

**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）**

跟踪评级报告



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:【新世纪跟踪(2020)100174】

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)

20晋建专项债01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2020年6月10日

前次跟踪: —

首次评级: AA+/稳定/AA+/2019年6月28日

主要财务数据及指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020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	6.76	5.29	76.45	50.91
刚性债务	32.61	57.85	72.25	77.23
所有者权益	36.96	52.51	160.52	164.09
经营性现金净流入量	10.63	1.43	17.94	-30.70
合并口径数据及指标:				
总资产	539.65	720.62	1,034.49	1,034.86
总负债	428.24	573.63	746.21	746.65
刚性债务	152.85	227.78	341.67	347.75
所有者权益	111.41	146.99	288.28	288.21
营业收入	368.88	483.96	631.99	104.28
净利润	7.00	12.44	14.32	1.40
经营性现金净流入量	10.12	10.74	18.37	-25.51
EBITDA	15.88	25.74	32.83	—
资产负债率[%]	79.35	79.60	72.13	72.15
资产负债率*[%]	79.35	81.41	81.55	81.56
权益资本与刚性债务比率[%]	72.89	64.53	84.37	82.88
流动比率[%]	136.61	120.82	138.68	138.99
现金比率[%]	25.62	21.02	38.78	31.40
利息保障倍数[倍]	2.04	2.02	1.69	—
净资产收益率[%]	7.00	9.63	6.58	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.39	2.78	3.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.73	-11.02	-13.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.45	2.41	2.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.14	0.12	—

注:根据山西建投经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。资产负债率*为将公司永续类融资作为负债核算计算的资产负债率。

分析师

杨菡 yh@shxsj.com

武嘉妮 wjn@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对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”)20晋建专项债01的跟踪评级反映了2019年以来山西建投在区域市场、业绩增长、在手订单、款项回笼、资本实力及政府支持等方面保持的优势及取得的积极变化,同时也反映了公司在行业、刚性债务偿付、房地产去库存及资金投入、PPP项目投资等方面面临的压力和风险。

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,在山西省建筑市场具有一定竞争优势。

- **经营业绩较快增长,在手订单较充足。**山西建投已形成一定的规模优势,2017-2019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,同期公司营业收入年复合增长率达30.89%。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。公司在重大项目承接方面获得政府较大力度支持。

- **应收款款项回笼改善。**在山西省人民政府和山西省国资委的支持下,2019年山西建投对省内应收账款清收效果较好,经营活动现金净流入规模增长,主业应收款款项回笼有所改善,应收账款周转加快,营业周期继续缩短,经营效率有所提高。

- **资本实力增强。**2019年随着山西省人民政府同意山西建投以作价出资(入股)方式处置划拨经营性土地及土地评估增值转增资本,山西省国资委无偿划转建材工业设计院、四川天玖及上海荣大100%股权至公司补充国有资本,公司资本实力增强。

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。此外，施工安全风险也需持续关注。
- **刚性债务偿付压力大。**近年山西建投刚性债务规模快速增长，其中短期刚性债务规模已较大，偿债压力有所增加。此外，公司部分永续类融资约定，若触发特定条款，可续期债务可能转为即期债务，或将增加公司债务集中偿付压力。
- **房地产去库存及投入压力。**随着山西建投房地产业务规模扩大，近年来房地产相关存货规模逐年增长，对资金占用较多，公司将持续面临一定的库存去化压力和研发投入的资金压力。
- **PPP项目投资风险。**山西建投PPP等投资项目周期长，未来回报率存在不确定性，总投资规模较大，公司面临的投融资压力较大，项目管控运营及回款风险亦值得关注。
- **疫情影响。**受新冠肺炎疫情影响，2020年第一季度山西建投在施工项目开复工有所延迟、新签合同受阻、房地产销售减少、款项回笼放缓。需密切关注海外新冠肺炎疫情的扩散对公司海外业务开展的影响。

利因素，决定调整公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极强，并给与本期债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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，目前公司混合所有制改革实施方案及相关配套附件材料已提交公司党委会、董事会、专题职代会审议通过，并上报山西省国资委审批。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，本评级机构考虑到（1）公司资本实力增强；（2）2017-2019年公司业务规模持续扩张，新签订单、营业收入及净利润均实现较快增长，目前在手订单较为充足；（3）同期公司经营活动现金净流入规模有所增长，主业应收款项回笼有所改善，尤其是2019年公司对省内应收账款清收效果较好，应收账款减少、周转加快，营业周期继续缩短，经营效率有所提高；（4）公司在重大项目承接方面获得政府较大力度支持等有

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） 跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照山西建设投资集团有限公司 20 晋建专项债 01 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据山西建投提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对山西建投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据国家发展和改革委员会发改企业债券【2018】126 号文件，该公司获准发行 18.00 亿元、期限为不超过 10 年企业债券。公司于 2020 年 4 月发行第一期 20 晋建专项债 01，募集资金金额为 9.00 亿元，期限为 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，其中 4.50 亿元用于补充营运资金，4.50 亿元用于晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目。

截至 2020 年 4 月末，该公司合并口径公开发行的待偿还债券本金余额为 98.69 亿元，待偿还债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2020 年 4 月末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 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 年度第二期中期票据	19 山西建投 MTN002	5.00	3 年	4.85	2019.06.26	2022.06.26
山西建设投资集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券(第一期)(品种二)	19 晋建 Y2	5.50	(3+N) 年	4.99	2019.08.05	2022.08.05
山西建设投资集团有限公司 2019 年度第三期超短期融资券	19 山西建投 SCP003	5.00	270 天	3.53	2019.08.21	2020.05.17
申万宏源-山西建投应收账款资产支持专项计划优先级资产支持证券	晋建投优	10.06	1.75 年	5.20	2019.07.30	2021.04.30
申万宏源-山西建投应收账款资产支持专项计划次级资产支持证券	晋建投次	0.53	1.75 年	-	2019.07.30	2021.04.30
山西建设发展有限公司 2019 年度第一期中期票据	19 山西建发 MTN001	5.00	3 年	5.99	2019.07.29	2020.07.29
山西建设发展有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司	19 晋建发	7.00	(3+2) 年	5.98	2019.08.07	2024.08.07

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
债券						
山西建设投资集团有限公司2019年度第四期超短期融资券	19山西建投SCP004	5.00	270天	3.45	2019.10.17	2020.07.13
山西建设投资集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第二期)(品种二)	19晋建Y4	24.50	(3+N)年	5.30	2019.11.28	2022.11.28
山西建设投资集团有限公司2020年度第一期短期融资券	20山西建投CP001	10.00	365天	2.83	2020.03.12	2021.03.12
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)	20晋建专项债01	9.00	(5+5)年	4.80	2020.04.29	2030.04.29

资料来源: Wind、山西建投

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级

的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。2019 年以来，在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产维持高压调控等政策背景下，全国固定资产投资增速及建筑行业景气度继续承压。国家有关部门通过加速专项债发行、审批并允许用作符合条件的重大项目资本金以及降低基础设施项目

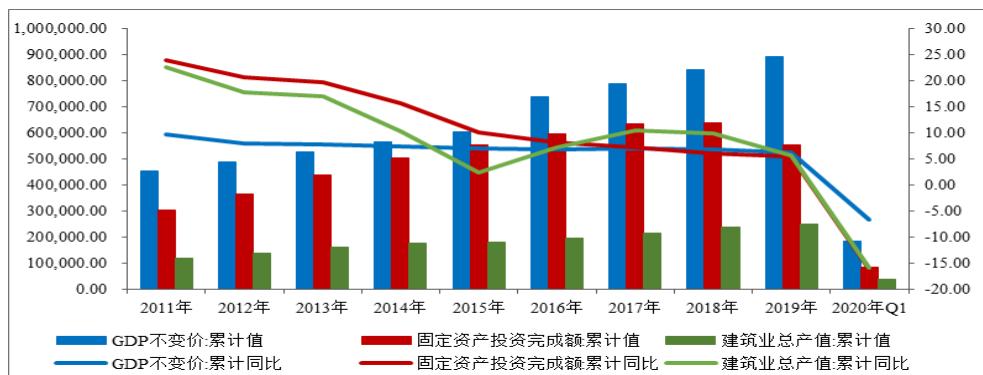
最低资本金比例等措施推动已批复重大项目的投资落地。2020 年第一季度建筑施工行业受新冠肺炎疫情较大，未来伴随基建托底的一系列政策落地，预计基建项目投资将有所回暖，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱，建筑施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。

A. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。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，建筑施工工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 2.29%。2016 年以来，我国经济发展进入新常态，叠加去杠杆及限制地方融资背景下，固定资产投资维持增长但增速持续下滑。得益于前期保障房及棚户区改造的房建投资拉动及后期的基建补短板，建筑施工行业总产值有所回暖，但未来仍将长期处于低速增长态势。

2019 年，全国实现国内生产总值 89.16 万亿元，固定资产投资累计完成 55.15 万亿元¹，分别同比增长 6.1% 和 5.4%，增速均较上年下降 0.5 个百分点。同年，建筑施工工业完成总产值 24.84 万亿元，同比增长 5.68%，增速较上年回落 4.19 个百分点，降至 2016 年以来最低点。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工工业产值变化趋势



资料来源：Wind (单位：亿元，%)

近年来，建筑行业新签合同额总体保持增长，但增速呈下滑态势。2017~2019 年，建筑行业新签合同额分别为 25.47 万亿元、27.29 万亿元和 28.92 万亿元。2018 年以来，国内外经济形势更加严峻、复杂，在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和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，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%。2019 年建筑行业景气度继续承压，全年新签订单增速继续走弱至 6.00%，较上年下降 1.14 个百分点。

2019 年下半年开始，相关部门通过加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫

¹ 根据第四次全国经济普查、统计执法检查和统计调查制度规定，对 2018 年固定资产投资数据进行修订，2019 年增速按可比口径计算。

情更快更大范围的扩散，出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知。受疫情影响，2020 年第一季度我国 GDP 增速掉头向下，同比下降 6.8%。同期，固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为 8.41 万亿元和 3.59 万亿元，分别同比下降 16.10% 和 16.00%。目前国内疫情防控已取得明显成效，各地复工率逐步接近 100%。但我国仍面临境外输入病毒风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，建筑企业的防疫成本管控难度将有所增加。长期来看，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，近期伴随基建托底的一系列政策及规划加快落地，基建项目投资将回暖，基础设施建筑施工企业发展前景仍然稳固，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

房屋建筑施工业

2016 年以来，我国房地产调控政策继续深化，坚持“房住不炒”和“因城施政”的主基调，商品房销售额和销售面积保持增长但增速持续回落。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，商品房销售额为 15.97 万亿元，较上年增长 6.5%。受土地购置成本上升等因素影响，2016 年以来房地产开发投资额增速保持增长，2019 年完成投资额 13.22 万亿元，较上年增长 9.9%，增速提高 0.4 个百分点。从房建工程投资来看，受前期销售导致的交房压力增加，2019 年施工投入增速转负为正，当年房屋建筑工程投资完成额为 7.52 亿元，较上年增长 11.80%。同期，我国房屋施工面积为 89.38 亿平方米，新开工面积为 22.72 亿平方米，竣工面积为 9.59 亿平方米，分别较上年增长 8.70%、8.50% 及 2.60%。2019 年土地购置面积为 2.58 亿平方米，较上年下降 11.40%。总体来看，2019 年房建施工有所回暖，但持续开工势能不足。

2018 年政府工作报告中强调启动新的三年棚改攻坚计划，2018-2020 年三年开工 1,500 万套棚改攻坚计划。2018 年棚改计划开工 580 万套任务，全年实际完成改造开工 626 套，完成投资 1.74 万亿元。2019 年棚改计划开工 289 万套，1-10 月已开工 300 万套，完成全年目标任务的 103.8%，完成投资 1.03 万亿元。棚户区改造是住房保障政策的实施重点，以前年度对房建市场有较大的拉动作用，但随着棚户区改造的逐步推进，棚户区改造需求有所下降。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。

2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对房地产销售及房建施工冲击较大。同期房屋新开工面积和竣工面积同比分别下降 27.20% 及 15.80%。随着下游房地产企业销售额下降，房建施工企业施工款项回收受到一定影响。预计在疫情得到较好控制后，地产项目施工将有所加快，但后期赶工能否弥补一季度对全年造成负面影响仍存在不确定性；随着销售恢复，房建施工企业款项回笼将趋于正常。

市政工程施工业

市政工程施工业方面，城镇化发展带动的基础设施建设投资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。2018 年我国

城市市政公用设施固定资产投资完成额为 2.01 亿元，占同期全社会固定资产投资总额的 3.65%，占比较上年提高 0.61 个百分点；同比增长 4.12%，增速较上年下降 6.58 个百分点。同年，道路桥梁、轨道交通、园林绿化和地下综合管廊固定资产投资完成额分别为 6,922.4 亿元、6,046.9 亿元、1,854.7 亿元和 619.2 亿元，分别同比增长-1.06%、19.85%、5.40% 和 -8.04%。

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 2019 年度统计和分析报告》显示，截至 2019 年末，全国有 40 个城市已开通轨道交通，较上年末新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特 5 市；运营线路 208 条，运营线路总长度为 6,736.2 公里，2019 年新增运营线路 25 条，新增运营线路长度 974.8 公里。2019 年我国轨道交通完成建设投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%；全国在建轨道交通线路长度 6,902.5 公里，可研批复投资额累计 4.64 万亿元。截至 2019 年末，我国共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 21 个城市），其中，城轨交通线网建设规划在实施的城市共计 63 个，建设规划线路总长 7,399.4 公里（不含已开通运营线路）。目前获批轨道交通建设的城市财政实力强，承建轨道交通工程的建筑企业回款安全性和及时性也有所提高。

在城市道路桥梁方面，截至 2018 年末我国城市道路长度 43.22 万公里，道路面积 85.43 亿平方米，分别较上年末增长 8.65% 和 8.29%，增速分别提高 4.63 和 3.65 个百分点；人均城市道路面积为 16.70 平方米，较上年末增加 0.65 平方米。在园林建设方面，同年末我国城市园林绿地面积 304.71 万公顷，其中公园绿地面积为 72.37 万公顷，分别较上年末增长 4.30% 和 5.13%，增速均较上年略有下降；人均公园绿地面积为 14.11 平方米，较上年末增加 0.10 平方米。

2017 年 5 月，住房和城乡建设部（简称“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；新建各类公园绿地面积 16 万公顷；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内等。城市轨道交通和地下综合管廊建设等领域的建筑市场发挥空间大。

