

2020 年山西建设投资集团有限公司
政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）

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：【新世纪债评(2019)010735】

评级对象： 2020 年山西建设投资集团有限公司政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA⁺

评级时间： 2019 年 6 月 28 日

注册额度： 18 亿元

本期发行： 9 亿元

发行目的： 补充流动资金，用于募投项目

存续期限： 10 年

偿还方式： 每年付息一次。本期债券到期或投资者回售时一次还本，当期利息随本金兑付。

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	4.52	6.76	5.29	9.66
刚性债务	13.11	32.61	57.85	73.78
所有者权益	22.52	36.96	52.51	54.69
经营性现金净流入量	1.79	10.63	1.43	-10.34
合并口径数据及指标：				
总资产	432.20	539.65	720.62	722.92
总负债	343.75	428.24	573.63	575.64
刚性债务	84.39	152.85	227.78	259.01
所有者权益	88.45	111.41	146.99	147.28
营业收入	332.06	368.88	483.96	78.40
净利润	5.03	7.00	12.44	1.06
经营性现金净流入量	8.19	10.12	10.74	-4.36
EBITDA	11.76	15.88	25.74	—
资产负债率[%]	79.54	79.35	79.60	79.63
资产负债率*[%]	79.54	79.35	81.41	81.43
权益资本与刚性债务比率[%]	104.81	72.89	64.53	56.86
流动比率[%]	134.20	136.61	120.82	124.74
现金比率[%]	17.17	25.62	21.02	23.89
利息保障倍数[倍]	3.19	2.04	2.02	—
净资产收益率[%]	6.07	7.00	9.63	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.16	3.39	2.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.05	-7.73	-11.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	2.45	2.41	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.13	0.14	—

注：根据山西建投经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。资产负债率*为将公司永续债作为负债核算计算的资产负债率。

分析师

武嘉妮 wjn@shxsj.com

杨茜 yh@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。**山西建投是山西省唯一一家同时拥有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的企业，在山西省建筑市场拥有一定竞争优势。
- **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。
- **经营规模扩张，在手订单较充足。**山西建投已形成一定的规模优势，近三年新签合同及期末在手合同金额逐年增长，经营规模逐年扩张。目前公司在手订单较充足，对中短期内收入实现有一定保障。

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仍相对较大，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 等投资项目数量增加较快，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获山西省国资委批准。需密切关注此次混改进展及对公司的影响。

➤ 未来展望

通过对山西建投及其发行的本期债券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；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年山西建设投资集团有限公司

政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

山西建设投资集团有限公司（简称“山西建投”、“发行人”、“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（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”）。由于企业改制需要，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于对山西建筑工程（集团）总公司<改制方案>的批复》（晋国资改革函【2017】616 号），公司改制后名称变更为现名，注册资本变更为 50 亿元。2017 年 9 月 20 日，公司工商登记变更手续已经办理完成。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。2017 年，根据《山西省财政厅文件晋财（2017）297 号文件》批复，山西省人民政府对公司增加货币出资 16,764,300.00 元；同期，根据山西省国资委批复以及《山西省地方税务局山西省国家税务局关于印发<全省税务系统优化税收营商环境服务经济转型发展实施意见>的通知》（晋地税发【2017】118 号），公司将历史原因形成的欠缴地方税费转增国有资本金 1,351,599,565.03 元。至此，公司实收资本增至 17.94 亿元。截至 2019 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 2018 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 11 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）甲级设计资质的企业，在山西省内拥有一定竞争优势。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟发行 18.00 亿元、期限为不超过 10 年企业债券的申请已获国家发展和改革委员会发改企业债券【2018】126 号文件批准。本期债券拟发行金额为 9.00 亿元，期限 10 年（本期拟发行债券概况如图表 1 所示）。公司拟将本期债券的募集资金主要用于补充流动资金及项目投资。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年山西建设投资集团有限公司政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）
总发行规模:	18.00 亿元人民币
本期发行规模:	9.00 亿元人民币
本期债券期限:	10 年，在第 5 年末附加发行人调整票面利率选择权及投资者回售权。
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次。本期债券到期或投资者回售时一次还本，当期利息随本金兑付。
增级安排:	无

资料来源：山西建投

截至 2019 年 6 月 28 日，该公司合并口径公开发行的待偿还债券本金余额为 42.10 亿元，待偿还债券情况如图表 2 所示。

图表 2. 截至 2019 年 6 月 28 日公司公开发行的待偿还债券概况

债项名称	债项简称	待偿还本金（亿元）	期限（天/年）	票面利率（当期）（%）	起息日	到期日
山西建设发展有限公司 2016 年公司债券	16 晋建发	7.10	（3+2）年	7.50	2016.01.29	2021.01.29
山西建设投资集团有限公司 2018 年度第五期超短期融资券	18 山西建投 SCP005	5.00	270 天	4.70	2018.12.05	2019.09.01
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第一期超短期融资券	19 山西建投 SCP001	5.00	270 天	3.99	2019.01.24	2019.10.21
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据	19 山西建投 MTN001	5.00	3 年	4.92	2019.02.26	2022.02.26
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第一期短期融资券	19 山西建投 CP001	10.00	366 天	3.98	2019.03.01	2020.03.01
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第二期超短期融资券	19 山西建投 SCP002	5.00	270 天	3.90	2019.04.15	2020.01.10
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第二期中期票据	19 山西建投 MTN002	5.00	3 年	4.85	2019.06.26	2022.06.26

资料来源：Wind、山西建投

(2) 募集资金用途

A. 补充流动资金

近年来，公司经营规模迅速扩大，而建筑行业在经营过程中需要垫付大量流动资金，公司流动资金需求增加。为配合公司快速发展的战略规划，本期债券部分募集资金将用于满足公司在业务经营过程中对营运资金的需求，金额为 4.50 亿元。

B. 晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程项目投资

本期债券部分募集资金将用于晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程项目，金额为 4.50 亿元（其中 2.00 亿元用于归还项目贷款，2.50 亿元用于支付工程欠款）。该项目建设主体为山西建筑工程集团晋中公路工程有限公司（以下简称“项目公司”）。晋中公路工程成立于 2016 年 7 月末，由山西建投出资 80%，晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司出资 20%。截至 2016 年末，项目公司注册资本为 5 亿元。

该项目工程范围包括道路工程、桥梁工程、地道工程、排水工程、照明工程、电力管道（土建部分）、绿化工程、交通工程等。东环快速路方案设计长约 14.5 千米，南环快速路设计方案长约 2.5 公里，总长约 17.368 千米。项目建成后外环道路主线为城市快速路，辅道为城市主干路，外环路维持一级公路，主线设计时速 80KM/H，辅路设计时速 50KM/H。道路全线被交主干干道 31 条，其中 17 条为现状道路，14 条为规划道路；全线设跨线桥 8 处，地道 3 处，立交桥 3 座，人行天桥 4 座。

该项目原计划总投资 26.54 亿元，其中建筑工程安装费用 19.70 亿元（道路工程 7.25 亿元，桥涵工程 9.79 亿元，排水工程 1.69 亿元，泵站工程 0.03 亿元，强电工程 0.93 亿元），工程建设其他费用 4.68 亿元（土地征用及拆迁补偿费 3.90 亿元，建设项目管理费 0.25 亿元，建设项目前期工作费用 0.36 亿元，其他费用 0.17 亿元），预备费 1.64 亿元，建设期贷款利息 0.52 亿元。截至 2019 年 3 月末，该项目最终的总投资规模预计约 30.63 亿元。

晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程项目已获得晋中市人民政府出具的《关于晋中市城区东、南外环道路快速化改造 PPP 项目实施方案的批复》；并得到晋中市环境保护局榆次区分局出具的《晋中市城区外环道路快速化改造项目环境影响报告书的批复》。晋中市发展和改革委员会也出具了《关于晋中市城区东、南外环道路快速化改造项目可行性研究报告的批复》（市发改审批字[2016]33 号）。

项目特许经营期限为 21 年（包括建设期 1 年，运营维护期 20 年）。项目完工后，晋中市财政局将在项目运营期内逐年向项目公司支付政府购买服务费。政府购买服务费由项目可用性服务费和运维绩效服务费组成。可用性服务费包括项目建设投资、融资成本、税费、其他支出及必要的合理回报；运维绩效服务费在项目缺陷责任期满后开始支付，包括维护成本、税费、其他支出及

合理回报。以可研报告预计的总投资为基准进行预测，项目全部政府购买服务费预计合计约为 52.98 亿元，在 2017 年及之后的 20 年内分期付清，项目税后净现金流量预计为 19.19 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体

投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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

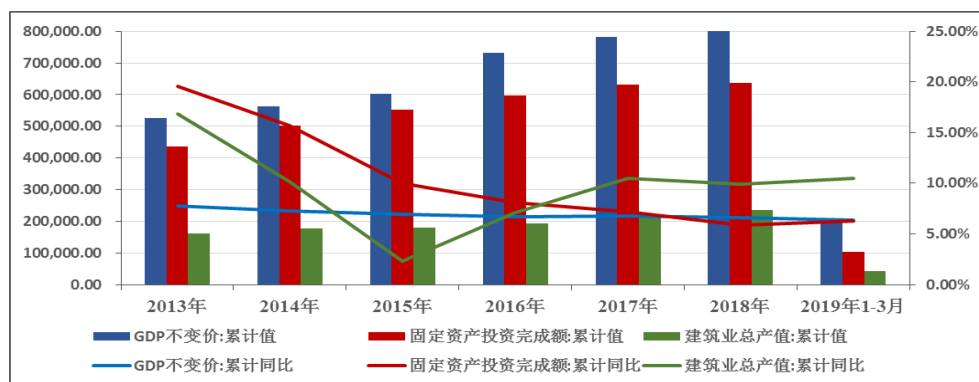
建筑施工行业

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

建筑施工行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，建筑施工行业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 2.29%。进入 2016 年以来，我国宏观经济总体企稳，GDP 增速稳定在 7% 左右，在去杠杆及限制地方融资背景下固定资产投资持续下滑趋势，建筑施工行业总产值有所回暖但仍处低速增长态势。2018 年，我国实现国内生产总值 83.30 万亿元，固定资产投资累计完成 63.56 万亿元，分别同比增长 6.6% 和 5.9%。建筑施工行业生产总值增速继 2017 年增至 10.50% 后有所回落，但仍维持高位；2018 年全国建筑业总产值为 23.51 万亿元，同比增长 9.88%。2019 年第一季度，我国实现国内生产总值 19.54 万亿元，同期固定资产投资完成额 10.19 万亿元、建筑业总产值 4.28 万亿元，分别同比增长 6.4%、6.3% 和 10.5%，增速均较上年同期有所下滑。

图表 3. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工行业产值变化趋势



资料来源: Wind (单位: 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。2016~2018 年，建筑行业新签合同额分别为 21.28 万亿元、25.46 万亿元和 27.29 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设投资力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同额同比增长 15.38%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集如雨的产业政策刺激，行业新签合同额强势上涨。2018 年以来地方政府投融资监管趋严，基建投资意愿下降，同时受 PPP 项目清库，信用紧缩等因素影响，当年建筑业新签合同额增速较上年下降 12.51 个百分点，至 7.16%。

2018 年以来，经济形势转变，信用政策收紧，项目审批形势变化，金融监管趋严等因素综合作用导致基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度受到影响。但 2018 年下半年开始，相关部门连续出台政策进一步规范项目审批同时推动已批复项目的投资落地。据 2018 年 11 月 15 日国家发改委公布：当年前三季度，国家发改委共审批核准固定资产投资项 147 个，其中审批 117 个、核准 30 个，总投资 6,977 亿元；三季度审批核准的固定资产投资项金额是第二季度的 4.83 倍，是一季度的 2.58 倍。以下将分为房屋建筑施工业、市政工程施工、海外工程施工以及政府和社会资本合作机制四个细分子行业对其市场前景进行分析。

房屋建筑施工业

2016 年以来，我国房地产调控政策继续深化，商品房销售额和销售面积保持增长但增速持续回落；受保障房及棚户区改造建设拉动影响，房地产开发投资完成额有所增长，但房地产施工投资增速持续下滑。2017 年我国房地产开发投资完成额为 10.98 万亿元，其中房地产建筑工程投资完成额为 6.89 亿元，分别较上年度增长 7.00% 和 3.10%。2018 年，房地产开发投资完成额 12.03 万亿元，同比增长为 9.53%，投资增速提高主要依赖于土地购置费用的增长；同期房地产建筑工程投资完成额为 6.73 亿元，同比下降 2.30%，为近三年首次负增长。

近年来我国房地产市场调控深化，多城市楼市政策密集出台且不断升级，同时政府加快发展租赁市场、推进租售并举，住房制度不断完善。自 2016 年“9.30”调控开启后，我国房地产调控政策围绕房住不炒、因城施政总原则，各地陆续出台限购限贷、限价、限售、摇号购房等政策进行密集调控。2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。截至 2018 年末，全国商品房待售面积降至 5.24 亿平方米，较上年末减少 0.65 亿平方米，下降 11.05%；同期末，新开工提速带动商品房施工面积较上年末增长 5.22% 至 82.23 亿平方米。

