

山西建设投资集团有限公司

及其发行的公开发行债券

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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2022)100667】

评级对象：山西建设投资集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
19 山西建投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 17 日
19 晋建 Y2	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 7 月 9 日
19 晋建 Y4	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 10 月 31 日
21 山西建投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日
21 晋建 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日
21 山西建投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 15 日
21 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2021 年 9 月 15 日
22 山西建投债 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	-	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 1 日
20 晋建专项债 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日
20 晋建专项债 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 10 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	76.45	83.08	93.97	61.44
刚性债务	72.25	114.59	187.80	200.27
所有者权益	160.52	154.26	211.51	218.11
经营性现金净流入量	17.94	17.42	7.63	-39.61
合并口径数据及指标：				
总资产	1,034.49	1,375.04	1,501.23	1,568.45
总负债	746.21	1,001.41	1,046.68	1,111.72
刚性债务	341.67	465.49	511.98	545.98
所有者权益	288.28	373.63	454.55	456.72
营业收入	631.99	812.19	1,172.54	200.84
净利润	14.32	19.44	26.65	2.35
经营性现金净流入量	18.37	18.58	25.71	-39.96
EBITDA	32.83	44.04	55.30	—
资产负债率[%]	72.13	72.83	69.72	70.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	84.37	80.27	88.78	83.65
流动比率[%]	138.68	125.13	115.47	111.78
现金比率[%]	38.78	30.83	31.37	23.30
利息保障倍数[倍]	1.69	1.54	1.63	—
净资产收益率[%]	6.58	5.87	6.44	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	3.78	2.13	2.51	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-13.13	-9.66	-9.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.00	1.80	1.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.11	—

注：根据山西建投经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘睿杰 lrj@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@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（简称本评级机构）对山西建设投资集团公司（简称山西建投、发行人、该公司或公司）及其发行的 19 山西建投 MTN002、19 晋建 Y2、19 晋建 Y4、21 山西建投 MTN001、21 晋建 01、21 山西建投 MTN002、21 晋建 02、22 山西建投债 01、20 晋建专项债 01 及 20 晋建专项债 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来山西建投在业务规模、应收款项回笼及资本实力等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在刚性债务偿付、PPP 项目投资风险、房地产去库存及资金平衡等方面继续面临压力。

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。
- **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，近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。公司在重大项目承接方面获得政府较大力度支持。
- **应收款项回笼稳定。**在山西省人民政府和山西省国资委的支持下，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保持增长，主业应收款项回笼稳定，应收账款周转加快，营业周期继续缩短，经营效率有所提升。
- **资本实力较强。**近年来山西省人民政府对该公

司业务发展支持力度较大，公司资本实力持续增强。

主要风险：

- **建筑行业竞争激烈。**我国建筑行业竞争激烈且不断加剧，山西建投所处的基础设施建设及房屋建设市场竞争较为激烈。
- **刚性债务偿付压力大。**近年来山西建投刚性债务规模快速攀升，其中短期刚性债务规模逐年增长，公司面临的即期偿债压力增加。此外，公司 2022 年集中到期债券较多，公司债务集中偿付压力或将进一步增加。
- **房地产去库存及资金平衡压力。**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开发投入的资金平衡压力。
- **PPP 项目投资风险。**山西建投 PPP 等投资项目周期长，部分项目未来回报率存在不确定性，总投资规模较大，公司投融资压力、项目管控运营及回款风险值得关注。

➤ 未来展望

通过对山西建投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山西建设投资集团有限公司

及其发行的公开发行债券

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 2019 年度第二期中期票据、公开发行可续期公司债券（第一期）（品种二）、公开发行可续期公司债券（第二期）（品种二）、2021 年度第一期中期票据、面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、第二期中期票据、面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）、2022 年第一期公司债券、2020 年政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）、政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第二期）（分别简称 19 山西建投 MTN002、19 晋建 Y2、19 晋建 Y4、21 山西建投 MTN001、21 晋建 01、21 山西建投 MTN002、21 晋建 02、22 山西建投债 01、20 晋建专项债 01 和 20 晋建专项债 02）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

截至 2022 年 5 月 25 日，该公司合并口径下尚有本金合计 133.00 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司合并口径下存续债券概况如图表 2 所示。公司存续债券中，19 山西建投 MTN002、19 晋建 Y2、22 山西建投 SCP001、22 山西建投 SCP002、19 晋建发、19 山西建投 MTN001 将于半年内到期（或行权），余额合计 37.50 亿元。

图表 1. 截至 2022 年 5 月 25 日公司合并口径下存续债券概况

债项名称	当前余额（亿元）	发行期限（年）	票面利率（当期）（%）	发行日期	到期日期
20 晋建专项债 02	9.00	10（5+5）	4.70	2020-06-24	2030-06-29
20 晋建专项债 01	9.00	10（5+5）	4.80	2020-04-24	2030-04-29
22 山西建投债 01	5.00	5（3+2）	3.76	2022-01-25	2027-01-27
21 晋建 02	5.00	3	4.40	2021-09-22	2024-09-24
21 山西建投 MTN002	5.00	2（2+N）	5.79	2021-12-21	2023-12-23
21 山西建投 MTN006	13.00	2（2+N）	5.79	2021-12-20	2023-12-21
21 山西建投 MTN004	10.00	2（2+N）	5.79	2021-12-08	2023-12-10
21 山西建投 MTN003	5.00	2（2+N）	5.80	2021-11-24	2023-11-26
21 晋建 01	5.00	3（2+1）	4.10	2021-07-05	2024-07-07

债项名称	当前余额(亿元)	发行期限(年)	票面利率(当期)(%)	发行日期	到期日期
21 山西建投 MTN001	5.00	3 (2+1)	4.30	2021-01-20	2024-01-22
19 晋建 Y4	24.50	3 (3+N)	5.30	2019-11-26	2022-11-28
22 山西建投 SCP002	5.00	0.49	2.50	2022-04-26	2022-10-24
22 山西建投 SCP001	10.00	0.49	2.50	2022-04-21	2022-10-19
19 晋建发	7.00	5 (3+2)	5.98	2019-08-07	2024-08-07
19 晋建 Y2	5.50	3 (3+N)	4.99	2019-08-01	2022-08-05
19 山西建投 MTN001	5.00	3	5.99	2019-07-29	2022-07-29
19 山西建投 MTN002	5.00	3	4.85	2019-06-24	2022-06-26
合计	133.00	-	-	-	-

资料来源：山西建投

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步

加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

A. 建筑施工行业

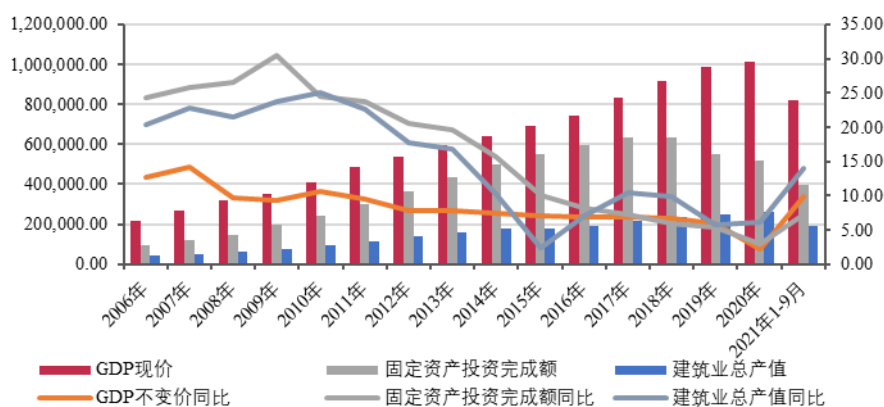
建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。

建筑施工行业进入壁垒低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。目前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，行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范，以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下，大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在获取工程承揽方具有竞争优势。

a. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济环境变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来我国宏观经济下行，固定资产投资增速放缓，叠加“新冠”肺炎疫情冲击，建筑施工业总产值增速亦不断承压。2020年，我国国内生产总值现价总量为101.36万亿元，不变价下同比增速为2.2%，增速较上年下降3.80个百分点；固定资产投资完成额为51.89万亿元，同比增长2.90%，增速较上年下降2.50个百分点。同年，建筑业总产值为26.39万亿元，同比增长6.20%，增速较上年略有上升。2021年前三季度疫情影响程度相对减弱，同期我国固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为39.78万亿元和19.13万亿元，同比增速分别为7.30%和13.91%，其中建筑业总产值绝对值处于近年来的历史高位。但需关注到，2021年前三季度建筑业总产值增长主要来自存量房地产项目建筑投资加速，未来随着在建项目的较集中竣工交付，建筑业或将承压明显。

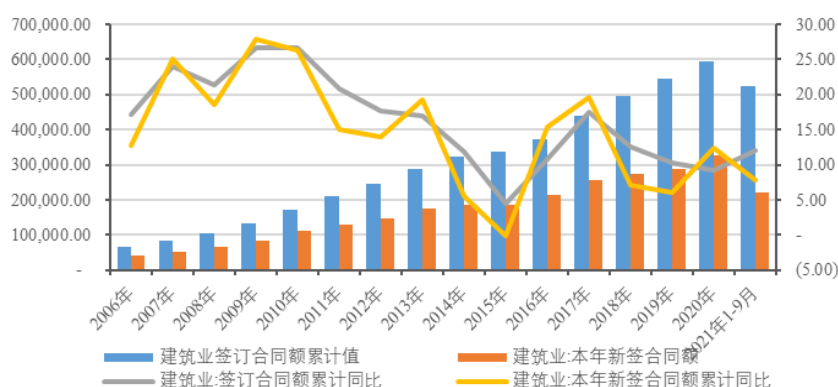
图表 2. 我国 GDP、固定资产投资及建筑业总产值变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

新签合同为建筑行业产值形成的基础，新签合同额变化趋势与产值走势趋同，但其对市场环境变化更加敏感，短周期内的波动趋势和变化幅度更加明显。2018~2020年，建筑业新签合同额保持增长，分别为27.29万亿元、28.92万亿元和32.52万亿元，同比增速为7.14%、6.00%和12.43%，短期内增速波动回升。2021年前三季度，行业新签合同额为21.94万亿元，同比增长7.80%，增速较上年同期下降0.96个百分点。

