加大安全、环保监管力度影响，煤炭产能仍未完全释放，目前国内煤炭产量总体无法满足消费量，呈现阶段性供给偏紧的局面。

从煤炭价格走势看，2016 年以来随着国内煤炭行业供给侧改革成效显现，国内煤炭产量下滑，叠加下游市场需求有所改善，煤炭供需矛盾有所缓解，2016 年煤炭全年均价较上年大幅回升。2017 年以来煤炭价格高位震荡，但随着国家稳定煤价相关政策的出台和煤炭中长期合同的签订，煤炭价格波动区间有所收窄。2017 年 12 月，国家发改委、能源局印发《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》和《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》，旨在通过库存标准将煤炭价格维持在 500-570 元/吨的绿色区间。随着供给侧改革的推进及“稳煤价”措施的出台，后续煤价的弹性将减弱，短期由于季节性因素和周期性传导机制的影响会超越区间，但波动幅度会通过调控手段趋于稳定。2017 年末，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价为 580 元/吨，较上年末小幅下降 15 元/吨；山西晋城产无烟煤坑口

价为 705 元/吨，较上年末上升 90 元/吨。

我国不断推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和做大做强国有大型煤炭企业的方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2016 年 2 月 5 日，国务院公布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出从 2016 年起，用 3-5 年的时间再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量；3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，确实需新建煤矿的，一律实行减量置换。同时，2016 年 4 月以来，我国出台了《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》等相关政策，提出多种金融举措保障煤炭钢铁行业化解过剩产能的顺利实施。2017 年 5 月，国家发改委发布《2017 年煤炭去产能实施方案》，提出坚持落后产能应退尽退、能退早退，2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。2017 年，全国累计化解煤炭过剩产能 2.5 亿吨，已超额完成目标。

从行业竞争格局来看，在供给侧改革持续推进下，煤炭行业集中度较低的情形有望得到改善。部分开采成本高、人员负担重、资金实力弱、外部融资困难的中小型煤炭企业将面临经营困境甚至淘汰出局；而资源禀赋较好、人员负担较轻、成本控制能力较强、资金实力雄厚的大型煤炭企业将在低迷的市场环境下维持相对有利的竞争地位，并通过兼并重组推动煤炭行业集中度提升。

## (5) 房地产行业

**房地产行业周期性明显，对政策敏感性较强。近年来持续密集的政策调控使得房地产开发企业经营面临较大的不确定性。受益于太原市去库存政策的实施，2016 年以来太原市房地产市场景气度持续回升。**

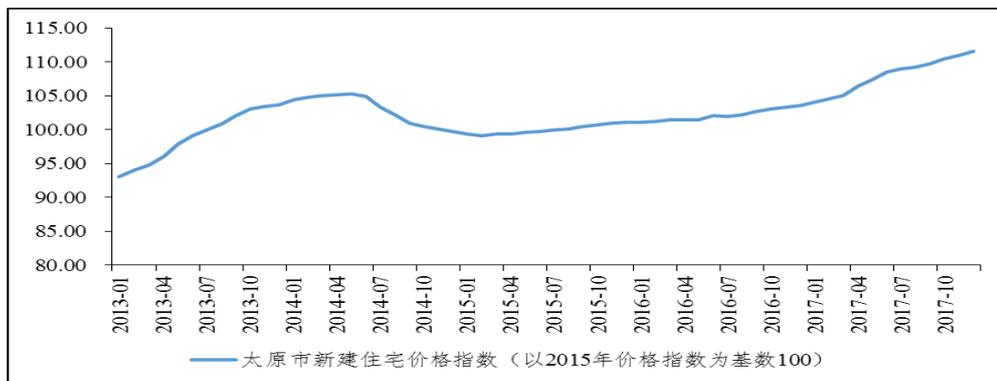
受城镇化、工业化、居民收入增长以及消费升级的推动，我国房地产行业保持快速发展。2004-2017 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元上升至 10.98 万亿元。其中，住宅年完成投资额从 2004 年的 0.88 万亿元上升至 2017 年的 7.51 万亿元。

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2014 年以来我国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”字为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、

公积金、财政补贴等多种支持政策刺激住房需求，加快去库存化。2016年，全国房地产政策分化明显，2016年前三季度，大多数城市的政策导向为去库存、支持自住型购买需求，仅上海、合肥、南京等少数热点城市出现政策收紧；2016年第四季度，9月30日22个城市展开密集调控，此后以“限购”、“限贷”、“限价”、“限钱”为代表的调控政策不断在热点城市蔓延、升级。2017年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。目前，我国房地产市场调控政策在延续因城施策、稳定市场的基础上，正不断加强分类调控的力度。同时，政府先后出台多个政策鼓励租赁市场发展、逐步构建并完善住房长效机制。

2017年，太原市房地产政策以“稳定”、“去库存”为主基调。2017年以来，太原市先后出台《太原市住房公积金管理中心关于调整住房公积金使用政策的通知》、《关于控制二手住房短期交易转让的通知》、《关于控制二手住房短期交易转让实施细则》等多项房地产调控政策，对公积金贷款额度、二套房贷款利率及二手房短期交易等多个方面做了最新规定。此外，2017年10月，太原市政府出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》，支持房地产开发企业改变经营方式，从单一开发销售向租售并举模式转变；鼓励新建租赁住房，政府将出台相关补贴奖励政策；支持公租房保障对象市场租房，政府将对符合条件的家庭给予租赁补贴。2017年，太原市商品房竣工面积434.43万平方米，同比下降24.08%；商品房销售额710.16亿元，同比增长51.61%，较上年提升12.68个百分点，当年太原市房地产市场持续升温。

图表 2. 太原市新建住宅价格指数



资料来源：Wind

## 2. 业务运营

该公司致力于搭建包括贸易、房地产、类金融、旅游文化等的多元化产业布局。目前贸易业务系公司营业总收入的主要来源，但该业务盈利水平低；房地产业务在建项目数量多且处于集中投入期，近期虽有部分项目实现资金回笼，但房地产项目总体资金回笼周期长且具有不确定性，公司面临的投融资压力大；近年来类金融业务收入规模有所扩张，是公司盈利的主要来源之一，但

该项业务面临一定违约代偿风险。此外，公司近年来划入及拟划入业务和资产规模及行业跨度均较大，面临的资产整合压力相应增大。

该公司下属大部分控股子公司均开展贸易业务，贸易品种主要为煤炭、矿产品、钢铁及其衍生品等；房地产业务主要为城中村改造和园区建设；类金融业务主要涉及对各种政府基金的收贷及管理、小额贷款、融资担保、发放委托贷款等，以及对控股参股的山西省国有企业进行资本运营等；生产经营业务主要包括危固废垃圾处理、环保设备生产或租赁、废油利用等。公司营业总收入主要来自贸易业务，2015-2017 年公司分别实现营业总收入 184.03 亿元、159.04 亿元和 168.12 亿元<sup>4</sup>，其中贸易收入占营业总收入的比重分别为 86.48%、78.82% 和 79.86%。同期，公司营业总毛利分别为 7.05 亿元、7.87 亿元和 8.57 亿元，营业总毛利呈现逐年增长态势。2018 年第一季度，公司实现营业总收入 38.19 亿元，其中贸易业务占比依然最大，为 92.33%；同期，公司实现营业总毛利 1.36 亿元。

图表 3. 2015 年以来公司营业总收入与营业总毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业总收入</b>	<b>184.03</b>	<b>100.00</b>	<b>159.04</b>	<b>100.00</b>	<b>168.12</b>	<b>100.00</b>	<b>38.19</b>	<b>100.00</b>
贸易	159.14	86.48	125.35	78.82	134.26	79.86	35.26	92.33
房地产	20.94	11.38	4.94	3.11	4.23	2.52	0.02	0.05
类金融	1.81	0.98	3.45	2.17	2.86	1.70	0.46	1.20
生产经营	0.44	0.24	22.73	14.29	25.16	14.97	1.92	5.03
租赁与服务	0.65	0.35	1.04	0.65	1.37	0.81	0.03	0.08
其他业务	1.06	0.58	1.54	0.97	0.23	0.14	0.50	1.31
<b>营业总毛利</b>	<b>7.05</b>	<b>100.00</b>	<b>7.87</b>	<b>100.00</b>	<b>8.57</b>	<b>100.00</b>	<b>1.36</b>	<b>100.00</b>
贸易	1.49	21.13	0.80	10.17	1.14	13.32	0.36	26.47
房地产	2.89	40.99	1.08	13.72	2.03	23.71	0.02	1.47
类金融	1.58	22.41	2.54	32.27	2.46	28.74	0.38	27.94
生产经营	0.12	1.70	1.68	21.35	1.84	21.50	0.19	13.97
租赁与服务	0.43	6.10	0.53	6.73	0.87	10.16	0.02	1.47
其他业务	0.54	7.66	1.24	15.76	0.22	2.57	0.39	28.68
<b>营业毛利率<sup>5</sup></b>	<b>3.83</b>		<b>4.95</b>		<b>5.10</b>		<b>3.57</b>	
贸易		0.94		0.64		0.85		1.03
房地产		13.79		21.79		47.99		76.94
类金融		87.39		73.62		86.01		84.27
生产经营		28.01		7.37		7.31		10.12
租赁与服务		66.82		51.11		63.50		61.27
其他业务		50.93		80.52		95.65		76.68