2018 年政府工作报告中强调启动新的三年棚改攻坚计划，2018 年全年开工 580 万套。同年 10 月 8 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出下一步因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。根据国家统计局数据，2018 年全国棚改开工 626 万套，基本建成 511 万套。尽管未来一段时间内保障房建设和棚户区改造仍能对房建施工业起到一定的拉动作用，但在融资环境趋紧、房地产调控政策深化的大环境背景下，未来房屋建筑市场增长乏力。

图表 4. 2012 年以来全国房地产开发概况（单位：万亿元；亿平方米）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
房地产开发投资额	7.18	8.60	9.50	9.60	10.26	10.98	12.03
本年购置土地面积	3.57	3.88	3.34	2.28	2.20	2.55	2.91
房屋新开工面积	17.73	20.12	17.96	15.45	16.69	17.87	20.93
房屋竣工面积	9.94	10.14	10.75	10.00	10.61	10.15	9.36
商品房销售面积	11.13	13.06	12.06	12.85	15.73	16.94	17.17
商品房销售额	6.45	8.15	7.63	8.73	11.76	13.37	15.00

数据来源：国家统计局、Wind

市政工程施工业

市政工程施工业方面，大规模的基础设施建设将为市政基础设施施工企业提供较为广阔的成长空间和持续发展的有利条件。2017 年我国完成城市市政公用设施固定资产投资 1.93 万亿元，同比增长 10.70%，占同期全社会固定资产投资总额的 3.01%，其中道路桥梁、轨道交通和地下综合管廊投资完成额分别为 6,996.7 亿元、5,045.2 亿元和 240.8 亿元。

在城市道路桥梁方面，2017 年末我国城市道路长度 39.78 万公里，道路面积 78.89 亿平方米，分别较上年末增长 4.02%和 4.65%；人均城市道路面积为 16.05 平方米，较上年末增加 0.25 平方米。在轨道交通方面，根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》显示，截至 2018 年末，我国共有 63 个城市的城轨交通线获批，其中，城轨交通线网规划正在实施的城市共计 61 个，建设规划线路总长为 7611 公里（不含已开通运营线路）；全国有 35 个城市已开通轨道交通，较上年末新增乌鲁木齐一市；运营线路 185 条，运营线路总长度为 5,761.4 公里，2018 年新增运营线路 20 条，新增运营线路长度 728.7 公里。2018 年我国轨道交通完成建设投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%；全国在建轨道交通线路长度 6,374 公里，可研批复投资额累计 4.27 万亿元。

2017 年 5 月，住建部和国家发改委联合发布《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，城市建成区路网密度达到 8 公里/平方公里以上、建成区道路面积率达到 15%；城市轨道交通运营里程达到 7,000 公里；全国城市道路综合管廊配建率达到 2%左右，20%城市建成区达到海绵城市建设要求；油气管网里程达 16.5 万公里等。目前，我国市政工程建设已进入快速发展时期，城市轨道交通、地下综合管廊建设等领域的建筑市场发挥空间大，相应的市政工程施工企业未来业务增长可期。

海外工程施工业

根据商务部公布数据显示，2016~2018 年度我国对外承包工程业务完成营业额分别为 1,594.2 亿美元、1,685.9 亿美元和 1,690.4 亿美元，分别同比上升 3.5%、5.8%和 0.3%；新签合同额分别为 2,440.1 亿美元、2,652.8 亿美元和 2,418.0 亿美元，同比分别增长 16.20%、8.7%和-8.8%。近五年，我国对外工程新签合

同额首次出现负增长，主要系“一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同下降所致。

目前“一带一路”战略投资在我国对外投资中占比大。2018年，我国施工企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同7,721份，新签合同额1,257.8亿美元，同比下降12.8%，占同期我国对外承包工程新签合同额的52%；完成营业额893.3亿美元，同比增长4.4%，占同期总额的52.8%。

美国《工程新闻记录》杂志公布的2018年度国际承包商250强中，我国内地共有69家企业上榜，较上年增加4家；入选企业共实现海外市场收入1,140.97亿美元，占250家国际承包商海外承包收入总额的23.7%，较上年提高2.6个百分点。我国建筑施工企业海外业务未来增长仍有一定保障，然而我国施工企业海外业务实施地多位于亚非拉经济落后地区，政治局势稳定性较差，部分工程已经出现或存在完全停工后续开工无限推迟风险，同时工程管理人员及施工人员安全等问题亦较难保障，或对我国施工企业海外工程筛选审查及中标后建设管理构成较大挑战。

政府和社会资本合作机制

2015年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作（PPP，即 Public-Private Partnership）模式。2016~2018年，我国新增落地（即已签约进入执行阶段）PPP项目投资额分别为2.2万亿元、2.4万亿元和2.4万亿元，分别占当期全国固定资产投资总额的3.7%、3.8%和3.7%。PPP项目的投资落地已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一，相关领域的施工企业将面临较好的业务拓展环境。

2018年以来受入库审核趋严及集中清理整顿的影响，管理库项目数及投资额增速均有所下降，PPP发展由重数量和速度转变为重质量。截至2018年末，全国政府和社会资本合作中心综合信息平台¹收录管理库²项目共8,654个，总投资额13.2万亿元，覆盖31个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和19个行业领域；其中执行阶段即落地项目4,691个，落地率54.2%，目前尚无移交阶段项目。同年，管理库共清退项目2,557个，涉及投资总额3.0万亿元。

从管理库入库项目的行业分布来看，2018年末市政工程、交通运输、生态建设和环境保护三个行业的项目入库数和落地数均居前三位，入库项目数/落地项目数分别为3,381个/1,902个、1,236个/649个和827个/460个，合计占比分别为63.0%和64.1%；市政工程、交通运输、城镇综合开发三个行业的入库项目投资额和落地项目投资额居前三位，分别为39,646亿元/24,217亿元、38,464亿元/18,538亿元和18,155亿元/10,045亿元，合计占比分别为73.1%和

¹ 2015年12月，财政部《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》（财金【2015】166号）明确提出，未纳入综合信息平台项目库的项目，不得列入各地PPP项目目录，原则上不得通过财政预算安排支出责任。

² 自2017年9月起，在全国PPP综合信息平台项目库内构件储备库和管理库。储备库是指识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用PPP模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库是指准备、采购、执行和移交阶段项目。

73.3%。总体看来，我国市政工程、交通运输、生态建设和环境保护及城镇综合开发行业入库 PPP 项目数量及规模较大，为行业内企业提供了更多的业务发展空间。

B. 政策环境

2017 年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。为推进施工行业“放管服”改革工作，2018 年初国务院决定由住建部牵头负责工程建设项目审批制度改革工作。5 月，国务院印发国办发【2018】33 号文件，开展工程建设项目审批制度改革试点，以北京市、天津市、上海市等 16 个省市为试点³，统一审批流程、精简审批环节、完善审批体系、强化监督管理。改革的主要目标为：2018 年试点地区审批时间由目前平均 200 多个工作日压减至 120 个工作日，2019 年上半年全国实现这一目标，2020 年基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理体系。2019 年 3 月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。

C. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。2018 年，我国国有及国有控股建筑施工企业新签合同总额 11.13 万亿元，占全行业新签合同总额的 40.77%。

图表 5. 建筑施工行业概况

项目	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30

数据来源：国家统计局、Wind

在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建、中国建筑和中国交建等为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。

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

³ 试点地区包括：北京市、天津市、上海市、重庆市、沈阳市、大连市、南京市、厦门市、武汉市、广州市、深圳市、成都市、贵阳市、渭南市、延安市和浙江省。

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 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%，天）

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	营业收入现金率	应收账款和存货合计占资产比重	营业周期	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中国建筑股份有限公司	11,993.25	11.89	103.77	43.10	248.67	18,618.40	76.94	553.50	103.11
中国建筑第八工程局有限公司	2,042.78	6.82	112.61	44.04	139.60	1,983.13	80.22	59.53	78.36
中国建筑第六工程局有限公司	306.83	8.05	95.46	49.83	345.74	582.11	82.82	2.28	0.46
中国建筑第五工程局有限公司	958.83	6.60	123.17	43.35	186.94	1,265.90	82.28	24.92	-62.25
中国建筑第四工程局有限公司	859.15	5.60	99.12	56.07	182.09	775.67	81.69	9.76	20.56
中国建筑第三工程局有限公司	1,999.15	7.56	116.08	37.80	126.73	1,975.21	80.27	64.66	33.48
中国建筑第二工程局有限公司	1,261.08	6.45	82.74	44.59	149.56	1,153.42	81.10	27.54	38.03
中国建筑一局(集团)有限公司	1,098.44	5.10	105.49	39.12	117.29	925.28	81.58	14.83	56.37
上海建工集团股份有限公司	1,705.46	11.25	99.75	46.76	229.23	2,159.18	83.65	34.29	23.96
广东省建筑工程集团有限公司	488.83	8.86	104.93	22.86	99.76	702.96	71.82	9.75	20.57
广西建工集团有限责任公司	1,008.58	7.00	101.98	54.75	171.99	919.75	83.62	17.17	3.36
云南省建设投资控股集团有限公司	1,159.51	7.29	74.44	23.68	273.11	3,465.62	73.12	22.60	58.37
北京建工集团有限责任公司	472.59	11.03	88.02	56.11	376.97	892.06	80.26	11.39	5.96
浙江省建设投资集团股份有限公司	656.75	5.18	103.84	53.59	187.29	648.67	89.81	8.67	-14.94
重庆建工集团股份有限公司	466.20	4.95	94.66	58.51	319.12	690.09	87.48	4.47	1.51
湖南建工集团有限公司	909.78	7.23	90.34	30.97	41.50	420.95	73.01	12.76	9.55
四川华西集团有限公司	564.69	6.59	103.75	53.41	193.88	541.44	82.42	7.81	25.21
福建建工集团有限责任公司	196.74	11.63	93.55	52.32	292.71	340.55	72.87	5.07	-25.28
陕西建工集团有限公司	1,006.00	4.84	93.19	45.70	102.62	645.93	69.75	15.42	1.40
江西省建工集团有限责任公司	442.66	4.83	98.41	55.32	228.80	506.53	90.31	6.91	20.63
江苏省建工集团有限公司	189.88	7.05	103.19	75.72	236.97	160.79	45.88	7.07	3.02
山西建设投资集团有限公司	483.96	11.03	89.56	49.80	248.55	720.62	79.60	12.44	10.74

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金

压力较大。尽管 2016 年起，政府相关部门开展清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力，但目前施工企业垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。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。建筑施工企业的财务负担较重，同时财务费用亦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。

原材料成本上升风险。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。

业务模式风险。随着 PPP 模式在水利水电和市政工程等重点领域的推行，施工企业中标大量 PPP 项目。PPP 项目投资规模大、期限长，同时行业内 PPP 项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。

房地产开发行业

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产是我国经济支柱产业之一。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市⁴的房地

⁴ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、

产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由 -5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 个大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较

沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

政策方面，2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。

2018 年以来，房地产开发企业营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

在风险方面需持续关注：1) 购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018 年以来，我国房地产调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。2) 融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据统计，2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过 5000 亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

(3) 区域市场因素

2016-2018 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，山西省经济增速有所波动，同期地区生产总值按可比价格的增幅分别为 4.5%、7.0%和 6.7%。2017-2018 年山西省公共财政收入保持增长，但同期仍保持了较高的公共财政支出，主要为民生支出。2018 年，山西省公共财政收入较上年增长 22.8%；当年一般公共预算支出较上年增长 14.1%，其中民生支出较上年增长 11.9%。

图表 7. 近年山西省发展情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值	12,759.40	12,802.60	12,928.30	14,973.50	16,818.10
人均生产总值（万元）	3.51	3.50	3.52	4.06	4.53
一般公共预算收入	1,820.10	1,642.20	1,557.00	1,866.80	2,292.60
一般公共预算支出	3,096.30	3,443.40	3,441.70	3,756.70	4,285.40
民生支出 ⁵	2,583.10	2,900.00	2,837.80	3,058.80	3,423.80

资料来源：山西省统计局、Wind

⁵ 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。

建筑业方面，2014-2018 年，山西省建筑业保持增长态势。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实现了较大的增长。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%。在 2016 年和 2017 年保持了较快的增速之后，2018 年山西省建筑业的签订合同额和新签合同额增速有所下降，分别为 5.35%和 1.96%。

图表 8. 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	2018 年
建筑业企业	2,357 家	2,285 家	2,532 家	2,538 家	2,666 家
签订合同额	5,995.50	6,333.00	7,449.50	8,589.30	9,049.04
新签合同额	3,207.40	3,259.40	4,173.40	4,939.80	5,036.70
建筑业总产值	3,103.50	2,931.30	3,318.50	3,566.60	4,071.50
建筑业增加值	825.70	847.20	895.60	1,019.80	1,152.80

资料来源：山西省统计局、Wind

房地产业方面，2014-2016 年，山西省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，山西省房地产开发投资大幅下降。2018 年山西省房地产开发投资有所恢复，当年房地产开发投资完成额较上年增长 18.0%。2014-2017 年商品房销售量保持增长，2018 年略有下滑；近年来商品房待售面积下降较快，截至 2018 年末已降至 984.80 万平方米。随 2018 年新开工面积恢复增长，当年末房屋施工面积增长至 1.69 亿平方米。