海外工程施工业

海外工程方面，我国是全球建筑工程承包服务商的主力军之一。根据 2019 年度美国《工程新闻记录（ENR）》公布的“全球最大 250 家国际承包商”榜单，我国内地共有 75 家企业入围，较上年增加 6 家，其中 31 家排名上升；入围企业在 2018 年实现国际营业额 1,189.67 亿美元，同比增长 4.3%，占上榜 250 家国际承包商海外承包收入总额的 24.4%，较上年提高 0.7% 个百分点。

东南亚、非洲等发展中国家和地区的基础设施建设需求强，尤其在国家级顶层合作倡议“一带一路”的引导下，为我国建筑施工企业走出去提供了广阔

的发展空间。2019年，我国企业对外承包工程新签合同额为2,602.5亿美元，同比增长12.2%，转为正增长；同期完成营业额1,729.0亿美元，同比增长2.3%。我国企业在“一带一路”沿线的62个国家新签对外承包工程项目合同6,944份，新签合同额1,548.9亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的59.5%，同比增长23.1%；完成营业额979.8亿美元，占同期总额的56.7%，同比增长9.7%。

2019年以来，全球经济增长放缓、中美贸易摩擦以及部分区域局势紧张等不确定因素对我国海外工程业务发展带来较大压力。当地时间2020年3月11日，世界卫生组织总干事谭德赛宣布新冠肺炎疫情在全球范围内“大流行”。目前我国新冠疫情逐步被控制，但欧洲、美国和亚非等地相继爆发疫情，多个国家采取“居家令”、加大执法力度、推出经济救助计划等手段减缓疫情带来的冲击。美国约翰斯·霍普金斯大学5月30日发布的全球新冠肺炎疫情最新统计数据显示，全球累计确诊病例已超过600万例，疫情仍在持续蔓延。海外疫情蔓延将影响我国施工企业海外业务新签和在跟进项目的正常推动，已开工项目施工延期、部分项目后续开工无限推迟风险，同时海外工程管理人员及施工人员健康安全等方面面临挑战。

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。PPP模式快速发展，成为推动我国固定资产投资建设的项目模式之一，相关领域的施工企业面临较好的业务拓展环境。为规范PPP发展，防止PPP模式异化成地方政府变相举债融资途径，2017年11月财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。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，PPP项目落地速度加快。

2019年，全国政府和社会资本合作综合信息平台管理库新入库项目1,434个、投资额2.2万亿元，分别同比下降64.8%和62.1%；各地退库项目648个、投资额8,023亿元；净入库项目786个、投资额1.2万亿元，分别同比下降48.2%和50.0%。截至2019年末，管理库累计项目9,440个，同比增加786个、增长9.1%，累计项目投资额14.4万亿元，同比增加1.2万亿元、增长9.1%。从项目落地情况来看，2019年落地项目1,639个、投资额2.7万亿元，开工项目1,471个、投资额2.4万亿元。2014年至2019年末，管理库落地项目累计6,330个、投资额9.9万亿元。截至2019年末，管理库项目落地率67.1%，比2018年末上升12.9个百分点；开工项目累计3,708个、投资额5.6万亿元，开工率58.6%，比2018年末上升10.9个百分点。

从入库项目的行业分布来看，2019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 3,793 个/2,662 个、1,317 个/914 个和 924 个/612 个，合计占比分别为 64.0% 和 65.5%；交通运输、市政工程、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 45,796 亿元/28,688 亿元、41,565 万亿元/31,239 亿元和 19,584 亿元/14,426 亿元，合计占比分别为 74.3% 和 75.4%。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。

新冠肺炎疫情爆发后，各地公布了大规模的基建投资计划，2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议指出，要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。上述指导意见、投资计划的实施将增加 2020 年财政支出压力，而以 PPP 模式运作的基建投资项目，可缓解财政资金的平衡压力。在此背景下，PPP 项目落地推动的固定资产将得到保持，相关建筑施工企业市场前景向好。

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。2018 年初，住建部针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。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。2019 年 12 月，住建部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

为防范在推进 PPP 项目中存在超出自身财力、固化政府支出责任和泛化运用范围等问题，国家相关部门陆续出台政策禁止政府方向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，或由政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。2019 年 3 月，财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》【财金[2019]10 号】，明确财政支出责任占比超过 5% 的地区，不得新上政府付费项目；新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出。2020 年 2 月，财政部办公厅印发污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本，以推动相关领域 PPP 项目规范运作；3 月，财政部印发《政府和社会资本合作（PPP）项目绩效管理操作指引》，为开展 PPP 项目全生命周期绩效管理提供明确要求，对 PPP 项目提质增效、维护合作方合法权益提供了制度保障。

为稳定经济增长，促进基建投资，2019 年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020 年以来，为对冲疫情对经济造

成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5月6日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元的基础上，再提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设5G网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

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。截至2019年末，我国建筑施工企业数量为103,814家，较上年末增加8,414家；从业人数为5,427.37万人，较上年同期末减少135.93万人。

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。2019年上半年我国特、一级资质建筑业企业数量为6,552家，占全部资质以上企业的比重为7.07%；特、一级资质企业新签合同额占全部资质以上企业新签合同总额的59.18%，建筑业总产值占比为57.40%。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态。

图表3. 建筑施工行业概况

项目	单位	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末
企业数量	家	80,911	83,017	88,059	95,400	103,814
从业人数	万人	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37

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 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	应收账款、合同资产和存货合计占资产比重	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	14,198.37	11.10	105.93	43.44	20,344.52	75.33	632.05	-342.20
上海建工集团股份有限公司	2,054.97	10.29	97.84	48.36	2,572.81	85.94	43.12	45.49
云南省建设投资控股集团有限公司	1,327.16	7.01	75.81	18.65	4,056.04	73.54	22.84	63.95
广西建工集团有限责任公司	1,130.18	8.03	113.08	59.95	1,201.49	83.45	16.79	55.13
湖南建工集团有限公司	1,024.80	8.00	87.85	36.80	570.05	75.75	14.87	9.50
北京建工集团有限责任公司	956.68	9.52	110.49	54.35	1,702.04	81.25	16.96	55.21
浙江省建设投资集团有限公司	756.49	5.53	90.93	53.17	793.37	92.40	9.01	-8.12
四川华西集团有限公司	648.14	6.60	96.62	54.21	618.18	83.77	8.52	-3.71
重庆建工集团股份有限公司	521.09	4.35	96.65	57.80	718.45	85.52	6.30	12.58
江西省建工集团有限责任公司	459.37	4.22	100.52	52.92	607.16	88.95	8.25	11.81
江苏省建工集团有限公司	187.16	7.90	108.55	65.43	208.13	54.90	6.48	-3.33
山西建设投资集团有限公司	631.99	10.86	102.80	34.54	1,034.49	72.13	14.32	18.37

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

D. 风险关注

房建投资后续增长乏力。预期短期内国家仍将坚持“房住不炒”定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。一方面棚改货币化退潮、居民入场观望性较强，销售去化压力增大；另一方面房企融资收紧、受限，资金不足，导致房屋开工连续增长势能不足。

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。我国建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。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。

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，人力成本上涨，中短期内建筑施工行业状况较难转变，盈利水平低的状态将持续。

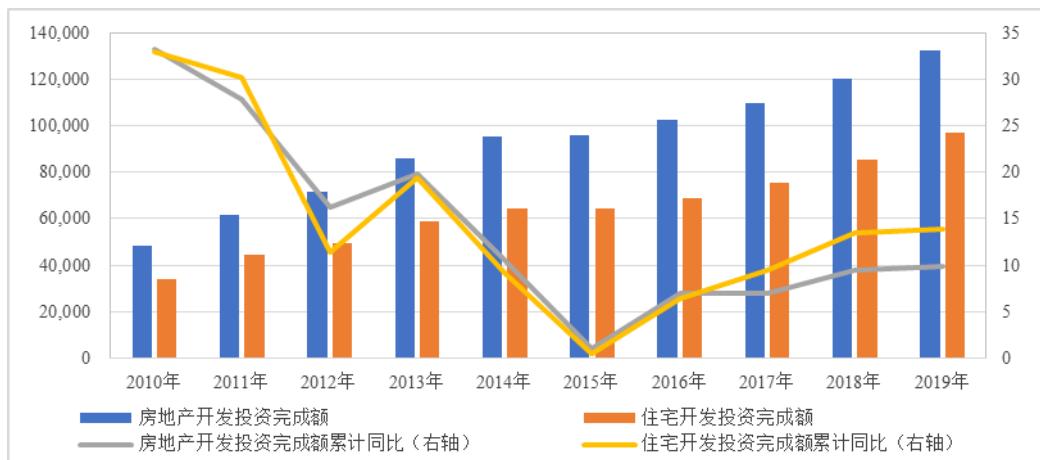
房地产开发行业

2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区²增长 7.7%，中部地区³增长 9.6%，西部地区⁴增长 16.1%，东北地区⁵增长 8.2%。

图表 5. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7% 和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积

² 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。

³ 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。

⁴ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。

⁵ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城⁶住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3% 和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 6. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能

⁶ 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、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，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1,969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 7. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积（亿平方米）	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率	28.95%		13.14%		13.02%	
住宅用地成交溢价率	33.92%		14.74%		14.42%	

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸口管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律

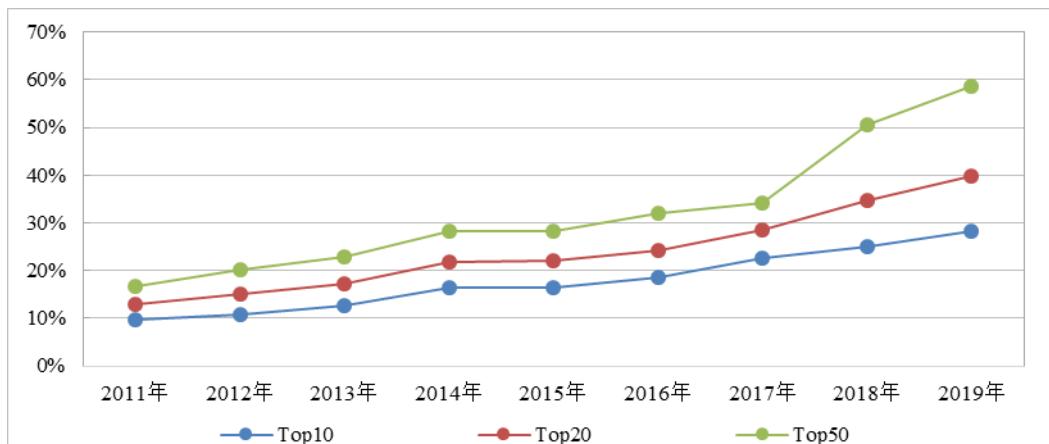
障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 8. 规模房企市场占有率



资料来源：Wind、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地

产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

(3) 区域市场因素

2017-2019 年山西省实现地区生产总值和人均生产总值稳中有升，但经济增速有所放缓，同期地区生产总值按可比价格的增幅分别为 7.0%、6.7% 和 6.2%。近三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。2019 年，山西省一般公共预算收入较上年增长 2.4%，其中税收收入较上年增长 8.4%，非税收入较上年下降 12.8%；当年一般公共预算支出较上年增长 10.0%，其中民生支出较上年增长 12.4%。

图表 9. 近年山西省发展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
地区生产总值	12,802.60	12,928.30	14,973.50	16,818.10	17,026.68
人均生产总值（万元）	3.50	3.52	4.06	4.53	4.57
一般公共预算收入	1,642.20	1,557.00	1,866.80	2,292.60	2,347.60
一般公共预算支出	3,443.40	3,441.70	3,756.70	4,285.40	4,713.10
民生支出 ⁷	2,900.00	2,837.80	3,058.80	3,423.80	3,823.90

资料来源：山西省统计局、山西省财政厅、Wind

建筑业方面，2015-2019 年，山西省建筑业总体保持增长态势。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。2015-2017 年，山西省建筑业签订合同额分别同比增长 5.60%、17.60% 和 15.30%；新签合同额分别同比增长 1.60%、28.00% 和 18.40%。在 2016 年和 2017 年保持了较快的增长之后，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%。2019 年山西省建筑业签订合同额和新签合同额增速回升，分别为 15.56% 和 24.91%。但 2019 年山西省建筑业企业数量较上年增加 333 家，增加较快，建筑业竞争进一步加剧。2020 年第一季度山西省建筑业受新冠肺炎疫情影响较为有限，当期建筑业总产值较上年同期下降 2.17%。

图表 10. 近年山西省建筑业发展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
建筑业企业	2,285 家	2,532 家	2,538 家	2,666 家	2,999 家

⁷ 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。

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
签订合同额	6,333.00	7,449.50	8,589.30	9,049.04	10,456.65
新签合同额	3,259.40	4,173.40	4,939.80	5,036.70	6,291.44
建筑业总产值	2,931.30	3,318.50	3,566.60	4,071.50	4,653.30
建筑业增加值	847.20	895.60	1,019.80	1,152.80	894.76

资料来源：山西省统计局、Wind

房地产业方面，2015-2016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年以来山西省房地产开发投资有所恢复，2018年和2019年房地产开发投资完成额分别较上年增长18.0%和20.3%。2015-2017年商品房销售量保持增长，2018年略有下滑，2019年销售量较2018年变化不大；近年来商品房待售面积下降较快，截至2019年末已降至966.30万平方米。随2018年以来新开工面积恢复增长，2019年末房屋施工面积增长至1.95亿平方米。受新冠肺炎疫情影响，2020年第一季度山西省房地产开发投资额、房屋新开工面积及商品房销售面积同比分别下降1.03%、6.20%和29.10%。

图表 11. 近年山西省房地产业发展情况（单位：亿元，万平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
房地产开发投资	1,494.90	1,597.40	1,166.30	1,376.59	1,656.50
其中：住宅投资	1,098.30	1,141.40	846.40	1,033.76	1,296.48
房屋新开工面积	3,700.60	3,854.80	3,305.80	3,872.55	4,879.09
房屋施工面积	15,734.50	17,069.30	16,473.40	16,949.60	19,548.50
商品房待售面积	1,816.10	1,761.00	1,225.70	984.80	966.30
商品房销售面积	1,592.60	2,061.10	2,415.90	2,360.90	2,366.10

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。近年来公司不断拓展省外业务，新签合同中省外业务占比逐年上升，并且在2019年实现海外业务新签合同超过100亿元。2017-2019年公司新签合同及年末在手合同增长较快，对中短期内收入实现形成一定保障。随着新签合同的执行，公司业务规模扩张较快，2017-2019年营业收入年复合增长率达到30.89%，同期综合毛利率保持相对较高水平，经营收益不断增长。2020年第一季度，公司施工进度、新签合同、房地产销售及款项回笼受到新冠肺炎疫情的一定影响，海外疫情的扩散导致海外业务新签订单大幅减少，海外业务履约风险仍需持续关注。未来随着PPP项目投资建设推进、房地产业务规模扩张以及“五大中心”项目投资建设启动，公司对资金需求较大。