资料来源：山投集团

<sup>4</sup> 该公司经审计的 2016-2017 年财务数据确认了利息收入、已赚保费、手续费及佣金收入，为保持年度间财务数据的可比性，本评级报告使用营业总收入数据，将利息收入和已赚保费归类为类金融业务收入，将手续费及佣金收入归类为其他业务收入。

<sup>5</sup> 综合毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入\*100%。

## (1) 贸易业务

贸易业务为该公司主要的收入来源，公司的大部分控股子公司均开展贸易业务。2015-2017年，公司分别实现贸易收入159.14亿元、125.35亿元和134.26亿元，其中2016年同比下降21.23%，主要系当年公司对贸易业务进行收缩及贸易风险的审慎控制，并将部分存在生产经营过程的业务由贸易业务重分类至生产经营业务所致。同期，贸易业务毛利率分别为0.94%、0.64%和0.85%，业务盈利能力弱。公司贸易品种以钢材、煤炭、矿产及化工产品为主，2017年上述贸易品种销售收入占贸易业务收入的比重分别为10.00%、32.16%、45.98%和4.44%。2018年第一季度，公司贸易业务收入为35.26亿元，业务毛利率为1.03%。

图表 4. 2015 年以来公司贸易品种情况（单位：万吨，亿元）<sup>6</sup>

贸易品种	销售量				销售收入			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
钢材	165.92	154.39	36.91	10.79	61.69	31.84	13.43	2.59
煤炭	793.54	824.59	955.78	430.34	43.81	31.52	43.18	13.53
矿产品	215.63	929.79	1120.37	239.01	31.15	51.15	61.73	17.98
化工产品	55.50	17.90	11.07	1.11	9.60	7.81	5.84	0.08
其他	--	--	--	--	12.89	3.03	10.07	1.08
合计	--	--	--	--	159.14	125.35	134.26	35.26

资料来源：山投集团

该公司贸易体量大，但公司预付款业务相对较少，一般采取货到付款的方式进行结算，由于存在一定的开票结算周期，会存在部分账面预付款。公司贸易板块的基本经营模式为与客户书面签订购销协议，采取“点对点销售”，严格控制存货规模。公司下属各子公司由于自身情况不同，贸易业务经营模式有所区别，如山西省投资集团国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）贸易业务模式为下游客户指定上游供货商，确定供货产品、数量、价格、运输方式、产品质量验收等基本情况，由国资公司审核后，给予采购后进行销售；山西省投资集团房地产开发有限公司（以下简称“山投集团房地产公司”）业务经营模式为以销定采；山西省投资集团金玉房地产开发有限公司（以下简称“金玉公司”）为现销模式。就公司贸易业务的上下游来看，近年来公司业务交易方加大了贸易商的比例，主要是公司为了防控风险，控制存货规模。销售与采购均使用银行转账收付。

## (2) 房地产业务

该房地产业务是该公司主要的资本性支出业务板块之一。公司下属子公司山投集团房地产公司、山西省投资集团高新建设开发有限公司（以下简称“高新公司”）、金玉公司等均有开展房地产相关业务。公司的房地产业务主

<sup>6</sup> 其他贸易品种包括电动汽车、通讯设备、棉布、食品、饲料等，度量单位不一致，故无法统计总量。

要涉及城中村改造、园区开发、写字楼及住宅等项目。2015-2017年，房地产业务收入分别为 20.94 亿元、4.94 亿元和 4.23 亿元，占营业总收入的比重分别为 11.38%、3.11% 和 2.52%，其中 2015 年由于太原高新区物联网产业园区回笼资金，当年房地产业务在公司营业总收入中占比较高。同期，房地产业务毛利率分别为 13.79%、21.79% 和 47.99%，其中 2017 年毛利率水平较高，主要系当期确认收入的木厂头城中村改造项目和山投世纪广场项目均为加价分包建设模式，仅将毛利润确认收入所致。2018 年第一季度，公司房地产业务收入 0.02 亿元，规模较小。

### A. 城中村改造项目

该公司承担的城中村改造项目集中于太原市，开发模式为公司先行垫资进行拆迁安置及土地平整，收储完成后公司通过“招拍挂”获得土地使用权<sup>7</sup>。后续开发分为两种模式。一是自主开发，除部分地块需建造回迁房之外，其余地块公司可自行建造普通住宅、商业等地产，其销售收入用以实现资金平衡。二是加价分包，由合作方补足剩余前期垫付资金及相关融资成本，并额外按建筑面积每平方米加收一定利润后转让给合作方，由合作方全权负责该项目后续工作。

目前该公司在建城中村改造项目中，武家庄城中村改造项目、木厂头城中村改造项目及赵庄城中村改造项目后续开发均采用加价分包模式，青运村项目及美林湾项目后续开发采用自主开发模式。上述项目概算投资 194.38 亿元，截至 2018 年 3 月末已完成投资 90.72 亿元，实际回笼资金 25.69 亿元。

**图表 5. 截至 2018 年 3 月末城中村改造项目情况（单位：万平方米，亿元）**

项目	总建筑面积	总投资	已投资金额	已回笼资金	建设周期
<b>加价分包模式</b>					
武家庄城中村改造项目	225.77	98.63	36.97	6.50	2014-2019
木厂头城中村改造项目	81.69	20.00	15.61	0.12	2014-2019
赵庄城中村改造项目	74.54	21.00	8.73	--	2017-2019
<b>自主开发模式</b>					
美林湾项目	50.30	19.75	17.77	13.52	2008-2018
青运村项目	55.54	35.00	11.64	5.55	2017-2018
<b>合计</b>	<b>487.84</b>	<b>194.38</b>	<b>90.72</b>	<b>25.69</b>	<b>--</b>

资料来源：山投集团

武家庄城中村改造项目位于太原市晋源区金胜镇武家庄村，由子公司高新公司负责。该项目总投资 98.63 亿元，共分为四个地块，占地面积共计 617.10 亩，分五年三期建造，除建造回迁房之外，公司独立开发其中 3B 地块内的 20-23 号楼，可销售建筑面积合计 9.57 万平方米，销售对象主要为公司员工，截至 2018 年 3 月末已实现 100% 的登记率；对剩余地块开发，公司采用加价分包方式转给其他合作方进行后续建设，加价标准按照住宅建筑面积每平方米 200 元、商铺建筑面积每平方米 1000 元的标准确认。截至 2018 年 3 月末，该项

<sup>7</sup> 在实际操作中，该公司或将授权或委托合作方进行摘牌。其中部分地块可获得 85% 的土地出让金返还。

目累计投资 36.97 亿元，累计回款 6.50 亿元，其中收到二级开发商回款 5.30 亿元，收到购房意向金 1.20 亿元。

木厂头城中村改造项目及赵庄城中村改造项目的改造主体为金玉公司及其下属子公司山西省投资集团建设开发有限公司（以下简称“建设开发公司”），概算投资分别为 20.00 亿元及 21.00 亿元，截至 2018 年 3 月末已累计分别投资 15.61 亿元和 8.73 亿元，其中木厂头项目累计回款 0.12 亿元，全部为购房意向金。目前木厂头项目回迁楼已经完工并进入交房前期准备工作，赵庄项目已于 2017 年 4 月正式开工。以上两个项目，除还迁房建设用地外，其余地块后续开发均采用加价分包模式<sup>8</sup>，目前相关合作事项正在洽谈过程中。

该公司自主开发项目中，美林湾项目分为大王村城中村改造项目（美林湾一期）与后王村改造项目（美林湾二期），开发主体为金玉公司，其中大王村改造项目概算投资 12.25 亿元，截至 2018 年 3 月末实际投资 12.38 亿元，已全部完工交房，实现销售回款 9.06 亿元。后王村城中村改造项目于 2011 年 8 月开工，项目占地面积 43 亩，计划建设 5 栋楼，总建筑面积约 15 万平方米，概算投资 7.50 亿元，截至 2018 年 3 月末累计投资 5.39 亿元，主体已全部完工，累计销售回款为 4.46 亿元。

青运村项目位于晋阳湖片区，建设主体为建设开发公司，项目总净用地 185.2 亩，总建筑面积 55.40 万平方米，概算总投资 35.00 亿元。项目建成后作为第二届全国青年运动会青运村先期使用，待青运会闭幕后面向社会销售。截至 2018 年 3 月末，项目累计投入 11.64 亿元，全部为拍地款。目前项目已正式开工建设。

## B. 园区项目

该公司在建园区项目主要包括太原高新区物联网产业园区、山西省文化产业园、孟母文化养生健康城、山西省农产品国际交易中心项目、北京风云气象园区项目和毛里求斯晋非经济贸易合作区等，截至 2018 年 3 月末上述项目累计投资 74.47 亿元，已实现回款 15.41 亿元。

**图表 6. 截至 2018 年 3 月末公司主要园区项目情况（单位：万平方米，亿元）**

项目	总建筑面积	总投资	累计投资额	累计回款金额	建设周期
太原高新区物联网产业园区	109.86	47.60	39.68	15.41	2014-2018
山西省文化产业园	90.00	45.00	6.60	--	2015-2020
孟母文化养生健康城	39.00	21.00	8.51	--	2015-2018
山西省农产品国际交易中心项目	76.00	30.00	4.18	--	2015-2020
毛里求斯晋非经济贸易合作区	40.00	10.00 (亿美元)	5.70	--	2016-2021
北京风云气象园区项目	11.57	26.00	9.80	--	暂未确定
合计	<b>366.43</b>	--	<b>74.47</b>	<b>15.41</b>	--