图表 9. 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	2018 年
房地产开发投资	1,403.55	1,494.90	1,597.40	1,166.30	1,376.59
其中：住宅投资	1,010.69	1,098.30	1,141.40	846.40	1,033.76
房屋新开工面积	3,887.51	3,700.60	3,854.80	3,305.80	3,872.55
房屋施工面积	15,476.90	15,734.50	17,069.30	16,473.40	16,949.60
商品房待售面积	-	1,816.10	1,761.00	1,225.70	984.80
商品房销售面积	1,576.27	1,592.60	2,061.10	2,415.90	2,360.90

资料来源：山西省统计局、Wind

2. 业务运营

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，在山西省内拥有一定的竞争优势。近三年公司主业规模保持增长，建筑施工业务收入持续增加，毛利率略有提升。公司营业收入主要来自传统建筑施工，基础设施投资建设收入贡献较低。2016 年公司开始承接 PPP 项目，近两年新签合同及年末在手合同增长较快，对中短期内收入实现有一定保障。同时，随着 PPP 项目投资和房地产业务规模扩张，公司未来对资金需求较大。

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、物资贸易及租赁等业务。

该公司建筑施工业务主要分为建筑施工和基础设施投资建设两种业务。建筑施工包括承包房屋建筑施工、古建筑施工、机场场道施工、电力施工、环保及公路桥梁等传统施工工程，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% 左右。基础设施投资建设主要指原 BT 项目、PPP 项目等，在营业收入中占比相对较小。近三年公司建筑施工业务收入逐年增长。

图表 10. 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 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
营业收入合计	332.06	368.87	483.96	78.40
其中：核心业务（建筑施工业务）营业收入	318.63	345.78	423.11	70.78
核心业务（建筑施工业务）营业收入占比	95.96%	93.74%	87.43%	90.29%
其中：（1）建筑施工营业收入	305.81	333.90	408.88	68.67
在核心业务收入中所占比重	95.98%	96.56%	96.64%	97.01%
（2）基础设施投资建设营业收入	14.68	11.88	14.23	2.11
在核心业务收入中所占比重	4.61%	3.44%	3.36%	2.99%
综合毛利率	9.06%	10.99%	11.03%	8.11%
其中：（1）建筑施工	8.31%	10.58%	10.89%	6.81%
（2）基础设施投资建设	9.47%	8.92%	10.00%	12.00%

资料来源：山西建投

A. 规模

近三年，该公司新签合同规模迅速增加，一方面主要由于 2016 年以来公司开始承接 PPP 项目，获得了大量的合同订单，另一方面建筑施工项目新签合同逐年也有所增加。2018 年公司新签合同金额较上年增长 43.89% 至 1,243.32 亿元，其中建筑施工项目和基础设施投资项目新签合同分别较上年增长 26.98% 及 51.94%。2019 年第一季度，公司新签合同金额较上年同期增长 50.56% 至 305.92 亿元，增长主要来自建筑施工项目，当期基础设施投资项目新签合同金额同比有所减少。截至 2019 年 3 月末，公司在手合同金额为 1,290.43 亿元，

在手合同较充足，为未来收入实现增长奠定基础。

图表 12. 公司近年项目承接情况表

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
新签合同（亿元）	719.50	864.07	1,243.32	305.92
其中：建筑施工	616.81	692.36	879.19	227.97
基础设施投资	61.69	150.76	229.07	19.32
完工合同（亿元）	227.21	271.98	199.35	25.24
在手合同（亿元）	874.07	1,103.40	1,333.07	1,290.43

资料来源：山西建投

2016-2018 年该公司承接重大工程⁶合同金额和数量均呈增长趋势；同期，重大工程金额占新签合同总金额比重亦呈上升趋势。2019 年第一季度，公司承接重大工程项目的合同金额和数量保持增长，但重大工程金额占新签合同总金额比重较上年同期下降明显，其中基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额占重大工程金额比重同比下降 17.01 个百分点至 5.28%。

图表 13. 公司近年承接重大工程数量（单位：个、亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
重大工程数量	149	211	257	52
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程数量	5	18	37	2
重大工程金额	427.59	540.15	836.55	161.55
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额	52.02	83.75	176.87	8.53
重大工程金额占总金额比	59.43%	62.51%	67.28%	52.81%
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额占重大工程金额比	12.17%	15.50%	21.14%	5.28%

资料来源：山西建投

图表 14. 公司合同金额前十大建筑施工在建工程明细（单位：亿元）⁷

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
山西建投商务中心	2016.5	2021.6	33.24	4.77	4.77	山西杏花村国贸投资有限责任公司
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	2016.8	2019.12	16.04	9.18	0.91	国家电投和顺东方新能源发电有限公司
贵阳龙洞堡国际机场三期扩建工程飞行区场道工程	2017.4	2020.4	8.17	4.7	4.7	贵阳龙洞堡国际机场三期扩建工程指挥部
成都天府国际机场飞行区场道工程 08 标段	2017.2	2019.7	7.29	4.79	4.79	成都天府国际机场建设指挥部
太原市中心医院门诊医技住院综合楼	2015.8	2019.11	7.58	6.33	4.67	太原市中心医院
山西广电房地产开发有限公司广电新景住宅小区	2018.5	2021.1	5.12	0.53	0.53	山西广电房地产开发有限公司
山煤·上德府住宅小区项目	2018.8	2020.1	5.02	0.41	0.22	大同鑫盛联房地产开发有限公司
榆次区王湖村城中村改造安置区项目	2018.9	2020.8	4.81	0.22	0.72	榆次城市建设综合开发总公司
中石化科学技术研究中心 II 标段	2016.12	2019.12	4.76	2.49	2.43	北京中石化井田建设有

⁶ 重大工程指合同金额超过 1 亿元的建筑工程项目。

⁷ 包含该公司合并范围内的项目。

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
红星国际广场	2017.6	2020.1	4.55	1.41	0.60	限公司 山西崇康房地产开发有限公司
合计	-	-	96.58	34.83	24.34	-

资料来源：山西建投（截至 2019 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 2018 年连续十四年跻身中国 500 强企业行列，其中 2018 年名列第 388 位；2004 年至 2018 年连续十五年跻身中国建筑承包商 80 强行列，其中 2018 年荣获中国建筑承包商 80 强行列第 21 位；2006 年至 2018 年连续十三年荣获全国优秀施工企业；2018 年位列中国建筑企业 500 强第 42 位。

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，2016-2018 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 4.30%、3.38%和 4.89%。

图表 15. 公司近年新签合同额区域变化（单位：亿元）

业务区域	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	710.08	98.69%	844.79	97.77%	1,218.55	98.01%	283.54	92.68%
其中：山西省	568.13	78.96%	673.95	79.78%	949.34	77.91%	207.88	73.32%
山西省外	141.95	19.73%	170.84	19.89%	269.21	22.09%	75.66	26.68%
国际	9.42	1.31%	19.28	2.24%	24.77	1.99%	22.38	7.32%
合计	719.58	100.00%	864.07	100.00%	1,243.32	100.00%	305.92	100.00%

资料来源：山西建投

C. 资质技术

截至 2019 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），公司本部及下属子公司共有特级资质 11 项，甲级资质 11 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%。截至 2019 年 3 月末，公司共拥有 1,055 项国家级发明专利及实用新型专利，共获得“鲁班奖”37 项、山西省科技进步奖 22 项、省级工法 1,006 项、“汾水杯”工程 316 项、参编国家标准 15 项、行业标准 13 项、地方标准 43 项。公司目前拥有英国皇家特许建造师 2 人；3 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 1,799 人；国家注册二级建造师 3,525 人；高级职称及中级职称等技术骨干 9,200 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、设备与动力成本及分包成本等组成。其中原材料成本和人工成本占比相对较高，2018 年分别占主要成本的 49.98%和 38.16%。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。2018 年公司成立山西建通科技有限公司（简称“建通科技”），建通科技主要负责集中采购业务，目前已有约 10%的项目通过建通科技进行集中采购，可有效降低钢材等大宗原料的采购成本。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。根据与供应商的具体约定，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或三月一次，采用票据或现金方式。

图表 16. 公司建筑施工业务主要成本情况（单位：亿元）

成本类型	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工劳务成本	87.20	31.74%	108.14	35.66%	139.59	38.16%	25.37	38.21%
建筑材料成本	121.02	44.06%	142.83	47.10%	182.81	49.98%	24.10	36.30%
建筑设备成本	20.62	7.51%	18.41	6.07%	15.45	4.22%	4.10	6.17%
分包成本	45.85	16.69%	33.88	11.17%	27.92	7.63%	12.83	19.32%
合计	274.69	100.00%	303.26	100.00%	365.77	100.00%	66.40	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 5-10%）、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 3%）。履约保证金可以银行保函的形式交纳，其他保证金正逐步由银行保函代替现金。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%-85%，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⁸及运维绩效服务费⁹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 89.02%、97.05%和 89.56%。同时，随着公司加强清欠力度，应收账款金额有所下降。

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 2019 年 3 月末，公司在手 PPP 项目合同总投资金额 291.42 亿元，其中公司作为社会出资方需出资 47.85 亿元，已投资 41.26 亿元。

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¹⁰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。

2018 年以来该公司承接的 PPP 项目在“清库”过程中有三个项目出库，分别为呼和浩特市回民区基础设施建设工程 PPP 项目、沁县路环湖旅游公路 PPP 项目和晋中市姚村马村规划路项目。其中，呼和浩特市回民区基础设施建设工程 PPP 项目因持股 95%的合作方缺乏融资能力而出库，项目已变更为施工总承包模式；沁县路环湖旅游公路 PPP 项目因沁县政府财政承受能力不足而出库，项目后续计划变更为施工总承包模式；晋中市姚村马村规划路项目因政府规划变更出库，项目后续变更情况尚不确定。以上三个项目原合同金额合计 30.71 亿元。

该公司对承接的大部分 PPP 项目持股比例较高，其中部分项目纳入合并范围。截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并范围的 PPP 项目总投资金额合计 142.33 亿元，占在手项目的 48.84%。公司承接的 PPP 项目主要采用金融资产模式核

⁸ 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。

⁹ 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。

¹⁰ 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。

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 2019 年 3 月末，该公司已经成立 SPV 公司的 PPP 项目共 48 个，其中 1 个项目已经完成建设（该项目已进入回款期，已收到回款 4.80 亿元），47 个项目已经开工。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。目前公司在手项目中已有 22 个项目获得外部融资，根据项目建设进度不同，各项目已获得外部融资金额占所需外部融资金额的比重有差异。已获得外部融资的项目主要通过担保和应收账款质押的方式取得借款，借款利率在 4.90%-7.05%之间。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 情况如附录三所示。

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，主要体现在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 项目主要由山西建设发展有限公司（简称“山西建发”）子公司山西四建集团有限公司负责运营。截至 2019 年 3 月末，公司在回购中的 BT 项目为晋中博物馆（档案馆）、图书馆、科技馆建设项目，已投资 5.70 亿元，已回款 2.94 亿元。该建设项目于 2017 年 12 月完工，建设期回购部分，完工后分 4 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算，由回购方在每年的 12 月 31 日之前支付完毕。

图表 17. 截至 2019 年 3 月末公司 BT 项目回款情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	公司投资比例（%）	回购方	回购基数	计划总投资	累计已投资规模	项目收益率（%）	回购期间	累计已回款金额
晋中博物馆（档案馆）、图书馆、科技馆建设项目	晋中市	100%	晋中市住房保障和城乡建设局	结算价款	6.10	5.70	7.90	2018-2021	2.94

资料来源：山西建投

（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、施工机械制造收入、物业管理费、监理费收入、基坑支护、检验试验、建筑劳务、物资贸易

及租赁费等。2017 年公司新开展了融资租赁业务和保理业务。2018 年受钢铁市场回暖影响，公司钢材贸易大幅增长，当年实现物资贸易销售收入 14.08 亿元。

图表 18. 近三年一期主营业务中其他业务收入变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售	4.50	19.40%	3.07	20.39%	10.10	16.01%	0.22	11.48%
基坑支护、检验试验、建筑劳务及租赁费等	4.45	26.81%	11.43	9.85%	18.07	6.78%	2.32	9.78%
施工机械制造	0.47	16.62%	0.70	23.16%	3.76	1.68%	1.88	23.97%
物业管理费	0.28	29.02%	0.33	19.73%	0.24	51.78%	0.06	77.59%
监理费收入	0.26	23.42%	0.26	27.38%	0.34	18.31%	0.25	38.73%
社会服务业服务收入	-	-	0.13	46.92%	4.32	5.65%	0.10	69.64%
融资租赁收入	-	-	0.59	11.79%	1.13	11.56%	0.36	7.90%
物资贸易销售收入	-	-	1.45	1.22%	14.08	3.90%	1.31	13.19%
其他收入	0.44	95.24%	0.73	86.65%	2.72	50.14%	0.68	13.00%
合计	10.41	26.02%	18.69	15.15%	54.76	9.83%	7.18	16.79%

资料来源：山西建投

2016-2018 年，该公司分别实现房地产业务收入 4.50 亿元、3.07 亿元和 10.10 亿元。近三年公司房地产新开工面积逐年增加，期末在建面积也逐年增长。其中，2017 年末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；2018 年末在建面积大幅增加主要是太原和平里项目、忻州学院新居项目等项目新开工面积增加，以及公司收购山西建投商务中心项目所致。近三年公司房地产销售面积、预售金额和回笼资金均逐年增长。截至 2019 年 3 月末，公司主要在开发房地产项目 23 个，计划总投资为 240.63 亿元，已投资 122.19 亿元，已实现销售资金回笼 46.26 亿元，后续尚需投入资金 118.44 亿元，其中预计 2019 年 4-12 月投入 40.36 亿元、2020 年投入 53.60 亿元。总体来看，公司房地产项目资金回笼速度相对较慢，后续仍将面临一定的库存去化压力和持续开发投入的资金压力。