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，通常占比达到核心业务收入的 90%左右。基础设施投资建设主要指 PPP 项目等，在营业收入中占比相对较小。随着公司业务规模逐年扩大，建筑施工业务收入以较快速度逐年增长，2017-2019 年年均复合增长率达到 25.05%，增量仍主要来源于传统建筑施工收入增加。2020 年第一季度，受国内爆发新冠肺炎疫情影响，春节后公司承建工程复工时间延迟，截至 2020 年 3 月末，公司复工项目共计 1,330 个，复工率 95.20%。虽然受到疫情影响，但公司建筑施工业务规模总体较上年同期大，2020 年第一季度建筑施工业务实现收入 92.42 亿元，同比增长 30.57%。

图表 12. 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 13. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入合计	368.87	483.96	631.99	104.28
其中：核心业务（建筑施工业务）营业收入	345.78	423.11	540.71	92.42
核心业务（建筑施工业务）营业收入占比	93.74%	87.43%	85.56%	88.63%
其中：（1）建筑施工营业收入	333.90	408.88	482.98	85.46
在核心业务收入中所占比重	96.56%	96.64%	89.32%	92.47%
（2）基础设施投资建设营业收入	11.88	14.23	57.73	6.96
在核心业务收入中所占比重	3.44%	3.36%	10.68%	7.53%
综合毛利率	10.99%	11.03%	10.86%	7.85%
其中：（1）建筑施工	10.58%	10.89%	10.07%	6.90%
（2）基础设施投资建设	8.92%	10.00%	12.58%	15.59%

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，一方面主要是建筑施工项目新签合同逐年增长，另一方面是公司新签的房地产开发等项目金额逐年增长。2019

年公司新签合同金额较上年增长 20.92% 至 1,503.46 亿元，其中建筑施工项目较上年增长 17.12%，基础设施投资项目较上年下降 51.04%。2020 年第一季度，公司新签合同金额合计 276.29 亿元，较上年同期下降 9.69%。其中，新签建筑施工项目 215.64 亿元、基础设施投资项目 12.89 亿元，分别较上年同期下降 5.41% 及 33.28%。新签合同金额下降主要受新冠肺炎疫情影响。截至 2020 年 3 月末，公司在手合同金额为 1,824.09 亿元，在手合同较充足，为未来收入实现增长奠定基础。

图表 14. 公司近年项目承接情况表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
新签合同（亿元）	864.07	1,243.32	1,503.46	276.29
其中：建筑施工	692.36	879.19	1,029.68	215.64
基础设施投资	150.76	229.07	112.15	12.89
完工合同（亿元）	271.98	199.35	251.15	37.80
在手合同（亿元）	1,103.40	1,333.07	1,823.09	1,824.09

资料来源：山西建投

2017-2019 年该公司承接重大工程⁸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在 60% 以上。2019 年公司新签基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额占重大工程金额比重较上年明显下降。2020 年第一季度，公司承接重大工程项目的合同金额同比增长 38.71%，而基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额同比虽略有增长，但其占重大工程金额比重较 2019 年全年继续下降，当期占比为 5.75%。

图表 15. 公司近年承接重大工程数量（单位：个、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
重大工程数量	211	257	313	67
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程数量	18	37	14	3
重大工程金额	540.15	836.55	978.92	224.08
其中：基础设施投资（PPP 项目）重大工程金额	83.75	176.87	106.44	12.89
重大工程金额占总金额比	62.51%	67.28%	65.11%	81.10%
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	15.50%	21.14%	10.87%	5.75%

资料来源：山西建投

图表 16. 公司合同金额前十大建筑施工在建工程明细（单位：亿元）⁹

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	2021.12	33.24	9.92	8.59	山西杏花村国贸投资有限公司
晋中职业技术学院新校区项目	2019.8	2020.12	28.75	4.12	3.10	晋中市住房和城乡建设局
静乐弘义能源娑婆乡风电项目	2019.8	2021.5	16.74	5.75	6.80	静乐弘义能源开发有限公司

⁸ 重大工程指合同金额超过 1 亿元的建筑工程项目。

⁹ 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
晋城市人民医院易址扩建项目	2019.7	2022.6	13.15	0.80	0.80	晋城国投医院项目管理有限公司
三亚市海棠湾洪风片区危旧房改造	2016.12	2023.12	12.63	3.39	3.26	三亚新天房置业有限公司
代县新华能 150MW 风电工程	2019.8	2020.12	12.56	4.19	4.06	代县新华能新能源开发有限公司
文水农村集中供热项目	2019.7	2020.9	9.20	1.34	1.50	文水县集中供热管理办公室
新疆晋商静乐县 100MW 风电项目	2019.7	2021.4	8.36	3.17	3.52	静乐县新风能源发展有限公司
贵阳龙洞堡国际机场三期扩建飞行区场道工程（FXQ-CD-002 标段）	2017.4	2020.8	8.17	6.28	5.79	贵阳龙洞堡国际机场三期扩建工程指挥部
广东阳春项目	2019.9	2020.12	7.71	3.12	3.52	阳春市相电新能源有限公司
合计	-	-	150.51	42.08	40.94	-

资料来源：山西建投（截至 2020 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 2004 年至 2019 年连续十六年跻身中国建筑承包商 80 强行列，其中 2019 年荣获中国建筑承包商 80 强行列第 20 位；2019 年位列中国 50 家最佳建筑承包商第 29 位；2006 年至 2018 年连续十三年荣获全国优秀施工企业。

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较高，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”、马来西亚南港湾阁项目荣获第七届 ENR 最佳工程项目商业综合体类优秀奖。2019 年公司新签海外合同金额 100.96 亿元，较上年大幅增长，但 2020 年第一季度随着海外新冠肺炎疫情扩散，公司海外业务承受到很大冲击，新签合同仅 2.82 亿元。公司客户集中度较低，2017-2019 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 3.38%、4.89% 和 2.91%。

图表 17. 公司近年新签合同额区域变化（单位：亿元）

业务区域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	844.79	97.77%	1,218.55	98.01%	1,402.50	93.28%	273.47	98.98%
其中：山西省	673.95	79.78%	949.34	77.91%	1,051.89	69.96%	243.74	88.22%
山西省外	170.84	19.89%	269.21	22.09%	350.61	23.32%	29.73	10.76%
国际	19.28	2.24%	24.77	1.99%	100.96	6.72%	2.82	1.02%

业务区域	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合计	864.07	100.00%	1,243.32	100.00%	1,503.46	100.00%	276.29	100.00%

资料来源：山西建投

C. 资质技术

截至 2020 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 2020 年 3 月末，公司共拥有 1,333 项国家级专利发明及实用新型专利，共获得“鲁班奖” 41 项、山西省科技进步奖 26 项、省级工法 1,006 项、“汾水杯”工程 316 项、参编国家标准 21 项、行业标准 16 项、地方标准 124 项。公司目前拥有 1 位享受国务院特殊津贴专家；国家注册一级建造师 2,064 人；国家注册二级建造师 4,203 人；高级职称及中级职称等技术骨干 10,821 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。

2017 年以来该公司大力发展装配式建筑产业，在装配式建筑相关技术研发领域累计投入约 7,650 万元，先后与浙江大学、同济大学、太原理工大学、中国建筑科学研究院、中国建筑标准设计研究院、上海建筑科学研究院等一流院所达成战略合作意向并签订协议，初步形成包括装配式隐式框架-宽钢管柱钢结构体系、PSC 钢混结构体系、三板配套及 HSI 全装配式装修等一批业内领先技术。公司分别在太原、晋中、晋城、运城、吕梁、霍州、大同等地布局不同规模、产业规划的建筑产业现代化园区，产品覆盖钢结构、PC 建筑构件、PC 市政构件、PC 管廊、装饰一体化、绿色建材、节能门窗及单元式幕墙等，基本实现了以 150 公里为半径对山西区域的全覆盖。

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，2019 年分别占主要成本的 43.93% 和 32.42%。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 100% 的在施项

目已进入“筑服云”平台，通过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 18. 公司建筑施工业务主要成本情况（单位：亿元）

成本类型	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 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	108.14	35.66%	139.59	38.16%	139.72	32.42%	24.53	31.43%
建筑材料成本	142.83	47.10%	182.81	49.98%	189.32	43.93%	24.95	31.97%
建筑设备成本	18.41	6.07%	15.45	4.22%	26.58	6.17%	5.42	6.95%
分包成本	33.88	11.17%	27.92	7.63%	75.35	17.48%	23.14	29.65%
合计	303.26	100.00%	365.77	100.00%	430.97	100.00%	78.04	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¹⁰及运维绩效服务费¹¹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。近年来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。2018 年 9 月山西省人民政府办公厅下发《关于加快清还政府拖欠省属国企债务的通知》，2019 年 6 月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”）牵头召开省属企业清还山西建投账款专题推进会议，在山西省人民政府和山西省国资委的支持下，公司应收账款清欠力度加强，在业务规模扩大的同时实现应收账款金额下降。2019 年公司对省内应收账款清收效果较好，营业收入现金率上升至 102.80%。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司回款较上年同期有所放缓。

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

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

发展。截至 2020 年 3 月末，公司在手 PPP 项目合同总投资金额 474.94 亿元，其中在项目资本金方面公司作为社会出资方需出资 66.41 亿元，已投资 51.61 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 8-20 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¹²和使用者付费三种模式，目前公司承接的 PPP 项目中政府付费和可行性缺口补助模式居多，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。此外，2019 年有 1 个项目出库，主要是襄汾县国道 108 线和河东文体广场 PPP 项目因政府方决定不采取 PPP 模式，改为施工总承包模式，该项目计划总投资金额为 9.07 亿元。

该公司对承接的大部分 PPP 项目持股比例较高，2019 年以来通过修改 PPP 项目公司章程、股东出资协议等文件，取得被投资企业控制权，已将大部分项目纳入合并范围。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的 PPP 项目总投资金额合计 387.71 亿元，占在手项目的 81.63%。公司承接的 PPP 项目主要采用金融资产模式核算：(1) 项目建设期发生的各项费用在“在建工程”科目归集，通过 PPP 项目合同等条款，将来形成金融资产的，报表列报时，将其重分类至“其他非流动资产”¹³报表项目。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”、“其他非流动资产”、“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

¹² 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。

¹³ 2019 年末项目建设期发生的各项费用重分类至“其他非流动资产”列报的项目主要是 2019 年新纳入合并范围的项目。通过 PPP 项目合同等条款，将来形成无形资产或混合模式资产的，报表列报时，仍在“在建工程”报表项目列报。

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 2020 年 3 月末，该公司已经成立 SPV 公司的 PPP 项目共 74 个，其中 4 个项目已经完成建设（该项目已进入回款期，已收到回款 7.74 亿元），63 个项目已经开工。目前公司正在就已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、政府方及其他合作方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 57 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，借款利率主要在 4.85%-7.29% 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，主要体现为公司资本金被长期占用，以及项目未来的回报率存在不确定性和未来业主支付能力下降的风险。

该公司 BT 项目规模较小，且 2015 年以来未新增 BT 项目，目前唯一留存的 BT 项目为晋中博物馆（档案馆）、图书馆、科技馆建设项目，主要由山西园区建设发展集团有限公司（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 2020 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 3.74 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算，由回购方在每年的 12 月 31 日之前支付完毕。公司后续将不再承接 BT 项目。

图表 19. 截至 2020 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	晋中市住房和城乡建设局	结算价款	6.10	5.70	7.90	2018-2021	3.74

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；2019 年主要随着下属子公司开展风电设备安装项目产生的风电设备贸易收入增加，当年物资贸易销售收入增长至 20.63 亿元。

图表 20. 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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	3.07	20.39%	10.10	16.01%	36.50	14.06%	0.18	21.66%
基坑支护、检验试验、建筑劳务及租赁费等	11.43	9.85%	18.07	6.78%	18.59	6.36%	2.94	8.85%
施工机械制造	0.70	23.16%	3.76	1.68%	2.05	1.02%	0.34	24.44%
物业管理费	0.33	19.73%	0.24	51.78%	0.53	55.52%	0.12	69.49%
监理费收入	0.26	27.38%	0.34	18.31%	0.48	12.41%	0.07	16.86%
社会服务业服务收入	0.13	46.92%	4.32	5.65%	2.65	5.39%	0.68	3.32%
融资租赁收入	0.59	11.79%	1.13	11.56%	1.09	20.97%	0.46	45.87%
物资贸易销售收入	1.45	1.22%	14.08	3.90%	20.63	8.50%	4.13	2.72%
其他收入	0.73	86.65%	2.72	50.14%	8.76	44.27%	2.93	13.25%
合计	18.69	15.15%	54.76	9.83%	91.28	13.91%	11.86	10.20%

资料来源：山西建投

2017-2019 年，该公司分别实现房地产业务收入 3.07 亿元、10.10 亿元及 36.50 亿元，收入快速增长。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，2019 年公司新并购山西铭基房地产开发有限公司（简称“铭基房产”），当年新开工面积、竣工面积及年末在建面积均增加较多。近三年公司房地产业务收入、预售金额和回笼资金均逐年增长。2020 年第一季度，公司房地产业务受新冠肺炎疫情影响较大，当期销售面积仅为 7.34 万平方米，预售金额为 7.24 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在开发的商业房地产项目 31 个，其中并表项目 26 个，不并表项目 5 个。其中，并表项目计划总投资为 162.68 亿元，已投资 88.46 亿元，已实现销售资金回笼 60.70 亿元，后续尚需投入资金 74.22 亿元，其中预计 2020 年第二至第四季度投入 24.15 亿元、2021 年投入 22.56 亿元；不并表项目计划总投资为 80.69 亿元，已投资 50.75 亿元，已实现销售资金回笼 15.99 亿元，后续尚需投入资金 29.94 亿元，其中预计 2020 年第二至第四季度投入 14.04 亿元、2021 年投入 6.78 亿元。总体来看，公司投资的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研发投入的资金压力。

图表 21. 近年房地产经营情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
新开工面积	39.37	103.95	191.03	8.41
竣工面积	15.28	34.25	81.95	25.39
在建面积	95.52	148.78	433.58	435.15

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
平均销售价格	5,488.96	6,407.86	8,509.76	9,869.94
销售面积	31.70	52.84	109.47	7.34
预售金额	17.40	32.18	93.16	7.24
回笼资金	17.40	43.41	69.18	10.00