资料来源：山投集团

<sup>8</sup> 其中木厂头项目位于太原市晋源区金胜镇，地理位置相对优越，加价标准拟采用住宅建筑面积每平方米 200 元、商铺建筑面积每平方米 1000 元；赵庄城中村项目位于太原市尖草坪区，加价标准拟采用住宅建筑面积每平方米 100 元。

太原高新区物联网园区项目位于太原市高新区拓展园区内，为山西省重点建设项目，项目投融资及建设主体为太原罗克佳华物联网园区有限公司<sup>9</sup>。该项目为扩建项目，建设内容主要包括标准厂房、仓库、办公楼及其他配套设施，项目共占地 4 个地块，合计占地面积约 397.52 亩，建筑面积约 109.86 万平方米，概算投资 47.60 亿元，截至 2018 年 3 月末累计投资 39.68 亿元。该项目计划采用认购方式实现资金平衡，其中 1 号和 2 号地块已与太原高新区建设投资有限公司（以下简称“太原高新建投”）签订认购合同，认购金额合计 28.04 亿元；3 号和 5 号地块认购事项目前仍在洽谈过程中。目前该项目已完成 94% 的建设进度，截至 2018 年 3 月末，项目实际回笼资金 15.41 亿元。

该公司下属子公司山投集团房地产公司于 2014 年启动了山西省文化产业园及孟母文化养生健康城的建设工作，项目概算总投资分别为 45.00 亿元和 21.00 亿元。山西省文化产业园位于晋中市太谷县北城区，建设内容主要包括山西非遗展示保护基地、书画院、专题博物馆、山西民俗文化驿站、青少年教育基地、创意产业园和特色风情街等，未来拟通过销售园区内仿古建筑、地下车库、住宅公寓等以及场地租赁<sup>10</sup>实现资金平衡，截至 2018 年 3 月末已投入 6.60 亿元。孟母文化养生健康城位于山西省太谷县乌马河畔，距离太原市 35 公里；项目总占地面积 353 亩，规划建筑面积约 39.00 万平方米，其中地上建筑面积 34.92 万平方米；项目建设内容主要包括孟母养生养老园区、孟母文化广场、悬亲酒店、文化教育主题区及管理配套区等，项目建成后可接纳安置 6202 名老人。项目由公司自行投资建设，建成后除古建商业街、四合院等少数物业对外出售，通过提供养老服务及相关增值服务实现收益，截至 2018 年 3 月末累计已投资 8.51 亿元。

该公司成立了山西省农产品国际交易中心有限公司，负责开发建设山西省农产品国际交易中心项目。项目位于太谷县水秀乡工贸园区，拟占地约 1100 亩，总建筑面积 72.8 万平方米，由国际博览区、体验展示区、研发加工区、物流配送区和综合配套区五大功能区域构成，被定位为集农产品贸易、加工、物流、电子商务、农产品期货及高科技现代农业企业孵化于一体的综合性农产品产业园。项目概算总投资约 30.00 亿元，建设周期为 2015-2020 年，拟分三期建设，所需资金主要来源于公司自筹及银行借款等。该项目除灶君文化区、物流配送区六栋冷库、国际博览区展示中心、创业中心、结算中心建筑面积的 45% 部分、综合配套区内星级酒店等计划作为自持物业管理外，其他建筑物<sup>11</sup>均作为商业地产进行对外销售。目前办公楼已完工，冷库有部分投入使用，其余正在施工，截至 2018 年 3 月末累计已投资 4.18 亿元。

北京风云气象园区项目位于北京市海淀区北部，建设用地 7.71 公顷，用地性质为 C6 教育科研用地。该项目主要为研发楼建设，总建筑面积为 11.57

<sup>9</sup> 注册资本 1000 万元，由高新公司持股 51%，山西联华伟业科技有限公司持股 49%。

<sup>10</sup> 根据该项目可研报告，主要可销售物业面积包括文化驿站、商业手工作坊、私人收藏馆等共计 53.63 万平方米，预计销售收入 51.18 亿元；主要出租物业为艺术画廊、青少年教育基地、湖边咖啡酒廊等，预计年租金收入为 0.54 亿元。

<sup>11</sup> 可售物业面积合计 40 万平方米。

万平方米。总投资 26.00 亿元，项目建成后，拟由气象局进行部分房产回购，或转让股权的形式进行销售实现资金回款，目前暂无明确的销售回款安排。截至 2018 年 3 月末累计已投资约 9.80 亿元。

该公司还成立了山西晋非投资有限公司（以下简称“山西晋非”）进行毛里求斯晋非经济贸易合作区项目，毛里求斯晋非经济贸易合作区<sup>12</sup>是国家商务部主导的对外经贸合作园区之一，由山西省政府承接此项任务。园区占地规模 211 公顷，其中 73.85 公顷由山西晋非自主开发与管理，剩余部分与毛里求斯政府成立了合资公司共同开发。园区位于首都路易港北拓的中心地带，距离路易港不足 5 公里，公司计划项目概算投资约 10 亿美元，预计于 5 年内完成对主体的开发，未来资金回笼方式为取得房地产开发销售收入、土地租金、写字楼租金等。截至 2018 年 3 月末，累计已投资 5.70 亿元人民币。

### C. 住宅、写字楼及其他项目

该公司房地产业务还涉及住宅、写字楼等项目开发建设，资金回笼主要依靠物业销售实现。目前在建项目主要包括逸馨苑项目、山投世纪广场项目、互联网文化产业基地项目及山投商务中心项目，上述四个项目概算总投资为 34.38 亿元，截至 2018 年 3 月末已完成投资 21.24 亿元，实现资金回笼 11.93 亿元。

图表 7. 截至 2018 年 3 月末公司主要住宅及写字楼项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	总投资	累计投资金额	累计回款金额	建设周期
互联网文化产业基地项目	南至龙城南街，北至山西瀚翔光纤科技有限公司，东至山西省汾河灌溉管理局一坝分局，西至规划路。主要建设内容为写字楼	5.40	4.21	--	2013-2018
逸馨苑项目	项目规划 8 栋 34 层高层住宅楼，1 座三层幼儿园，7 座二层商业楼，2 座社区服务楼、地下车库，总建筑面积约 30 万平方米，其中地上建筑面积约 24 万平方米	12.76	8.11	5.43	2015-2019
山投世纪广场项目	项目主要建设 3 栋写字楼，配套建设商业裙楼、地下停车场、场区内道路、室外管线、消防等设施。在未来，将满足片区办公、购物等需求。建筑面积 11.2 万平米	8.97	6.12	6.50	2015-2018
山投商务中心	项目位于太原市晋阳街长治路口东北角，规划用地面积 25 亩，由山西龙泰投资集团有限公司承建，主要建设内容为写字楼	7.25	2.80	--	2017-2020
合计	--	34.38	21.24	11.93	--

资料来源：山投集团

总体来看，该公司的在建房地产项目数量多、投资规模大、建设资金回笼周期较长并具有不确定性，且未来仍存在大规模的投资需求，公司面临的投融资压力大。

### (3) 类金融板块

该公司类金融业务主要包括理财业务和基金业务等，2015-2017 年及 2018

<sup>12</sup> 该项目已建成部分，公司未来以自持为主，新开发部分如伊甸园广场项目，未来将进行出租或者销售，目前尚无明确具体的销售模式。项目工业用地部分主要进行对外出租，已有约 23 公顷土地签订预租赁合同。

年第一季度类金融业务收入分别为 1.81 亿元、3.45 亿元、2.86 亿元和 0.46 亿元，其中 2016 年同比增长 90.61%，主要系公司当年委贷收入及基金管理收入增加所致；同期，毛利率分别为 87.39%、73.62%、86.01% 和 84.27%，毛利率总体处于较高水平。

### A. 类金融业务

该公司理财业务包括委托贷款、银行理财、股票投资、担保、小额再贷款等业务，以委托贷款业务为主。公司主要通过下属子公司金通投资、山西省煤炭资产经营有限公司、山西省山投新能源产业集团有限公司等从事委贷业务。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司委贷余额分别为 11.24 亿元和 10.91 亿元，2017 年和 2018 年第一季度分别实现委贷业务收入 0.38 亿元和 0.21 亿元。公司委贷业务的年化利率在 6.3%-22.0% 之间，期限结构主要为半年期及一年期，委贷业务客户数量众多，行业分布较广，客户主要行业为房地产、贸易及电子科技。截至 2018 年 3 月末，公司有 0.20 亿元的委托贷款出现逾期，目前正在采用诉讼的方式收回贷款<sup>13</sup>。

为防控经营风险，该公司采取“处置一批、收回一批，培育一批”的发展思路，逐渐结束并完成收贷业务。公司前期发放的委托贷款注重贷款方的经营业绩质量，同时通过要求贷款方提供资产、股权担保和法人代表无限担保等措施确保归还公司本金。公司在贷后监管方面实行分层次管理，由委托贷款业务部门和风险管理部门协作实施定期或不定期的贷后监管管理；在贷后检查方面，公司采用现场检查和非现场检查、财务审核与生产经营现场检查相结合的方式。原则上对借款人每季度进行一次现场贷后检查。客户出现贷款欠息、逾期及或有资产到期垫付、停产、半停产状况、客户发生可能影响信贷资产安全的投资活动、体制改革、债权债务纠纷、事故与赔偿等重大事项，即立刻进行现场检查。针对出现逾期的委贷业务，公司首先同客户进行协商，协商不成的，通过法院起诉后，拍卖资产。