图表 19. 近年房地产经营情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
新开工面积	17.03	39.37	103.95	90.83
竣工面积	15.31	15.28	34.25	10.17
在建面积	66.29	95.52	148.78	181.22
平均销售价格	5,223.23	5,488.96	6,407.86	7,193.24
销售面积	24.31	31.70	52.84	9.03
预售金额	12.70	17.40	32.18	5.86

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
回笼资金	12.70	17.40	43.41	10.46

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、城中村改造项目和棚户区改造项目。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。近年来公司房地产开发项目单个项目体量有所扩大，截至 2019 年 3 月末公司主要在开发项目中规模在 10 亿元及以上的项目包括山西建投商务中心项目、华萃西山项目、太原和平里项目、美舍嘉苑（二期）、腾冲顺颐府目、翔建·御景华府、白沙坊金龙苑及忻州学院新居项目，其中山西建投商务中心项目¹¹和华萃西山项目¹²规模相对较大，计划总投资为 52.16 亿元和 53.85 亿元，其余项目计划总投资在 10-15 亿元之间。公司在售的房地产项目仍主要集中在太原市，近年来房地产开发业务也逐渐向海南、云南及北京等省外区域拓展。

图表 20. 公司主要在开发房地产项目情况（单位：亿元、万平方米，%）

项目名称	持股比例	计划总投资	截至期末已投资	拟投资金额			完工程度	总建筑面积	2018 年年初可销售面积	2018 年合同销售面积	2019 年第一季度合同销售面积	2018 年合同销售额	2019 年第一季度合同销售额	截至期末已回笼资金
				2019 年第二至第四季度	2020 年	2021 年								
鹏程佳园	100	5.50	5.30	0.20	0.00	0.00	60	9.15	0.60	0.60	0.02	0.76	0.02	3.87
翔建·御景华府	100	11.00	8.74	0.90	0.80	0.20	70	24.35	0.45	3.65	0.11	3.52	0.12	9.65
先锋铭苑	100	4.60	4.10	0.39	0.22	0.00	70	15.42	5.08	1.78	0.50	0.80	0.27	2.69
海口市下洋瓦灶棚户区改造项目美舍嘉苑（一期）	100	8.60	7.21	0.81	0.00	0.00	89	17.22	0.00	5.51	2.07	3.83	1.44	8.15
海口市下洋瓦灶棚户区改造项目美舍嘉苑（二期）	100	12.60	4.08	1.26	4.99	2.27	1	24.31	0.00	0.00	1.87	0.00	1.20	1.20
山西建投商务中心项目	100	52.16	11.63	14.40	17.61	8.52	22	63.05	0.00	9.43	0.00	2.84	0.00	0.57
白沙坊金龙苑	100	10.98	2.88	1.20	5.91	1.00	3	23.08	0.00	0.00	2.29	0.00	1.30	1.30
三亚凤凰苑	100	5.30	5.20	0.10	0.00	0.00	1	5.74	4.11	0.73	0.10	1.46	0.20	2.35
晋建·迎曦园	100	9.80	6.40	1.00	1.00	0.60	65	16.9	0.00	2.10	0.00	2.10	0.00	1.14
晋建·新城 I 号	40	6.00	2.74	1.10	1.00	1.00	45	16.36	2.80	1.80	0.18	0.66	0.06	1.28
太原和平里项目	51	15.00	3.21	7.84	2.84	1.11	32	23.35	5.86	5.43	0.43	6.52	0.53	4.79
晋中华苑学府项目	100	1.92	1.88	0.03	0.00	0.00	98	5.80	4.56	3.67	0.00	1.41	0.00	1.53
平顺煜星苑	100	0.67	0.67	0.00	0.00	0.00	91	2.34	0.44	0.36	0.07	0.12	0.02	0.14

¹¹ 该公司对山西建投商务中心项目持股比例为 100%，项目位于山西省太原市小店区，位于龙城大街以南与滨河东路交汇处，总用地面积约为 8.18 万平方米，其中住宅用地 3.28 万平方米，其他商服用地 4.90 万平方米；住宅区部分由住宅楼、幼儿园和地下车库组成；商务区部分由东塔楼、东西塔连接体、西塔楼、酒店、酒店裙房及地下车库组成；总建筑面积约为 63.05 万平方米。截至 2019 年 3 月末，该项目住宅部分五证齐全，开展前期营销蓄客工作；商业部分《建筑工程施工许可证》已取得，正在推进《商品房预售许可证》的办理。

¹² 该公司对华萃西山项目持股比例为 50%，项目位于北京门头沟，截至 2019 年 3 月末项目已投资 37.02 亿元，其中 36 亿元为买地成本。

项目名称	持股比例	计划总投资	截至期末已投资	拟投资金额			完工程度	总建筑面积	2018年初可售面积	2018年合同销售面积	2019年第一季度合同销售面积	2018年合同销售额	2019年第一季度合同销售额	截至期末已回笼资金
				2019年第二至第四季度	2020年	2021年								
榆次基地改造	100	2.16	2.25	0.00	0.00	0.00	90	6.32	4.03	3.98	0.04	1.79	0.02	1.82
屯留果园项目	100	2.01	1.26	0.50	0.15	0.10	63	6.79	3.18	2.52	0.65	0.81	0.21	0.91
裕和嘉园	100	2.90	2.85	0.15	0.00	0.00	95	6.74	0.30	0.30	0.00	0.24	0.00	0.00
晋润园	100	7.60	5.87	1.00	0.00	0.00	80	8.60	5.28	0.43	0.02	1.03	0.05	0.05
北宫 4#楼项目	100	0.78	0.62	0.13	0.00	0.00	100	1.48	1.33	0.00	0.00	0.35	0.13	0.48
忻州学院新居项目	51	10.00	5.27	1.40	2.00	1.40	70	27.60	0.00	10.27	0.62	4.28	0.63	3.67
腾冲晋颐庄园项目	55	4.00	0.55	1.37	1.60	0.48	20	6.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
腾冲顺颐府项目	40	12.00	2.18	1.41	6.20	2.21	0.06	19.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
腾冲顺颐府项目（二期）（暂定名）	40	1.20	0.29	0.01	0.20	0.70	0.03	1.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
华萃西山	50	53.85	37.02	5.15	9.08	2.32	5	17.08	1.13	0.28	0.06	1.33	0.31	0.65
合计	—	240.63	122.19	40.36	53.60	21.90	—	349.13	39.15	52.84	9.03	33.86	6.50	46.26

资料来源：山西建投（截至 2019 年 3 月末）

该公司城中村改造项目主要由山西建发子公司山西龙图置业有限公司（简称“龙图置业”）负责。城中村项目主要指对城市扩张过程中，对新扩张的城市范围内的原农村用地进行改造，通常包括土地一级整理、建设安置房和建设部分商业地产的工作。公司承接城中村改造项目之后，先进行土地一级整理，整理完毕的土地交由政府进行招拍挂，公司通过招拍挂取得土地之后，政府将基准地价的 85% 返还给公司作为安置费。公司根据政府规划建设安置房，安置房建设完成之后，公司与村委会协商根据太原市拆迁安置方案进行安置。获得的土地除安置房之外，通常还余下部分土地用于商业地产开发，公司可以建设商品房获得利润覆盖之前的土地成本。截至 2019 年 3 月末，正在实施的重大城中村项目主要为太原市迎泽区国奥城（太原赵北峰城中村改造）项目。该项目规划总用地 27.1 万平方米，其中村民安置用地为 21.37 万平方米。项目总资金来源为银行借款及公司自筹。项目模式为政府交付土地，公司在项目建成后交付政府一定面积的住宅及商业物业，剩余部分归公司所有。该项目计划整体工程建设期为 2015 年 8 月至 2019 年 11 月，分为三期进行开发：一期包括九栋高层住宅、一栋综合楼、一所幼儿园；二期包括两栋高层住宅；三期包括一所小学、六栋高层住宅、七栋洋房。截至 2019 年 3 月末，一期已完工 90%；二期基础基本已完工；三期正在编制规划方案。

图表 21. 公司在建城中村改造项目情况（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	累计已投资	建筑面积	项目周期	建设进度	项目回款金额
山西龙图置业有限公司	太原市迎泽区国奥城（太原赵北峰城中村改造）项目	30.00	8.28	63.49	4 年	B1\B2 已交付安置，B6-B9 预计 2019.6 交房	4.73
太原晋泽置业有限公司	太原市迎泽区双塔村城中村改造拆迁补偿和土地整理、安置房投资建设项目	11.68	5.07	14.18	5 年	52.14%	1.53

项目负责公司名称	项目名称	计划总投资	累计已投资	建筑面积	项目周期	建设进度	项目回款金额
合计	-	41.68	15.28	90.18	-	-	6.26

资料来源：山西建投（截至 2019 年 3 月末）

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和海南华晋置业有限公司负责，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以及白沙坊金龙苑项目。海口市下洋瓦灶棚户区改造项目规划为 3 期，目前一期已经开始提前熟悉竣工验收流程，提前准备现有资料；二期规划设计方案重新调整已完成，关于调整密度的函海口市政府审批完成，调整后的方案自然资源和规划局详规处正在审批，场地平整已基本完成；三期还处在拿地准备阶段。截至 2019 年 3 月末，该项目一期计划总投资 8.60 亿元，已投资 7.21 亿元，累计回款 8.15 亿元；该项目二期计划总投资 12.60 亿元，已投资 4.08 亿元，累计回款 1.20 亿元。截至 2019 年 3 月末，白沙坊金龙苑项目处于地基处理阶段，该项目计划总投资为 10.98 亿元，已投资 2.88 亿元，累计回款 1.30 亿元。公司棚户区改造项目回款进度总体正常。

图表 22. 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美舍嘉苑（一期）	8.60	9.59	主体结构全部封顶；二次结构砌筑完成，室内二遍腻子完成，正进行地砖铺贴工作，室外涂料完成，正进行商铺部分涂料及真石漆工作	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南（C0505-1、C0503-1）	17.22	7.21	8.15
海南晋发置业有限公司	海口市下洋瓦灶棚户区改造项目美舍嘉苑（二期）	12.60	13.53	地勘完成，试桩完成，临建完成，场地平整完成	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶 C0502 地块	24.31	4.08	1.20
海南华晋置业有限公司	白沙坊金龙苑	10.98	11.60	地基处理阶段	白沙坊棚改回迁商品房 A0208 地块	23.08	2.88	1.30

资料来源：山西建投（截至 2019 年 3 月末）

截至 2019 年 3 月末，该公司共有 1 个拟建项目及 1 幅土地储备。拟建的晋城和平里项目为公司 100%持股项目，计划总投资为 5.40 亿元，预计 2019 年 10 月开工。同期末，公司土地储备为晋城经济开发区 2018-8 号地块，通过招拍挂方式取得，公司已完成支付土地出让金 0.86 亿元，土地面积为 3.58 万平方米。

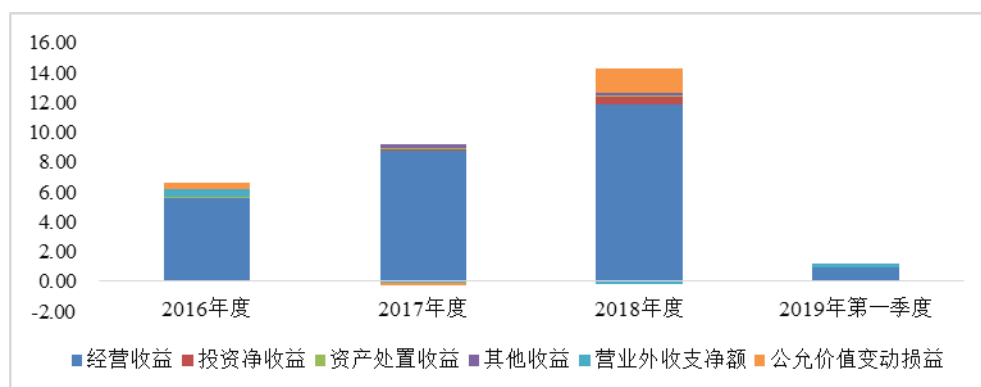
图表 23. 公司拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	地理区位	计划项目建设期	持股比例	计划总投资规模	截至期末已投资金额			未来投资计划			规划建筑面积	预计项目总盈利
						总额	自有资金	银行贷款+外部债券等	2019年第二至第四季度	2020年	2021年		
晋城和平里项目	住宅、商业地产	晋城市	2019.10-2022.10	100%	5.40	0.91	0.91	0.00	0.10	2.50	1.00	14.00	1.30

资料来源：山西建投（截至 2019 年 3 月末）

（3）盈利能力

图表 24. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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，同时毛利率略有提升，经营收益增加，拉动营业利润逐年上升。2016-2018 年公司分别实现经营收益 5.60 亿元、8.80 亿元及 11.88 亿元。