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”）、铭基房产、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 2020 年 3 月末公司主要在开发商业房地产项目中规模在 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、腾冲顺颐府目、翔建·御景华府及忻州学院新居项目，其中山西建投商务中心项目¹⁴和华萃西山项目¹⁵规模相对较大，计划总投资分别为 49.33 亿元和 53.49 亿元，其余项目计划总投资在 10-20 亿元之间。公司在售的商业房地产项目仍主要集中在山西省内，近年来也逐渐向云南、北京等省外区域拓展。

图表 22. 公司主要在开发商业房地产项目情况（单位：亿元、万平方米，%）

项目名称	持股比例	总投资	截至 2020 年 3 月末已投资	拟投金额			完工程度	总建筑面积	2019 年合同销售面积	2020 年第一季度合同销售额	2020 年第一季度合同销售额	截至 2020 年 3 月末可供出售面积	截至 2020 年 3 月末已回款	
				2020 年第二至第四季度	2021 年	2022 年								
尚景苑	100	4.60	3.81	0.40	0.00	0.00	90.00	16.89	3.79	0.09	1.64	0.04	2.81	3.43
北海熙悦湾	100	3.45	0.44	0.50	1.30	1.21	0.00	12.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
鹏程佳园住宅小区项目	100	5.50	5.73	0.70	0.00	0.00	90.00	9.15	1.13	0.00	0.03	0.00	0.60	3.95
华苑学府项目	100	2.53	2.29	0.10	0.00	0.00	98.00	5.80	4.05	0.00	2.20	0.00	0.67	1.91
屯留果园世纪城项目	100	2.01	1.64	0.20	0.10	0.10	90.00	6.81	3.68	0.00	1.31	0.00	2.89	1.28
太原和平里项目	51	19.25	12.59	2.80	1.20	2.50	80.00	23.35	9.90	0.21	10.06	0.13	10.15	9.17
晋城和平里项目	100	6.08	2.21	1.20	1.40	0.57	15.00	13.88	0.00	4.59	0.00	3.08	8.86	0.96
晋润园	100	7.60	7.57	0.40	0.00	0.00	95.00	8.64	1.50	0.04	3.63	0.11	4.79	3.63
凯尔项目	51	3.50	1.46	1.60	0.44	0.00	42.00	5.16	1.19	0.00	1.70	0.00	2.50	1.03
山安馨园	100	2.10	1.74	0.17	0.20	0.00	82.00	2.78	0.00	0.00	0.00	0.00	2.21	0.00
山西建投商务中心项目	100	49.33	15.35	6.33	9.60	8.60	35.00	63.12	3.00	0.32	3.95	0.43	8.07	3.42

¹⁴ 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 63.18 万平方米。截至 2020 年 3 月末，该项目住宅部分五证齐全；商业部分正推进商务区开发产品东塔楼、西塔楼、酒店的预售工作。

¹⁵ 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 2020 年 3 月末项目已投资 38.42 亿元，其中 36 亿元为买地成本。

项目名称	持股比例	总投资	截至2020年3月末已投资	拟投金额			完工程度	总建筑面积	2019年合同销售面积	2020年第一季度合同销售面积	2019年合同销售额	2020年第一季度合同销售额	截至2020年3月末可供出售面积	截至2020年3月末已回款
				2020年第二至第四季度	2021年	2022年								
翔建·御景华府	100	11.00	10.71	0.80	0.00	0.00	50.00	27.03	0.65	0.08	0.65	0.08	5.72	10.24
晋建迎曦园	100	9.80	6.19	2.00	0.80	0.81	61.00	17.76	4.47	0.68	5.52	0.86	6.59	5.11
晋建新城壹号(二期)	100	1.20	0.55	0.45	0.20	0.00	45.00	4.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
泽州院子	100	1.49	1.21	0.29	0.18	0.00	69.00	2.13	0.22	0.00	0.29	0.00	0.00	1.80
铭基阳光地带二期	100	4.51	3.18	0.32	0.79	0.00	75.00	12.45	0.86	0.00	0.62	0.00	0.00	5.66
铭基凤凰城35#-36#	100	1.06	0.58	0.25	0.41	0.00	38.00	2.95	0.50	0.00	0.29	0.00	0.00	1.34
铭基阳光地带公寓	100	1.74	1.03	0.34	0.40	0.00	57.00	4.07	3.12	0.04	2.00	0.03	0.60	1.99
和谐家园4#楼	70	0.65	0.24	0.26	0.08	0.00	49.00	1.94	1.56	0.01	0.72	0.01	0.02	0.71
潞城潞铭书院	100	3.18	1.49	0.43	1.00	0.38	43.00	7.92	3.81	0.22	1.83	0.10	0.15	2.68
铭基凤凰城四期40#-42#	100	1.17	1.21	0.22	0.39	0.00	48.00	2.88	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	1.37
铭基凤凰城四期43#-44#	100	0.66		0.21	0.24	0.00	31.00	1.50	0.18	-0.01	0.69	-0.01	0.02	0.66
晋煤集团矿区(棚户区)宏圣北小区1-5#楼、7#楼改造及新建住宅项目	100	2.26	1.22	0.56	0.38	0.00	58.00	6.90	0.00	0.00	0.00	0.00	4.90	0.00
铭基悦龙台项目	100	5.58	1.12	0.67	1.13	0.94	20.00	15.89	0.00	0.00	0.00	0.00	4.05	0.09
晋城丹河华达房地产开发有限公司—晋城市泽州县2019-13地块项目	50	7.93	3.14	1.91	1.52	1.36	0.00	16.59	0.00	0.00	0.00	0.00	11.05	0.22
晋城丹河华盛房地产开发有限公司—晋城市泽州县2019-14地块项目	50	4.50	1.77	1.03	0.82	0.88	0.00	9.45	0.00	0.00	0.00	0.00	6.75	0.07
并表项目合计	-	162.68	88.46	24.15	22.56	17.36	-	301.75	43.61	6.27	37.23	4.84	83.40	60.70
华萃西山家园	50	53.49	38.42	8.59	3.38	2.81	30.00	17.06	1.98	0.08	9.20	0.36	9.98	7.52
忻州市广恒房地产开发有限公司—忻州“学院新居”项目	51	10.00	7.95	1.35	0.50	0.20	92.31	27.60	6.98	0.02	3.19	0.01	0.00	4.59
腾冲广恒房地产开发有限责任公司—腾冲“晋颐庄园”项目	55	4.00	1.36	1.60	0.20	0.00	60.00	5.81	2.65	0.19	1.59	0.03	0.00	1.33
腾冲广恒信达房地产开发有限责任公司—腾冲“顺颐府”项目	40	12.00	2.72	2.50	2.00	1.50	20.00	15.21	1.15	0.24	1.53	0.11	4.59	1.03
腾冲广恒信达房地产开发有限责任公司—腾冲“顺颐府”项目(二期)(暂定名)	40	1.20	0.30	0.00	0.70	0.50	0.00	1.90	0.00	0.00	0.00	0.00	1.58	1.52
不并表项目合计	-	80.69	50.75	14.04	6.78	5.01	-	67.58	12.76	0.52	15.50	0.51	16.15	15.99

资料来源：山西建投（截至2020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。获得的土地除建设安置房之外，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 2020 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。项目总资金来源于银行借款及公司自筹。龙图置业通过招拍挂取得土地，政府已将基准地价的 85% 返还给龙图置业用于拆迁安置。龙图置业根据与赵北峰居委会和城改办签订的合作开发合同进行安置，除安置房之外其余的用于商业开发，由龙图置业自己出售或者出租。该项目于 2015 年 8 月开工，目前最新规划的整体项目周期为 9 年，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 2020 年 3 月末，一期项目 B1、B2、B6、B7、B8、B9 合计 6 栋住宅已完工并交付使用；二期项目土方开挖完成总量的 75%，但受高压电缆改迁影响，土方暂停施工；三期项目地勘完成。

图表 23. 公司在建城中村改造项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目负责人	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	15.26	63.49	9 年	一期项目 6 栋住宅已完工。受高压电缆改迁影响，二期项目土方暂停施工。三期项目地勘完成。	7.20
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	7.35	10.63	5 年	1 号楼、2 号楼主要工程已完工，处于收尾阶段。3 号楼正在进行窗户主框安装、西单元屋面防水层施工及 15、16 层市内抹灰，4 号楼 16 层构造柱、过梁混凝土浇筑，17、18 层二次结构砌砖。	1.53
山西嘉诚源房地产开发有限公司	运城张家坡项目		11.00	1.37	24.00	5 年	拆迁工作已完成	0.00
合计	-		52.68	23.98	98.12	-	-	8.73

资料来源：山西建投（截至 2020 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、白沙坊金龙苑项目、海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目以及海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目。海口市下洋瓦

灶棚户区改造项目规划为 3 期，目前一期已完成竣工验收；二期项目正进行 1-6 层主体结构施工；三期项目已开始进行基坑支护工程。截至 2020 年 3 月末，该项目三期合计计划总投资 22.77 亿元，已投资 14.85 亿元，累计回款 12.20 亿元。同期末，白沙坊金龙苑项目处于主体施工阶段，该项目计划总投资为 10.50 亿元，已投资 5.53 亿元，累计回款 5.20 亿元。2019 年公司新增海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目及海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目，目前均处于地基处理阶段。其中，海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目计划总投资 8.89 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 2.66 亿元，累计回款 2.30 亿元；海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目计划总投资 1.32 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 0.33 亿元，尚未回款。公司棚户区改造项目回款进度总体正常。

图表 24. 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	已竣工验收	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南（C0505-1、C0503-1）	17.48	8.56	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）	11.86	13.47	地下室主体结构完成，正进行 1-6 层主体结构施工	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	5.72	3.65
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（三期）	2.31	2.44	正进行基坑支护工程	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶 C0503-2 地块	4.53	0.57	0.40
海南华晋置业有限公司	海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目 B0201 地块	8.89	7.65	地基处理阶段	海南省海口市龙华区金宇东路以南、南沙路以西 B0201 地块	16.94	2.66	2.30
海南华晋置业有限公司	海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目 C-7-2-2 地块	1.32	1.23	地基处理阶段	海南省海口市龙华区坡博坡巷 C-7-2-2 地块	2.88	0.33	0.00
海南华晋置业有限公司	白沙坊金龙苑	10.50	11.60	主体施工阶段	白沙坊棚改回迁商品房 A0208 地块	24.24	5.53	5.20

资料来源：山西建投（截至 2020 年 3 月末）

截至 2020 年 3 月末，该公司有土地储备 1 块，位于赤峰市红山区桥北组团六大份村，面积为 5.80 万平方米，应交土地出让金 3.05 亿元，并已全部支付完毕，预计 2020 年 7 月开工建设。

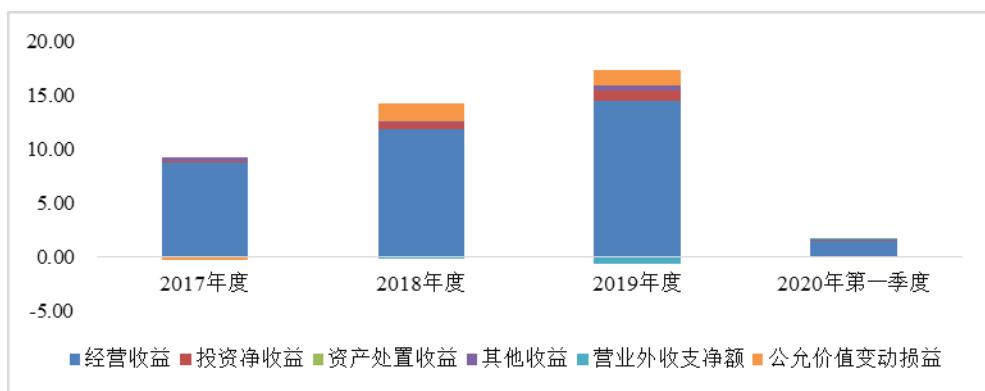
图表 25. 公司拟建房地产项目明细（单位：%，亿元，万平方米）

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	土地面积	预计项目总盈利	
						总额	自有资金	2020年第二至第四季度	2021年	2022年				
红山一品	房地产开发	内蒙古赤峰市红山区桥北新区六大片 区C05-02 地块	2020年7月-2021年10月	85	7.30	3.15	3.15	0.00	2.66	1.49	0.00	12.50	5.80	0.70

资料来源：山西建投（截至 2020 年 3 月末）

(3) 盈利能力

图表 26. 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。2017-2019 年公司营业收入分别为 368.88 亿元、483.96 亿元及 631.99 亿元，年复合增长率达到 30.89%；同期公司综合毛利率总体变化不大，分别为 10.99%、11.03% 及 10.86%，在同行业企业中处于相对较高水平。主要随着营业规模的扩大，经营收益逐年增加，同期公司分别实现经营收益 8.80 亿元、11.88 亿元及 14.47 亿元。在经营收益增长的拉动下，营业利润规模逐年上升。

图表 27. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入合计（亿元）	368.88	483.96	631.99	104.28
经营收益（亿元）	8.80	11.88	14.47	1.50
资产减值损失（亿元）(正值为损失)	0.56	0.51	-0.36	0.06
期间费用合计（亿元）	29.93	38.75	51.89	6.22
期间费用率（%）	8.11	8.01	8.21	5.97
其中：财务费用率（%）	0.73	0.45	0.99	1.24

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
全年利息支出总额（亿元）	6.48	10.70	16.40	—
其中：资本化利息数额（亿元）	2.26	3.25	5.37	—

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，2017-2019年公司研发费用分别为11.48亿元、18.07亿元及22.35亿元。近年来公司研发项目数量逐年增加，主要为工程施工技术的更新、应用及推广，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。2017年以来随着刚性债务的增加，公司利息支出较快增长。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¹⁶且利息收入同比增加，当年财务费用较上年下降18.81%。2019年公司债务融资规模继续增长，利息费用较上年增长48.01%至11.03亿元，同期财务费用较上年增长185.92%至6.28亿元。近三年公司期间费用率小幅波动，尚处于合理水平。

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。由于2019年末按余额百分比计提坏账准备的应收账款余额较年初减少，并且部分坏账转回，2019年资产减值损失为负值。

图表 28. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
投资净收益	0.08	0.54	0.97	0.06
营业外收入	0.12	0.14	0.10	0.10
其中：非同一控制下企业合并形成	0.09	-	-	-
政府补助	-	-	-	0.09
罚款	-	0.08	-	-
债务重组利得	0.01	0.00	-	-
违约赔偿	-	-	0.01	-
其他	0.02	0.05	0.09	0.01
其他收益	0.29	0.18	0.42	-
其中：政府补助	0.29	0.18	0.42	-
资产处置收益	0.06	0.03	0.04	-
其中：固定资产处置利得	0.06	0.03	0.04	-