该公司通过下属子公司山西省投资集团融资担保有限公司（以下简称“融资担保公司”）开展融资担保业务，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，担保余额分别为 1.97 亿元、4.57 亿元、3.85 亿元和 3.75 亿元。公司融资担保业务客户较为分散，涉及个人贷以及粮油贸易、机电制造等行业。2015-2017 年和 2018 年第一季度，公司分别实现担保业务收入 0.06 亿元、0.06 亿元、0.27 亿元和 0.05 亿元。2015 年、2017 年和 2018 年第一季度，公司分别发生担保代偿 0.92 亿元、0.11 亿元和 0.02 亿元，代偿率分别为 22.26%、10.94% 和 21.85%，违约率分别为 28.97%、3.25% 和 0.64%，针对已发生的代偿事项，公司正在通过诉讼、财产保全及债转股等方式进行债权的追回。

针对已发生的代偿事项，该公司通过诉讼、财产保全及债转股等方式进行债权的收回。在风险管理方面，融资担保公司制定了有《风险控制实施细则

<sup>13</sup> 发生逾期的委贷均有相应的房地产、股权、土地等担保措施；山西煤炭经营公司贷出的 1000 万贷款逾期已起诉并已判决胜诉，在保证强制执行担保物的基础上，达成庭内和解协议，分期归还借款；另外 1000 万逾期委贷已起诉并胜诉，现已向法院递交了强制执行申请。

则》，并在实际业务开展过程中，根据规定通过访谈、现场考察、了解经营状况、财务状况、资信状况等对担保项目实施保前调查，必要情况要求增加反担保措施，对在保项目，融资担保公司实行分类监控管理，对于作为担保人代被担保公司履行还款责任后，通过向担保人追索、变更反担保、债权转股权及债务重组等方式进行追偿。

此外，2015 年末，该公司成立山西省小额再贷款股份有限公司（以下简称“小额再贷款公司”），注册资本为 6.00 亿元，其中公司持股比例为 61%<sup>14</sup>。小额再贷款公司是经省、市金融办批准设立、专为小额贷款公司及中小微企业提供融资服务的企业，2016-2017 年末和 2018 年 3 月末小额再贷款公司贷款余额分别为 4.09 亿元、5.86 亿元和 6.02 亿元，2016-2017 年和 2018 年第一季度分别获得收入 0.38 亿元、0.47 亿元和 0.14 亿元。截至 2018 年 3 月末，小额再贷款公司有逾期贷款 0.05 亿元，目前已达成和解，处于抵押资产处理阶段。

## B. 基金业务

该公司的基金业务运营模式主要有两类：一是财政性专项基金。财政性基金是由山西省政府拨款，授权公司行使出资人职责，对基金进行运营管理。资金投向及投放方式由山西省政府确定，资金发放后由公司负责监督资金流向、关注企业运营情况，负责资金本金及收益的回收。本金及收益收回后，依照山西省政府相关文件，本金及利息可注入公司注册资本或计入资本公积。二是产业投资政府引导基金。政府引导基金是指由政府设立并按照市场化方式运作的政策性基金，主要扶持企业发展，引导社会资金进入扶持领域。公司按照山西省委、省政府、基金理事会的部署，代表山西省财政厅出资 9.20 亿元，设立了 5 支政府引导性投资基金。另外，公司持有其他政府引导资金 1.45 亿元，其中国家新兴产业创业投资基金地方配套资金 0.75 亿元，专项用于山西龙城富通生物产业创业投资基金有限公司、山西财晟高技术服务业创业投资有限公司的地方配套出资；太原市中小微企业发展专项资金 0.20 亿元，用于专项出资太原市中小微企业股权投资有限合伙企业；省农业产业发展基金 0.50 亿元，用于专项用于山阴天喜牧业有限公司。2016 年 8 月 19 日，根据山西金控集团《关于政府引导资金划拨事项的通知》（晋金控发[2016]99 号），公司将截至通知下发日未投出的政府引导资金统一划拨至山西金控集团，实现集中管理。截至 2018 年 3 月末，公司共向山西金控集团划拨 5.50 亿元政府引导资金，计入其他应收款。

该公司通过行使债权人或股东的职责，获得上述基金债权本息或股权投资收益。依据《关于省级财政投入经营性领域项目资金实行授权管理的通知》（晋财建一[2012]109 号）及《山西省财政关于政府投资基金引导资金账务处理的意见》，公司受托管理的财政专项基金及政府引导性基金归公司所有，并进一步为公司资本投资业务提供资金支持。自 2009 年至今已多次将部分代管

<sup>14</sup> 该公司本部及山西省财政资产管理有限公司出资 3.66 亿元，持股比例为 61%；山西经开投资有限公司出资 1.02 亿元，持股比例 17%；其余股东为 11 个民营企业。

基金由资本公积转增为资本金，增强了公司的资本实力和盈利能力。2018年3月末，公司基金业务管理的基金余额为56.69亿元。

**图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司管理的基金余额情况（单位：亿元）**

名称	管理公司	基金余额
<b>财政性专项基金：</b>		
省扶贫支农拨改贷基金	山西省农业资产经营有限责任公司	2.03
省环境污染防治专项基金	山西省环境保护基金有限公司	0.21
金通基金	山西金通投资管理有限公司	15.65
省地方煤炭发展基金	山西省煤炭资产经营有限公司、山西省投资集团矿业有限公司、山西省投资集团能源有限公司	1.71
省“两区开发”开发产业项目资金	山西省投资集团矿业有限公司	0.17
中小企业发展基金	山西省中小企业基金发展集团有限公司	1.80
省级财政投入经营性领域资金	山西省财政资产管理有限公司	7.06
省煤炭可持续发展基金	山西省财政资产管理有限公司、山西省煤炭资产经营有限公司	10.00
中央财政委托贷款资金	山西省财政资产管理有限公司	6.74
农产品股权资金	山西省农产品国际交易中心有限公司	0.92
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>46.29</b>
<b>产业投资政府引导基金：</b>		
战略新兴产业投资引导资金	山西省创业投资基金管理有限公司	4.00
文化产业投资引导资金	山西省投资集团房地产开发有限公司	1.00
旅游文化体育产业投资引导资金	山西晋旅股份投资有限公司	1.00
民营创新转型投资引导资金	山西省财政资产管理有限公司、山西省创业投资基金管理有限公司	3.00
省中小微企业发展专项资金	山西省投资集团有限公司	0.20
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>9.20</b>
<b>其他政府引导资金：</b>		
国家新兴产业创业投资基金	山西省财政资产管理有限公司	0.50
太原市小微企业发展专项资金	山西省财政资产管理有限公司	0.20
省农业产业发展基金	山西省创业投资基金管理有限公司	0.50
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>1.20</b>
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>56.69</b>

资料来源：山投集团

#### (4) 其他业务

该公司还开展生产经营、租赁及服务、旅游等其他业务。生产经营业务主要为危固废垃圾处理、环保设备生产或租赁、废油利用等。2015-2017年及2018年第一季度，生产经营业务收入分别为0.44亿元、22.73亿元、25.16亿元和1.92亿元，其中2016年以来收入大幅增加，系公司将部分以前年度划分为贸易业务的收入重分类至生产经营类收入所致，包括部分经过配煤程序后对外出售实现的收入、购入活立木幼苗经培育后对外出售实现的收入以及使用粗苯生产顺酐的化工类业务实现的收入。

该公司在固废治理、环保水务和垃圾发电等环保领域的投资包括太原市阳曲县固废处置项目和湖南衡阳固废处置项目，其中阳曲县固废处置项目为山西省唯一的危险废物综合处置中心，项目总投资2.28亿元，目前项目已完

工。2016 年末该项目开始正式运行，2016-2017 年及 2018 年第一季度分别产生净利润 0.16 亿元、0.17 亿元和 0.03 亿元。

该公司于 2014 年 1 月成立子公司晋旅投资，主要涉及旅游文化板块的相关业务。晋旅投资已与忻州市人民政府签署合作备忘录，与五台县人民政府及五台山风景名胜区人民政府达成框架性协议，控股经营山西五台山旅游资产经营集团有限公司，负责对五台山相关项目的开发及经营。目前一期建设规划仍在研究中，拟采用边升级改造边运营的方式，预计两年内实现对目标公司的扭亏增盈，一期投资可在七年内收回投资。截至目前，五台山管委会正在进行重组事宜，五台山相关业务暂停，尚未投入资金。

山西省国资委于 2014 年 8 月批准由该公司整合重组山西省医药集团有限责任公司（以下简称“山西医药”），山西医药在中药制药方面具有一定特色，拥有多个中药保护品种，并拥有较为完善的营销网络。2016-2017 年，山西医药分别实现销售收入 2.02 亿元和 8.57 亿元，2017 年收入大幅增长，主要系开展贸易业务所致；分别实现净利润-0.08 亿元和 0.10 亿元；2017 年末，山西医药资产总额为 9.26 亿元。目前山西医药旗下拥有药品经营、医疗器械、物业管理及提供工业用水、电、气服务等板块，其中药品和医疗器械经营板块占全年营业收入 98% 以上。截至 2018 年 3 月末，山西医药处于资产清查阶段，相关重组事宜仍在推进中，公司将对山西医药的业务经营及债务等方面进一步梳理，面临的资产整合压力较大。

## 管理

该公司为山西省省属综合投资控股集团，山西国投公司是公司唯一股东，实际控制人为山西省国资委。公司按照国有独资企业的模式实施公司治理，目前公司已基本建立起较完整的组织结构和覆盖财务管理、国有股权管理、预算管理、企业领导管理等环节的内控制度体系，基本可满足对公司本部及所属控股参股子公司的管理。但公司下属子公司众多，面临较大管控压力。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