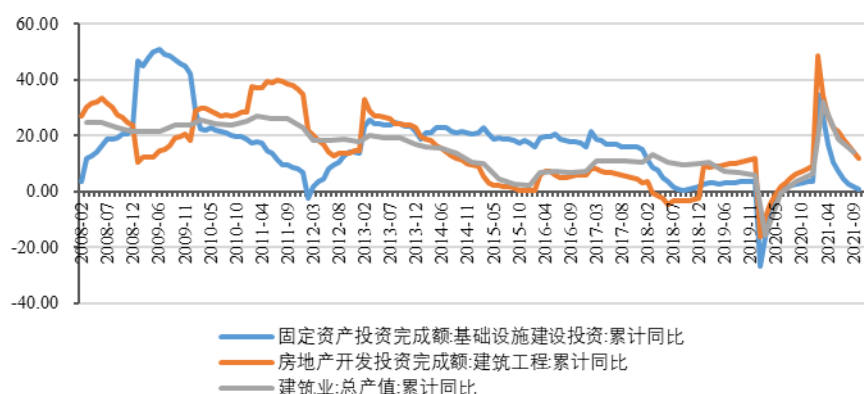
图表 3. 建筑施工行业合同额和新签合同变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设两大领域。基建投资被普遍认为是经济稳增长的重要抓手，但在严控地方政府隐性债务风险、提高投资效率的大背景下，2020 年以来基建投资增速持续低迷。2021 年为“十四五”开局之年，中央政治局会议强调在年底明年初形成实物工作量，第四季度专项债发行提速和明年专项债额度部分提前下达等多因素的推动下，基建投资仍将保持一定的韧性，但投资增速或将受限于地方债务风险继续维持低位。总体来看，前三季度基础设施建设投资额增速较上年同期有所下滑，房地产行业销售端承压下土地购置意愿不足，建筑施工行业处于下行周期。以下将分为房屋建筑施工业、交通基础设施施工业、市政工程施工工业、海外工程施工工业等细分子行业对其市场前景进行分析。

图表 4. 建筑施工行业主要下游行业投资完成额增速变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

房屋建筑施工业

2011-2020 年，我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.14 万亿元，其中建安部分投资完成额从 4.45 万亿元增至 8.78 万亿元，建安投资占比受土地购置费用增长影响从 72.00% 下降到 62.04%。2021 年前三季度，我国房地产市场投资仍保持增长态势，但增速逐月收窄，当期完成投资额 11.26 万亿元，同比增长 8.78%，其中建安部分完成投资 8.49 万亿元，同比增长 12.53%。同期，全国房屋新开工面积同比下降 4.49% 至 15.29 亿平方米，其中住宅新开工面积同比下降 3.24% 至 11.34 亿平方米。房地产行业投资多体现为存量项目的持续投入，对新项目投资开发热度明显下滑。

2021 年以来我国房地产政策延续“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强调对资金流向的监管，并不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。在拿地环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%，控制房企扩张速度，控制地价过热。在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度。在销售环节，除已运行较为成熟的限购、限售手段外，还重申加强对预售资金的管理，同时贷款集中度限制还包括金融机构对个人住房贷款放款比例的限制。针对部分房企信用风险暴露现象，9 月起政府相关部门陆续发声强调维稳房地产行业，并强调防控金融风险，政策面有所松动，但政策宽松幅度有限。

2021 年前三季度，我国商品房销售面积为 13.03 亿平方米，同比增长 11.33%，同期商品房销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.6%，房地产市场仍呈持续上扬趋势，但涨幅持续回落。从土地市场表现来看，由于资金端供应收紧，且销售端去化压力加大，2021 年房企拿地更为谨慎，土地市场流拍情况明显增多，土地溢价率收窄。2021 年前三季度 22 个参与集中供地的试点城市合计推出住宅用地 6,285.98 万平方米，同比增长 15.65%；累计成交面积 4,839.90 万平方米，同比减少 6.08%；成交出让金合计 0.86 万亿元，平均成交溢价率约为 12.14%，同比下降 4.87 个百分点。

在融资政策收紧、销售回款承压的背景下，房地产开发商一方面加大建筑工程投资以加快销售回款，另一方面放缓土地购置支出，拿地意愿疲弱。在房地产行业长效调控机制下，叠加部分高周转民营房企逐步退出增量市场，房地产行业整体投资效率或将下降，中长期内房建施工行业下行压力将持续加大。

交通基础设施施工业

2018-2019 年，我国交通基础设施投资增速明显下降，全年投资增速分别为 0.7% 和 3.1%。2020 年，我国完成交通固定资产投资（含铁路、公路、水路及其他）3.48 万亿元，同比增长 7.1%，增速为 2018 年以来的最高水平，投资加速主要系基建补短板下高速公路建设投资拉动增长 6.1 个百分点。2021 年前三季度，全国完成交通固定资产投资 2.49 万亿元，同比增长 2.26%，增速较上

年同期下降 7.54 个百分点。

公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，在 2020 年全社会各类运输方式中的营业性客运量和货运量中占比分别为 71.3%和 73.8%，同时亦为我国交通基建投资的主力。2020 年，我国完成公路固定资产投资 2.43 万亿元，同比增速为 11.04%，在高速公路投资带动下增速大幅提升。其中高速公路、普通国省道和农村公路投资完成额分别为 1.34 万亿元、0.53 万亿元和 0.47 万亿元，同比增速分别为 17.2%、7.6%和 0.8%。同年末，我国公路总里程 501.25 万公里，其中高速公路里程 14.96 万公里，分别较上年增加 16.60 万公里和 0.70 万公里。2021 年前三季度，我国公路建设完成投资额 1.87 万亿元，同比增长 4.9%；其中东部地区累计完成投资 0.59 万亿元，同比下降 2.3%；中部地区累计完成投资 0.42 万亿元，同比增长 19.2%；西部地区累计完成投资 0.86 万亿元，同比增长 4.1%。“十四五”期间，我国公路建设主要发展目标为 2025 年末公路网总里程 550 万公里、高速公路建成里程 19 万公里，预期新改建高速公路 2.5 万公里，其中新建 2 万公里，扩容改造 0.50 万公里。总体看来，未来我国公路建设仍将集中在高等级公路，并以中西部地区补短板为主。

铁路尤其是高铁对沿线地区经济发展起到了推进和均衡作用，能够节约能源、减少环境污染，铁路建设为我国基建投资的重要组成部分。近年来我国铁路建设投资规模整体维持在 8,000 亿元左右，但 2020 年以来投资规模有所下降，其中 2021 年前三季度投资完成额为 5,102 亿元，同比下降 7.76%。大规模投资推动铁路运营里程快速增加，2020 年末我国铁路运营总里程为 14.6 万公里，其中高铁营业里程 3.8 万公里；全国铁路路网密度 152.3 公里/万平方公里。《综合运输服务“十四五”发展规划》明确提出要优化运输结构，2025 年铁路货物周转量占比由 2020 年的 15.5%提升至 17%。在“公转铁”政策指引下，相关铁路网建设将进一步完善。

港口建设投资方面，自 2014 年起水路固定资产投资额持续下降。2020 年以来，受运输不均衡性加剧、疫情冲击等因素影响，我国港口货运吞吐及建设投资增速加快，全年完成投资额同比增长 17.0%至 1,330 亿元。截至 2020 年末，全国港口万吨级及以上泊位 2,592 个，比上年末增加 72 个；其中沿海港口万吨级及以上泊位 2,138 个，增加 62 个；内河港口万吨级及以上泊位 454 个，增加 10 个。2021 年前三季度，沿海建设投资额为 543.98 亿元，内河建设投资额 505.09 亿元；完成港口货物吞吐量 115.5 亿吨，同比增长 8.9%。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》中关于加快建设交通强国部分明确提出：建设现代化综合交通运输体系，完善综合运输大通道，加强出疆入藏、中西部地区、沿江沿海沿边战略骨干通道建设；构建快速网，基本贯通“八纵八横”高速铁路，提升国家高速公路网络质量，加快建设世界级港口群和机场群。战略骨干通道包括建设川藏铁路雅安至林芝段和伊宁至阿克苏、酒泉至额济纳、若羌至罗布泊等铁路，推进日喀则至吉隆、和田至日喀则铁路前期工作，打通沿边公路 G219 和 G331 线，提质改造川藏公路 G318

线。在经济下行压力加大、地产调控持续高压的背景下，中短期内基建托底仍具重要作用，交通基础设施投资有望保持投资规模；但中长期看，交通基础设施成熟度的显著提升、地方政府债务约束的不断强化等，将压缩交通基础设施施工的市场空间。

市政工程施工业

我国城镇化发展带动市政工程等基础设施建设投资实现快速发展，截至2020年末我国城镇化率提高至63.89%。但随着城镇化率的逐步提升和地方政府财政压力加大，2017年以来城市市政公用设施建设固定资产投资完成额增速明显下降。2020年市政公用投资力度加大，全年完成投资22,283.93亿元，占全社会固定资产投资总额的4.23%；同比增长10.72%，增速较上年提升10.70个百分点。其中道路桥梁、轨道交通、园林绿化和排水工程固定资产投资完成额占比分别为35.07%、28.81%、7.30%和9.49%，为市政公用主要投资方向。总体看来，道路桥梁、城市排水等重大民生工程投资持续性较好，但在地方政府财政承压的情况下，园林绿化类项目投资建设的可调节空间更大。

城市道路桥梁投资建设于2013年达到历史峰值8,355.6亿元后整体呈U型走势，2020年完成投资额7,814.3亿元。2020年末我国城市道路长度49.27万公里，道路面积96.98亿平方米，分别较上年末增长7.27%和6.61%；人均城市道路面积为18.04平方米，较上年末增加0.68平方米。根据2021年5月发布的《中国主要城市道路网密度监测报告》，截至2020年第4季度，全国36个主要城市道路网总体平均密度为6.2千米/平方千米，相较于2019年增长约1.5%；深圳、厦门和成都3座城市道路网密度达到8千米/平方千米以上，共有9座城市达到7千米/平方千米以上。

轨道交通方面，自2013年地铁审批权下放至省级政府，特别是2015年国家发改委《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》颁布以后，我国城市轨道交通建设进入快车道，2013-2018年轨道交通固定资产投资年复合增长率为19.75%。2017年部分城市地铁项目因当地财政收入与项目建设金额不匹配被叫停，2018年3月国家发改委发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设工作的意见》，修订了原有城市轨道交通建设基本条件，对申报城市的一般公共财政预算收入、地区生产总值和市区常住人口等进行严格限制要求。2019年轨道交通建设投资额下降，2020年完成投资6,420.8亿元，投资增速转负为正，但增速远低于前期扩张阶段。2020年末中国大陆地区共有45个城市开通城市轨道交通，运营线路总长度7,969.7公里，其中地铁运营线路6,280.8公里；较上年末相比新增天水、三亚、太原3个城市，新增运营线路36条、运营线路长度1,233.5公里。截至2020年末，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），其中在实施的建设规划线路总长7,085.5公里。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》中明确十四五期间计划新增城市轨道交通运营里程3,000公里，城轨类市政工程建设未来仍有一定发展空间。

园林建设方面，2020年完成固定资产投资1,626.3亿元，同比下降11.85%，

降幅较上年扩大 11.32 个百分点。2020 年末我国城市园林绿地面积 377.95 万公顷，其中公园绿地面积为 79.79 万公顷，分别较上年末增长 3.44%和 5.48%，城市园林绿地面积增速较上年有所下降而公园绿地面积增速较上年小幅上升；人均公园绿地面积为 14.78 平方米，较上年末增加 0.42 平方米。

海外工程施工业

我国是全球建筑工程承包服务商的主力军之一。根据 2021 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 78 家企业入围，较上年增加 4 家，上榜企业数量继续蝉联各国榜首。我国入围企业在 2020 年实现国际营业额 1,074.6 亿美元，同比下降 8.9%，占 250 家上榜企业国际营业总额的 25.6%，较上年提升 0.2 个百分点。