¹⁶ 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。

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
公允价值变动损益	-0.14	1.65	1.42	-0.02
其中：投资性房地产	-0.14	1.65	1.45	-

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主要来自于公司投资性房地产估值波动。2018 年及 2019 年投资性房地产评估增值较以前年度较高，对盈利有一定补充。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（简称“工业设备安装公司”）的投资性房地产增值；2019 年公司投资性房地产评估增值 1.45 亿元，主要是工业设备安装公司及山西杏花村国贸投资有限责任公司的投资性房地产增值。

该公司投资收益主要来源于可供出售金融资产在持有期间的投资收益以及权益法核算的长期股权投资收益，近年来投资收益有所增长。其中，2019 年投资收益增加主要是公司获得的可供出售金融资产在持有期间的投资收益较上年增加 0.43 亿元所致。

在政府补助方面，2017-2019 年该公司计入当期损益的政府补助分别为 0.29 亿元、0.18 亿元及 0.42 亿元。公司获得的政府补助主要包括社会保险补助、离退休干部及抗美援朝老战士生活补助、政府研发投入奖励款、地质灾害治理资金、综改区补助等。公司资产处置收益及营业外收入规模相对较小，对盈利影响较小。

综上所述，2017-2019 年该公司营业收入规模持续增长，毛利率相对稳定。随业务规模扩大，期间费用逐年增加，但期间费用率尚处于合理水平。近两年投资性房地产评估增值对公司盈利有所补充。近年来主要在收入增长的带动下经营收益逐年增加，公司净利润实现逐年增长，2017-2019 年净利润分别为 7.00 亿元、12.44 亿元及 14.32 亿元，最近两年复合增长率为 43.04%。同期净资产收益率分别为 7.00%、9.63% 及 6.58%，2019 年净资产收益率有所下降主要受当年末所有者权益规模显著增长影响。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 104.28 亿元，较上年同期增长 33.01%；同期实现毛利率 7.85%，较上年同期下降 0.25 个百分点。随着营业收入增长，当期公司经营收益同比增长 62.16% 至 1.50 亿元，净利润同比增长 32.22% 至 1.40 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。公司计划 2020 年实现新签合同额 2,300 亿元，实现营业收入 900 亿元，实现利润总额 25 亿元。

此外，根据山西省委“四为四高两同步”总体思路和要求，高质量推进开发区建设，该公司将重点承担山西全省开发区土地一级整理和基础设施建设任务。2020 年 5 月，公司与山西转型综合改革示范区管理委员会签订《潇河产业园区核心区“五大中心”项目开发建设合作协议》。山西转型综合改革示范区是山西省转型综改先行区，为全力打造太原都市区核心引擎，提升城市能级，促进产城融合，山西省委、省政府决定在山西综改示范区潇河产业园区核心区规划建设会展、会议、金融、商务、艺术“五大中心”，并委托公司完成“五大中心”项目区域投资建设任务。主要合作内容包括市政基础设施和区域内土地整理等土地一级开发，会议、会展中心、金融、商务中心及艺术中心等核心项目建设，以及配套体育场馆项目及潇河生态景观带项目建设等，预计总投资约 415 亿元，并计划 2020 年开工、三年形成雏形、五年基本建设完成。区域内土地出让金收入，在扣除中央提留和相关税费后，全部用于区域开发建设与运营。后续公司将负责统筹实施“五大中心”项目片区的投资建设运营，以及招商和产业引入工作。

管理

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。跟踪期内，公司管理制度进一步完善，公司治理无重大变化。

该公司是由山西省人民政府出资设立的国有独资公司。截至 2020 年 3 月末公司实收资本为 50.00 亿元，控股股东仍为山西省国有资本运营有限公司¹⁷（简称“山西国运”），实际控制人仍为山西省人民政府，公司产权状况详见附录一。同期末，公司混合所有制改革实施方案及相关配套附件材料已提交公司党委会、董事会、专题职代会审议通过，并已提交山西省国资委审批。国企混改对公司治理、管理、经营造成的影响仍有待观察。

在重要管理制度建设方面，跟踪期内该公司修订了《山西建设投资集团有限公司授信与债务融资管理办法》、《山西建设投资集团有限公司资金及资金集中管理办法》及《山西建设投资集团有限公司工程项目合同管理办法》，管理制度进一步完善。

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。

¹⁷ 原名称为山西省国有资本投资运营有限公司。

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。2019年末公司关联应收款项中对单个关联方应收金额相对较大的主要包括应收山西裕昌房地产开发有限公司4.65亿元、应收北京广恒房地产开发有限责任公司1.78亿元及应收天津雍鑫盛世房地产开发有限公司1.71亿元等。

图表 29. 2019年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		2019年末
应收关联方	应收账款	2.90
	其他应收款	9.28
	预付款项	0.22
	合计	12.40
应付关联方	应付账款	1.72
	预收款项	0.32
	其他应付款	1.47
	合计	3.51

资料来源：根据山西建投2019年审计报告关联方及其交易整理。

截至2020年3月末，该公司对外担保余额为13.41亿元，占净资产的比重为4.65%。公司对外担保余额较2019年6月末大幅下降，主要是2019年末已将大部分提供融资担保的非并表PPP项目的SPV公司纳入合并所致。具体担保情况见下表。

图表 30. 2020年3月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保终止日
山西大力能源有限公司	1.50	2019年1月18日	2021年1月15日
河曲县政通投资有限公司	0.42	2016年3月29日	2026年3月28日
河曲县民生开发有限公司	0.22	2016年3月29日	2025年3月28日
原平市新塬城市基础设施建设有限公司	0.56	2016年5月11日	2025年5月10日
原平市新塬城市基础设施建设有限公司	0.38	2017年5月11日	2025年5月10日
山西水投碧源水处理有限公司	0.03	2019年2月1日	2037年1月31日
山西汽车运输集团有限公司	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	2019年10月8日	2020年10月8日
山西汽车运输集团有限公司	1.00	2019年4月12日	2020年4月11日
山西汽车运输集团有限公司	0.50	2019年8月15日	2020年8月15日
大同麦芒贸易有限公司	0.08	2019年11月15日	2020年11月14日
山西宝易供应链管理有限公司	0.10	2019年6月26日	2020年6月26日
山西德聚仁兴供应链管理有限公司	0.10	2019年3月22日	2020年5月21日
山西圣唐装饰工程有限公司	0.10	2019年3月25日	2020年5月27日
山西思源地基工程有限公司	0.10	2019年3月25日	2020年6月23日
山西盈天物贸有限公司	0.10	2019年3月22日	2020年6月10日
太原市金源宏贸易有限公司	0.10	2019年3月27日	2020年6月24日
太原市林海达钢管有限公司	0.07	2019年9月12日	2020年9月11日

被担保方	担保金额	担保起始日	担保终止日
长治市玉鑫盛物贸有限公司	0.10	2019年5月30日	2020年5月30日
山西鹏远通达建设工程有限公司	0.05	2019年12月26日	2020年6月24日
山西翼驰物贸有限公司	0.07	2020年1月8日	2020年12月6日
山西京通科技有限公司	0.09	2020年1月8日	2020年12月6日
山西万泰祥物资有限公司	0.05	2020年1月23日	2020年7月22日
山西永拓物资有限公司	0.10	2020年3月23日	2020年11月24日
潞城市三杰建设管理有限公司	1.64	2019年5月29日	2034年11月20日
高平市神农健康城工程建设有限公司	2.90	2019年3月15日	2034年3月27日
山西滨汾物业集团有限公司	0.05	2019年5月22日	2020年5月21日
合计	13.41	-	-

资料来源：山西建投

根据该公司 2020 年 4 月 2 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 2020 年 4 月末，公司处于存续期的债券均正常付息，无违约情况发生。

跟踪期内，根据国家企业信用信息公示系统公示信息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。

图表 31. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2020/04/02	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/05/25	正常	正常
工商行政处罚	国家企业信用信息公示系统	2020/05/25	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

2019 年以来，该公司刚性债务快速增长，增长以中长期刚性债务为主，债务期限结构有所改善，但公司短期刚性债务规模已较大，即期债务偿付压力加大。主要受益于政府支持，2019 年末公司资本实力增强。2017-2019 年公司经营性现金流保持净流入状态，且净流入规模有所增长，2019 年公司应收账款清欠效果较好，应收账款减少、周转加快，总体营业周期继续缩短，经营效率有所提高，但存货近年来逐年增长，对资金占用仍较多。不断增强的资本实力、持续增加的经营性现金净流入量，再加上账面较充裕的货币资金，可为公司债

务偿付提供支撑。

1. 数据与调整

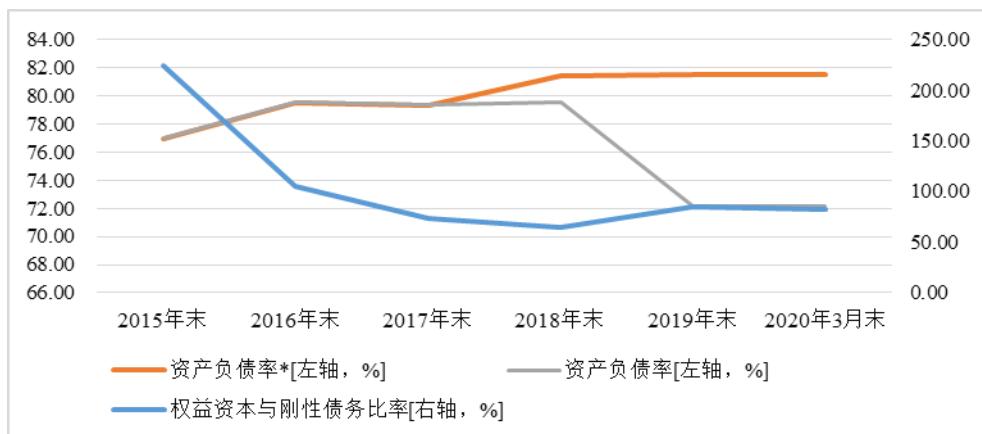
中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2016 版）、企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。2019 年，公司针对《关于印发修订<企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换>的通知》（财会【2019】8 号）、《关于印发修订<企业会计准则第 12 号——债务重组>的通知》（财会【2019】9 号）及《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2019】6 号）的相关规定进行了会计政策变更。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围子公司合计 221 家，较上年末增加 73 家，纳入合并范围子公司数量增加较多，主要系公司当期末将部分以前年度未并表的 PPP 项目 SPV 公司纳入合并。此外，公司新纳入合并范围子公司主要包括山西省建筑材料工业设计研究院有限公司（简称“建材工业设计院”）、上海荣大投资管理有限公司（简称“上海荣大”）、四川天玖投资有限责任公司（简称“四川天玖”）及铭基房产。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 32. 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*为将该公司永续类融资作为负债核算计算的资产负债率。

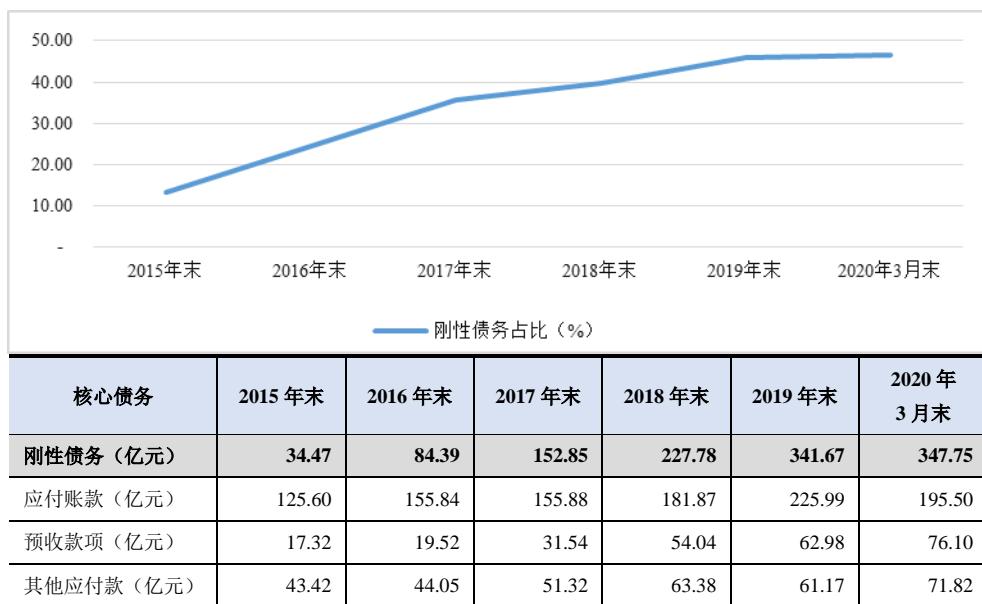
近年来该公司工程建筑施工主业发展迅速，工程建设需垫入大量资金，公司负债规模增长较快。2017-2019 年末公司资产负债率分别为 79.35%、79.60% 及 72.13%。其中，2019 年末资产负债率明显下降主要系公司实收资本增加及发行的永续债等其他权益工具增加导致所有者权益规模大幅增长所

致。公司于 2018 年开始进行永续类融资，截至 2019 年末计入其他权益工具的永续债务达到 97.41 亿元，其中包括公开发行可续期公司债 24.50 亿元以及可续期信托贷款等其他永续类融资 72.91 亿元。根据公司部分永续类融资的合同约定，若触发特定条款，该些可续期债务可能转为即期债务，或将增加公司债务集中偿付压力。如将计入其他权益工具的永续类融资作为负债核算，2017-2019 年末，公司资产负债率分别为 79.35%、81.41% 及 81.55%，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 2016 年末增长 321.45% 至 17.94 亿元。2019 年，随着山西省人民政府同意公司以作价出资（入股）方式处置划拨经营性土地及土地评估增值转增资本，山西省国资委无偿划转建材工业设计院、四川天玖及上海荣大 100% 股权至公司补充国有资本，以及公司以资本公积、盈余公积和未分配利润转增资本，2019 年末公司实收资本增至 50.00 亿元。近年来，公司所有者权益中未分配利润占比逐年下降，2017-2019 年末占比分别为 43.08%、38.26% 及 19.22%。公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，其他综合收益主要为投资性房地产的首次评估增值。除实收资本大幅增长外，2019 年公司永续类融资规模迅速增长，此外，非全资公司的并表也导致少数股东权益明显增加，在以上因素的影响下，2019 年末所有者权益较上年末大幅增长 96.12% 至 288.28 亿元。虽然公司在业务规模扩大的同时刚性债务明显增加，但 2019 年末所有者权益的大幅增长，使其对刚性债务的覆盖程度有所上升。