根据《山西省财政厅山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将山西金融投资控股集团有限公司所持山西省投资集团有限公司股权无偿划转的函》（晋财金[2017]58 号），山西金控集团将其持有该公司 100% 股权无偿划转至山西国投公司，相关工商登记变更手续已于 2017 年 9 月 15 日完成。截至 2018 年 3 月末，山西国投公司持有公司 100% 股权，山西省国资委是公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

根据山西国投公司和山西文旅集团于 2017 年 12 月签订的《委托管理协议

书》，股东山西国投公司拟将该公司划入山西文旅集团，截至本评级报告出具日，该股权划转事项尚未完成，目前山西国投公司已将公司委托给山西文旅集团进行管理，托管时间持续至股权划转工作办理完毕。此外，公司下属子公司金通投资、山西环保基金拟采用市场化方式划入山西大地环境投资控股有限公司<sup>15</sup>。2017年末，金通投资和山西环保基金总资产分别占公司合并口径的6.00%和2.00%，所有者权益分别占公司合并口径的18.07%和4.17%，当年营业总收入分别占公司合并口径的0.31%和3.15%，净利润分别占公司合并口径的26.86%和28.86%，截至本评级报告出具日，该股权划转事项尚未完成。

## (2) 公司治理

该公司自改制重组以来，按现代企业制度要求，逐步完善公司法人治理结构，着力加强制度建设，制定并不断完善了《公司章程》等相关规章制度。公司不设股东会，山西国投公司是公司唯一股东，享有股东权利，履行股东义务，行使《公司法》规定的股东会职权。公司设有董事会，是公司的经营决策机构，对股东负责。《公司章程》规定，董事会由5人组成，其中职工董事1名，由公司职工民主选举产生。公司董事会设董事长1名，为公司的法定代表人，由股东在董事会成员中指定。董事成员每届任期三年。《公司章程》规定，公司设监事会，监事会成员为3人，其中股东委派人员担任监事会主席。监事会成员中包括职工监事，职工监事在监事会成员中的比例不低于1/3，职工监事由职工代表大会或职工大会民主选举产生。监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。目前，公司董事会实际由3人构成，监事会仅1名职工监事到位。此外，公司实行董事会领导下的总经理负责制，目前设有总经理，副总经理若干名。同时，公司设党委，由5人组成，其中书记1人，副书记1人，公司党委书记、董事长由一人担任。

## (3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要包括房地产销售交易、资金占用及合作开发等。2017年，公司与太原高新建投的物业销售交易金额1.64亿元，与山西万页房地产开发有限公司的合作开发收入和资金占用费共计0.23亿元，与忻州晋旅万嘉房地产开发有限公司的资金占用费0.05亿元。截至2017年末，公司存在应收关联方款项余额15.97亿元，主要系应收太原高新建投售房款、山西问天置业有限公司和山西医药等关联方的往来款；同期末，应付关联方款项余额0.27亿元，主要系应付关联方山西晨皓创业投资有限公司的往来款。

<sup>15</sup> 山西大地环境投资控股有限公司成立于2017年8月，注册资本20亿元，由山西国投公司持有100%股权。

图表 9. 2017 年末公司应收应付关联方款项情况（单位：万元）

科目	关联方	账面余额
应收账款	太原高新区建设投资有限公司	49119.28
其他应收款	山西省医药集团有限责任公司	27396.75
	山西问天置业有限公司	60300.01
	山西万页房地产开发有限公司	7670.97
	山西融和环保技术工程项目服务中心	132.50
	忻州晋旅万嘉房地产开发有限公司	15110.00
合计		159729.51
其他应付款	山西晨皓创业投资有限公司	2480.00
	山西金源拍卖有限公司	177.82
合计		2657.82

资料来源：山投集团

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

近年来，该公司经过发展和结构调整，根据自身业务特点以及经营管理需要设立了总经理办公室、财务管理部、人力资源部、发展规划部、经济运行部、审计部、基金管理部、法律事务部、安全生产办公室、改革重组办、监事会办公室等职能部门。各部门和岗位之间职责划分较明确。公司组织架构详见附录二。

自成立以来，该公司不断进行跨行业的兼并重组和子公司的投资新设，截至 2017 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 26 家，业务范围包括煤炭贸易、钢铁贸易、房地产开发、旅游文化、投资与资产管理、矿山投资开发、环保能源、实业投资、农产品销售等。目前，公司控股及参股子公司数量较多，涉及行业面较广，对公司的治理体系、管理控制和资产整合构成一定压力。公司主业涉及的主要经营主体及其概况详见附录三。

### (2) 管理制度及水平

改制重组以来，该公司不断加强权力运行监督机制，逐步完善各项管理制度，已经建立了涵盖财务管理、预算管理、国有产（股）权管理、企业领导管理等环节的内控制度体系。

该公司制定了本部财务管理办法，并参照该办法制定了下属控股参股企业的财务管理办法。规定财务管理部为公司综合管理部门，全面履行公司财务管理和会计核算职责。规定公司本部为下属控股参股企业的财务监管机构，由本部财务部负责日常监管工作，由本部审计部负责实施审计工作。公司推荐财务负责人及财务方面的监事成员到下属控股参股企业，负责财务监督管理工作。公司同时制定了财务预算管理制度对本部及控股参股企业进行包括业务预算、财务预算、资本预算、筹资预算在内的全面预算管理。

该公司针对其持有的国有产（股）权，制定了《国有产（股）权暂行办法》，规定本部财务部为国有产（股）权管理的职能部门，代表集团公司负责产（股）权管理日常工作，依照《公司法》及有关法规，按投资比例对全资、控股、参股企业相应地行使资产受益、重大决策、选择管理者、产权处置和财务监管等权利。

该公司根据《中华人民共和国公司法》、《中国共产党章程》、《山西省投资集团有限公司章程》以及省委、省政府有关文件精神，制定了《企业领导人员管理暂行办法》对公司本部及下属参股控股企业董事会成员、监事会成员、高级管理人员等进行管理，明确了企业领导人员的任用、考核、监督、奖惩、回避、解聘等办法，并明确了后备干部的培养管理方法。

此外，近年来该公司对内部各类制度进行了全面梳理，分别对《山西省投资集团有限公司总经理办公会议事规则》、《山西省投资集团有限公司公文处理管理办法》、《山西省投资集团有限公司投资管理办法》、《山西省投资集团有限公司项目监管制度》、《山西省投资集团有限公司以物抵债管理办法》、《山西省投资集团有限公司融资及担保管理办法》、《山西省投资集团有限公司合同管理办法》等 18 项制度进行了梳理和修订补充，进一步理顺了集团管理的体制机制，推动了现代企业管理制度的规范和完善。

### **(3) 过往债务履约及其他行为记录**

根据该公司 2018 年 6 月 20 日的《企业信用报告》披露信息，公司本部于 2015 年 1 月 21 日和 2017 年 1 月 21 日分别发生欠息 48.87 万元和 97.33 万元，分别于 2015 年 1 月 22 日和 2017 年 1 月 22 日结清。

截至 2018 年 3 月末，该公司及其子公司存在标的金额 1000 万元以上重大诉讼 22 起，均为主诉案件。

根据国家税务总局、国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2018 年 6 月末，公司未存在重大异常情况。

## **3. 发展战略**

该公司不断完善发展战略，优化资产结构，拓展投资领域，明确提出了“一特五大”的主业投资方向。“一特”即为特色地产，公司将充分利用国家政策，发展特色地产，包括土地一级整理、旅游地产、养老地产、PPP 基础设施建设等。“五大”即为：大金融、大文旅、大农业、大健康、大环保。金融板块方面，公司将积极向金融牌照、新股发行、金融平台等方面拓展类金融业务；文旅板块方面，公司将重点发展文化旅游，包括炎帝文化、关公文化、自然旅游、景区开发收购、山西 119 县的文化挖掘；农业板块方面，公司将重点发展现代农业，包括农产品交易、绿色农业、科学种养、粮油贸易以及农产品平台的搭建；健康板块方面，公司将重点发展养老、养生、医药，包括孟母养生健康城、

医药种植、医药贸易等项目；环保板块方面，公司将重点发展节能环保产业，包括环保公司固废处理、污水处理、垃圾发电、环保设备制造、加气站项目、废油加工贸易等。

## 财务

近年来，该公司类金融、生产经营、房地产等业务规模增长，对公司业绩有一定拉动，但受贸易业务体量大、毛利率低影响，公司综合毛利率偏低；且目前期间费用对公司盈利侵蚀较大，公司整体盈利能力有限。公司经营性现金流可维持基本平衡，但由于在建项目数量多、规模大，致使投资性现金流存在较大缺口，公司负债规模持续快速扩张，目前公司负债经营程度已攀升至较高水平，债务偿付压力不断加大。当前公司债务期限结构偏长期，但存在债务集中偿付压力，即期债务偿付压力较大。

### 1. 公司财务质量

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 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。公司近年来一直执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2015-2017 年，该公司合并范围内分别增加 15 家、24 家和 19 家子公司，减少 1 家、2 家和 0 家子公司，近年来公司增加子公司数量较多。截至 2017 年末，公司子公司共 130 家，其中一级子公司 26 家，公司合并子公司数量多，业务涉及领域较广，公司面临较大的资产整合及管控压力。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