东南亚等“一带一路”沿线国家和非洲地区等发展中国家的基础设施建设需求强劲，为我国施工企业主要海外市场。2020 年以来，受新冠肺炎疫情全球大流行的负面影响，我国对外承包工程新签合同额 2,555.4 亿美元，同比减少 1.81%；对外承包工程业务完成营业额 1,559.4 亿美元，较上年减少 9.81%。2021 年前三季度，我国对外承包工程业务完成营业额 6,952.9 亿元人民币，同比增长 9%（折合 1,074.4 亿美元，同比增长 17.7%），新签合同额 10,329.6 亿元人民币，同比下降 1.7%（折合 1,596.2 亿美元，同比增长 6.2%）。海外疫情影响我国施工企业海外业务新签和在跟进项目的正常推进，已开工项目面临延期、部分项目后续开工面临推迟风险，同时海外工程管理人员及施工人员健康安全等方面亦面临挑战。

政府和社会资本合作机制

根据财政部政府和社会资本合作中心信息显示，截至 2021 年 9 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台管理库的项目累计 10,115 个，总投资额 15.9 万亿元；累计签约落地项目 7,528 个，投资额 12.4 万亿元，签约落地率 78.2%；累计开工项目 4,628 个，投资额 7.2 万亿元，开工率 45.2%。

管理库项目涵盖 19 个一级行业，截至 2021 年 9 月末累计入库数和落地数前五大行业分别为市政工程 4,127 个/3,150 个、交通运输 1,405 个/1,089 个、生态建设和环境保护 952 个/719 个、城镇综合开发 617 个/455 个、教育 503 个/357 个，前五大合计占比分别为 75.2%和 76.6%。同期末累计投资额和落地项目投资额前五大行业分别为交通运输 55,016 亿元/41,675 亿元、市政工程 45,230 亿元/37,575 亿元、城镇综合开发 19,466 亿元/15,859 亿元、生态建设和环境保护 10,703 亿元/8,608 亿元、水利建设 3,927 亿元/2,938 亿元，前五大合计占比分别为 84.4%和 85.7%。从管理库累计已开工建设项目投资额来看，截至 2021 年 9 月末投资额前五大省份分别为云南 8,825 亿元、四川 6,607 亿元、山东 4,838 亿元、江苏 4,607 亿元、浙江 4,303 亿元。落地 PPP 项目主要集中在云贵川等中西部欠发达地区以及东南沿海经济发达省份，但各地财政实力存在较大差距，PPP 项目投资对地方政府财力负担影响不一。全国 2,758 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,716 个行政区 PPP 项目合同期内各年度财政承受能力指标值

均在 10%红线以下，其中 1,984 个行政区财承占比低于 7%预警线，1,525 个行政区低于 5%。超 10%红线的行政区共 42 个，较上年同期增加 23 个，包括新疆 8 个行政区，内蒙古和贵州各 5 个行政区、广东 4 个行政区，天津、江西和陕西各 3 个行政区，吉林、浙江和安徽各 2 个行政区、山西、河南、湖北、湖南和云南各 1 个行政区，这些行政区已停止新项目入库。

PPP 模式运作的基建投资项目，可缓解建设期财政资金的平衡压力，目前 PPP 项目的投资建设已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一。PPP 项目回报机制以可行性缺口补助类和政府付费类项目为主，两者合计占管理库项目总数和总投资额的 90%以上。为防范地方政府在推进 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。

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，住房和城乡建设部（简称“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2020年末，全国共有建筑业企业11.67万个，同比增长12.43%，增速比上年增长了3.61个百分点，增速连续五年增加并达到近十年最高点。其中，国有及国有控股建筑业企业7,190个，较年初增加263个，占建筑业企业总数的6.16%。同期末，建筑业从业人数5,366.94万人，同比下降1.11%。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。

图表 5. 我国建筑施工企业概况

项目	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
建筑施工企业数量	家	81,141	80,911	83,017	88,074	95,400	103,814	116,716	121,346
国有及国有控股建筑 企业数量	家	6,855	6,789	6,814	6,800	6,880	6,927	7,190	7,465
行业从业人数	万人	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37	5,366.92	4,483.87

资料来源：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，中国建筑和中國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。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021 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	18,913.39	11.33	106.81	46.05	23,882.49	73.21	777.32	143.61
上海建工集团股份有限公司	2,810.55	9.43	98.34	47.70	3,537.66	85.42	40.48	103.68
云南省建设投资控股集团有限公司	1,631.09	10.26	83.51	14.95	6,951.22	68.20	29.44	130.60
广西建工集团有限责任公司	1,317.09	7.50	98.42	63.89	1,839.14	88.86	18.59	26.64
湖南建工集团有限公司	1,182.47	9.17	95.87	44.84	893.39	81.15	19.14	19.71
北京建工集团有限责任公司	1,193.33	10.38	96.24	49.48	2,034.01	77.94	18.10	53.42
浙江省建设投资集团股份有限公司	953.35	5.18	93.82	58.83	992.46	91.52	12.68	8.85
四川华西集团有限公司	817.82	7.32	84.14	64.74	957.09	85.81	12.00	-7.44
重庆建工集团股份有限公司	578.09	4.83	90.77	66.49	780.04	86.17	2.85	-8.49
山西建设投资集团有限公司	1,172.54	11.73	90.92	30.89	1,501.23	69.72	26.65	25.71

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 年起政府相关部门采取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多项措施以缓解建筑施工企业资金压力，但目前工程垫资比例仍较大。

➤ 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，尤其是信贷政策调整的影响。随着地方政府债务管理的强化和房地产开发企业资金链趋紧，近年我国建筑施工企业应收工程款、存货占款规模逐年上升，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。同时，建筑施工属于劳动力密集型行业，随着人口老龄化及社会经济发展水平的持续提升，建筑用工供给逐步趋紧，成本持续上升。2020 年新冠疫情蔓延至全球，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，对建筑施工企业的整体成本控制或构成挑战。

► 业务模式风险

随着 PPP 模式在市政工程、公共服务设施、交通运输、生态环保等重点领域的推行，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。

B. 房地产开发行业

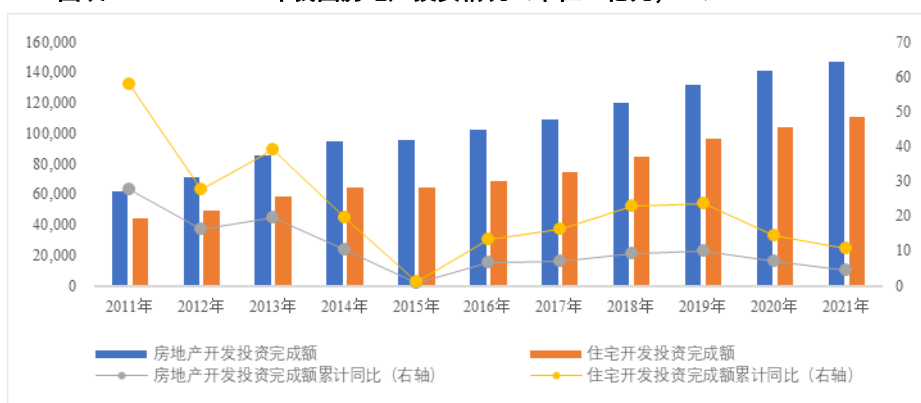
2021 年我国房地产开发投资保持正增长，但投资增速有所放缓；在行业积极去化背景下全年销售规模略有增长，但销售热度呈逐步降温趋势。土地市场方面，供需双缩，流拍率上升，土地溢价率收缩。2021 年国家坚定执行“房住不炒”，全方位调控机制下行业融资增量受限，而销售回款压力大、在建项目投入力度不减、债务集中到期等使得房企普遍面临流动性趋紧的挑战，并加速了个别大型民营房企流动性风险的暴露。12 月以来政策出现边际放松，行业融资环境较前期有所改善，但市场依旧低迷，2022 年第一季度行业各项数据同比大幅下滑，行业拐点尚未显现。

a. 行业概况

房地产业长期作为我国经济的主要支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万亿元升至 11.12 万亿元，占比保持在 70% 上下且近年呈上升趋势。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0% 和 4.4%，放缓态势明显。从各地区¹开发投资增长情况看，2021 年东部地区增长 4.2%，中部地区增长 8.2%，西部地区增长 2.2%，东北地区增长-0.8%，除中部地区外，其他地区增速较上年均呈现放缓态势。2022 年第一季度，全国房地产开发投资完成额同比微增 0.70% 至 2.78 万亿元。增速继续下降，其中东部地区、中部地区与西部地区开发投资完成额分别为 1.58 万亿元、0.57 万亿元和 0.58 万亿元，分别同比增长 0.90%、5.50% 和 -2.20%。

¹ 各地区分区如下：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）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；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）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

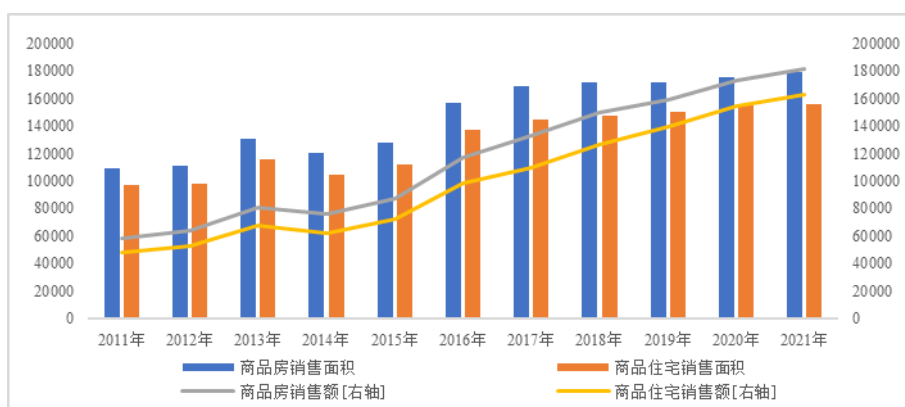
图表 7. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

2018 年以来我国商品房年销售面积维持在 17 亿平方米以上，呈窄幅波动态势。2018-2020 年我国商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米和 17.61 亿平方米，增速分别为 1.3%、-0.1%和 2.6%。2019 年我国商品房销售面积为负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。2020 年在量价齐升下商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%。进入 2021 年，前三季度商品房销售热度呈前高后低，并于 12 月翘尾（单月销售面积环比增长 41.17%，同比则下降 15.64%），全年实现商品房销售面积 17.94 亿平方米，实现销售额 18.19 万亿元。以月为单位，商品房销售面积累计同比呈持续下降趋势，至 2021 年末累计同比增速由 2 月的 104.9%降至 1.9%；住宅销售面积累计同比增速与上述走势高度趋同，即由 2 月的 108.4%降至 12 月的 1.1%。基于销售热度的下降，销售额累计同比增速由 2 月的 133.4%降至 12 月的 4.8%，持续收窄。2022 年第一季度全国商品房销售面积同比下降 13.80%至 3.10 亿平方米，其中商品住宅销售面积同比下降 18.60%至 2.63 亿平方米，同期商品房销售额同比下降 22.70%至 2.97 万亿元，受上年地产调控政策延续及各地疫情反复的双重影响，2022 年初地产销售行情偏弱。