图表 25. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
营业收入合计（亿元）	332.06	368.88	483.96	78.40
经营收益（亿元）	5.60	8.80	11.88	0.92
资产减值损失（亿元）	0.49	0.56	0.51	-
期间费用合计（亿元）	20.39	29.93	38.75	5.06
期间费用率（%）	6.14	8.11	8.01	6.46
其中：财务费用率（%）	0.79	0.73	0.45	1.23
全年利息支出总额（亿元）	3.03	6.48	10.70	—
其中：资本化利息数额（亿元）	-	2.26	3.25	—

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

从期间费用来看，近年该公司业务不断发展，期间费用也随之增长。公司期间费用主要为管理费用，管理费用主要由职工薪酬和研发费用等构成。2018年，公司根据财会[2018]15号要求将“研发费用”从原管理费用科目拆分出来单独列示。近年来随着人工成本上涨和研究与开发投入力度加大，公司期间费用增长较为迅速。其中，2016-2018年公司研发费用分别为4.76亿元、11.48亿元及18.07亿元。近年来公司科技项目数量逐年递增，在装配式混凝土建筑、钢结构建筑、地下综合管廊及绿色建材等方面的研发投入持续增加，研发费用增长较快。公司期间费用率尚处于合理水平。近年来随着刚性债务的增加，公司利息支出有所增加。2018年财务费用中的利息费用较上年上涨76.59%至7.45亿元，主要是公司银行借款增加及当年新发5期超短融所致。但由于公司存在3.46亿元未确认融资收益¹³且利息收入同比增加，当年财务费用较上年下降18.81%。近年来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有一定影响。但由于公司加强了应收账款的管理，近三年公司资产减值损失金额已较2016年之前大幅下降。

图表 26. 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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益	0.02	0.08	0.54	-
营业外收入	0.63	0.12	0.14	0.29
其中：非同一控制下企业合并形成	-	0.09	-	-
政府补助	0.48	-	-	0.02
罚款	-	-	0.08	-
债务重组利得	0.03	0.01	0.00	-
其他	0.12	0.02	0.05	0.26
其他收益	-	0.29	0.18	-
其中：政府补助	-	0.29	0.18	-
资产处置收益	0.03	0.06	0.03	-
其中：固定资产处置利得	0.03	0.06	0.03	-
公允价值变动损益	0.41	-0.14	1.65	-
其中：投资性房地产	0.41	-0.14	1.65	-

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性房地产估值波动，整体金额不大，对公司利润影响不大。其中，2018年公司实现公允价值变动损益1.65亿元，主要来自公司下属山西四建集团有限公司和山西省工业设备安装集团有限公司的投资性房地产增值。

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、离退休

¹³ 为子公司山西建筑工程集团晋中公路工程有限公司的利息收入。

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年起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。2018年，由政府补助带来的其他收益为0.18亿元，较上年减少39.75%。此外，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。2018年公司实现资产处置收益0.03亿元，全部为处置固定资产利得。

综上所述，近三年该公司建筑施工业务收入持续增加，毛利率略有提升。期间费用逐年增加，但期间费用率尚处于合理水平。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。近年来主要随着经营收益逐年增加，公司净利润实现较快增长，2016-2018年净利润分别为5.03亿元、7.00亿元及12.44亿元，其中2018年净利润增长部分还受益于投资性房地产增值。同期净资产收益率分别为6.07%、7.00%及9.63%。

2019年第一季度，该公司实现营业收入78.40亿元，较上年同期增长48.14%；同期实现毛利率8.11%，较上年同期下降1.23个百分点。主要在营业收入增长的带动下，当期公司经营收益同比增长119.94%至0.92亿元。再加上当期公司实现营业外收入0.29亿元，较上年同期大幅增长，导致当期净利润同比增长169.92%至1.06亿元。

（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1,100至1,400亿元，实现营业收入650至750亿元，实现利润总额25至30亿元。

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仍有待观察。公司按照国有独资企业的模式实施公司治理，根据《山西省机构改革实施方案》的要求，公司监事行政编制已划转至山西省审计厅。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国资改革“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2019年3月末，该公司的整体混改框架方案已获山西省国资委审批通过。公司混改拟实施步骤为：1）在集团层面与投资及业务相近、产业关联度高的省属国有优质资产和资源进行重组；2）在集团层面进行混改；3）整合重组集团建筑类主营资产，对集团主业（拟上市部分）进行混改；4）通过IPO或与上市公司重组的方式，实现主营业务资产上市。目前公司正在开展清产核资和引入战略投资者工作。国企混改对公司治理、管理、经营造成的影响仍有待观察。

(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 27. 2018 年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		2018 年末
应收关联方	应收账款	5.40
	其他应收款	2.90
	预付款项	0.07
	长期应收款	0.23
	合计	8.61
应付关联方	应付账款	0.79
	预收款项	1.86
	其他应付款	0.37
	合计	3.03

资料来源：山西建投

截至2019年3月末，该公司对外担保余额为11.89亿元，具体担保情况见下表。

图表 28. 公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	2018 年末 担保余额	2019 年 3 月末 担保余额	担保起始日	担保终止日
河曲县政通投资有限公司	0.42	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	0.22	2016 年 3 月 29 日	2025 年 3 月 28 日
原平市新源城市基础设施建设有限公司	0.56	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	0.38	2017 年 5 月 11 日	2025 年 5 月 10 日
山西汽车运输集团有限公司	1.50	1.50	2018 年 8 月 6 日	2020 年 8 月 5 日
山西汽车运输集团有限公司	1.50	1.50	2018 年 3 月 8 日	2019 年 3 月 8 日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	-	2018 年 3 月 12 日	2019 年 3 月 11 日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	-	2018 年 2 月 21 日	2019 年 2 月 21 日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	1.00	2018 年 10 月 22 日	2019 年 10 月 21 日
山西汽车运输集团有限公司	0.50	0.50	2018 年 8 月 3 日	2019 年 7 月 23 日
山西汽车运输集团有限公司	-	1.00	2019 年 2 月 21 日	2020 年 2 月 20 日
山西滨汾物业集团有限公司	0.05	0.05	2018 年 8 月 16 日	2019 年 8 月 15 日
二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	0.96	0.96	2018 年 9 月 1 日	2032 年 9 月 21 日
祁县广济建设管理有限公司	3.80	3.80	2018 年 2 月 12 日	2035 年 2 月 13 日
合计	12.89	11.89	—	—

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，职工董事 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。公司依据公司章程设立监事会，成员为 5 至 7 人，其中职工监事 2 人。监事会成员由山西省国资委委派，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，由山西省国资委从监事会成员中指定。2018 年以来，公司原任董事会副董事长寇振林退休，山西省国资委新委派李晋宏、吴俊福、曹良正为公司外部董事。截至 2019 年 3 月末，公司董事会成员为 6 人。按照《山西省机构改革实施方案》的要求，山西省国资委的国有企业领导干部经济责任审计和省属国有重点大型企业监事会的职责等划入省审计厅，不再保留省国有企业监事会及其办公室。截至 2019 年 4 月末，公司监事行政编制已划转至山西省审计厅。

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。

在子公司管理方面，子公司的人事任免¹⁴、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，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约及应收款项确权、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

¹⁴ 总经理级别以上的人事任免须公司本部审批后实施。

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，必须经本单位董事会（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山西国投，待山西国投批准后，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《山西建设投资集团有限公司投资管理办法》。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。投资包括：固定资产投资、非房地产及 PPP 项目的长期股权投资、房地产投资、PPP 项目投资。建投集团投资管理的职能部门中，财务资产部负责 A 类投资业务；改革发展部负责 B 类投资业务；投资管理部负责 C、D 类投资业务。投融资与预算委员会（简称投预委）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。集团及所属单位应建立、健全、完善投资全过程风险管理体系，强化投资前期风险评估，制定风控方案，建立分担机制，遵循风险管理原则。实施过程中做好项目风险点查找、识别、监控、预警和处置，整合资源规避项目运营风险，做好项目退出时点与方式安排，提高企业抗风险能力。

该公司制定了《山西建设投资集团有限公司融资管理办法》。集团单位资金部门拟定本单位年度融资规模内融资计划，经本单位决策机构决策后于每年 1 月 1 日前报集团总公司资金管理部审核；集团年度融资规模内融资计划，经集团总公司董事会决议后，具体办理融资时按有关规定依法进行办理，不在另行上会。集团单项融资综合成本应严格控制在 10% 以内。如遇利率调整，届时根据实际融资时人民银行融资利率再行调整。严格杜绝不计成本性的融资。非法人单位未经书面授权不得办理融资业务。集团公司不得向集团单位外个人进行融资。

在资金管理方面，该公司已实现资金集中管控¹⁵，由公司本部对子公司资

¹⁵ 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。

金进行集中管控。目前公司资金每天下午 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 2019 年 5 月 27 日的《企业信用报告》，近三年公司本部无信贷违约情况发生。截至 2019 年 5 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。

根据国家企业信用信息公示系统公示信息，2016 年以来该公司及其下属子公司存在数条行政处罚，主要涉及施工不合规、消防、环保、违反税收管理等情况，大部分罚款金额不超过 10 万元。其中，金额相对较大的罚款主要是因为山西五建集团有限公司办公楼工程未办理施工、图审、质监、园林、人防手续，被太原市城乡管理行政执法局罚款 50.12 万元。

图表 29. 公司重大不良行为记录列表（近三年，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	2019/5/27	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/27	正常	正常
工商行政处罚	国家企业信用信息公示系统	2019/5/27	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

2018 年以来，该公司负债经营程度略有上升，刚性债务快速增长，截至 2018 年末短期刚性债务规模较大，公司面临的偿债压力加大。近三年公司经营性现金流仍保持净流入状态，营业周期有所缩短，但应收账款和存货对资金占用仍较多。

1. 数据与调整

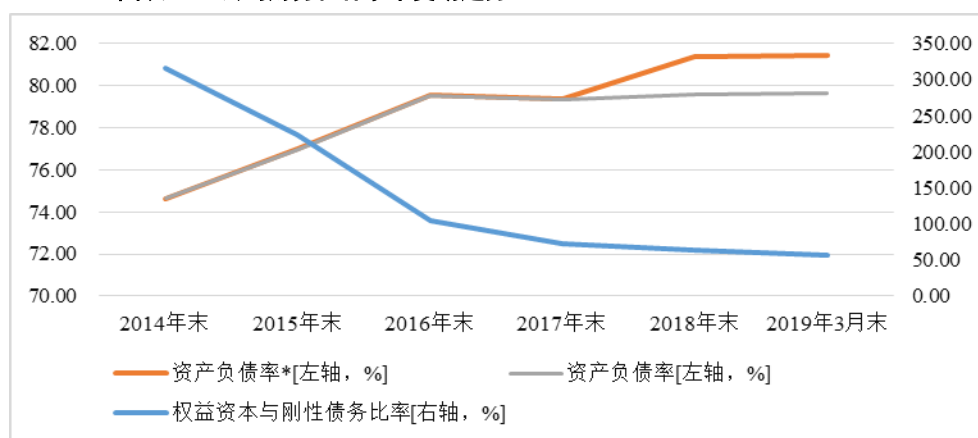
中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2016 版）、企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。2017 年，公司针对《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止运营》（财会[2017]13 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。2018 年财政部发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司执行上述规定。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围子公司合计 154 家，较上年末增加 25 家。其中，2018 年公司通过购买股权方式非同一控制下合并山西宁扬能源有限公司，同一控制下合并山西杏花村国贸投资有限责任公司；2018 年度公司新投资设立二级子公司 9 家，分别为山西建通科技有限公司、山西建投迎宾大道工程项目管理有限公司、山西建投建安物业管理有限公司、山西建投晋东南建筑产业有限公司、山西建投装饰产业有限公司、山西潇河建筑产业有限公司、山西建投晋西北建筑产业有限公司、山西建安非融资性担保有限责任公司、北京西元祥泰房地产开发有限公司；同时注销山西骐毓建设工程有限公司、山西荣邦建设工程有限公司、山西三建中泰建筑工程有限公司、山西工信建设工程有限公司、山西三建锦华建筑工程有限公司、山西天旭建筑有限公司、山西成瑞达建设工程有限公司共 7 家子公司。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 30. 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。