##### A. 债务结构

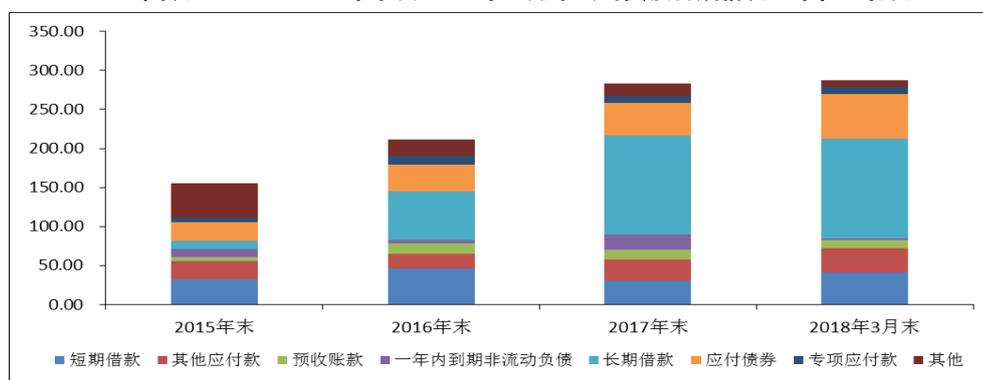
随着在建项目建设进度的持续推进，该公司负债总额逐年快速扩张。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，负债总额分别为 154.79 亿元、211.72 亿元、283.49 亿元和 287.05 亿元。同期末，资产负债率分别为 64.98%、69.67%、74.98% 和 74.89%，目前公司负债经营程度已攀升至较高水平。

随着该公司长期借款的快速增加及多期债券的发行，2016 年以来公司负债期限结构有所优化。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 35.74%、105.79%、172.20% 和 214.06%。2017 年末公司流动负债余额为 104.15 亿元，主要由短期借款、其他应付款、一年内到期非流动负债及预收款项构成，占流动负债的比重分别为 29.77%、25.22%、18.82% 及 12.52%。其中，短期借款余额为 31.01 亿元，主要为信用借款和保证借款；其他应付款余额为

26.27 亿元，主要为业务往来款项及保证金等，受上述款项增加影响较 2016 年末增长 37.36%；一年内到期的非流动负债余额为 19.60 亿元，较 2016 年末大幅增长 400.96%，主要系公司发行的数期债券将于 2018 年到期而转入该科目所致；预收款项余额为 13.04 亿元，较 2016 年末下降 3.70%，主要系房地产预售款和贸易业务预收款项。此外，2017 年末公司应付账款同比大幅下降 44.20% 至 8.67 亿元，主要系贸易业务及房地产业务结清应付未款项所致。2018 年 3 月末，公司流动负债余额 91.40 亿元，较 2017 年末下降 12.24%。其中，一年内到期的非流动负债较 2017 年末下降 88.52% 至 2.25 亿元，主要系公司在季度财务报表中将原计入该科目的应付债券调整至非流动负债相应科目中所致；其他应付款较 2017 年末增长 17.31% 至 30.81 亿元，主要系房地产开发业务收取的定金等款项增加所致；预收款项较 2017 年末减少 21.70% 至 10.21 亿元，主要系贸易业务预收款项减少所致；短期借款较 2017 年末增长 33.46% 至 41.38 亿元；其他科目构成无重大变化。

近年来，该公司非流动负债余额逐年显著增长，2017 年末非流动负债余额为 179.35 亿元，较 2016 年末增长 64.78%，主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。其中，长期借款余额为 126.28 亿元，较 2016 年末大幅增长 102.81%，主要系信用借款及保证借款大幅增加所致；应付债券余额为 41.83 亿元，较 2016 年末增长 20.30%，系当年发行了两笔非公开债务融资工具所致；专项应付款主要由财政拨款及其他基金构成，当年末余额为 9.60 亿元，较 2016 年末下降 10.87%，主要系公司固废项目试运行后，根据《中央预算内固定资产投资补助资金财政财务管理暂行办法》，将太原市财政局 1.37 亿元拨款转入资本公积所致；此外，当年末公司其他非流动负债为 1.51 亿元，较 2016 年末增加 0.60 亿元，主要系收到山西丰创安养契约型私募投资基金 0.60 亿元所致。2018 年 3 月末，公司非流动负债余额为 195.65 亿元，较 2017 年末增长 9.09%，主要系公司在季度财务报表中将原计一年内到期的非流动负债科目的应付债券调整至应付债券所致。

**图表 10. 2015-2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元）**



资料来源：根据山投集团提供的资料整理、绘制

## B. 刚性债务

该公司房地产项目前期投入对外部融资依赖度高，较大规模的建设资金投入使得公司刚性债务规模持续快速扩张，股东权益对刚性债务的覆盖程度逐年

下滑，目前处于较弱水平。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 89.62 亿元、150.40 亿元、223.57 亿元和 229.92 亿元，股东权益与刚性债务比率分别为 93.08%、61.30%、42.32% 和 41.85%。同期末，公司短期刚性债务余额占刚性债务总额的比重分别为 62.17%、35.48%、24.81% 和 19.56%，随着长期借款及应付债券的增加，短期刚性债务占比逐年降低，但目前短期刚性债务规模仍相对较大，公司面临较大的即期债务偿付压力。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 59.78% 和 65.59%。从到期分布情况看，2018 年 4-12 月及 2019-2020 年，公司需偿还到期债务分别约为 70 亿元、88 亿元和 59 亿元，面临债务集中偿付压力。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司金融机构借款分别为 53.79 亿元、111.97 亿元、161.90 亿元和 171.59 亿元，其占刚性债务的比重分别为 60.01%、74.45%、72.42% 和 74.63%。2018 年 3 月末，公司 74.57% 的金融机构借款为长期借款；借款主要为信用借款和保证借款。从融资成本来看，公司借款的利率一般在 5%-7.5% 之间。

**图表 11. 2018 年 3 月末公司金融机构借款情况（单位：亿元）**

借款类别	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	合计
抵押借款	--	--	0.05	0.05
保证借款	16.18	--	86.17	102.35
信用借款	25.20	2.25	41.73	69.18
<b>合计</b>	<b>41.38</b>	<b>2.25</b>	<b>127.95</b>	<b>171.59</b>

资料来源：山投集团

截至 2018 年 5 月末，该公司已发行存续期债券本金余额为 59.00 亿元，目前本息兑付情况正常。

**图表 12. 截至 2018 年 5 月末公司已发行存续期债券概况（单位：亿元）**

债项名称	发行金额	待偿金额	票面年利率	期限	到期日	本息兑付情况
15 山投 01	5.00	5.00	5.90%	5 年	2020-10-26	利息按期偿付，本金未到期
15 晋投集 PPN001	15.00	15.00	5.60%	5 年	2020-08-28	利息按期偿付，本金未到期
16 山投 01	7.00	7.00	6.30%	5 年	2021-03-28	利息按期偿付，本金未到期
16 晋投集 PPN001	8.00	8.00	6.00%	5 年	2021-11-30	利息按期偿付，本金未到期
17 晋投集 PPN001	4.00	4.00	6.50%	5 年	2022-05-17	利息按期偿付，本息未到期
17 晋投集 PPN002	3.00	3.00	6.50%	5 年	2022-06-29	本息未到期
17 晋投集 SCP003	5.00	5.00	5.35%	270 天	2018-08-10	本息未到期
18 晋投集 SCP001	3.00	3.00	5.95%	270 天	2018-12-23	本息未到期
18 晋投集 SCP002	5.00	5.00	5.95%	270 天	2019-01-20	本息未到期
18 晋投集 SCP003	4.00	4.00	5.94%	270 天	2019-01-20	本息未到期
<b>合计</b>	<b>59.00</b>	<b>59.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：Wind

### C. 或有负债

截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保金额为 20.09 亿元，担保比率为

20.88%，被担保单位为山西省保障性安居工程投资有限公司<sup>16</sup>、山西地方铁路集团有限责任公司及山西国际物流有限公司，被担保对象均为山西省政府下属企业，一定程度上可降低公司或有负债风险。

**图表 13. 截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保人	金额	起始日	到期日
山西省保障性安居工程投资有限公司	14.40	2015.12.25	2040.12.24
山西地方铁路集团有限责任公司	4.71	2016.06.29	2019.06.29
山西国际物流有限公司	0.98	2017.06.13	2018.11.07
<b>合计</b>	<b>20.09</b>	--	--

资料来源：山投集团

## (2) 现金流分析

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业总收入现金率分别为 69.54%、99.04%、86.58% 和 79.82%，主要系部分贸易货款通过承兑结算，公司现金回笼情况一般。2015-2017 年及 2018 年第一季度，经营性现金流入量分别为 185.60 亿元、215.69 亿元、207.05 亿元和 51.28 亿元，经营性现金流出量分别为 185.26 亿元、215.19 亿元、206.69 亿元和 51.18 亿元，波动主要系贸易业务规模、往来款收支规模等变动所致。同期，公司经营性现金流量净额分别为 0.33 亿元、0.50 亿元、0.36 亿元和 0.09 亿元，经营性现金流可基本保持平衡。

除贸易业务及委托贷款业务外，该公司其他业务板块仍需持续投入，公司项目资金需求量较大<sup>17</sup>。此外，2016 年小额再贷款公司发放及收回的贷款及金玉公司支付的合作开发款均对当年收回投资收到的现金和投资支付的现金产生较大影响。公司投资支付的现金逐年增加，2015-2017 年投资活动现金流出量分别为 20.38 亿元、60.72 亿元和 82.19 亿元；而投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流处于净流出状态。2015-2017 年，投资性现金流量净额分别为 -15.72 亿元、-37.79 亿元和 -52.29 亿元。2018 年第一季度，公司投资活动现金净流出量为 -14.76 亿元。