图表 8. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）

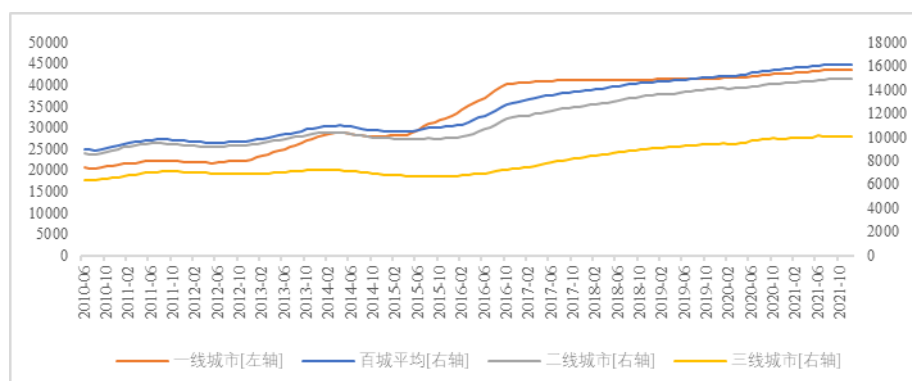


资料来源：国家统计局

销售额增速与销售面积增速之间的差额，体现了 2021 年总体销售价格尤

其是住宅销售均价呈温和增长。根据 Wind 数据显示，2021 年百城²住宅价格指数同比增长 2.44%，与 2020 年 12 月相比，2021 年 12 月百城住宅均价上涨 385 元/平方米至 16,180 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 838 元/平方米至 43,578 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 335 元/平方米至 14,944 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 180 元/平方米至 10,098 元/平方米，同比分别上涨 1.96%、2.29%和 1.81%（上年涨幅分别为 2.59%、3.19%和 4.64%）。2022 年第一季度全国百城住宅均价较上年末变化不大，从城市能级来看，2022 年 3 月一线城市住宅均价 43,667.75 元/平方米，二线城市住宅均价 14,945.73 元/平方米，三线城市住宅均价 10,080.39 元/平方米。

图表 9. 百城住宅均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年主要受土地新政实施及房企融资受限影响，全年供需两端收缩，土地交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地推出 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%。全年 300 城各类用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。全年土地市场活跃度下行，流拍率上升，主要原因除了主要城市实行集中供地外，还与地产行业融资环境趋严

² 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。

趋紧、房企普遍面临流动性压力及对房价预期的改变等因素有关，总体上房企拿地更为谨慎，土地市场流拍情况增多。受土拍交易规则的约束，2021 年土地成交均价有所增长但增幅收窄。2022 年第一季度受我国土地市场依旧受地产宏观行情及集中供地政策影响，市场交易体量与活跃度同比均大幅下滑，当期我国 300 城累计推出用地面积同比减少 14.73%至 2.09 亿平方米，其中一线城市推出面积同比减少 26.91%至 699.75 万平方米，二线城市推出面积同比减少 8.09%至 7,008.44 万平方米；同期全国 300 城累计成交土地面积同比减少 25.60%至 1.70 亿平方米，其中一线城市成交土地面积同比下降 56.48%至 424.18 万平方米，二线城市成交面积同比下降 31.72%至 4,886.84 万平方米；交易价格方面，全国 300 城第一季度用地成交出让金同比下降 55.56%至 0.44 万亿元，土地成交溢价率仅为 3.87%。综上所述，目前房地产企业拿地力度大幅缩减，土地交易市场处于下行通道，地产市场进入去库存时期。

图表 10. 近年来我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	数值	同比变化	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）	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%	2.09	-14.73%
其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米）	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%	1.08	-42.72%
各类用地成交面积（亿平方米）	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%	1.70	-25.60%
其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米）	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%	0.31	-58.24%
各类用地成交出让金（万亿元）	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%	0.44	-55.56%
其中：住宅建设用地出让金（万亿元）	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%	0.31	-61.79%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%	2,611.00	-39.81%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%	4,569.00	-7.51%
各类用地成交溢价率	15.88%		17.71%		11.12%		3.87%	
住宅建设用地成交溢价率	14.13%		15.31%		11.02%		4.39%	

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

b. 政策环境

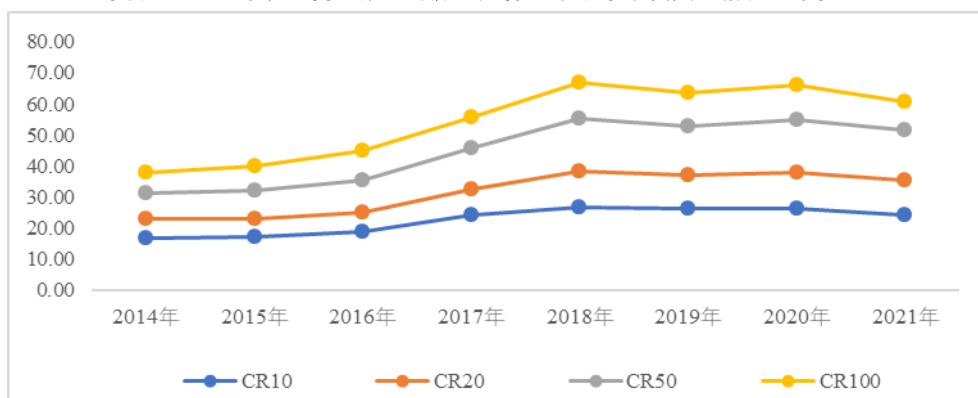
2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业中各参与主体，强调对资金流向的监管，并不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。在拿地环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%，控制房企扩张速度，控制地价过热。在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度。在销售环节，除已运行较为成熟的限购、限售手段外，还重申加强对预售资金的管理，同时贷款集中度限制还包括金融机构对个人住房贷款放款比例的限制。各地方政府亦针对各地市场特点围绕中央政府相关政策，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面调控市场，相关政策有收有放，目的是防止当地市场过热或过冷，稳定市场运行。如：年初北京、上海、武汉等多地政府发布“房地联动”机制，即在集中供地环节中，对相应地块未来的房屋销售指导价设置上

限，以控制地价；深圳、成都、西安等推出“二手房指导价”以引导市场，等等。房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。12月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时政策鼓励并购化债，部分地方政府出台购房利好政策，行业融资环境及销售回款周期较前期将有所改善。进入2022年，地产调控政策进一步深化，从供给端来看，银行与债券市场监管方持续推进扩大并购贷款/债券额度，为地产企业化解债务提供渠道；需求端方面，自2022年1月以来北京、上海、深圳、南京、郑州、武汉等80多个城市出台下调首付款比例、房贷利率或公积金放松等政策，居民购房政策限制持续放宽。

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。2021年以来由于行业内多家大中型民营房企出现流动性问题，行业集中度出现下滑。根据Wind数据，2021年CR10/CR20/CR50/CR100比值由2020年的26.49%/38.02%/55.04%/66.15%下降至24.20%/35.34%/51.55%/60.82%。随着部分大型民营房企的风险暴露，预计行业竞争格局将逐渐发生变化。地方性国有企业对房地产业的介入程度或加深，行业运行效率或将较明显弱化，资金成本控制能力的重要性将进一步凸显。

图表 11. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

d. 风险关注

➤ 去化压力较大，行业投资或放缓。

房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，融资政策对其经营影响大。一方面在房企融资环境变化及累积债务负担较重的背景下，企业加速回款动力进一步强化，住宅入市规模或将扩大，另一方面贷款集中度管理政策使得居民按揭贷款便利程度弱化，综合影响下住宅销售压力将加大。另外，我国将推进房地产税改革试点工作，目前政策实施细则尚未发布，市场观望气氛较浓。房地产税改革或将加大居民住宅持有成本，抑制投机性及投资性住宅购置需求，亦会在一定程度上影响住宅的去化。严紧的融资政策、销售回款承压等因素将显著影响房地产开发投资，尤其是土地购置意愿。2021年在房企加快去库存与

拿地力度下降的双重影响下房地产行业将进入低库存时期，2022 年投资规模与销售力度或将出现一定幅度下降，进而影响行业再投资。

- **融资监管有所放松但幅度有限，行业仍面临一定的流动性风险释放压力。**

房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、增量融资受限、在建项目投入不减、大额到期债务待偿的情境下，全行业流动性风险显著升高。为防范金融风险，年末金融调控政策有所放松，但在“房住不炒”的调控主基调下，政策放松幅度相对有限。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

- **开发项目并购案例或将增加，财务稳健的房企将获益。**

房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。转让开发项目或相关资产成为房企化解流动性紧张的一大途径，当前政策鼓励行业进行并购化债，预计 2022 年并购案例将有所增加。行业将进入调整期，财务稳健且拥有良好信用资质的房企可凭借充裕的现金流及较强的融资能力通过并购开发项目或资产获益。

（3）区域市场因素

2021 年山西省实现地区生产总值较上年有所增长，经济增速有所提升，当年地区生产总值按可比价格的增幅为 9.10%，较上年上升 5.50 个百分点。2020 年山西省公共财政收入大幅增长，而公共财政支出则略有下降。2021 年，山西省一般公共预算收入完成 2,834.6 亿元，比上年增长 23.4%；其中，税收收入完成 2,094.7 亿元，增长 28.8%。税收收入中，国内增值税、企业所得税、个人所得税、资源税和城市维护建设税共计完成税收 1,757.6 亿元，增长 32.4%。当年全省一般公共预算支出 5,048.1 亿元，比上年下降 1.2%。其中，教育、卫生健康、社会保障和就业、住房保障、交通运输、节能环保、城乡社区等民生支出 3,168.5 亿元，较上年略有减少。

图表 12. 近年山西省发展情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
地区生产总值	14,973.50	16,818.10	17,026.68	17,651.93	22,590.16
人均生产总值（万元）	4.06	4.53	4.57	4.57	6.48
一般公共预算收入	1,866.80	2,292.60	2,347.60	2,296.50	2,834.60
一般公共预算支出	3,756.70	4,285.40	4,713.10	5,111.00	5,048.10
民生支出 ³	3,058.80	3,423.80	3,823.90	4,102.10	3,168.50

资料来源：山西省统计局、山西省财政厅、Wind

建筑业方面，2021 年山西省建筑业实现平稳增长。当年建筑业总产值及增加值分别较上年增长 11.10%和 4.10%（按可比价格计算）。同年山西省建筑业

³ 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。

签订合同和新签合同额均实现增长，省内建筑企业效益向好。但 2021 年山西省内建筑企业数量较上年增加 535 家，增速达 14.61%，建筑业竞争激烈程度快速加剧。

图表 13. 近年山西省建筑业发展情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资质以上建筑业企业	2,538 家	2,666 家	2,999 家	3,662 家	4,197 家
签订合同额	8,589.30	9,049.04	10,456.65	12,031.00	13,327.70
新签合同额	4,939.80	5,036.70	6,291.44	7,495.50	7,686.76
建筑业总产值	3,566.60	4,071.50	4,653.30	5,113.60	5,677.70
建筑业增加值	1,019.80	1,152.80	894.76	952.53	1,065.37