（2）债务结构

图表 33. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
刚性债务占比 (%)	13.34	24.55	35.69	39.71	45.79	46.58
应付账款占比 (%)	48.61	45.34	36.40	31.71	30.28	26.18
预收款项占比 (%)	6.70	5.68	7.37	9.42	8.44	10.19
其他应付款占比 (%)	16.81	12.81	11.98	11.05	8.20	9.62

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，债务期限结构有所改善，2019年末长短期债务比为43.10%。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。2019年末，公司材料费、工程款和劳务费分别较上年末增长16.86%、30.28%和24.73%。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¹⁸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以及房屋预售款，近年来逐年有所增长。

(3) 刚性债务

图表 34. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
短期刚性债务合计	26.46	27.80	57.04	117.35	132.74	128.18
其中：短期借款	22.37	21.75	46.96	64.62	56.21	61.57
一年内到期的长期借款	-	0.12	0.74	3.58	12.74	18.11
应付（超）短期融资券	-	-	-	20.00	25.00	20.00
应付票据	4.10	5.28	8.38	19.55	31.66	25.81
应付利息	-	0.65	0.65	0.99	3.32	2.70
其他短期刚性债务	-	-	0.30	8.60	3.81	-
中长期刚性债务合计	8.01	56.59	95.81	110.43	208.93	219.57
其中：长期借款	1.65	30.47	62.90	84.76	155.09	167.66
应付债券	-	20.89	20.92	7.97	43.78	43.80
其他中长期刚性债务	6.36	5.23	11.99	17.71	10.06	8.11

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，2017年以来增长迅速。截至2019年末，刚性债务余额达到341.67亿元，较上年末增长50.00%，增长以中长期刚性债务为主，其中短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为132.74亿元及208.93亿元。2017年以来，公司银行借款规模逐年增长，

¹⁸ 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。

并且随着部分 PPP 项目纳入合并,2019 年末银行借款较上年大幅增长 46.47% 至 224.04 亿元。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、股权、专利权及特许经营收益权等。近三年新增借款主要为保证借款和质押借款。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、子公司山西建发及山西五建集团有限公司(简称“山西五建”)。2019 年公司本部发行 4 期超短期融资券 20 亿元、1 期短期融资券 10 亿元、两期中期票据 10 亿元、两期可续期公司债 30 亿元(其中 24.50 亿元计入其他权益工具)以及应收账款资产支持证券 10.59 亿元,山西建发发行 1 期中期票据 5 亿元及 1 期公司债 7 亿元,山西五建发行 1 期非公开可转债 0.50 亿元。截至 2019 年末,公司应付(超)短期融资券及应付债券余额合计 68.78 亿元,较上年末增长 91.24%。此外,公司其他中长期刚性债务主要为融资租赁款。公司带息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较大,公司面临的债务偿付压力加大。

图表 35. 公司近三年银行借款结构 (单位:亿元)¹⁹

借款类型	2017 年末			2018 年末			2019 年末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	26.80	37.58	64.38	41.15	51.66	92.82	41.96	83.50	125.46
质押借款	0.00	22.85	22.85	1.20	28.45	29.65	-	56.74	56.74
抵押借款	1.10	0.19	1.29	0.43	5.22	5.65	0.15	15.41	15.56
信用借款	19.07	3.01	22.08	21.84	3.00	24.84	14.10	12.18	26.28
合计	46.96	63.64	110.60	64.62	88.34	152.96	56.21	167.83	224.04

资料来源: 山西建投

2020 年 3 月末,该公司负债总额为 746.65 亿元,较上年末基本持平; 同期末资产负债率为 72.15%,将永续类融资作为负债核算的资产负债率为 81.56%,负债经营程度较上年末变化不大。2020 年第一季度公司发行一期 10 亿元短期融资券,此外主要通过银行借款筹集资金,当期末刚性债务余额为 347.75 亿元,其中短期刚性债务和中长期刚性债务余额分别为 128.18 亿元及 219.57 亿元。同期末,公司主要负债构成未发生重大变化。

¹⁹ 长期中包含一年内到期的长期借款。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 36. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
营业周期(天)	240.23	288.68	285.05	248.55	219.48	—
营业收入现金率(%)	91.95	89.02	97.05	89.56	102.80	135.99
业务现金收支净额(亿元)	-1.49	-16.78	41.52	-29.42	75.67	-28.67
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.19	24.97	-31.40	40.16	-57.31	3.16
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-3.68	8.19	10.12	10.74	18.37	-25.51
EBITDA(亿元)	8.89	11.76	15.88	25.74	32.83	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.31	0.20	0.13	0.14	0.12	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	4.60	3.88	2.45	2.41	2.00	—

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 2017 年有明显缩短，经营效率有所提升。2019 年应收账款清欠效果较好，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加使公司营业收入现金率较上年提升 13.24 个百分点，当年业务现金收支呈净流入且规模较大，主业现金回笼情况有所改善。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。近三年其他因素现金收支净额波动主要是暂收暂付款及保证金、备付金等收支净额波动所致，其中 2017-2019 年公司净收到暂收暂付款现金分别为 -22.61 亿元、55.17 亿元及 -31.16 亿元。近三年，公司经营活动现金持续净流入，且净流入规模有所增长，分别为 10.12 亿元、10.74 亿元及 18.37 亿元。总体来看，2019 年公司营业周期继续缩短，经营效率有所提升，主业现金回笼有所改善。

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，利息支出占比逐年提高。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覆盖倍数较 2016 年之前有所下降。

(2) 投资环节

图表 37. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.44	-0.55	-0.71	-27.77	-44.16	-0.62
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	0.00	-7.95	-39.25	-38.17	-79.89	-12.92
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-26.94	0.00	0.00	19.02	-0.57
投资环节产生的现金流量净额	-0.44	-35.43	-39.96	-65.94	-105.03	-14.11

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。2017 年，公司向 PPP 项目²⁰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（简称“国新能源”）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增长 65.00%。2019 年公司加大对 PPP 项目的投资力度，同时继续投资国新能源和山西国际电力集团有限公司（简称“山西国际电力”）的债权融资项目，并新增对山西信托和国民信托的信托计划投资，当年投资活动现金净流出金额较上年增长 59.29%。考虑到公司承接的 PPP 项目及“五大中心”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 38. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	1.02	2.24	3.99	12.50	106.86	0.30
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	0.00	13.00	84.41	0.00
债务类净融资额	7.29	41.42	55.52	44.48	82.82	7.92
其中：现金利息支出	1.93	3.03	6.68	9.25	17.57	4.79
筹资环节产生的现金流量净额	8.31	43.66	59.51	56.98	189.68	8.22

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

²⁰ 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。

借款和发行债券融资。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，并且发行多期超短期融资券及开展永续类融资，当年筹资环节现金净流入量仍维持在较大规模。2019 年公司通过增加银行借款及发行多种多期债券，债务融资规模进一步增加，此外公司新增大规模永续类融资，当年筹资环节现金净流入金额较上年大幅增长。考虑到 2017 年以来公司承接了不少 PPP 项目，房地产业务规模持续扩张，且后续还将承担“五大中心”项目投资建设任务，资金需求大，未来公司筹资方面将继续承压。

2020 年第一季度，该公司营业收入现金率为 135.99%，较上年同期下降 21.96 个百分点，受新冠肺炎疫情影响工程回款较上年同期有所放缓。同期公司经营活动现金净流出 25.51 亿元，投资活动现金净流出 14.11 亿元，筹资活动现金净流入 8.22 亿元。

4. 资产质量

图表 39. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	287.09	372.08	437.31	544.87	723.18	709.28
	85.53%	86.09%	81.04%	75.61%	69.91%	68.54%
其中：货币资金（亿元）	25.77	45.24	78.77	88.60	197.59	155.70
应收款项（亿元）	183.29	200.98	194.24	186.58	168.94	170.06
预付款项（亿元）	11.60	9.94	21.45	34.17	38.53	41.64
其他应收款（亿元）	21.71	25.51	59.69	46.07	98.10	101.08
存货（亿元）	42.50	85.71	75.32	172.27	188.34	208.34
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	48.56	60.12	102.34	175.75	311.31	325.58
	14.47%	13.91%	18.96%	24.39%	30.09%	31.46%
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.17	2.24	2.33	12.57	70.44	70.54
长期应收款（亿元）	3.26	11.60	11.62	31.00	46.82	47.47
长期股权投资（亿元）	0.40	0.97	2.27	20.22	7.64	7.65
投资性房地产（亿元）	29.00	29.93	28.37	42.13	12.12	12.12
固定资产（亿元）	9.53	10.31	10.47	11.78	11.82	11.45
在建工程（亿元）	2.54	0.36	17.58	47.33	51.16	51.55
无形资产（亿元）	0.61	0.52	25.08	5.16	17.42	17.35
其他非流动资产（亿元）	-	-	-	-	87.04	100.09
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.78	23.68	11.04	58.03	35.75	25.27
受限资产账面余额/总资产（%）	1.13	5.48	2.05	8.05	3.46	2.44

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以较快速度增长，并且 2019 年末公司将部分原未并表 PPP 项目 SPV 公司纳入合并，使当年末资产总额较上年末大幅增长 43.56% 至 1,034.49 亿元。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。此外，随着并表范围增加及主业回款，2019年末公司货币资金余额增至197.59亿元，占总资产比重为19.10%，其中受限货币资金为22.50亿元，为票据保证金、保函保证金及大额存单等，受限资金占比不大。公司应收款项占总资产比重较高，随着应收款项清欠力度加强，近年来应收账款规模有所下降，2019年末占资产总额的比重由上年末的25.89%下降至16.33%。应收账款客户账期一般在1-2年，账龄在一年以内的为103.40亿元，占应收账款比重为61.20%。公司客户较为分散，前五名应收账款合计占比4.04%。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40.16亿元，占应收账款年末余额的22.73%。2019年末，公司预付款项较上年末增长12.75%，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大幅增长112.93%，主要是暂收暂付款较上年末增加50.12亿元所致。同期末，公司存货账面价值继续较上年末增长9.33%至188.34亿元，占资产总额比重为18.21%；存货中开发成本、开发产品、待开发土地、工程施工、原材料和库存商品分别占存货账面价值比例为39.63%、6.08%、13.03%、25.60%、9.02%和3.77%。当年末存货增长主要来自待开发土地较上年末增加13亿元，主要为原投资性房地产土地用途变为开发用土地转入所致。

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、在建工程、无形资产及其他非流动资产等构成。公司可供出售金融资产主要包括可供出售债务工具以及信托等其他投资。2019年，公司主要新增对国新能源债权投资7.50亿元、山西国际电力债权投资7.50亿元，以及对山西信托和国民信托的信托计划分别投资26.00亿元及15.00亿元，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460.28%。2019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51.02%，主要随着PPP项目进入运营期相关工程建设费用转至长期应收工程款导致应收长期工程款增加11.29亿元，以及应收款融资租赁款增加5.85亿元所致。2019年以来公司因取得控制权将大部分原未并表PPP项目的SPV公司纳入合并，使当年末长期股权投资账面价值较上年末下降62.22%。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陆续转入形成，投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2019年末，公司多个房地产及土地改变用途，不再属于投资性房地产，造成投资性房地产较上年末下降71.24%。公司固定资产主要为房屋建筑、施工机械和运输设备等，2019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，主要是由于部分PPP项目开工建设在建工程列报所致。2019年末，公司在建工程中已投入金额较大的项目主要包括运城市中心城区集中供热热电联产项目、赤峰市红山区经济开发区市政建设项目、寿阳项目、马龙陡坡梁子47.5MW风力发

电项目及怀仁陶瓷职业技术学院项目，账面价值分别为 14.28 亿元、7.78 亿元、5.86 亿元、3.27 亿元及 3.03 亿元。2019 年末，公司无形资产较上年末增加 12.27 亿元，主要系增加 44 宗划拨经营性土地所致。此外，主要因 2019 年末部分原未并表 PPP 项目 SPV 公司纳入合并，同时该些项目未来主要将形成金融资产，导致其他非流动资产增至 87.04 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 1,034.86 亿元，仍以流动资产为主。2020 年第一季度主要受新冠肺炎疫情影响，公司房产销售及工程回款放缓，当期末货币资金余额较上年末下降 21.20% 至 155.70 亿元，存货账面价值较上年增长 10.62% 至 208.34 亿元；其他非流动资产较上年末进一步增长 15.00% 至 100.09 亿元。除以上外，公司其余主要资产构成较上年末变化不大。

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产合计 25.27 亿元，其中 12.01 亿元为货币资金中的银行承兑汇票保证金等；12.89 亿元为用于抵押的存货；0.02 亿元为用于抵押的固定资产；0.35 亿元为用于质押的长期股权投资。受限资产合计占总资产比重较小，为 2.44%。

5. 流动性/短期因素

图表 40. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年 (末)	2016 年 (末)	2017 年 (末)	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 第一季度 (末)
流动比率（%）	119.27	134.20	136.61	120.82	138.68	138.99
速动比率（%）	96.79	99.70	106.38	75.04	95.17	90.01
现金比率（%）	11.54	17.17	25.62	21.02	38.78	31.40
应收账款周转速度（次）	1.87	1.73	1.87	2.54	3.56	—
存货周转速度（次）	8.15	4.71	4.08	3.48	3.12	—

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

主要受益于流动资产增加及债务期限结构改善，2019 年末该公司资产流动性较上年末有所提高，流动比率、速度比率及现金比率分别较上年末提升 17.86 个百分点、20.13 个百分点及 17.77 个百分点。近三年，公司应收账款周转速度逐年有所提升，但存货周转速度有所下降。总体来看，近年来存货规模增长，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。2020 年 3 月末，随着货币资金余额减少及存货规模增加，公司现金比率及速动比率较上年末分别下降 7.38 个百分点及 5.17 个百分点，但账面货币资金仍较为充裕，受限资金规模较小，资产流动性总体较上年末变化不大。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司已成立资金管理结算中心，对全集团资金进行集中管理。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。2019 年末，公

司本部货币资金余额为 76.45 亿元，占合并口径货币资金比重为 38.69%，其中受限货币资金余额为 2.52 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。2019 年末公司合并口径刚性债务为 341.67 亿元，其中含本部刚性债务 72.25 亿元，占比 21.15%。2019 年末，公司集团本部应收账款及其他应收款分别为 13.67 亿元和 51.95 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 0.51 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。2019 年公司本部实现营业收入 24.10 亿元，净利润 1.40 亿元。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该公司共获得各银行综合授信额度合计人民币 710.79 亿元，尚未使用的综合授信额度为 440.02 亿元；公司获得银行授信中贷款授信为 480.21 亿元，已使用 224.32 亿元。公司获得的银行授信中，大型国有金融机构授信占比较高。