该公司资本支出缺口主要依赖外部融资弥补。筹资性现金流入主要来自金融机构借款本金和债券资金，筹资性现金流出主要用以偿还债务。随着房地产项目配套融资的增加，公司筹资力度加大。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为 31.03 亿元、49.49 亿元、40.87 亿元和 10.86 亿元。

整体看，该公司在建项目数量多，规模大，项目前期投入所需资金主要依赖外部融资解决，尚未实现大规模回款，未来公司投资性现金流量缺口仍将主要依赖筹资性现金的补足。

<sup>16</sup> 此项担保为山西省保障性安居工程投资有限公司作为国开行在山西省内棚改贷款的平台公司为该公司棚改项目向国开行贷款，公司作为实际用款人向其提供保证担保。

<sup>17</sup> 该公司各下属子公司关于房地产业务现金流的记账方式存在差异，部分子公司将涉及房地产开发的现金流计入经营性现金流；部分子公司将涉及房地产开发的现金流计入投资性现金流。

2015-2017年，该公司EBITDA分别为4.77亿元、5.30亿元和6.11亿元。随着债务规模的扩大、利息支出的增加，目前公司EBITDA对刚性债务及利息支出的保障程度低。公司经营性现金净流入量规模小，无法为债务偿付提供有效保障。

**图表 14. 2015-2017 年公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出（倍）	1.26	1.11	0.48
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.04	0.03
经营性现金流净额（亿元）	0.33	0.50	0.36
经营性现金净流入量与流动负债比率（%）	0.36	0.46	0.35
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	0.26	0.27	0.15

资料来源：山投集团

### (3) 资产质量分析

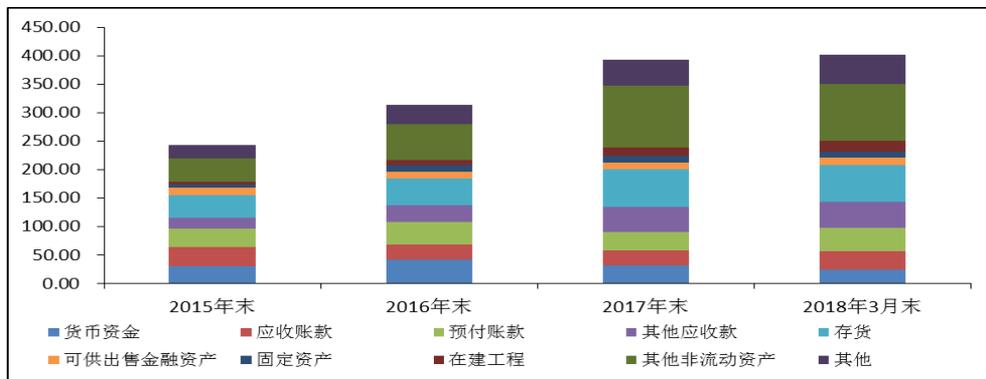
2015-2017年及2018年3月末，该公司股东权益分别为83.42亿元、92.19亿元、94.62亿元和96.23亿元，呈逐步增长趋势。其中，2016年末受益于政府将山西省中小企业基金发展集团有限公司划转至公司，以及山西焦煤集团有限责任公司将其在山西晋非投资有限责任公司的全部股权无偿划转给公司，公司资本公积较2015年末增长19.02%至39.26亿元；2017年末，资本公积较2016年末增加0.88亿元，主要系当年将太原财政局的拨款由专项应付款转入所致。2017年末及2018年3月末，公司实收资本和资本公积合计分别占净资产的79.93%和79.57%，资本稳定性较好。

随着业务规模的扩大、子公司的新设以及对山西省其他国有企业的整合，该公司资产规模逐年扩大，2015-2017年末及2018年3月末，公司资产总额分别为238.21亿元、303.91亿元、378.12亿元和383.27亿元。近年来，公司资产以流动资产为主，2015-2017年末及2018年3月末公司流动资产占总资产的比重分别为69.21%、63.52%、55.86%和57.31%。2017年末，公司流动资产余额为211.24亿元，较2016年末增长9.42%。流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金、预付账款和应收账款构成。其中，存货余额为66.37亿元，较2016年末大幅增长44.72%，主要系公司房地产开发项目投入增加所致；其他应收款主要包括房地产业务往来款项、部分应收债务类款项、尚未回收的煤炭基金及由山西金控集团进行集中管理的政府引导资金等，2017年末余额为44.33亿元，较2016年末增长44.86%，主要系房地产业务往来款项持续增加所致；货币资金为30.95亿元，同比下降25.37%，受限货币资金0.83亿元，2017年末公司现金比率为31.49%；预付款项为31.00亿元，主要是贸易业务和房地产开发业务所产生，较2016年末下降21.23%，主要为贸易业务结算所致；公司应收账款余额为27.61亿元，较2016年末增长4.08%，当年末应收太原高新区建设投资有限公司、太原高新置业有限公司、沁水县顺世达铸业有限公司、贺州市欣荣星林业有限公司和晋中市金粮农业科技开发有限公司款项分别为4.91亿元、2.65亿元、1.34亿元、1.06亿元和1.56亿元。2018年3月末，

公司流动资产为 219.67 亿元，较 2017 年末增长 3.99%，其中预付款项较 2017 年末增长 29.40%至 40.11 亿元，主要系贸易业务付款和工程项目预付款增加所致；货币资金较 2017 年末下降 20.22%至 24.69 亿元，其他科目构成无重大变化。

2017 年末，该公司非流动资产较 2016 年末增长 50.54%至 166.88 亿元，主要由其他非流动资产、在建工程、固定资产和可供出售金融资产构成，上述四项余额分别为 109.28 亿元、15.38 亿元、11.61 亿元和 11.56 亿元。其他非流动资产主要为中央财政委托贷款、财政授权经营资金及合作开发支出，较 2017 年末增长 71.28%，主要系当年各个房地产项目支付土地款和拆迁款较多，合作开发项目支出较大所致，需持续关注相关款项的回收和收益情况；固定资产主要系房屋建筑物及机器设备；在建工程主要为孟母文化养生健康城项目、山西省文化产业园、山西省农产品国际交易中心项目等项目建设成本；可供出售金融资产中按成本计量的权益工具账面价值为 5.89 亿元，主要为公司在山西省内的参股企业；可供出售债务工具余额为 2.64 亿元，主要系债务投资。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 163.60 亿元，较 2017 年末下降 1.97%；其中，其他非流动资产较 2017 年末减少 8.98 亿元至 100.30 亿元，主要系公司约 2.00 亿元基金收回、约 3.00 亿元小额贷款重分类至其他应付款以及约 3.00 亿元的房地产项目预付款重分类至预付账款所致。

**图表 15. 2015-2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成情况(单位：亿元)**



资料来源：根据山投集团提供的资料整理、绘制

#### (4) 流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计为 0.88 亿元，其中货币资金为 0.83 亿元，主要系担保行业的存出保证金；土地使用权账面价值为 0.06 亿元，主要系用于质押借款。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 144.57%、187.65%、202.82%和 240.34%，速动比率分别为 81.14%、104.82%、109.33%和 125.58%，目前账面财务指标表现尚可，但考虑流动资产质量，公司实际资产流动性弱于账面表现。此外，公司持续对山西省国有企业进行整合重组，资产注入规模较大，被整合企业的资产质量将对公司自身的资产质量造成显著影

响。

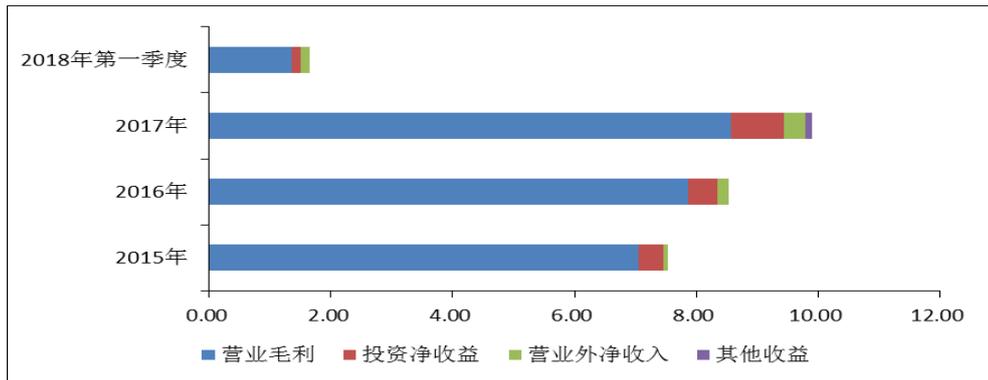
### 3. 公司盈利能力

近年来该公司营业总毛利逐年增长，2015-2017 年分别为 7.05 亿元、7.87 亿元和 8.57 亿元，其中类金融业务毛利占比持续较高，分别为 22.41%、32.27% 和 28.74%；房地产业务受项目销售进度影响，其毛利贡献率波动明显，同期分别为 40.99%、13.72% 和 23.71%；同期贸易业务毛利贡献率分别为 21.13%、10.17% 和 13.32%，其中 2016 年大幅下降 10.96 个百分点，主要系当年公司将部分贸易业务重分类至生产经营板块所致；受此影响，2016 年公司生产经营板块毛利贡献率较上年大幅上升 19.65 个百分点至 21.35%。受贸易业务体量大、毛利率低的影响，公司综合毛利率偏低，2015-2017 年分别为 3.83%、4.95% 和 5.10%。2018 年第一季度，公司实现营业总毛利 1.36 亿元，综合毛利率为 3.57%。