资料来源：山西省统计局、Wind

房地产业方面，山西省房地产开发投资规模、房屋施工面积及商品房销售面积均持续增长，房屋新开工面积有所减少。2021 年山西省房地产开发投资完成额较上年增长 6.3%，增速下降 4.2 个百分点。其中住宅投资完成额占比超 79%，完成额较上年增长 8.7%，增速下降 1.74 个百分点。2021 年山西省商品房销售情况良好，销售面积 3,204.4 万平方米，较上年增长 19.3%，增速增加 5.8 个百分点；商品房销售额 2,170.9 亿元，较上年增长 15.1%，增速下降 0.5 个百分点。

图表 14. 近年山西省房地产业发展情况（单位：亿元，万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
房地产开发投资	1,166.30	1,376.59	1,656.50	1,830.40	1,945.20
其中：住宅投资	846.40	1,033.76	1,296.48	1,431.80	1,556.10
房屋新开工面积	3,305.80	3,872.55	4,879.09	5,795.60	4,347.70
房屋施工面积	16,473.40	16,949.60	19,548.50	21,937.80	24,930.40
商品房待售面积	1,225.70	984.80	966.30	785.40	861.50
商品房销售面积	2,415.90	2,360.90	2,366.10	2,685.30	3,204.40

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，在山西省内拥有较强的竞争优势，同时公司还不断拓展省外业务。近年来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。受益于业务规模快速扩张，近年来公司营业收入持续增长，综合毛利率在行业内维持相对较高水平。同期期间费用及期间费用率增长较快，但仍处于合理水平。总体看，公司盈利能力较强。未来随着 PPP 项目和“山西·潇河新城”项目的投资建设进一步推进，公司资金需求将进一步扩大。

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。此外，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，近三年占比达到核心业务收入的 90%左右。基础设施投资建设主要由 PPP 等投资类项目拉动的施工工程等，在营业收入中占比相对较小。近年来受益于公司业务规模持续扩大，建筑施工业务收入快速增长，增量主要来源于传统建筑施工收入增加。

图表 15. 公司主业基本情况

主营业务	发展方式	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
建筑施工	横向与纵向兼顾	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/竞争地位

图表 16. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计	631.99	812.19	1,172.54	200.84
其中：建筑施工业务营业收入	540.71	663.10	932.76	170.29
建筑施工业务营业收入占比	85.56%	81.64%	79.55%	84.79%
房地产业营业收入	36.50	47.33	50.83	8.73
房地产业营业收入占比	5.78%	5.83%	4.34%	4.35%
建筑相关服务营业收入	19.99	48.51	92.57	7.07
建筑相关服务营业收入占比	3.16%	5.97%	7.89%	3.52%
建筑相关贸易营业收入	20.63	26.59	63.00	4.75
建筑相关贸易营业收入占比	3.26%	3.27%	5.37%	2.37%
建筑相关装备制造营业收入	2.05	6.23	2.62	1.79
建筑相关装备制造营业收入占比	0.32%	0.77%	0.22%	0.89%
药业营业收入	-	4.10	6.64	2.11
药业营业收入占比	-	0.50%	0.57%	1.05%
其他业务营业收入	12.11	16.34	24.13	6.09
其他业务营业收入占比	1.92%	2.01%	2.06%	3.03%
综合毛利率	10.86%	11.73%	11.73%	8.34
其中：建筑施工业务毛利率	11.17%	10.83%	10.34%	6.93
房地产业毛利率	14.06%	15.94%	14.62%	9.37
建筑相关服务毛利率	8.74%	6.84%	7.74%	7.18
建筑相关贸易毛利率	8.50%	8.01%	6.18%	5.11
建筑相关装备制造毛利率	1.02%	16.93%	12.08%	10.50

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
药业毛利率	-	69.30%	65.86%	59.05
其他业务毛利率	33.35%	47.03%	41.90%	31.80%

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，其中建筑施工业务新签合同金额逐年大幅增加，基础设施投资业务新签合同金额呈现一定波动。2021 年建筑施工业务新签合同金额增加主要系公司加大业务承揽力度所致。基础设施投资业务新签合同金额增加主要系当年政府 PPP 项目建设需求加大，新设立项目较多所致。截至 2022 年 3 月末，公司在手合同金额为 2,720.53 亿元，是 2021 年营业收入的 2.32 倍，在手订单充足。此外，公司受山西省委、省政府委托建设的“山西·潇河新城”项目体量大，将分为多个子项目开展实施，新签合同也将逐步得到释放，可为未来业务开展提供有力支持。

图表 17. 公司近年项目承接情况表

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
新签合同（亿元）	1,503.46	2,005.39	2,808.50	670.16
其中：建筑施工	1,029.68	1,668.04	2,063.89	517.62
基础设施投资	112.15	86.96	201.94	40.92
完工合同（亿元）	251.15	369.07	309.12	31.00
在手合同（亿元）	1,823.09	2,827.5	3,114.05	2,720.53

资料来源：山西建投

2019-2021 年该公司承接合同规模在 1 亿元以上的重大工程合同金额和数量均呈增长趋势，增长主要来自建筑施工项目。同期由于基础设施投资项目新签重大合同金额下降，其占重大工程金额比重亦随之下滑。其中，2021 年，公司承接重大工程 500 个，较上年增加 132 个，合同金额较上年增加 49.96%；其中承接的基础设施投资（PPP 项目）重大工程 12 个，合同金额占比为 3.56%。2022 年第一季度，公司承接重大工程 86 个，同比减少 5 个，合同金额同比下降 56.07%；其中承接的基础设施投资（PPP 项目）重大工程 1 个，合同金额占比为 0.91%。

图表 18. 公司近年承接合同金额超 1 亿元工程情况（单位：个、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
重大工程数量	313	368	500	86
其中：基础设施投资（PPP 项目）工程数量	14	25	12	1
重大工程金额	978.92	1,164.42	1,746.12	160.67
其中：基础设施投资（PPP 项目）工程金额	106.44	68.40	62.17	1.46

资料来源：山西建投

截至 2022 年 3 月末，该公司合同金额排名前十的在建工程合同金额为 156.89 亿元，累计产值 75.19 亿元，累计回款金额 66.03 亿元。

图表 19. 截至 2022 年 3 月末公司合同金额排名前十在建工程明细（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	累计产值	累计回款金额	业主名称
山西汾酒文化商务中心项目	2016-10	2022-12	33.23	17.11	14.46	山西杏花村国贸投资有限责任公司
国科大太原能源材料学院 EPC（一期工程项目）	2020-08	2023-08	10.30	3.47	2.90	太原市长风商务区管理中心
山西省人民医院新院区建设项目	2020-09	2022-12	11.72	3.90	3.10	山西省人民医院
晋城市人民医院易址扩建项目	2019-07	2022-06	13.15	5.20	4.97	晋城国投医院项目管理有限公司
6GW 高效异质结（HJT）太阳能电池产业化生产厂房及办公设施建设项目	2021-08	2022-12	11.00	0.21	-	山煤国际光电科技（山西）有限公司
国道 341 李子坪至梗壁（沁源古县界至洪洞 108 国道）公路改建工程第一标段	2021-04	2024-04	11.72	2.04	1.21	古县交通运输局
晋中职业技术学院新校区	2019-08	2022-06	28.75	25.11	22.30	晋中市住房和城乡建设局
晋城市丹河新城金村新区起步区教育园区共享项目（职院范围）及教育园区酒店项目设计施工总承包	2020-06	2022-06	14.38	4.80	4.42	晋城市丹河新城建设投资集团有限公司
代县新华能 150MW 风电项目	2016-12	2022-12	12.56	12.67	12.67	代县新华能源开发有限公司
襄阳市供热 II 区（樊城区）供热管网一期项目	2020-04	2022-06	10.08	0.68	-	襄阳襄投能源投资开发有限公司
合计	-	-	156.89	75.19	66.03	-

资料来源：山西建投

2020 年以来，为贯彻山西省委“四为四高两同步”总体思路和要求，高质量推进开发区建设，该公司承担了山西全省开发区基础设施的投资建设运营任务任务。

2020 年 5 月，该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》，根据 2021 年 3 月 15 日《关于山西转型综改区潇河产业园区“五大中心”区域等命名的通知》将其命名为“山西·潇河新城”项目。公司将负责统筹实施“山西·潇河新城”项目片区的投资建设，以及后续招商、产业引入及运营工作。主要合作内容包括市政基础设施和区域内会议、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等。预计项目总体规划用地面积约 68.13 万平方米、总建筑面积 68 万平方米、总投资约 415 亿元，总体项目计划三年形成雏形、五年基本建设完成。

“山西·潇河新城”项目将分为多个子项目逐步实施，项目合同也随之将逐步释放。截至 2022 年 3 月末，该公司已开工的子项目主要为“山西·潇河新城一期”（原潇河国际会议中心项目）项目、“山西·潇河新城二期”（原潇河国际会展中心项目）项目、“山西·潇河新城一二期项目配套设施”项目（原潇河新城酒店项目）、新源智慧建设运行总部，山西转型综改示范区综合能源项目。目前尚未产生收入和资金回笼。

图表 20. “山西·潇河新城”项目情况（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	已投金额	确认收入金额	累计回款金额	项目公司名称
山西·潇河新城一期项目	2020.12	2022.12	22.06	7.44	-	-	山西潇河国际会议中心有限公司
新源智慧建设运行总部	2020.12	2022.12	9.83	5.19	-	-	山西新源智慧建设有限公司
山西·潇河新城二期项目	2020.12	2022.12	45.58	19.46	-	-	山西潇河国际会展中心有限公司
山西·潇河新城一二期项目配套设施	2020.12	2022.9	40.30	9.31	-	-	山西潇河新城酒店有限公司
山西转型综改示范区综合能源项目	2022.1	2022.9	1.30	0.04	-	-	山西建发综合能源开发有限公司
合计	-	-	97.01	41.44	-	-	-

资料来源：山西建投（截至 2022 年 3 月末）

除“山西·潇河新城”项目外，该公司还着力于全省经济开发区的投资建设运营。截至 2022 年 3 月末，公司已签约正式《合作协议》开发区项目 5 个，分别为繁峙经济技术开发区产业园区建设项目、霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目、右玉生态文化旅游开发区产业园区建设项目、隰县现代农业产业示范区农副产品加工园建设项目和晋蒙新兴产业合作园项目，均已落地实施；《合作框架协议》项目 7 个（分别为定襄经开区、平遥经开区、神池开发区、兴县经开区、永济经开区、太原中北高新技术产业开发区和五台山景区），均未实施。