图表 41. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用综合授信	未使用综合授信	其中：贷款授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	710.79	270.77	440.02	480.21	224.32	2.35%-9%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	194.59	97.84	96.75	194.59	97.84	3.69%-5.88%
工农中建交五大商业银行（亿元）	203.53	60.72	142.81	127.14	48.79	2.35%-9%
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.01	58.56	54.44	67.00	65.37	—

资料来源：根据山西建投所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

2. 政府支持

近年来山西省人民政府对该公司业务发展支持力度较大。在增强公司资本实力方面，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；2019 年，随着山西省人民政府同意公司将 44 宗划拨经营性土地以作价出资（入股）方式处置，作价出资土地价值及其评估增值合计 8.18 亿元转增资本，山西省国资委无偿划转建材工业设计院、四川天玖及上海荣大 100% 股权至公司补充国有资本 16.03 亿元，以及公司以资本公积、盈余公积和未分配利润转增资本

5.50亿元，2019年末公司实收资本增至50.00亿元，资本实力增强。在支持公司应收账款清欠方面，2018年9月山西省人民政府办公厅下发《关于加快清还政府拖欠省属国企债务的通知》，2019年6月山西省国资委牵头召开省属企业清还山西建投账款专题推进会议，在山西省人民政府和山西省国资委的支持下，2019年公司对省内应收账款清收效果较好，在业务规模扩大的同时实现应收账款金额下降，营业周期继续缩短。在山西省内重大建设项目方面，目前公司已经与山西转型综合改革示范区管理委员会签订《潇河产业园区核心区“五大中心”项目开发建设合作协议》，确定公司为该项目唯一建设运营主体，后续公司还将承担更多山西省内重大项目建设任务。

跟踪评级结论

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。正在进行的国企混改对公司造成的影响仍有待观察。跟踪期内，公司管理制度进一步完善，公司治理无重大变化。

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。近年来公司不断拓展省外业务，新签合同中省外业务占比逐年上升，并且在2019年实现海外业务新签合同超过100亿元。2017-2019年公司新签合同及年末在手合同增长较快，对中短期内收入实现形成一定保障。随着新签合同的执行，公司业务规模扩张较快，2017-2019年营业收入年复合增长率达到30.89%，同期综合毛利率保持相对较高水平，经营收益不断增长。2020年第一季度，公司施工进度、新签合同、房地产销售及款项回笼受到新冠肺炎疫情的一定影响，海外疫情的扩散导致海外业务新签订单大幅减少，海外业务履约风险仍需持续关注。未来随着PPP项目投资建设推进、房地产业务规模扩张以及“五大中心”项目投资建设启动，公司对资金需求较大。

2019年以来，该公司刚性债务快速增长，增长以中长期刚性债务为主，债务期限结构有所改善，但公司短期刚性债务规模已较大，即期债务偿付压力加大。主要受益于政府支持，2019年末公司资本实力增强。2017-2019年公司经营性现金流保持净流入状态，且净流入规模有所增长，2019年公司应收账款清欠效果较好，应收账款减少、周转加快，总体营业周期继续缩短，经营效率有所提高，但存货近年来逐年增长，对资金占用仍较多。不断增强的资本实力、持续增加的经营性现金净流入量，再加上账面较充裕的货币资金，可为公司债务偿付提供支撑。

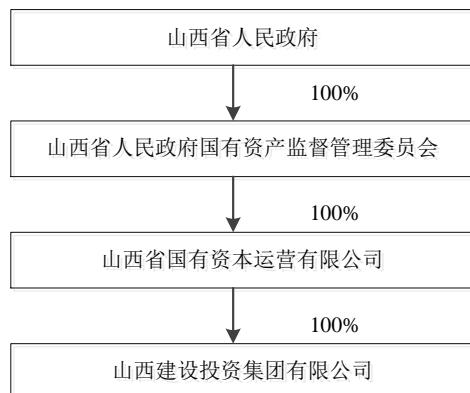
考虑到（1）该公司资本实力增强；（2）2017-2019年公司业务规模持续扩张，新签订单、营业收入及净利润均实现较快增长，目前在手订单较为充足；（3）同期公司经营活动现金净流入规模有所增长，主业应收款项回笼有所改善，尤其是2019年公司对省内应收账款清收效果较好，应收账款减少、

周转加快，营业周期继续缩短，经营效率有所提高；（4）公司在重大项目承接方面获得政府较大力度支持等有利因素，本评级机构决定将公司主体信用等级由 AA⁺级调整为 AAA 级，评级展望为稳定；将本期债券信用等级由 AA⁺级调整为 AAA 级。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司建筑施工业务新签约、合同完成及工程款回笼情况；（2）公司施工安全、质量的控制情况；（3）重点房地产项目开发及销售资金回笼情况；（4）房地产市场景气度变化对公司资产和盈利的影响；（5）公司承接的市政、保障房、PPP 项目所在地政府财政收入及财政承受能力状况；（6）已开工 PPP 项目获得外部融资情况；（7）国企混改进展及对公司的影响；（8）海外新冠肺炎疫情扩散对公司海外业务开展的影响。

附录一：

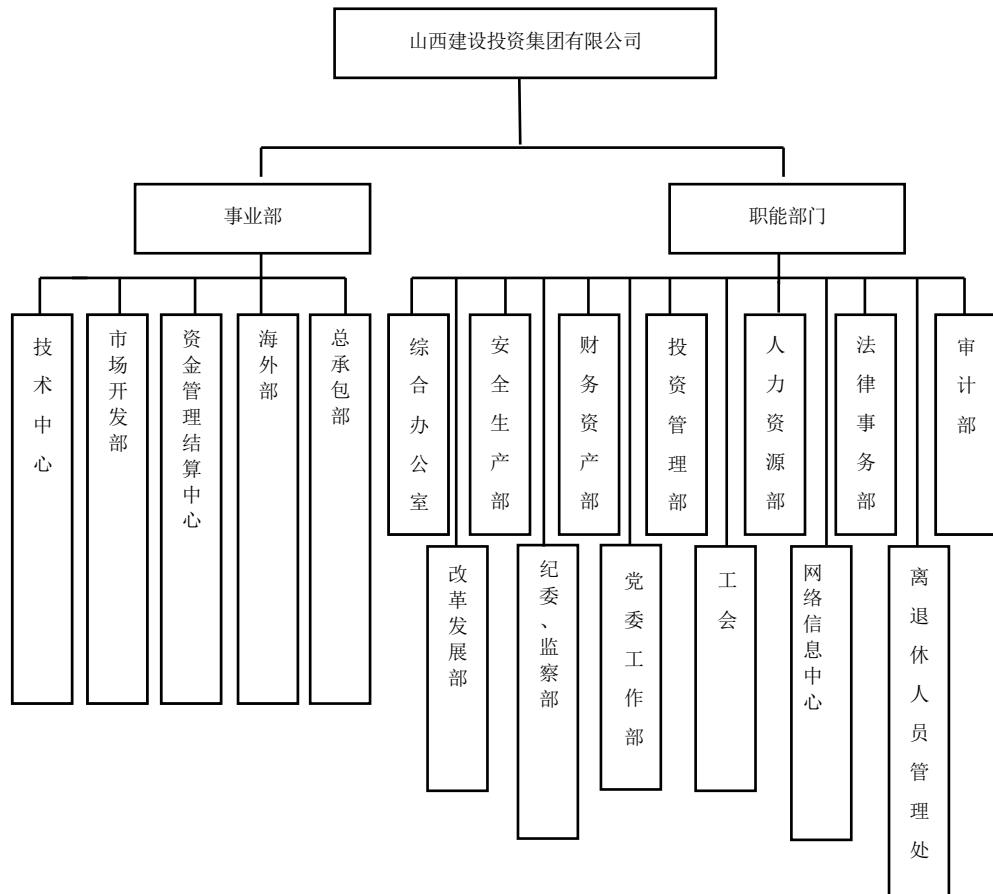
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 年 3 月末）。

附录三：
截至 2020 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(年)	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						
晋中市东、南外环快速化改造 PPP 项目工程	市级	山西建筑工程集团晋中公路工程有限公司	是	80%	21	2016.5	2016.4	26.31	19.65	6.00%	1.00	4.00	0.00	4.00	21	26.31	24.89	6.48	政府付费
晋中市龙城大街东延 PPP 项目工程	市级	山西建工晋龙公路工程有限公司	是	90%	21	2017.10	2017.4	9.40	4.88	5.98%	0.19	1.69	0.00	1.69	21	9.40	13.96	1.26	政府付费
国道 G342 晋城市过境段改线工程	市级	晋城晋建国道改线工程有限公司	是	28%	17	2018.10	2018.10	31.17	20.54	6.10%	1.25	1.72	3.27	1.72	17	1.72	1.72	0.00	政府付费
运城市中心城区热电联产集中供热（二期）PPP 项目	市级	运城晋建热电有限公司	是	85%	29 年 9 个月	2017.3	2017.3	15.21	11.20	5.99%	0.46	2.59	0.00	3.04	建设期 1 年 + 运营期 28 年 9 个月	14.75	13.79	1.86	使用者付费 + 可行性缺口补助
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	是	80%	25	2018.9	2019.1	8.00	4.95	6.60%	0.32	1.28	0.00	1.28	25	7.68	1.28	0.00	政府付费
朔州迎宾大道（含高铁站前广场）工程	市级	山西建投迎宾大道工程项目管理有限公司	是	80%	25	2018.3	2018.8	15.21	10.30	6.80%	0.61	2.44	0.00	2.28	25	14.60	3.87	0.00	政府付费
平遥古城基础设施提升改造项目	县级	山西建投古城改造项目管理有限公司	是	75%	23	2019.9	2020.1	13.90	10.25	7.50%	0.42	2.09	0.28	0.63	23	13.21	0.83	0.00	第三者使用付费、政府补助
霍州市全民健身中心建设 PPP 项目	市级	山西建投晋霍工程项目管理有限公司	是	90%	15	2018.9	2018.7	3.34	1.68	6.40%	0.07	0.60	0.00	0.38	2+13	3.27	1.58	0.00	可行性缺口补助
汾西县 2017 年、2018 年“四好农村公路”和佃坪—姑射山旅游公路 PPP 项目	县级	山西拓畅公路工程有限责任公司	是	75%	16.5	2018.11	2018.8	2.95	2.41	7.20%	0.11	0.34	0.00	0.22	16.5	2.84	1.47	0.00	可行性缺口补助
长子县“四好农村路”改	县级	山西拓嘉公路工程有	是	65%	15	2018.9	2018.11	1.73	1.42	5.91%	0.10	0.23	0.02	0.14	15	1.61	1.14	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(年)	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						
造工程 PPP 项目		限责任公司																	
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	是	80%	10	2018.1	2018.3	1.58	1.20	6.50%	0.06	0.25	0.00	0.25	10	1.52	0.65	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	是	51%	16	2018.5	2018.7	1.14	1.01	5.88%	0.10	0.12	0.01	0.12	16	1.03	1.08	0.00	政府付费
清徐县 2018 年度“四好农村路”改建工程 PPP 项目	县级	山西拓途公路工程有限责任公司	是	70%	16	2018.9	2019.3	3.07	2.64	5.92%	0.18	0.43	0.00	0.43	16	2.89	2.41	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、照明工程 PPP 项目	市级	孟县双祥建设投资有限公司	是	90%	12	2017.12	2019.4	4.43	3.09	6.37%	0.09	0.81	0.00	0.81	1.5+10.5	4.34	2.27	0.00	政府付费
汾西县汾西中学、汾西大医院 PPP 项目	市级	山西鑫汾泰工程项目管理有限公司	是	90%	20	2018.2	中学 2018.4.1 医院 2018.4.1	6.10	4.51	6.10%	0.12	1.10	0.00	0.85	2+18	5.97	3.04	0.00	可行性缺口补助
沁县松村至迎春公路（太焦高铁连接线）新建 PPP 项目	市级	沁县大通交通发展有限公司	是	90%	22	2018.6		6.54	5.29	6.48%	0.14	1.22	0.00	0.59	2+20	6.41	2.74	0.00	政府付费
山西省忻州市五台山风景名胜区道路工程 PPP 项目	市级	忻州市五台山风景名胜区国信城市建设管理有限公司	否	15%	15	2018.6	2018.6	1.72	1.34	6.00%	0.22	0.05	0.07	0.05	2+20	1.49	0.05	0.00	政府付费
潞城市 2017 年交通 PPP 项目	市级	潞城市三杰建设管理有限公司	是	46%	15	2017.1	2018.3	2.04	1.67	6.65%	0.05	0.21	0.20	0.21	1+14	1.79	1.85	0.00	政府付费 政府方不参与分红
蒲县昌平东街棚户区改造及周边配套基础设施建设工程 PPP 项目	县级	蒲县诚泰建设项目管理有限公司	是	85%	15	2017.12	2018.3	4.17	2.77	6.68%	0.13	0.71	0.00	0.71	2.5+12.5	4.04	2.05	0.00	可行性缺口补助 政府方不参与分红
沁县 2017-2020 年“四好农村路”建设工程 PPP 项	县级	山西通达和公路建设管理有限责任公司	是	98%	25	2018.9	2017.7	12.68	9.81	5.85%	0.05	2.48	0.00	0.15	4+21	12.63	0.15	0.00	政府付费 政府方不参