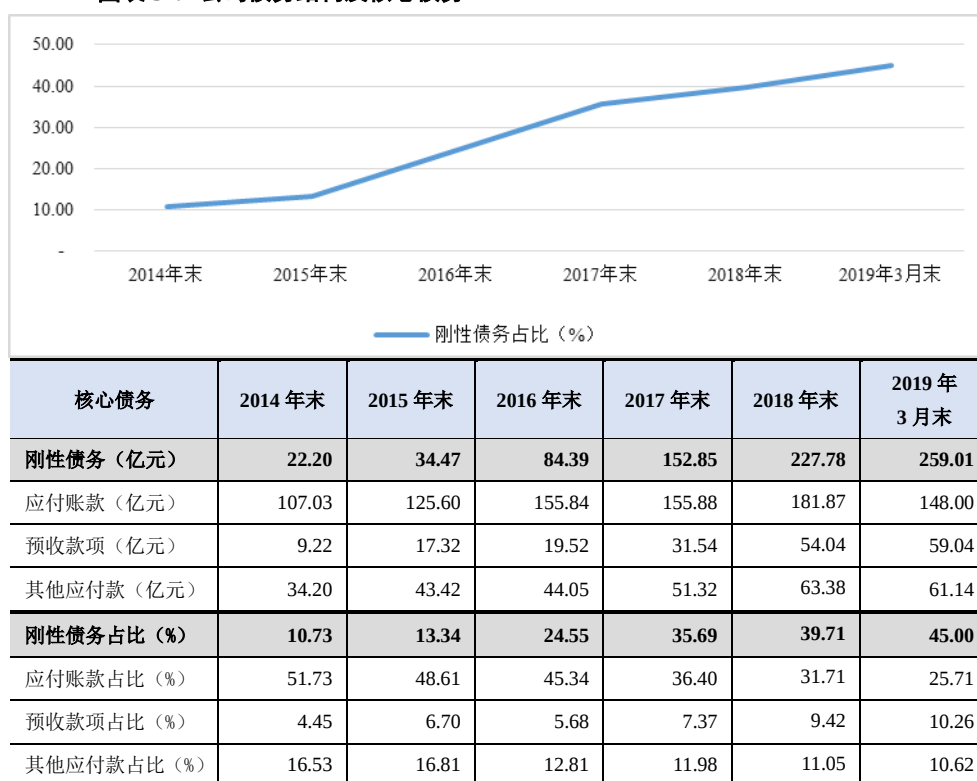
注：资产负债率*为将该公司永续债作为负债核算计算的资产负债率。

近年来该公司工程施工主业务发展迅速，负债规模增长较快。近三年公司资产负债率小幅波动，2017 年末较上年末下降 0.18 个百分点至 79.35%，2018 年较上年末上升 0.25 个百分点至 79.60%。此外，2018 年公司新增 13 亿元永续债，计入其他权益工具。如将公司新增的永续债作为负债核算，2016-2018 年末，公司资产负债率分别为 79.54%、79.35%及 81.41%。2018 年末公司负债经营程度略有上升。

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 0.17 亿元，同时公司将历史原因形成的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。2018 年以来公司实收资本保持不变。近年来，公司所有者权益中未分配利润占比虽有所下降，但占比仍较大，2016-2018 年末占比分别为 48.69%、43.08%和 38.26%。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。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，其所有者权益对刚性债务的覆盖程度仍逐年降低。

(2) 债务结构

图表 31. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据山西建投所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司负债以流动负债为主。近年来，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，2018 年末长短期债务比为 27.20%。从债务构成来看，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。应付账款主要是应付分包商的材料费、工程款和劳务费，近年来由于公司业务规模扩大，应付账款呈上升趋势。2018 年末，公司材料费、工程款和劳务费分别较上年末增长 13.94%、14.73%和 16.58%。其他应付款主要是暂收暂付款和分包施工方的工程保证金等，其中暂收暂付款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，近年来逐年有所增长。

(3) 刚性债务

图表 32. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	16.41	26.46	27.80	57.04	117.35	137.14
其中：短期借款	14.33	22.37	21.75	46.96	64.62	66.63
一年内到期的长期借款	-	-	0.12	0.74	3.58	1.61
应付（超）短期融资券	-	-	-	-	20.00	35.00
应付票据	2.08	4.10	5.28	8.38	19.55	24.15
应付利息	-	-	0.65	0.65	0.99	1.07
其他短期刚性债务	-	-	-	0.30	8.60	8.68
中长期刚性债务合计	5.79	8.01	56.59	95.81	110.43	121.87
其中：长期借款	0.34	1.65	30.47	62.90	84.76	97.06
应付债券	-	-	20.89	20.92	7.97	12.07
其他中长期刚性债务	5.45	6.36	5.23	11.99	17.71	12.74

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司刚性债务主要由银行借款与应付债券等构成，近三年增长迅速。截至 2018 年末，刚性债务余额达到 227.78 亿元，较上年末增长 49.02%，其中短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 117.35 亿元及 110.43 亿元。2016 年以来，公司银行借款规模逐年增长。从借款类型看，公司银行借款主要由保证借款、质押借款和信用借款构成，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账款及特许经营收益权等。近三年新增借款主要为保证借款。除银行借款外，公司主要通过发行债券筹集资金。公司发债主体主要包括公司本部和子公司山西建发。随着山西建发于 2016 年非公开发行的两期金额合计 5.00 亿元公司债到期以及公司发行的 8.00 亿元中期票据转为一年内到期的非流动负债，2018 年末公司应付债券余额较上年末下降 61.93%。2018 年公司发行 5 期超短期融资券，截至当年末尚有 3 期金额合计 20.00 亿元的超短期融资券未到期。此外，公司其他中长期刚性债务主要为融资租赁款。公司刚性债务利率区间浮动较大，主要集中在 4%-6%。

总体来看，近年来该公司刚性债务规模迅速扩大，且短期刚性债务规模

¹⁶ 暂收暂付款主要为合作的房地产公司打入的往来款、收到未到预售节点的订房保证金；按施工合同约定建设方的临时资金拆借款；公司对各级次分公司领导和项目人员实行绩效考核上交的抵押金。

较大，公司面临的债务偿付压力加大。

图表 33. 公司近三年银行借款结构（单位：亿元）¹⁷

借款类型	2016 年末			2017 年末			2018 年末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	14.81	4.18	18.99	26.80	37.58	64.38	41.15	51.66	92.82
质押借款	0.39	25.84	26.23	0.00	22.85	22.85	1.20	28.45	29.65
抵押借款	-	0.57	0.57	1.10	0.19	1.29	0.43	5.22	5.65
信用借款	6.55	-	6.55	19.07	3.01	22.08	21.84	3.00	24.84
合计	21.75	30.59	52.34	46.96	63.64	110.60	64.62	88.34	152.96

资料来源：山西建投

2019 年 3 月末，该公司负债总额为 575.64 亿元，负债规模较上年末基本持平；同期末资产负债率为 79.63%，将永续债作为负债核算的资产负债率为 81.43%，负债经营的程度较上年末变化不大。当期末，随着公司发行短期融资券、超短期融资券和中期票据以及长期借款增加，刚性债务规模较上年末进一步增长 13.71%至 259.01 亿元，其中短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 137.14 亿元及 121.87 亿元。同期末，公司应付账款余额较上年末下降 18.62%至 148.00 亿元。除以上外，其余主要负债构成未发生重大变化。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 34. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	182.39	240.23	288.68	285.05	248.55	—
营业收入现金率（%）	81.14	91.95	89.02	97.05	89.56	157.95
业务现金收支净额（亿元）	-0.62	-1.49	-16.78	41.52	-29.42	-2.24
其他因素现金收支净额（亿元）	3.32	-2.19	24.97	-31.40	40.16	-2.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.71	-3.68	8.19	10.12	10.74	-4.36
EBITDA（亿元）	8.38	8.89	11.76	15.88	25.74	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.50	0.31	0.20	0.13	0.14	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.98	4.60	3.88	2.45	2.41	—

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，导致公司整体营业周期较长。近两年公司在收入增长的同时加强应收账款回笼，应收账款周转速度加快，使营业周期较 2016 年有所缩短。但公司营业收入现金率仍相对较低，主业现金回笼情况有待改善。其中，2017 年由于销售商品提供劳务收到的现金较上年增长，同时购买商品接受劳务支付的现金较上年减少，

¹⁷ 长期中包含一年内到期的长期借款。

当年业务现金收支呈净流入且规模较大。其他影响公司经营环节现金流的因素主要包括暂收暂付款、保证金、备付金收支净额及期间费用支出。公司的暂收暂付款皆系与客户、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。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暂收暂付款项在现金流量表-投资活动中进行列示。2017-2018 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-经营活动中进行列示。2017 年和 2018 年公司净收到暂收暂付款现金分别为-22.61 亿元及 55.17 亿元。近三年，公司分别实现经营活动现金净流入 8.19 亿元、10.12 亿元及 10.74 亿元。总体看，公司营业周期仍较长，应收账款及存货对资金占用较多。

图表 35. 近五年经营性及投资性现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
收到其他与经营活动有关的现金	74.97	97.89	34.14	180.14	262.28
支付其他与经营活动有关的现金	71.65	100.08	9.17	211.54	222.12
经营环节产生的现金流量净额	2.71	-3.68	8.19	10.12	10.74
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	-5.35	-0.44	-35.43	-39.96	-65.94

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迅速，公司 EBITDA 对刚性债务与利息支出的保障程度较 2016 年之前明显弱化。

（2）投资环节

图表 36. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.00	-0.44	-0.55	-0.71	-27.77	-2.76
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	-3.35	0.00	-7.95	-39.25	-38.17	-2.93
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.00	-26.94	0.00	0.00	-2.38
投资环节产生的现金流量净额	-5.35	-0.44	-35.43	-39.96	-65.94	-8.08

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司投资活动现金主要用于随经营规模快速扩张相应增加的长期资产投资、股权投资及债权投资。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，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，当年投资环节现金净流出量较上年有所增加。2018 年，公司新增对山西国新能源发展集团有限公司 2018 年第一期及第二期融资项目的债权投资，并且新增对山西建投晋发公路工程有限公司、晋城晋建国道改线工程有限公司、山西建投太行股权投资合伙企业（有限合伙）及山西农谷建设发展有限公司等多个合营联营企业股权投资，同时随着新增及原有 PPP 项目建设推进，当年投资环节现金净流出规模较上年进一步扩大。考虑到公司承接的 PPP 项目后续仍需要大量资金投入，未来投资性现金流或持续呈净流出状态。

（3）筹资环节

图表 37. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	2.67	1.02	2.24	3.99	12.50	2.45
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	13.00	0.00
债务类净融资额	4.05	7.29	41.42	55.34	44.48	26.76
其中：现金利息支出	1.04	1.93	3.03	6.68	9.25	4.19
筹资环节产生的现金流量净额	6.71	8.31	43.66	59.51	56.98	29.21

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大幅增长，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。2018 年公司债务偿付金额较上年大幅增长，但同时公司新增银行借款增加，并且发行永续债及多期超短期融资券，当年筹资环节现金净流入量仍维持在较大规模。考虑到 2017 年以来公司承接了不少 PPP 项目，资金需求大，未来公司筹资方面将继续承压。

2019 年第一季度，该公司营业收入现金率为 157.95%，较上年同期下降 20.50 个百分点。同期公司经营活动现金净流出 4.36 亿元，投资活动现金净流出 8.08 亿元，随着借款及公开市场发行债券增加，筹资活动现金净流入 29.21 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 38. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	228.00	287.09	372.08	437.31	544.87	546.04
	82.26%	85.53%	86.09%	81.04%	75.61%	75.53%
其中：货币资金（亿元）	20.59	25.77	45.24	78.77	88.60	100.66
应收款项（亿元）	150.58	183.29	200.98	194.24	186.58	176.22
预付款项（亿元）	13.20	11.60	9.94	21.45	34.17	34.25
其他应收款（亿元）	14.64	21.71	25.51	59.69	46.07	41.28
存货（亿元）	26.59	42.50	85.71	75.32	172.27	176.69
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	49.17	48.56	60.12	102.34	175.75	176.88
	17.74%	14.47%	13.91%	18.96%	24.39%	24.47%
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.37	0.17	2.24	2.33	12.57	12.57
长期应收款（亿元）	0.87	3.26	11.60	11.62	31.00	30.97
长期股权投资（亿元）	-	0.40	0.97	2.27	20.22	20.40
投资性房地产（亿元）	32.09	29.00	29.93	28.37	42.13	42.13
固定资产（亿元）	9.66	9.53	10.31	10.47	11.78	11.45
在建工程（亿元）	2.94	2.54	0.36	17.58	47.33	48.35
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.20	3.78	23.68	11.04	58.03	50.32
受限资产账面余额/总资产（%）	1.88	1.13	5.48	2.05	8.05	6.96

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

随着业务规模扩张，近年来该公司资产逐年增加，截至 2018 年末资产总额达 720.62 亿元，较上年末增长 33.53%。公司资产以流动资产为主，与其建筑施工业务性质相符。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货等构成。由于融资规模扩大，近三年公司货币资金增加较快。2018 年末，公司货币资金余额为 88.60 亿元，占总资产比重为 12.29%，其中受限货币资金为 16.62 亿元，为票据保证金、保函保证金等，受限资金规模不大。公司应收款项占总资产比重大，2018 年末为 25.89%，近两年应收账款规模已有所下降。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 105.24 亿元，占应收账款比重为 54.11%。公司客户较为分散，前五名应收账款合计占比 2.43%。应收账款中政府部门事业单位等客户期末应收账款余额为 36.04 亿元，占应收账款年末余额的 18.53%，应收账款回收风险较大。2018 年公司应收账款及其他应收款合计产生坏账损失 0.53 亿元，较上年下降 5.05%。2018 年末，公司预付款项较上年末增长 59.30%，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。当年末，其他应收款账面价值较上年末减少 22.82%，主要是暂收暂付款减少所致。同期末，公司存货账面价值较上年末大幅上升 128.72%至 172.27 亿元，占总资产比重上升至 23.91%；存货结构有一定改变，存货中开发成本、工程施工、原材料和待开发土地分别占存货账面价值比例为 52.03%、