图表 21. 公司经开区项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目预计总投资	已投资金额	项目公司注册资本	公司持股比例	用地总面积	开工时间	开发模式	累计回款金额	目前进度
繁峙经济技术开发区铝制品产业园建设项目(铝制品)	2.72	0.29	3.00	51	15.25	2021.01	自建自营	-	4#钢结构厂房主体完成。
繁峙农副产品加工产业园项目	1.16	0.11		51	3.47	2021.12		-	公寓楼地下一层墙板钢筋绑扎完成 70%；餐厅基础钢筋绑扎完成 20%；孵化中心基础钢筋绑扎完成。
霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目	2.37	0.19	3.00	60	3.83	2021.06	自建自营	-	加速器主体封顶，施工电梯安装完成，屋面砌体完成；1#厂房楼梯基础完成，2 层梁完成 55%，1 层楼承板浇筑完成；2#厂房未开工；3 号厂房主体封顶，二层砌体结构完成 50%，屋面砌体完成；4#厂房土方开挖完成；5#厂房主体封顶，二、三层、屋面植筋完成；6#厂房 1 段一层混凝土浇筑完成，2 段一层模板板搭设完成，地下室防水完成 50%；7#厂房主体封顶，外墙夹芯板安装完成，防火涂料完成，三层砌体完成 50%。
右玉生态文化旅游开发区项目	14.32	1.19	3.00	67	6.66	尚未开工	自建自营	-	右玉项目可研编制完成，土地出让合同签订完成，23#土地证已办理，前期概念性规划方案合同签订完成。
隰县产业园区项目	3.25	1.39	3.00	60	8.85	2021.06	自建自营	-	地块一：7#车间柱基已完成 483 根；6#办公楼基坑开挖完成，临边防护搭设完成。地块二：6#车间柱基已完成 396 根，5#车间柱基已完成 480 根，办公楼开挖已完成 60%。
晋蒙新兴产业合作园项目（大同新荣）	2.47	0.01	3.00	51	7.28	2022.06（预计）	自建自营	-	可研编制完成，土地出让合同签订完成。
合计	26.29	3.18	15.00	-	45.34	-	-	-	-

资料来源：山西建投（截至 2022 年 3 月末）

目前该公司山西省内项目招投标的中标率在 50%-60%。山西省内业务占建筑施工业务收入及新签合同金额 70%~80%左右，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，共有 11 个子公司从事国际业务，目前在 23 个国家和地区设立了分、子公司；形成了以马来西来、喀麦隆、埃塞俄比亚、赞比亚、阿尔及利亚、俄罗斯为重点的东南亚、中西非、东非、南非、北非、中亚六大市场区域中心。2021 年公司新签海外合同金额 71.84 亿元，较上年增加 49.82%，主要系上年业务承接受到新冠疫情冲击所形成的低基数影响。2022 年第一季度，公司新签合同仍以国内业务为主，且主要集中于山西省内。

该公司客户集中度较低，2019-2021 年公司前五大客户销售金额占当期总销售金额的比例分别为 2.91%、5.17%和 1.79%。

图表 22. 公司近年新签合同额区域变化（单位：亿元）

业务区域	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	1,402.50	93.28%	1,957.64	97.61%	2,736.66	97.44%	661.44	98.70
其中：山西省	1,051.89	69.96%	1,577.87	78.67%	2,251.91	80.18%	496.18	74.04
山西省外	350.61	23.32%	379.77	18.94%	484.75	17.26%	165.26	24.66
国际	100.96	6.72%	47.95	2.39%	71.84	2.56%	8.72	1.30
合计	1,503.46	100.00%	2,005.59	100.00%	2,808.50	100.00%	670.16	100.00%

资料来源：山西建投

B. 资质技术

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。公司连续十七年跻身中国建筑承包商 80 强行列，2020 年荣获中国建筑承包商 80 强行列第 19 位（2021 年未公布）。2021 年再次荣登 ENR⁴ “全球承包商 250 强”及“国际承包商 250 强”，分别排名 19 位和 173 位，均较上年提升 13 位。截至 2021 年末，公司获得“鲁班奖”48 项、“汾水杯”工程 394 项

截至 2022 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，150 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、环保及道路桥梁工程等。

该公司承建的所有工程项目质量合格率达 100%。截至 2021 年末，公司共拥有国家发明、实用新型及外观设计专利 2,779 项，共获得国家、省部级科技

⁴ 美国《工程新闻记录》杂志。

进步、勘察及设计奖 1,253 项，主编、参编国家、行业和地方标准 192 本。公司拥有国家注册一级建造师 4,200 人；国家注册二级建造师 5,470 人；注册造价工程师 664 人；注册监理工程师 194 人；注册安全工程师 167 人；注册建筑师 101 人；注册勘察设计师 261 人；注册消防工程师 13 人；高级职称及中级职称等技术骨干 14,510 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，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，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、霍州及全省 11 个地市布局不同规模、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，基本实现了对山西区域的全覆盖。

C. 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，2021 年分别占主要成本的 45.32%和 28.13%。当年建筑材料、建筑设备及分包成本较上年分别增加 53.96%、44.73%及 15.38%，主要系公司扩大传统建筑施工业务规模所致。在工程材料采购方面，公司主要原材料为钢材、水泥、沥青及沙石等，为规避材料价格波动风险，公司一般会在合同中与业主确定材料价格变动补偿机制。公司主要通过集中采购的方式采购原材料，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 23. 公司建筑施工业务主要成本情况（单位：亿元）

成本类型	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 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	139.72	32.42%	171.53	27.09%	256.40	28.13%	52.44	31.56%
建筑材料成本	189.32	43.93%	268.32	42.38%	413.10	45.32%	69.75	41.98%
建筑设备成本	26.58	6.17%	41.36	6.53%	59.86	6.57%	13.14	7.91%
分包成本	75.35	17.48%	112.79	17.82%	130.14	14.28%	20.98	12.63%
施工措施费、现管费	28.37	6.18%	39.12	6.18%	52.06	5.71%	9.83	5.92%
合计	430.97	100.00%	633.13	100.00%	911.56	100.00%	166.14	100.00%

资料来源：山西建投

D. 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 95%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⁵及运维绩效服务费⁶组成，回收期限根据合同约定。

该公司所接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。公司还分类制定回款方案，加快办理竣工结算手续，避免款项形成长期拖欠。同时，山西省人民政府及国资委也对公司应收账款清欠提供了较大的政策支持。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。此外，山西省人民政府还将公司账款列入省政府督办专项任务的“13710”系统，以加大对清欠工作的督导督查。公司应收账款清收保持较好效果，近三年营业收入现金率维持在 90%以上，在同行业中处于较高水平。

E. 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。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⁷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还需内部协调分工，PPP 项目有落地难的特点。

该公司下属 PPP 项目公司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“合同资产”及“其他非流动资产”⁸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“合同资产”、“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

⁵ 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。

⁶ 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。

⁷ 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。

⁸ 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。

期应收款余额对“未确认融资收益”进行摊销。

截至 2022 年 3 月末，该公司在手（含并表及非并表项目）PPP 项目共 91 个，投资总额 605.74 亿元，公司签订施工合同额 429.21 亿元，项目总投资中公司需投入金额 541.15 亿元，已投入金额 456.61 亿元，累计回款 46.32 亿元。公司在手 PPP 项目中，在项目资本金方面公司作为社会出资方需出资 92.30 亿元，实际已出资 79.54 亿元。截至 2022 年 3 月末，该公司纳入合并范围的 PPP 项目共 67 个，总投资金额合计 413.20 亿元，占在手项目的 68.21%，已投入金额 334.79 亿元(不含少数股东投资部分)。未纳入合并范围的 PPP 项目 24 个，总投资金额合计 192.54 亿元，已投入金额 121.81 亿元。

目前该公司已中标项目的资本金部分性质为股权融资，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（包括已经完成建设项目）中已有 85 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等方式取得借款，借款利率主要在 4.00%-9.00%之间。公司已开工但未获融资的项目或已获融资但金额不能足额到位的项目，均由公司承担垫资进行建设。截至 2022 年 3 月末，融资款未到位项目 6 个，投资总额合计 19.11 亿元，施工合同金额合计 13.38 亿元，公司已投资 9.32 亿元，融资进度较慢。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。

该公司目前仅存的 BT 项目为晋中博物馆（档案馆）、图书馆及科技馆建设项目，目前处于回购期，已于 2017 年 12 月完工。截至 2022 年 3 月末，该项目已投资 5.25 亿元，已回款 4.46 亿元。公司后续将不再承接其他 BT 项目。

图表 24. 截至 2022 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	5.25	5.25	7.90	2018-2021	4.46

资料来源：山西建投

（2）其他业务

除建筑施工业务外，该公司还涉及房地产业务、药业、与建筑相关的服务、贸易及装备制造业务等。

2019-2021 年，该公司分别实现房地产业务收入 36.50 亿元、47.33 亿元和 50.83 亿元，随着较多房产完成交房工作而达到收入确认条件，房地产业务收入呈现逐年增长趋势。2021 年公司房地产业务新开工面积较上年基本持平。

按照合同施工进度，2021 年房地产竣工面积大幅增加。由于当年房地产销售状况良好，2021 年房地产销售面积、预售金额和回笼资金大幅增加。

图表 25. 近年房地产经营情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
新开工面积	191.03	99.15	99.01	2.53
竣工面积	81.95	52.85	123.26	38.55
在建面积	433.58	460.78	500.55	527.81
平均销售价格	8,509.76	8,463.82	8,024.74	7,566.72
销售面积	109.47	63.99	187.58	72.83
预售金额	93.16	54.16	150.53	55.11
回笼资金	69.18	59.57	153.43	53.09

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投城市运营集团有限公司、山西晋建房地产开发有限公司、山西四建集团房地产分公司、山西铭基房地产开发有限公司等负责。

截至 2022 年 3 月末，公司在开发商品房项目总投资金额 448.67 亿元，已投资 265.63 亿元，具有体量大及区域集中于山西省内的特点。截至 2022 年 3 月末，公司主要在开发的商品房项目 42 个，其中并表项目 36 个，计划总投资为 351.45 亿元，已投资 186.10 亿元，已实现销售资金回笼 119.38 亿元，预计 2022 年及 2023 年分别投入 68.88 亿元和 37.00 亿元。不并表项目计划总投资为 97.22 亿元，已投资 79.53 亿元，已实现销售资金回笼 35.68 亿元，预计 2022 年及 2023 年投入 10.33 亿元及 6.42 亿元。