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(年)	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						
蒲县昌平东街保障性住房及周边配套基础设施建设 PPP 项目	县级	蒲县宏泰建设项目管理有限公司	是	90%	18	2018.8	2019.5	6.53	4.34	7.07%	0.13	1.17	0.00	1.09	2.5+15.5	6.40	2.96	0.00	与分红
永济市体育中心一场三馆建设工程 PPP 项目	市级	山西华舜和体育中心项目管理有限公司	是	80%	22	2018.10	2018.10	6.76	5.03	6.78%	0.27	1.08	0.00	0.90	2+20	6.49	4.90	0.00	可行性缺口补助 政府方不参与分红
河曲县贫困村整体提升工程 PPP 项目	县级	河曲县城泰建设管理有限公司	是	80%	22	2018.9	2018.5	7.46	6.23	7.67%	0.30	1.19	0.00	1.18	2+20	7.16	3.94	0.00	可行性缺口补助 政府方不参与分红
大同市市本级城市棚户区改造及配套基础设施建设 PPP 项目	市级	大同市城镇建设有限责任公司	否	9%	10	2018.8	2019.10	49.09	13.10	6.01%	19.14	0.50	0.00	0.50	2+8	29.95	0.50	0.00	可行性缺口补助 股权分配
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	否	39%	32	2016.6	2017.4	4.75	3.24	5.35%	0.19	0.48	0.46	0.41	2+30	4.26	2.99	0.00	可行性缺口补助
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%	18	2016.1	2017.9	5.80	3.73	5.38%	0.12	1.03	0.01	0.49	3+15	5.67	0.49	0.00	可行性缺口补助
漳源大道北延及工业园区路网建设工程项目	县级	榆社县嘉业城市建设有限公司	是	80%	15	2017.5	2017.5	2.38	1.83	5.98%	0.08	0.39	0.00	0.39	2+13	2.30	2.24	0.00	政府付费
定襄六院一馆项目	县级	定襄县定盛嘉业城市建设有限公司	是	90%	15	2017.8	2018.8	3.34	2.56	5.71%	0.07	0.60	0.00	0.60	2+13	3.27	0.60	0.00	可行性缺口补助
临猗县城街道改造、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	是	90%	15	2017.9	2017.1	1.63	1.18	6.54%	0.03	0.29	0.00	0.29	1+14	1.60	0.29	0.00	政府付费
怀仁县陶瓷职业技术学院项目	市级	怀仁县兴怀嘉业城市建设有限公司	是	80%	25	2017.11	2018.4	7.55	4.66	6.39%	0.30	1.21	0.00	1.21	3+22	7.25	4.59	0.00	政府付费
二连浩特市中小企业创业园建设项目	市级	二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	是	90%	15	2017.12	2018.5	2.80	2.20	6.90%	0.06	0.50	0.00	0.50	2+13	2.74	1.87	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(年)	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						
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	是	90%	16年5个月	2018.6	2018.1	5.89	5.27	7.00%	0.12	1.06	0.00	1.06	1年5个月+15	5.77	1.06	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	是	85%	18	2018.6	2018.7	3.66	3.12	7.35%	0.11	0.72	0.00	0.70	2+16	3.55	3.11	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	是	80%	22	2018.7	2019.3	4.12	2.60	7.00%	0.14	0.58	0.00	0.29	2+20	3.98	2.18	0.00	可行性缺口补助
山西农谷园区及配套设施建设工程PPP项目	县级	山西财惠农谷配套设施建设有限公司	否	4%	11	2018.8	2018.8	2.20	1.00	9.77%	0.11	0.02	0.32	0.02	1+10	1.77	1.52	0.00	可行性缺口补助
平遥古城生态旅游文化产业园旅游大道(立交桥)工程PPP项目	县级	平遥县嘉业城市建设管理有限公司	是	85%	17	2018.11	2019.9	5.80	4.17	7.20%	0.17	0.99	0.00	0.50	2+15	5.63	1.80	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	是	85%	20	2018.1	2018.11	4.20	2.21	6.49%	0.13	0.71	0.00	0.47	2+18	4.08	2.77	0.00	可行性缺口补助
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%	15	2018.8	2019.8	11.45	5.04	6.60%	0.46	1.83	0.00	1.01	第一部分工程0+15年 第二部分工程2+13年 第三部分工程1+14年	10.99	4.24	0.00	政府付费
潞城市热电联产热力网扩建工程PPP项目	县级	潞城市兴潞城市建设有限公司	是	80%	16	2018.9	2017.8	1.31	0.92	8.20%	0.05	0.21	0.00	0.21	1+15	1.25	0.98	0.00	政府付费
代县生态文化旅游园区基础设施建设PPP项目	县级	代县兴代嘉业城市建设有限公司	否	80%	17	2018.12	尚未开工	4.34	3.16	7.05%	0.17	0.69	0.00	0.00	2+15	4.17	0.00	0.00	政府付费
阿尔山市全民健身活动中心项目	县级	阿尔山市晋强城市建设有限公司	否	70%	15	2017.1	尚未开工	0.84	0.43	6.22%	0.05	0.11	0.00	0.00	2+13	0.79	0.00	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(年)	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						
阿尔山市地下综合管廊、丰产沟市政道路及配套管网工程项目	县级	阿尔山市兴阿嘉业城市建设有限公司	否	80%	15	2017.8	尚未开工	3.31	2.56	6.54%	0.13	0.51	0.00	0.00	2+13	3.18	0.00	0.00	政府付费
山西省寿阳县人民医院、社会综合福利中心、汽车客运中心、城市公交站基础设施建设 PPP 项目	县级	寿阳县五兴建设投资有限公司	是	83%	20	2016.8	2016.7	6.17	4.25	7.00%	0.26	1.28	0.00	1.28	3+17	5.91	5.85	0.00	政府付费
岢岚县古城文化旅游建设项目	县级	岢岚县岚舟文化旅游建设投资有限公司	是	80%	25	2018.5	2018.6	2.65	1.74	8.06%	0.11	0.42	0.00	0.36	2+23	2.54	1.90	0.00	缺口性补助
新建山西徐特立高级职业中学(文水县职教中心)建设 PPP 项目	县级	文水县五文建设投资有限公司	是	90%	17	2017.11	2018.3	2.95	2.30	7.50%	0.06	0.53	0.00	0.31	2.5+14.5	2.89	1.41	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	是	80%	25	2018.7	2018.8	6.78	4.90	6.65%	0.27	1.08	0.00	0.55	2+23	6.50	3.80	0.00	政府付费
定襄县教育基础设施建设 PPP 项目	县级	定襄五育建设投资有限公司	是	90%	15	2018.9	2018.9	1.66	1.44	7.00%	0.03	0.30	0.00	0.05	3+12	1.63	0.40	0.00	政府付费
四子王旗乌兰花水资源利用提升工程 PPP 项目	县级	四子王旗五方源建设投资有限公司	是	90%	30	2018.12	尚未开工	4.95	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	暂未定
翼城县翔翼大街、新华路(红旗街—解放街)市政基础设施 PPP 项目	县级	翼城县五翔建设投资有限公司	是	90%	20	2018.8	尚未开工	2.27	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	暂未定
岢岚县农村公路网及贫困地区道路工程 PPP 项目	县级	岢岚县四好农村路建设投资有限公司	是	80%	20	2018.6	2018.6	2.00	1.46	6.20%	0.08	0.32	0.00	0.32	20	1.92	1.35	0.00	政府方不参与项目公司利润分配
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	100%	11	2016.9	2017.8	9.81	7.37	6.39%	0.00	2.50	0.00	2.50	1+10	9.06	8.36	0.00	政府付费
太谷县农谷园区道路及桥梁建设工程 PPP 项目	县级	山西农谷建设发展有限公司	是	80%	22	2017.12	2017.12	13.05	7.08	6.64%	0.79	3.14	0.00	3.05	2+20	11.55	5.07	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	80%	21	2018.5	2018.5	9.15	4.60	6.98%	0.37	1.46	0.00	1.46	1+20	8.71	4.22	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(年)	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						
阳曲县三馆一院项目	县级	阳曲县建发置业有限公司	是	95%	15	2018.5	2018.8	2.33	1.92	6.15%	0.03	0.66	0.00	0.66	2年+13年	2.25	0.70	0.00	政府付费
娄烦农村基础设施建设PPP项目	县级	娄烦县建发基础实施投资有限公司	是	51%	20	2018.8	2018.12	4.64	3.83	6.06%	0.46	0.48	0.00	0.48	1年+19年	4.17	3.49	0.00	可行性缺口补助
柳林县2018年“四好农村路”PPP项目	县级	柳林县四好公路建设管理有限公司	是	90%	12	2018.8	2018.1	2.69	1.88	6.87%	0.08	0.73	0.00	0.73	2+10	2.57	1.23	0.00	可行性缺口补助
运城市姚暹渠(苦池闸—运三高速)综合治理PPP项目	市级	运城市姚暹渠空港段工程项目管理有限公司	是	95%	20	2017.3	2017.1	1.34	1.18	5.05%	0.02	0.32	0.00	0.32	2+18	1.33	0.32	0.00	政府付费
祁县城区中轴线市政道路及配套基础设施工程PPP项目	县级	祁县广惠市政建设工程有限公司	是	90%	17	2017.3	2017.7	8.34	6.55	6.14%	0.17	1.50	0.00	1.50	2+15	8.17	5.20	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	是	90%	10	2018.8	2019.9	0.41	0.29	5.53%	0.01	0.07	0.00	0.07	1+9	0.40	0.31	0.00	可行性缺口补助
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	是	90%	20	2018.4	2018.10	2.08	1.69	6.50%	0.04	0.40	0.00	0.40	2+18	2.03	2.09	0.00	可行性缺口补助
G208国道祁县程家庄村至乔家堡村段两侧基础设施建设工程PPP项目	县级	祁县广济建设管理有限公司	是	90%	17	2017.3	2017.7	4.93	3.20	6.02%	0.11	1.02	0.00	1.02	17	4.82	1.02	0.00	政府付费
交城山旅游大通道(祁防线改线)工程PPP项目	县级	交城广途项目管理有限公司	是	80%	17	2017.12	尚未开工	7.11	0.00	6.48%	0.28	1.14	0.00	0.01	2+15	6.83	0.01	0.00	政府付费
运城市鸭子池水生态综合提升工程	市级	运城市鸭子池水生态项目管理有限公司	否	90%	20	2020.1.7	2020.5	3.44	2.45	5.98%	0.03	0.62	0.03	0.24	2+18	3.37	0.24	0.00	政府付费
运城市姚暹渠(运三高速-禹西路段)综合治理工程PPP项目	市级	运城市姚暹渠禹都段项目管理有限公司	是	90%	20	2019.6	2020.4	4.99	2.07	7.49%	0.05	0.90	0.05	0.46	20	4.89	0.46	0.00	政府付费
晋城市人民医院易址扩建项目	市级	晋城国投医院项目管理有限公司	否	7%	3	2019.8	2019.7.1	17.55	13.15	6.27%	1.44	0.25	1.91	0.13	3+25	14.20	0.13	0.00	运营收入+可行性缺口补助按出资比例分配(政

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(年)	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						
																		府出资代表不分配)	
高平市“五路一河”工程PPP项目	市级	高平市山安五路一河建设发展有限公司	是	95%	16	2017.12	2017.8	2.09	1.50	6.21%	0.02	0.40	0.00	0.40	1+15	0.40	0.60	0.02	政府付费
陵川县望川街、棋山南路、黄围东街延伸工程PPP项目	县级	陵川山安建设发展有限公司	是	90%	16	2017.12	2018.1	2.74	2.11	6.23%	0.05	0.49	0.00	0.49	1+15	0.49	0.50	0.12	政府付费
壶关县两路三街拓宽改造工程PPP项目	县级	壶关县山安两路三街建设发展有限公司	是	90%	17	2018.3	2018.3	3.05	2.37	6.90%	0.06	0.55	0.00	0.45	2+15	0.55	0.45	0.00	可行性缺口补助
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%	12	2018.6	2018.6	5.07	4.65	6.81%	0.10	0.91	0.00	0.36	2+10	0.91	0.36	0.00	使用者付费、政府可行性缺口补助
新绛县汾河城区段综合治理工程PPP项目	县级	新绛县山安水利管理有限公司	是	60%	20	2018.7	2019.4	5.68	4.73	6.47%	0.11	1.02	0.00	0.45	3+17	1.02	0.45	0.00	政府付费
介休市小水网配套工程PPP项目	市级	介休山安水利建设发展有限公司	是	75%	20	2019.2	2018.3	5.50	4.12	6.72%	0.12	1.06	0.00	0.36	3+17	5.26	2.06	0.00	政府可行性缺口补助、使用者付费
沁水县游泳馆、梅杏剧院PPP项目	县级	沁水山安文体建设发展有限公司	是	95%	20	2018.12	2019.5	3.37	2.64	7.04%	0.03	0.64	0.00	0.52	3+17	0.64	0.52	0.00	政府付费
晋中市昔阳县昔阳经济技术开发区地下综合管廊工程PPP项目	县级	昔阳山安综合管廊建设发展有限公司	是	90%	20	2018.12	2019.6	6.73	5.60	7.12%	0.14	1.23	0.00	0.58	1+19	6.59	3.13	0.00	使用者付费、政府可行性缺口补助
柳林县热电联产城区集中供热管网PPP项目	县级	柳林山安蓝天热力有限公司	是	100%	30	2019.1	2019.3	3.53	3.12	11.11%	0.00	0.73	0.00	0.73	1+29	3.53	3.49	0.00	政府可行性缺口补贴,使用者付费

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	2019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	72.25	160.52	24.10	1.40	17.94
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	9.52	13.16	42.80	0.69	1.21
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	12.04	11.85	63.62	1.09	6.53
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	11.18	14.84	65.74	0.67	-4.76
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	15.53	11.40	44.76	1.01	6.29
山西省工业设备安装集团有限公司	工业设备安装公司	子公司	51.00	房屋建筑工程	37.64	16.94	102.58	4.16	7.56
山西园区建设发展集团有限公司	山西建发	子公司	58.74	房屋建筑工程	96.80	74.28	129.39	4.02	4.30

注：根据山西建投 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	539.65	720.62	1,034.49	1,034.86
货币资金 [亿元]	78.77	88.60	197.59	155.70
刚性债务[亿元]	152.85	227.78	341.67	347.75
所有者权益 [亿元]	111.41	146.99	288.28	288.21
营业收入[亿元]	368.88	483.96	631.99	104.28
净利润 [亿元]	7.00	12.44	14.32	1.40
EBITDA[亿元]	15.88	25.74	32.83	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.12	10.74	18.37	-25.51
投资性现金净流入量[亿元]	-39.96	-65.94	-105.03	-14.11
资产负债率[%]	79.35	79.60	72.13	72.15
资产负债率*[%]	79.35	81.41	81.55	81.56
权益资本与刚性债务比率[%]	72.89	64.53	84.37	82.88
流动比率[%]	136.61	120.82	138.68	138.99
现金比率[%]	25.62	21.02	38.78	31.40
利息保障倍数[倍]	2.04	2.02	1.69	—
担保比率[%]	5.01	8.77	4.59	4.65
营业周期[天]	285.05	248.55	219.48	—
毛利率[%]	10.99	11.03	10.86	7.85
营业利润率[%]	2.47	2.95	2.74	1.48
总资产报酬率[%]	2.72	3.43	3.16	—
净资产收益率[%]	7.00	9.63	6.58	—
净资产收益率*[%]	7.12	8.97	5.82	—
营业收入现金率[%]	97.05	89.56	102.80	135.99
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.39	2.78	3.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.73	-11.02	-13.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.45	2.41	2.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.14	0.12	—

注：表中数据依据山西建投经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。