24.96%、8.49%和 6.51%。当年末存货增长主要来自开发成本和工程施工增加，其中开发成本较上年末增加 54.56 亿元，主要由于增加华萃西山项目买地成本 36 亿元和公司以 6 亿多元购买山西建投商务中心项目导致；工程施工较上年末增加 33.33 亿元，主要由于尚未结算工程增加所致。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程等构成。2018 年，公司新增对山西国新能源发展集团有限公司 2018 年第一期及第二期融资项目的债权投资 10.00 亿元，导致当期末可供出售金融资产账面价值较上年末大幅增长 438.97%。2018 年末，公司长期应收款主要包括应收长期工程款、分期收款提供劳务及融资租赁款，当年末长期应收款账面价值较上年末大幅增长 166.87%，主要系晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目的财务处理模式由无形资产模式变更为金融资产模式¹⁹，增加应收长期工程款 23.03 亿元所致。2018 年以来公司新增对山西建投晋发公路工程有限公司、晋城晋建国道改线工程有限公司、山西建投太行股权投资合伙企业（有限合伙）及山西农谷建设发展有限公司等多个合营联营企业股权投资，其中部分为公司对未并表 PPP 项目的 SPV 公司的股权投资，当年末长期股权投资账面价值增加 17.95 亿元。公司投资性房地产主要是公司下属 7 个子公司持有的自用土地转入，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。2018 年末投资性房地产账面价值为 42.13 亿元，较上年末增长 48.50%，其中当年新转入资产增加 5.43 亿元、公允价值变动净增加 8.60 亿元。公司固定资产主要为施工机械、房屋建筑、土地和运输设备，2018 年末构成较上年末变化不大。2017 年以来，在建工程规模上升迅速，主要是由于并表范围内 PPP 项目增加以及项目开工建设计入在建工程所致。2018 年末，公司在建工程较上年末增加 29.75 亿元，其中增长较多的项目主要为运城市中心城区热电联产集中供热项目和晋中市龙城大街东延工程 PPP 项目，分别增加 10.78 亿元及 6.59 亿元。此外，2018 年末公司无形资产由 2017 年末的 25.08 亿元大幅下降至 5.16 亿元，主要是由于晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目被移出无形资产所致。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 722.92 亿元，仍以流动资产为主。当期末，公司货币资金余额较上年末增长 13.61%至 100.66 亿元；应收账款账面价值较上年末下降 5.55%至 176.22 亿元；其他应收款账面价值较上年末下降 10.40%至 41.28 亿元。公司主要资产构成较上年末变化不大。

截至 2019 年 3 月末，该公司受限资产合计 50.32 亿元，其中 11.90 亿元为货币资金中的保证金；34.63 亿元为用于抵押的存货；1.54 亿元为用于抵押的固定资产；2.25 亿元为用于抵押的在建工程。受限资产合计占总资产比重不大，为 6.96%。

¹⁹ 晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目在 2017 年采用无形资产模式处理，2018 年审计核实该项目属于政府固定付费项目，形成金融资产，变更为金融资产模式处理。

5. 流动性/短期因素

图表 39. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率（%）	118.95	119.27	134.20	136.61	120.82	124.74
速动比率（%）	98.20	96.79	99.70	106.38	75.04	76.55
现金比率（%）	11.82	11.54	17.17	25.62	21.02	23.89
应收账款周转速度（次）	2.47	1.87	1.73	1.87	2.54	—
存货周转速度（次）	10.57	8.15	4.71	4.08	3.48	—

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

2016 年末及 2017 年末，主要受益于债务期限结构调整，该公司资产流动性有所提高。但 2018 年末公司资产流动性较上年末有所减弱。其中，主要受流动负债增幅较大影响，流动比率较上年末降低 15.80 个百分点；同时受存货规模迅速扩大影响，速动比率较上年末降低 31.34 个百分点，下降幅度大；同期末现金比率较上年末降低 4.60 个百分点。近三年，公司应收账款周转速度有所提升，但存货周转速度有所下降。总体来看，存货对资金占用较多，资产流动性受房地产项目销售进度及施工业主方资金链情况影响大。2019 年 3 月末，公司资产流动性较上年末变化不大。

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。2018 年末，公司本部货币资金余额为 5.29 亿元，占合并口径货币资金比重为 5.97%，其中受限货币资金余额为 3.47 亿元。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。2018 年末公司合并口径刚性债务为 227.78 亿元，其中含本部刚性债务 57.85 亿元，占比 25.40%。2018 年末，公司集团本部应收账款及其他应收款余额分别为 10.77 亿元和 38.80 亿元；同期末应收账款和其他应收款计提坏账准备金合计为 0.43 亿元。应收账款多为应收工程款，其他应收款包括母公司对子公司资金支持，收取一定的利息费用，以及与子公司的往来款。

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。2018 年公司本部实现营业收入 23.48 亿元，净利润 1.22 亿元。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司共获得各银行综合授信额度²⁰合计人民币 451.15 亿元，其中贷款授信 228.54 亿元，已使用 139.67 亿元。贷款授信中，大型国有金融机构授信占比较高。

图表 40. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	未使用综合授信	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）	451.15	255.78	228.54	139.67	0.38%-10.00%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	56.09	24.63	56.09	19.81	3.69%-5.39%	保证担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	104.43	53.56	52.43	34.58	4.35%-7.39%	保证担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	35.58	30.57	47.48	38.94	-	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

债项信用分析

本期债券特定条款

本期债券为 10 年期，在第 5 年末附加发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券采用固定利率形式。该利率根据 SHIBOR 基准利率加上基本利差确定，在该品种存续期内前 5 年固定不变。SHIBOR 基准利率为公告日前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（WWW.SHIBOR.ORG）上公布的一年期 SHIBOR（1Y）利率的算术平均数，基准利率保留两位小数，第三位小数四舍五入。在本期债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面利率为债券存续期前 5 年票面利率加上上调基点，在债券存续期后 5 年固定不变；投资者有权选择在存续期的第 5 年末是否将持有的该品种债券按面值全部或部分回售给发行人。本期债券的最终基本利差和最终票面利率将根据簿记建档结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期内固定不变。

评级结论

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

²⁰ 综合授信额度 451.15 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。

在进行的国企混改对公司造成的影响仍有待观察。公司按照国有独资企业的模式实施公司治理，根据《山西省机构改革实施方案》的要求，公司监事行政编制已划转至山西省审计厅。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。

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，在山西省内拥有一定的竞争优势。近三年公司主业规模保持增长，建筑施工业务收入持续增加，毛利率略有提升。公司营业收入主要来自传统建筑施工，基础设施投资建设收入贡献较低。2016 年公司开始承接 PPP 项目，近两年新签合同及年末在手合同增长较快，对中短期内收入实现有一定保障。同时，随着 PPP 项目投资和房地产业务规模扩张，公司未来对资金需求较大。

2018 年以来，该公司负债经营程度略有上升，刚性债务快速增长，截至 2018 年末短期刚性债务规模较大，公司面临的偿债压力加大。近三年公司经营现金流仍保持净流入状态，营业周期有所缩短，但应收账款和存货对资金占用仍较多。

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，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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。

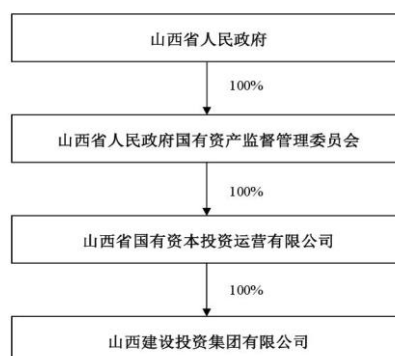
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

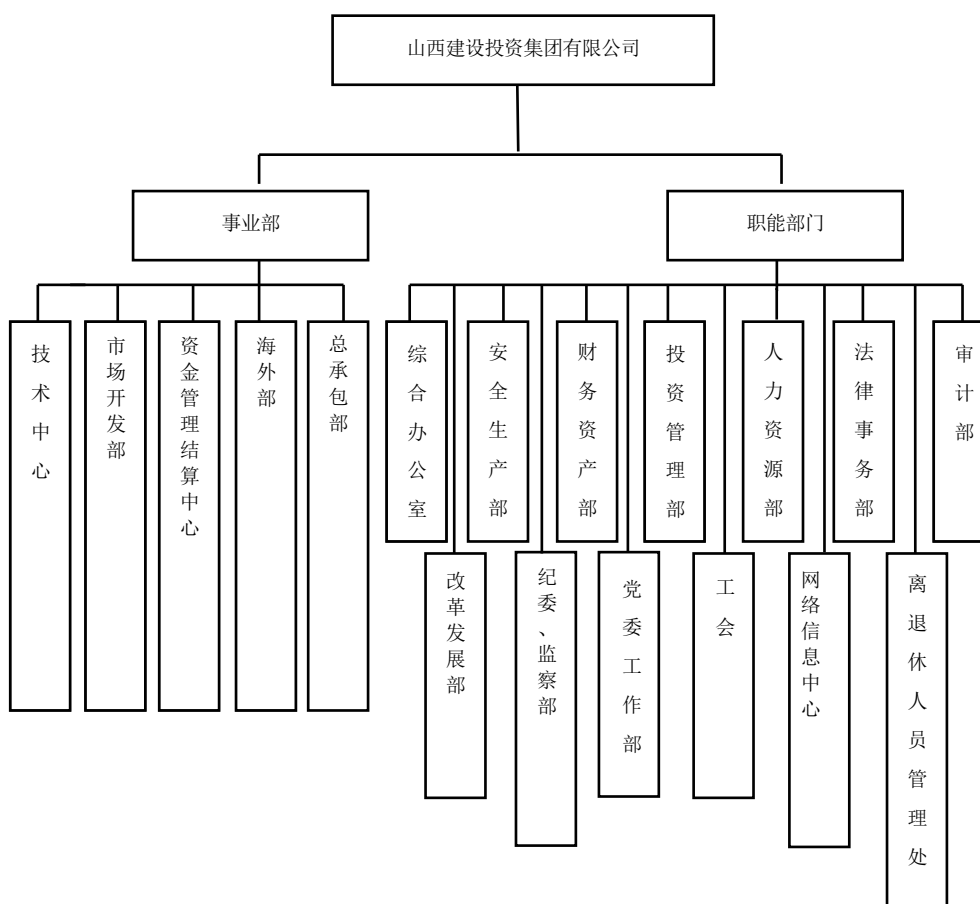
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

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 2019 年 3 月末）。

附录三：
截至 2019 年 3 月末公司 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期（年）	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目	市级	山西建筑工程集团晋中公路工程有限公司	是	80.00%	21	2016.5	2016.4	26.31	19.65	6.00%	1.00	4.00	0.00	4.00	1+20	25.31	24.29	4.80	政府付费
晋中市龙城大街东延工程 PPP 项目	市级	山西建工晋龙公路工程有限公司	是	88.20%	21	2017.1	2017.4	9.39	6.34	6.00%	0.15	1.61	0.03	1.64	1+20	9.24	10.86	0.00	政府付费
运城市中心城区热电联产集中供热项目	市级	运城晋建热电有限公司	是	85.00%	29	2017.9	2017.3	15.21	15.21	4.78%	0.46	2.59	0.00	3.04	1+28 年 9 个月	14.75	13.19	0.40	可行性缺口补助
国道 G342 晋城过境段改线工程	市级	晋城晋建国道改线工程有限公司	否	80.00%	17	2018.5	2018.1	31.17	20.54	6.10%	1.25	4.99	0.00	4.99	2+15	22.01	3.20	0.00	政府付费
朔州市一中新校区建设 PPP 项目	市级	山西建投晋朔项目管理有限公司	否	80.00%	25	2018.12	2018.9	8.00	4.95	6.60%	0.32	1.28	0.00	1.28	2+23	7.68	1.28	0.00	政府付费
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	否	80.00%	10	2017.12	2018.3	1.58	1.58	6.50%	0.06	0.25	0.00	0.25	1+9	1.52	0.25	0.00	政府付费
清徐县“四好农村路”2017 年度 PPP 项目	县级	山西拓研公路工程有限责任公司	否	51.00%	16	2018.5	2018.7	1.14	1.14	5.80%	0.10	0.12	0.01	0.12	1+15	0.74	0.40	0.00	政府付费
阳曲县城市政基础设施 PPP 项目	县级	阳曲县国信城市建设管理有限公司	否	19.00%	15	2017.1	2017.11	3.75	3.75	6.50%	0.04	0.14	0.57	0.14	1+14	0.14	0.14	0.00	政府付费
省道双阳线孟县过境公路改建工程及水神山南路绿化、	县级	孟县双祥建设投资有限公司	否	90.00%	12	2017.12	2019.4	4.43	4.43	6.37%	0.09	0.81	0.00	0.81	1.5+10.5	0.81	0.81	0.00	政府付费