图表 26. 截至 2022 年 3 月末公司主要在开发商品房项目情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	持股比例	总投资	已投资	拟投资金额			完工 程度	总建 筑面积	合同 销售 面积	合同 销售 额	可供 出售 面积	已回 款
				2022 年	2023 年	2024 年						
尚景苑（先锋铭苑）	100	4.60	4.60	-	-	-	100.00	16.89	10.31	4.53	1.86	4.43
翰林苑	100	3.50	0.62	1.42	1.46	-	-	9.68	-	-	-	-
鹏程佳园住宅小区项目	100	5.73	5.73	-	-	-	100.00	9.15	3.69	4.43	0.01	4.55
北海熙悦湾	100	3.45	2.08	0.71	0.66	-	58.84	12.22	1.93	1.32	2.88	0.76
原平熙悦府	100	4.05	3.58	0.47	-	-	83.70	10.20	1.90	1.07	2.60	0.47
太原桃南 23 棚改地块	51	3.00	1.93	0.50	0.50	0.07	57.00	3.90	-	-	-	-
晋城和平里项目	100	6.08	4.56	0.62	0.70	0.20	65.79	13.88	8.45	6.25	3.07	5.37
太原和平里（和风雅居）	51	19.25	17.21	0.90	0.57	0.57	89.40	23.35	14.11	15.44	6.15	13.63
晋中市榆次区五辰梧桐里	100	9.32	5.62	3.00	0.70	-	49.03	16.82	0.87	0.51	1.65	0.41
翔恒湖锦江南	100	9.00	3.94	0.20	0.20	4.61	36.22	20.17	1.40	0.70	15.73	0.46
湖景壹号	100	11.83	3.63	0.30	0.30	7.67	27.05	25.76	-	2.16	-	2.16
翔建 御景华府	100	15.50	15.48	0.14	-	-	95.23	27.03	16.51	12.31	3.70	12.14
湖景水岸	100	5.39	1.72	1.00	1.00	1.71	27.09	11.59	-	0.88	-	0.88
文汇佳苑 A 区	100	7.93	7.50	0.43	-	-	94.60	16.59	11.76	6.54	1.23	7.06
文汇佳苑 B 区	100	4.50	4.03	0.46	-	-	89.61	9.45	3.36	1.87	1.91	1.98
宁武职教园区	100	3.98	0.97	1.00	1.70	0.31	24.46	14.59	-	0.12	2.22	0.02
晋建·迎曦园	100	9.80	9.70	0.10	-	-	94.59	17.76	10.75	11.48	2.31	11.17
“新城壹號”商业住宅区项目二期	100	1.20	1.00	0.20	-	-	55.00	4.85	2.45	1.11	1.67	1.07

龙东汇璟项目	100	19.71	6.51	4.70	1.00	1.00	33.03	27.26	-	-	-	-
潞城潞铭书院	100	3.18	2.82	0.36	-	-	76.42	7.92	7.00	3.89	0.08	3.88
铭基悦龙台项目	100	5.58	3.85	1.62	0.11	-	56.99	15.89	11.59	5.48	2.60	5.79
天誉公馆	100	3.38	2.11	0.40	0.87	-	50.59	7.37	5.54	3.96	0.37	3.99
晋美华府	100	7.27	4.90	1.87	0.50	-	54.88	17.44	14.14	8.47	0.24	8.41
雍安华府	70	7.17	1.63	2.58	1.82	1.14	21.62	17.39	-	-	-	-
康泰园	51	15.23	6.11	4.94	2.31	1.87	21.01	38.33	8.13	4.16	17.53	5.68
晋文府	50	12.21	5.99	4.12	1.70	0.40	36.86	29.12	9.57	7.29	4.65	7.05
天誉铭都	100	6.52	2.81	2.00	0.74	0.97	37.42	13.27	0.93	0.70	0.88	0.94
阳光地带四期	100	3.72	1.44	0.92	1.00	0.36	36.29	7.73	1.31	0.99	1.10	0.98
山西建投商务中心	100	49.33	26.10	9.00	9.00	5.23	47.94	63.05	9.67	12.91	1.57	13.18
红山壹品	85	8.32	5.44	1.10	-	1.78	61.16	13.32	-	-	-	-
建投紫宸府项目	100	25.50	10.80	8.20	6.50	-	30.82	42.10	-	-	1.63	-
凯尔科技	51	3.50	3.44	0.06	-	-	79.71	5.16	1.19	1.70	2.46	1.64
云景里	51	38.90	2.27	11.42	1.92	2.00	5.66	105.40	-	-	-	-
山安馨园(张家巷项目)	100	2.10	1.73	0.14	-	-	90.95	2.78	-	-	2.78	-
同鑫苑建设项目	100	5.59	1.64	1.80	0.54	0.50	29.34	7.97	-	-	-	-
高平和平里	100	6.13	2.61	2.20	1.20	-	45.02	10.59	5.04	3.76	3.28	1.28
并表项目合计	-	351.45	186.10	68.88	37.00	30.39	-	695.97	161.60	124.03	86.16	119.38
华萃西山	50	53.49	52.41	1.80	0.80	-	97.98	17.06	5.58	24.12	9.45	22.63
顺颐府	40	12.00	5.75	3.34	2.72	0.52	47.91	15.21	3.26	3.24	9.26	2.70
顺颐府二期	40	1.20	0.30	0.50	0.40	-	25.01	1.90	-	-	-	-
晋颐庄园	55	4.00	3.57	0.48	-	-	89.18	5.81	3.91	2.59	1.49	2.36
忻州学府苑	51	10.00	8.99	1.01	-	-	89.94	27.60	18.21	8.00	3.46	7.99
晋中龙城大街东延项目	24.5	16.53	8.51	3.20	2.50	2.33	51.44	23.99	-	-	17.36	-
不并表项目合计	-	97.22	79.53	10.33	6.42	2.85	-	91.57	30.96	37.95	41.02	35.68

资料来源：山西建投（截至 2022 年 3 月末）

该公司城中村改造项目主要由园区建发子公司山西龙图置业有限公司（简称“龙图置业”）负责。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。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，通常还余下大部分土地用于商业地产开发，可以建设商品房获得利润覆盖之前的土地成本。截至 2022 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。该项目于 2015 年 8 月开工，整体项目周期为 9 年，分为三期进行开发，规划总用地 21.37 万平方米，其中村民安置用地为 7.1 万平方米，项目总资金来源于银行借款及公司自筹。

图表 27. 截至 2022 年 3 月末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	35.51	20.44	76.56	9 年	地块三 10 栋住宅楼基本已全部交付使用，剩余 1 栋综合楼和 1 所幼儿园未建设。地块四建设 2 栋商品房，1 栋已封顶，1 栋完成了主体结构的 1/3，计划于 2022 年底交付。地块一规划 16 栋住宅。	9.78
合计	-	35.51	20.44	76.56	-	-	9.78

资料来源：山西建投

该公司棚户区改造项目主要由园区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，项目实施地主要为海南省。棚户区改造项目主要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。

图表 28. 截至 2022 年 3 月末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	已完工交付业主	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南(C0505-1、C0503-1)	17.48	9.43	9.80
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	正在开展防雷、消防、人防、规划、三网合一、给排水验收工作。	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	11.56	5.07
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	室内装饰装修进行中, 架空层施工, 电梯验收完成。	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶C0503-2 地块	4.62	2.01	1.46
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	主体施工阶段	海南省海口市龙华区金宇东路以南、南沙路以西B0201 地块	16.91	7.13	6.28
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	前期准备阶段	海南省海口市龙华区坡博坡巷 C-7-2-2 地块	2.93	0.33	0.18
海南华晋置业有限公司	白沙坊金龙苑	10.50	10.50	竣工验收阶段	白沙坊棚改回迁商品房A0208 地块	24.24	10.33	8.84
山西铭基房地产开发有限公司	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	2.26	3.58	主体在建	山西晋城	6.90	0.74	1.95
山西园区建设发展集团有限公司	东岗片区棚户区改造项目	22.40	19.87	地库负一层西侧土建完成 90%。商业 1-3 层楼板拆除完成 90%。9#楼地暖全部完成。9#楼外墙涂料完成 90%。	山西省太原市迎泽区东岗路与并州东街交叉口东南角	48.52	19.40	4.55
合计	-	68.14	68.33	-	-	145.91	60.93	38.13

资料来源: 山西建投

截至 2022 年 3 月末, 该公司有土地储备 11 块, 位于山西省晋城市、阳泉市、晋中市和长治市, 面积合计为 469.84 万平方米, 土地出让金 42.63 亿元, 已支付 40.30 亿元。同期末, 公司拟建房地产项目计划总投资 35.65 亿元, 已投资 1.84 亿元, 皆为自有资金。总体来看, 公司储备项目相对较少。

图表 29. 公司拟建项目情况 (单位: 亿元, 万平方米)

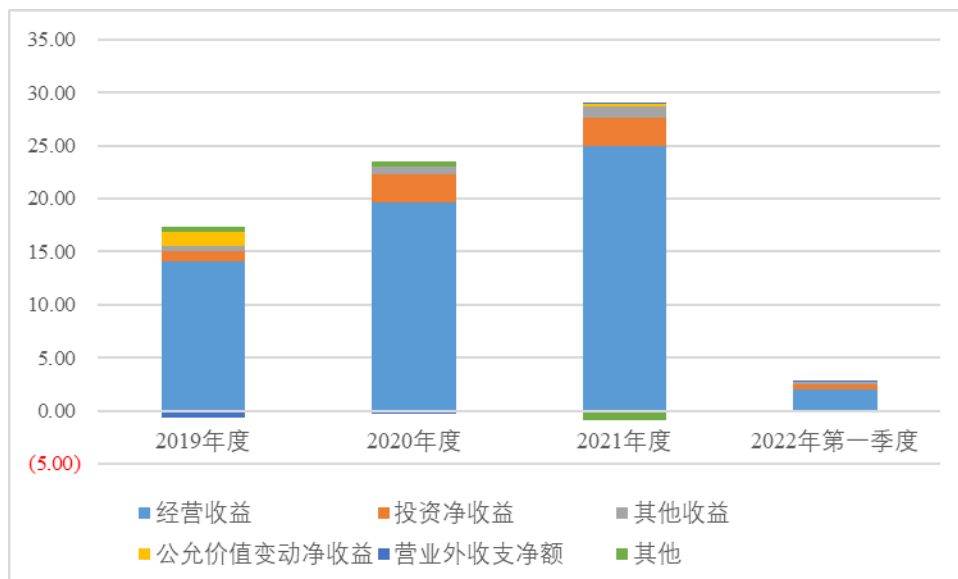
项目名称	项目性质	地理区位	计划项目建设期	持股比例	计划总投资规模	截至期末已投资金额			未来投资计划		规划建筑面积	土地面积	预计项目总盈利
						总额	自有资金	银行贷款+外部债券等 ⁹	2022 年	2023 年			
天津市武清区豆张庄项目	住宅	天津市武清区	2.6 年	80%	5.00	-	-	-	1.40	1.00	7.00	49.20	0.63
忻州紫檀公园西、学府苑南项目	住宅	忻州市忻州经济开发区紫檀公园西、学府苑南	5.5 年	67%	23.30	-	-	-	4.22	3.80	50.47	216.67	2.46
运城熙溪里	商住	运城市	3 年	100%	7.35	1.84	1.84	-	1.80	0.80	13.03	3.18	0.82
合计	-	-	-	-	35.65	1.84	1.84	-	7.42	5.60	70.50	269.05	3.91

资料来源: 山西建投 (截至 2022 年 3 月末)