该公司期间费用主要由管理费用及财务费用构成，随着合并范围和债务规模的扩大，公司管理费用和财务费用逐年增加，由此公司期间费用亦呈持续增长态势，2015-2017 年分别为 4.61 亿元、6.10 亿元和 7.31 亿元，期间费用率分别为 2.50%、3.84% 和 4.35%，目前对利润的侵蚀作用较严重。2015-2017 年，公司资产减值损失分别为 -0.20 亿元、0.19 亿元和 0.47 亿元，主要是计提的坏账准备，其中 2015 年公司收回了部分计提减值准备的款项，当年资产减值损失为负。2018 年第一季度，公司期间费用为 1.38 亿元，期间费用率为 3.62%。

目前，营业总毛利为该公司盈利的主要来源，同时投资净收益和营业外净收益对盈利形成一定补充。2015-2017 年，投资净收益分别为 0.41 亿元、0.48 亿元和 0.87 亿元，主要为可供出售金融资产等取得的投资收益和利息收入等；营业外净收益分别为 0.07 亿元、0.18 亿元和 0.23 亿元，主要系公司收取的政府补助和违约金。此外，2017 年公司获得其他收益 0.12 亿元，主要为增值税即征即退款。2015-2017 年，公司净利润分别为 1.34 亿元、0.81 亿元和 0.90 亿元，2016 年公司营业总毛利、投资净收益和营业外净收入均有所增长，但受管理费用和财务费用的增加影响，当年净利润较 2015 年下降 39.19%。2015-2017 年，公司净资产收益率分别为 2.01%、0.92% 和 0.96%；总资产报酬率分别为 2.24%、1.62% 和 1.50%，资产获利能力弱。2018 年第一季度，公司实现净利润 0.10 亿元，较 2017 年同期下降 11.37%。

图表 16. 2014 年以来公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据山投集团提供的资料整理、绘制

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司致力于搭建包括贸易、房地产、类金融、旅游文化等的多元化产业布局。目前贸易业务系公司营业总收入的主要来源，但该业务盈利水平低；房地产业务在建项目数量多且处于集中投入期，近期虽有部分项目实现资金回笼，但房地产项目总体资金回笼周期长且具有不确定性，公司面临的投融资压力大；近年来类金融业务收入规模有所扩张，是公司盈利的主要来源之一，但该项业务面临一定违约代偿风险。此外，公司近年来划入及拟划入业务和资产规模及行业跨度均较大，面临的资产整合压力相应增大。目前，公司整体盈利能力有限。近年来，公司负债规模持续快速扩张，目前公司负债经营程度已攀升至较高水平，债务偿付压力不断加大。当前公司债务期限结构偏长期，但存在债务集中偿付压力，即期债务偿付压力较大。

### 2. 外部支持因素

该公司为山西省省属综合投资控股集团，实际控制人为山西省国资委，且公司发展方向符合山西省调整产业结构、保护生态环境、促进经济转型的发展方向，可获得股东及山西省政府在资产划拨、资金补助等方面的大力支持。

此外，该公司银行信用状况良好，截至 2018 年 3 月末公司共获得金融机构授信额度合计 157.29 亿元，其中尚未使用额度为 16.83 亿元。

## 评级结论

该公司为山西省省属综合投资控股集团，控股股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委。公司按照国有独资企业的模式实施公司治理，在经营管理各方面保持着一定的独立性。公司已基本建立起较完整的组织结构和覆盖

财务管理、国有股权管理、预算管理、企业领导管理等环节的内控制度体系，基本可满足对公司本部及所属控股参股子公司的管理。但公司下属子公司众多，面临较大管控压力。

该公司致力于搭建包括贸易、房地产、类金融、旅游文化等的多元化产业布局。目前贸易业务系公司营业总收入的主要来源，但该业务盈利水平低；房地产业务在建项目数量多且处于集中投入期，近期虽有部分项目实现资金回笼，但房地产项目总体资金回笼周期长且具有不确定性，公司面临的投融资压力大；近年来类金融业务收入规模有所扩张，是公司盈利的主要来源之一，但该项业务面临一定违约代偿风险。此外，公司近年来划入及拟划入业务和资产规模及行业跨度均较大，面临的资产整合压力相应增大。

近年来，该公司类金融、生产经营、房地产等业务规模增长，对公司业绩有一定拉动，但受贸易业务体量大、毛利率低影响，公司综合毛利率偏低；且目前期间费用对公司盈利侵蚀较大，公司整体盈利能力有限。公司经营性现金流可维持基本平衡，但由于在建项目数量多、规模大，致使投资性现金流存在较大缺口，公司负债规模持续快速扩张，目前公司负债经营程度已攀升至较高水平，债务偿付压力不断加大。当前公司债务期限结构偏长期，但存在债务集中偿付压力，即期债务偿付压力较大。

## 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 7 月 23 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。



附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）			
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润
公司本部	山投集团	--	投资与资产管理	130.98	73.68	1.03	0.08
山西龙泰投资集团有限公司	龙泰公司	100.00	房地产、能源、化工等投资；室内外装饰装修	3.40	3.18	11.12	0.05
山西省财政资产管理有限公司	财政资产公司	100.00	经营性财政资产管理；实业投资等	0.32	5.85	5.70	0.14
山西省环境保护基金有限公司	环保公司	99.98	受托代办环境治理项目的投资及管理、环境设备租赁	0.95	1.41	0.16	0.03
山西晋旅投资股份有限公司	晋旅投资	100.00	项目投融资与管理；房地产、旅游基础设施及配套产业的开发和建设等	0.00	6.07	1.15	0.03
山西省小额再贷款股份有限公司	小额再贷款公司	61.00	投资与资产管理	0.00	6.46	0.47	0.25
山西省农产品国际交易中心有限公司	农产品交易公司	100.00	自营和代理各类商品和技术的进出口业务	0.35	1.75	5.28	0.10
山西省农业资产经营有限责任公司	农资公司	100.00	农业资产经营、投资和开发农业产业化项目	0.00	1.64	0.35	0.05
山西省投资集团金玉房地产开发有限公司	金玉公司	100.00	房地产开发经营	48.00	0.84	6.66	0.25
山西省投资集团房地产开发有限公司	山投集团房地产公司	100.00	房地产开发销售；工程技术咨询等	5.51	0.33	14.29	0.23
山西省投资集团高新建设开发有限公司	高新公司	70.00	土地整理、土地开发；建设项目投资、房地产投资、商业贸易投资等	16.17	1.45	5.72	0.53

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)			
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润
山西省投资集团国有资产经营有限公司	国资公司	100.00	房地产、煤炭、煤层气开发; 投资管理等	0.50	4.07	4.89	0.05
山西晋非投资有限公司	晋非公司	80.77	投资与资产管理	0.00	4.37	6.43	0.10
山西金通投资管理有限公司	金通公司	100.00	投资与资产管理	1.00	17.10	0.41	0.24
山西省投资集团融资担保有限公司	融资担保公司	51.00	融资性担保业务	0.00	3.36	0.29	0.10
天津晋津煤炭销售公司	天津晋津公司	100.00	建筑材料、钢材、生铁、机电产品(不含小轿车)、铝矾土等	1.13	0.32	34.17	-0.22

资料来源: 山投集团

## 附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额[亿元]	238.21	303.91	378.12	383.27
货币资金[亿元]	30.54	41.47	30.95	24.69
刚性债务[亿元]	89.62	150.40	223.57	229.92
所有者权益 [亿元]	83.42	92.19	94.62	96.23
营业总收入[亿元]	184.03	159.04	168.12	38.19
净利润 [亿元]	1.34	0.81	0.90	0.10
EBITDA[亿元]	4.77	5.30	6.11	—
经营性现金净流量[亿元]	0.33	0.50	0.36	0.09
投资性现金净流量[亿元]	-15.72	-37.79	-52.29	-14.76
资产负债率[%]	64.98	69.67	74.98	74.89
长短期债务比[%]	35.74	105.79	172.20	214.06
权益资本与刚性债务比率[%]	93.08	61.30	42.32	41.85
流动比率[%]	144.57	187.65	202.82	240.34
速动比率[%]	81.14	104.82	109.33	125.58
现金比率[%]	27.79	40.97	31.49	31.84
利息保障倍数[倍]	1.15	0.92	0.40	—
有形净值债务率[%]	190.48	235.97	311.65	309.30
担保比率[%]	8.67	9.87	21.23	20.88
毛利率[%]	3.83	4.95	5.10	3.57
营业利润率[%]	1.06	0.84	0.85	0.24
总资产报酬率[%]	2.24	1.62	1.50	—
净资产收益率[%]	2.01	0.92	0.96	—
净资产收益率*[%]	1.07	0.41	0.41	—
营业总收入现金率[%]	69.54	99.04	86.58	79.82
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	0.36	0.46	0.35	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	0.26	0.27	0.15	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-16.51	-34.38	-50.16	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-12.11	-20.35	-20.97	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.26	1.11	0.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.04	0.03	—

注：表中数据依据山投集团经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业总收入×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%
营业总收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业总收入×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%
经营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/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资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+报告期投资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 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。

## 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尽职调查和诚信义务，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 7 月 23 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、出售或以任何方式外传。

## 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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。