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期(年)	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
照明工程 PPP 项目																			
汾西县汾西中学、汾西大医院 PPP 项目	县级	山西鑫汾泰工程项目管理有限公司	否	90.00%	20	2018.2	2018.4	6.10	6.10	6.10%	0.12	1.10	0.00	0.85	2+18	1.10	0.85	0.00	可行性缺口补助
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	否	46.00%	15	2017.9	2017.11	2.08	0.87	6.65%	0.04	0.19	0.18	0.19	1+14	0.19	0.19	0.06	政府付费
蒲县昌平东街棚户区改造及周边配套项目	县级	蒲县诚泰建设项目管理有限公司	否	85.00%	15	2017.12	2018.3	4.17	2.77	6.68%	0.13	0.71	0.00	0.71	2.5+12.5	0.71	0.71	0.00	可行性缺口补助
蒲县昌平东街保障性住房及周边配套设施基础设施建设 PPP 项目	县级	蒲县宏泰建设项目管理有限公司	否	90.00%	20	2018.8	2018.9	6.53	6.53	7.07%	0.13	1.17	0.00	0.93	2.5+17.5	1.17	0.93	0.00	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	是	39.00%	32	2016.6	2017.8	4.75	3.24	5.35%	0.19	0.31	0.30	0.27	2+30	0.31	0.27	0.00	可行性缺口补助
武乡县新区道路及综合管廊项目(新区城镇化首期)(原名:武乡新型城镇化建设项目)	县级	武乡县红星杨嘉业城市建设有限公司	是	89.00%	18	2016.1	2017.9	5.80	3.73	5.38%	0.12	0.63	0.42	0.33	3+15	0.63	0.33	0.00	可行性缺口补助
榆社县漳源大道北延及工业园区路网建设工程 PPP 项目	县级	榆社县嘉业城市建设有限公司	是	80.00%	15	2017.5	2017.4	2.38	1.45	5.98%	0.10	0.38	0.00	0.39	2+13	0.38	0.39	0.00	政府付费
定襄县“六馆一院”项目	县级	定襄县定盛嘉业城市建设有限公司	否	90.00%	15	2017.7	2017.8	3.34	2.56	5.71%	0.07	0.60	0.00	0.52	2+13	0.60	0.52	0.00	可行性缺口补助

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期(年)	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
临猗县县城街道改造、断头路连通工程 PPP 项目	县级	临猗县兴临嘉业城市建设有限公司	否	90.00%	15	2017.9	2017.11	1.63	1.18	6.54%	0.03	0.29	0.00	0.29	1+14	0.29	0.29	0.00	政府付费
怀仁县陶瓷职业技术学院 PPP 项目	县级	怀仁县兴怀嘉业城市建设有限公司	是	80.00%	25	2017.11	2017.4	7.55	4.66	6.39%	0.30	1.21	0.00	1.21	3+22	1.21	1.21	0.00	政府付费
二连浩特市中小企业创业园建设项目	县级	二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	否	90.00%	15	2017.12	2018.5	2.80	2.20	6.90%	0.06	0.50	0.00	0.42	2+13	0.50	0.42	0.00	可行性缺口补助
洪洞县第二中学校新校区建设项目	县级	洪洞县杏睿嘉业城市建设有限公司	否	90.00%	16 年 5 个月	2018.6	2018.9	5.89	5.27	7.00%	0.12	1.06	0.00	0.67	1 年 5 个月+15	1.06	0.67	0.00	可行性缺口补助
夏县白沙河城区段生态蓄水与环境修复工程 PPP 项目	县级	夏县利泽水利工程有限公司	否	85.00%	16	2018.6	2018.7	3.66	3.12	7.35%	0.11	0.62	0.00	0.62	2+16	0.62	0.62	0.00	可行性缺口补助
河曲县人民医院新址及配套设施建设 PPP 项目	县级	河曲县博创城市建设管理有限公司	否	80.00%	22	2018.7	2019.3	4.12	2.16	7.00%	0.14	0.58	0.00	0.29	2+20	0.58	0.29	0.00	可行性缺口补助
沁樊公路杨河桥-里必桥工程 PPP 项目	县级	沁水县嘉业建设有限公司	否	85.00%	20	2018.1	2018.11	4.20	2.06	6.49%	0.13	0.71	0.00	0.29	2+18	0.71	0.29	0.00	可行性缺口补助
潞城市热电联产热力网扩建工程 PPP 项目	市级	潞城市兴潞城市建设有限公司	否	80.00%	16	2018.9	2017.8	1.31	0.92	8.20%	0.05	0.21	0.00	0.13	1+15	0.21	0.13	0.00	政府付费
朔州市七里河六座桥梁及接线工程 PPP 项目	市级	朔州市兴朔城市建设管理有限公司	是	80.00%	15	2018.8	2018.12	11.45	5.04	6.60%	0.46	1.83	0.00	0.16	第一部分工程 0+15 年	1.83	0.16	0.00	政府付费

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期(年)	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
															第二部分工程 2+13 年				
															第三部分工程 1+14 年				
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	是	83.00%	20	2016.8	2016.12	6.17	4.25	8.42%	0.26	1.28	0.00	0.84	3+17	5.12	4.99	0.00	政府付费
新建山西徐特立高级职业中学 ppp 项目	县级	文水五文建设投资有限公司	否	90.00%	17	2017.11	2018.3	2.95	2.30	7.83%	0.06	0.53	0.00	0.25	2.5+14.5	2.66	0.25	0.00	政府付费
朔州市安泰中学等五所中小学建设 PPP 项目	市级	朔州市五校建设投资有限公司	否	80.00%	25	2018.7	2018.8	6.78	4.90	6.65%	0.27	1.08	0.00	0.10	2+23	5.42	0.10	0.00	政府付费
翼城县翔翼大街改造 PPP 工程	县级	翼城县五翔建设投资有限公司	否	90.00%	19 个月+18 年	2018.8	2018.11	2.27	2.27	7.82%	0.05	0.41	0.00	0.10	19 个月+18 年	2.04	0.10	0.00	可行性缺口补助
岢岚县四好农村路项目	县级	岢岚县四好农村路建设投资有限公司	是	80.00%	20	2018.6	2018.6	2.00	1.46	6.20%	0.08	0.32	0.00	0.32	2+18	1.92	0.81	0.00	政府付费
高平市五路一河 PPP 项目	市级	高平市山安五路一河建设发展有限公司	否	95.00%	16	2017.12	2017.9	2.09	2.09	6.98%	0.02	0.40	0.00	0.40	1+15	2.07	1.16	0.00	政府付费
陵川县望川街、棋山南路、黄围东街	县级	陵川山安建设发展有限公司	是	90.00%	16	2017.12	2017.8	2.74	2.11	6.98%	0.05	0.49	0.00	0.49	1+15	2.74	1.69	0.00	政府付费

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期(年)	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
延伸工程 PPP 项目																			
壶关县两路三街拓宽改造 PPP 项目	县级	壶关县山安两路三街建设发展有限公司	否	90.00%	17	2018.3	2018.6	3.05	2.37	6.90%	0.06	0.55	0.00	0.33	2+15	2.74	1.33	0.00	可行性缺口补偿
长治市郊区黄碾镇人民政府光伏产业孵化创业基地 PPP 项目	市级	长治市山安建设发展有限公司	是	90.00%	12	2018.6	2018.6	5.07	5.07	6.68%	0.10	0.91	0.00	0.36	2+10	4.56	0.36	0.00	使用者付费+可行性缺口补偿
新绛县汾河城区段综合治理 PPP 项目	县级	新绛县山安水利管理有限公司	是	60.00%	20	2018.6	2019.4	5.68	5.68	6.47%	0.05	0.30	0.00	0.01	3+17	0.68	0.01	0.00	政府付费
赤峰市红山经济开发区市政建设 PPP 项目	市级	内蒙古晋辽建设发展有限公司	是	70.00%	11	2017.6	2017.8	9.81	9.81	6.39%	-	1.72	0.74	1.72	1+10	9.08	9.02	0.00	政府付费
太谷县新建农谷园区道路及桥梁建设工程	县级	山西农谷建设发展有限公司	否	77.45%	22	2017.12	2017.12	13.05	13.10	6.80%	0.79	3.04	0.10	3.04	2+20	12.18	3.04	0.00	政府付费
阳曲县三馆一院一校建设 PPP 项目	县级	阳曲县建发置业有限公司	是	88.00%	15	2018.5	2018.7	2.33	2.33	6.15%	0.03	0.62	0.05	0.62	2+13	2.25	0.62	0.00	政府付费
娄烦县农村基础设施建设 PPP 项目	县级	娄烦县建发基础设施投资有限公司	否	50.00%	20	2018.8	2018.9	4.64	4.60	6.06%	0.46	0.47	0.01	0.47	1+19	4.17	1.97	0.00	政府付费
柳林县铝循环工业园区基础设施建设 PPP 项目	县级	柳林县三兴铝业建设管理有限公司	是	76.00%	21	2018.5	2018.5	9.15	9.15	6.87%	0.37	1.39	0.07	1.39	1+20	8.71	1.39	0.00	政府付费
柳林县 2018 年四好农路建设 PPP 项目	县级	柳林县四好公路建设管理有限公司	否	85.50%	12	2018.8	2018.9	2.69	2.69	6.98%	0.08	0.69	0.04	0.69	2+10	2.57	0.69	0.00	政府付费

项目名称	政府行政级别	SPV 公司	SPV 公司是否并表	对项目公司持股比例	计划项目周期(年)	合同签订日期	开工日期	投资总额	公司签订施工合同额	项目收益率/投资回报率/利润率	项目资本金			公司实际出资金额	建设期+运营期	项目总投资中公司需投入金额	公司已投入金额	累计回款	项目收益及分配方式
											政府方出资	公司出资	其他社会资本方出资						
目																			
运城姚暹渠	市级	运城市姚暹渠空港段工程项目管理有限公司	是	95.00%	20	2017.3	2017.10	1.34	1.34	5.05%	0.02	0.32	0.00	0.32	2+18	1.33	1.33	0.00	政府付费
祁县中轴线	县级	祁县广惠市政建设工程有限公司	否	90.00%	17	2017.3	2017.7	8.34	4.93	6.10%	0.17	1.50	0.00	1.50	2+15	8.17	3.90	0.00	政府付费
G208 国道祁县程家庄村至乔家堡村段两侧基础设施建设	县级	祁县广济建设管理有限公司	否	90.00%	17	2017.3	2017.7	4.93	3.20	6.90%	0.11	1.02	0.00	1.02	2+15	4.93	4.08	0.00	政府付费
山西省太谷县人民医院住院楼 PPP 项目	县级	山西建投广裕工程项目管理有限公司	否	90.00%	20	2018.4	2018.4	2.00	1.69	6.50%	0.04	0.40	0.00	0.40	2+18	1.96	0.40	0.00	政府付费
清徐县农村垃圾治理 PPP 项目	县级	清徐广洁环境治理有限公司	否	90.00%	10	2018.8	2818.9	0.41	0.29	5.53%	0.01	0.07	0.00	0.07	1+9	0.40	0.19	0.00	政府付费
朔州迎宾大道(含高铁站站前广场)工程 PPP 项目	市级	山西建投迎宾大道工程项目管理有限公司	是	80.00%	25	2018.3	2018.8	15.21	10.30	5.28%	0.61	2.44	0.00	2.28	2+23	14.60	2.28	0.00	政府付费

注：根据山西建投提供资料整理。

附录四：

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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
山西建设投资集团有限公司	山西建投	本部	-	房屋建筑工程	57.85	52.51	23.48	1.22	1.43
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	7.61	12.67	39.71	0.55	0.72
山西二建集团有限公司	山西二建	子公司	65.00	房屋建筑工程	4.51	11.21	61.20	0.85	-1.69
山西三建集团有限公司	山西三建	子公司	100.00	房屋建筑工程	3.75	17.18	51.66	1.51	3.81
山西五建集团有限公司	山西五建	子公司	70.00	房屋建筑工程	9.08	10.67	38.06	0.85	-1.13
山西省工业设备安装集团有限公司	山西工业设备	子公司	51.00	房屋建筑工程	27.98	12.89	66.67	2.59	3.22
山西建设发展有限公司	山西建发	子公司	100.00	房屋建筑工程	63.22	54.22	96.81	2.74	0.78

注：根据山西建投 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录五：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额 [亿元]	432.20	539.65	720.62	722.92
货币资金 [亿元]	45.24	78.77	88.60	100.66
刚性债务[亿元]	84.39	152.85	227.78	259.01
所有者权益 [亿元]	88.45	111.41	146.99	147.28
营业收入[亿元]	332.06	368.88	483.96	78.40
净利润 [亿元]	5.03	7.00	12.44	1.06
EBITDA[亿元]	11.76	15.88	25.74	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.19	10.12	10.74	-4.36
投资性现金净流入量[亿元]	-35.43	-39.96	-65.94	-8.08
资产负债率[%]	79.54	79.35	79.60	79.63
资产负债率*[%]	79.54	79.35	81.41	81.43
权益资本与刚性债务比率[%]	104.81	72.89	64.53	56.86
流动比率[%]	134.20	136.61	120.82	124.74
现金比率[%]	17.17	25.62	21.02	23.89
利息保障倍数[倍]	3.19	2.04	2.02	—
担保比率[%]	2.92	5.01	8.77	8.07
营业周期[天]	288.68	285.05	248.55	—
毛利率[%]	9.06	10.99	11.03	8.11
营业利润率[%]	1.83	2.47	2.95	1.18
总资产报酬率[%]	2.52	2.72	3.43	—
净资产收益率[%]	6.07	7.00	9.63	—
净资产收益率*[%]	5.54	7.12	8.97	—
营业收入现金率[%]	89.02	97.05	89.56	157.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.16	3.39	2.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.05	-7.73	-11.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	2.45	2.41	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.13	0.14	—

注：表中数据依据山西建投经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、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/[(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/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。

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在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或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）
- 《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。