⁹ 目前公司拟建项目投入资金均为集团内部周转, 尚未签项目贷款。

(3) 盈利能力

图表 30. 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。

该公司利润主要来源于经营收益。2019-2021 年公司营业收入分别为 631.99 亿元、812.19 亿元、1,172.54 亿元，呈逐年快速增长趋势；同期公司综合毛利率总体变化不大，分别为 10.86%、11.73%及 11.73%，在同行业企业中处于相对较高水平。随着营业规模的扩大，公司经营收益逐年增加，同期分别实现经营收益 14.10 亿元、19.68 亿元及 24.92 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 31. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	631.99	812.19	1,172.54	200.84
经营收益（亿元）	14.10	19.68	24.92	2.01
期间费用合计（亿元）	51.89	71.71	107.98	13.96
期间费用率（%）	8.21	8.83	9.21	6.95
其中：财务费用率（%）	0.99	0.86	0.90	1.52
全年利息支出总额（亿元）	16.40	24.45	29.00	-
其中：资本化利息数额（亿元）	5.37	10.19	9.94	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

从期间费用来看，近年来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（含研发费用），管理费用（含研发费用）主要由职工薪酬和材料、燃料和动力费用、仪器维护及租赁费等构成。近年来随着人工成本上涨和研究与开发投入力度加大，公司管理费用（含研发费用）费用增长较为迅速。其中，2019-2021 年公司研发费用分别为 22.35 亿元、31.56 亿元及 48.71 亿元。研发费用快速增长主要来自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。2021 年公司销售费用较上年增加 30.96%至 4.18 亿元，主要系当年公司加大推广销售力度使得销售服务和手续费、广告及宣传费大幅增加所致。2021 年公司债务融资规模继续增长，利息费用增长较快。2019-2021 年期间费用率持续上升，但仍处于合理水平。

图表 32. 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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
投资净收益	0.97	2.68	2.70	0.52
营业外收入	0.10	0.24	0.30	0.03
其中：政府补助	-	0.19	-	-
罚款	-	-	0.005	-
违约赔偿	0.01	0.01	0.03	-
其他	0.09	0.04	0.17	-
其他收益	0.42	0.62	1.07	0.22
其中：政府补助	0.42	0.60	1.03	-
资产处置收益	0.04	0.72	0.29	0.01
其中：固定资产处置利得	0.04	0.09	0.22	-
公允价值变动损益	1.42	-0.07	0.23	-
其中：投资性房地产	1.45	-0.19	0.12	-
资产减值损失（含信用减值损失）（亿元）（正值为损失）	-0.36	0.17	1.17	0.02

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。2021 年公允价值变动损益大幅增长并由负转正，主要系部分投资性房地产转为出售、自用及新建所致。公司投资收益主要来源于其他债权投资持有期间取得的投资收益和其他权益工具投资持有期间取得的股利收入，近年来投资收益有所增长。其中，2021 年投资收益增加主要是公司获得的其他债权投资持有期间取得的投资收益较上年增加 2.25 亿元所致。在政府补助方面，2019-2021 年公司分别获得政府补助¹⁰分别为 0.42 亿元、0.79 亿元和 1.03 亿元。公司获得的政府补助主要包括新型冠状病毒相关补助、技改资金、企业发展基金和稳岗补贴等。公司资产减值损失（含信用减值损失）主要包括商誉减值损失、合同资产减值损失、信用减值损失和其他非流动资产减值损失等。2021 年资产减值损失（含信用减值损失）大幅增长至 1.17 亿元，主要是由于公司根据新收入准则将部分其他应收款转为合同资产及其他非流动资产，对于划转的该部分资产，按照存续期的预期信用损失计量计提准备所致。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，2019-2021 年该公司营业收入规模持续增长，毛利率相对稳定。近年来主要在收入增长的带动下经营收益逐年增加，净利润实现逐年增长，

¹⁰ 包括“其他收益”中的政府补助和“营业外收入”中的政府补助。

2019-2021 年净利润分别为 14.32 亿元、19.44 亿元和 26.65 亿元。同期净资产收益率分别为 6.58%、5.87%和 6.44%，呈现一定波动。近两年投资收益及其他收益对公司盈利有所补充，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。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 200.84 亿元，同比增长 36.03%；同期实现毛利率 8.34%，同比下降 1.38 个百分点。当期公司期间费用率同比上升 1.14 个百分点至 6.95%，营业利润同比增长 20.02%至 2.74 亿元，净利润同比增长 19.31%至 2.35 亿元。

(4) 运营规划/经营战略

根据“十四五”规划，该公司将打造极具竞争优势，集投资、建设、运营为一体的“全产业链”现代化建筑业龙头企业，充分发挥集团在全省建筑业发展中的骨干引领作用，坚持产业现代化方向，蹚出山西建筑业转型发展新路，当好山西建筑产业现代化领头羊，“十四五”期间实现经营规模快速增长和经济效益大幅提升，奋力冲刺“世界 500 强”，向国内领先、国际知名、具有较强竞争力的“大建设”集团目标迈进。

按照“十四五”规划战略目标，该公司初步确定 2022 年主要经济指标为：新签合同额达到 3,100 亿元，营业收入达到 1,400 亿元。

管理

该公司是山西省人民政府出资设立的省属国有资本控股公司，股权结构清晰。公司组织架构设置符合其业务特征，能有效地保障日常业务的顺利开展。目前公司国企混合所有制改革实施方案仍在进行中，对公司造成的影响有待观察。

该公司是由山西省人民政府出资设立的省属国有资本控股公司。公司产权状况详见附录一。2017 年 8 月 17 日，山西省国资委印发国企改革“21 项重点工作”，其中明确指出将采取多种模式，在省属企业全面推进国企混合所有制改革，并将公司列入省属企业集团公司层面推进混改的试点企业。2017 年 9 月 20 日，公司完成公司制改革，并由山西国运持有公司 100.00%股权，履行出资人职责。2020 年 12 月，山西国运将 10%股权无偿划转至山西省财政厅持有。截至 2022 年 3 月末，山西国运和山西省财政厅分别持有公司 90%和 10%的股权，公司实际控制人仍为山西省人民政府。2020 年由山西省政府无偿划入公司四大设计院；截至目前公司混合所有制改革仍在进行中，造成的影响有待观察。

人事变动方面，2021 年 1 月，白彦平担任该公司总会计师职务；2021 年 3 月，耿鹏鹏不再担任公司党委委员、副总经理职务；2021 年 12 月，温刚不再担任公司党委委员、副总经理、工会主席；2021 年 12 月，祁立柱担任公司副

总经理职务；2021 年 12 月，李晋宏、曹良正、吴俊福不再担任公司外部董事职务，刘世文、呼运平、王晋斌、庞全民担任本公司专职外部董事。2022 年 3 月，乔建峰担任公司党委专职副书记、副董事长，不再担任公司副总经理。

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。2021 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晋城国投医院项目管理有限公司 1.22 亿元、应收忻州师院新校区（一期）项目管理有限公司 1.14 亿元、应收山西裕昌房地产开发有限公司 1.64 亿元、应收北京广恒房地产开发有限责任公司 1.78 亿元、应收山西勤建置业有限公司 3.05 亿元、应收三亚东吉水产食品有限公司 3.58 亿元、应收太原晋泽置业有限公司 2.11 亿元等。

图表 33. 公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		2020 年末	2021 年末
应收关联方	应收账款	3.42	6.94
	其他应收款	6.71	14.18
	预付款项	0.40	-
	长期应收款	7.43	0.56
	合计	17.97	21.68
应付关联方	应付账款	0.98	0.37
	预收款项	0.54	-
	其他应付款	1.86	2.09
	合计	3.38	2.46

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

截至 2021 年末，该公司对外担保（不包含主业含担保的金融子企业对外提供的担保）余额为 6.98 亿元，占净资产的比重为 1.54%，较上年末下降 6.28 个百分点。具体担保情况见下表。

图表 34. 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保终止日
太原重型机械集团有限公司	5.00	2021 年 12 月 30 日	2022 年 12 月 30 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
原平市新源城市基础设施建设有限公司	0.22	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	0.15	2016 年 5 月 11 日	2025 年 5 月 10 日
河曲县政通投资有限公司	0.11	2016 年 3 月 29 日	2026 年 3 月 28 日
合计	6.98	-	-

资料来源：山西建投

根据该公司 2022 年 5 月 12 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 2022 年 3 月末，公司处于存续期的债券均正常付息，无违约情况发生。公司三年不存在尚未了结的实质性影响公司财务、经营及资产状况的重大诉讼、仲裁或行政处罚案件。2021 年以来无重大行政处罚及

违法失信情况发生。

图表 35. 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	2022/05/12	正常	正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/05/10	正常	正常
工商行政处罚	国家企业信用信息公示系统	2022/05/10	无	无

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。

财务

2021 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，但公司短期刚性债务规模已较大，即期债务偿付压力加大。受益于政府支持及自身经营积累，近年来公司资本实力始终较强。2019-2021 年公司经营性现金流保持净流入状态。公司应收账款及存货近年来逐年增长，对资金占用仍较多，但公司营业周期持续缩短，经营效率有所提高。较强的资本实力、稳定的经营性现金净流入量，加之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

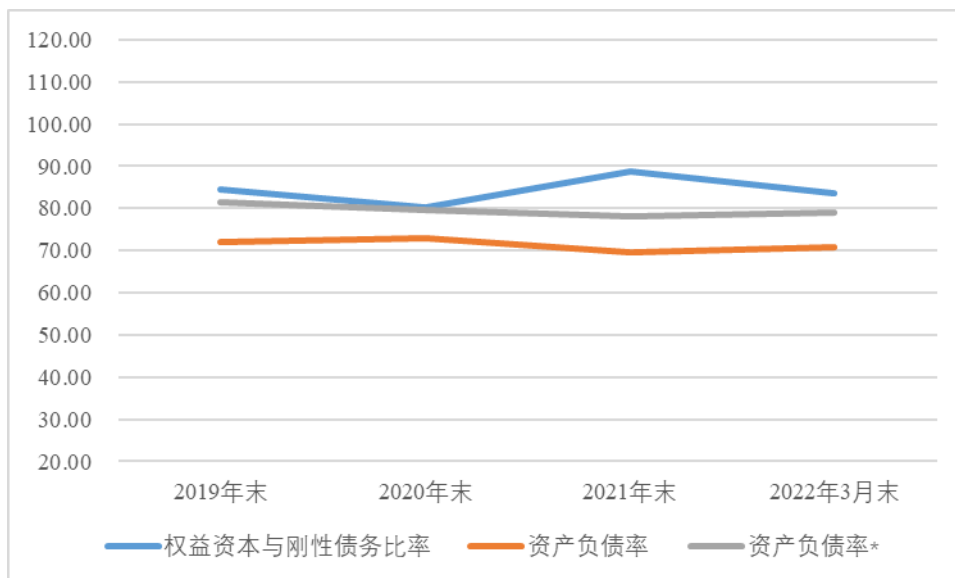
中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年至 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。

截至 2021 年末，该公司纳入合并范围子公司合计 42 家。其中，2021 年自然人股东将其持有山西六建集团有限公司（简称“山西六建集团”）的 28.95%表决权及提名和提案权等权力无条件且不可撤销地让渡给公司，公司取得相关权力后，持有山西六建集团 51%的表决权，公司将取得山西六建集团的实际控制权。因此公司将山西六建集团纳入并表范围。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 36. 公司财务杠杆水平变动趋势(单位: %)



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。

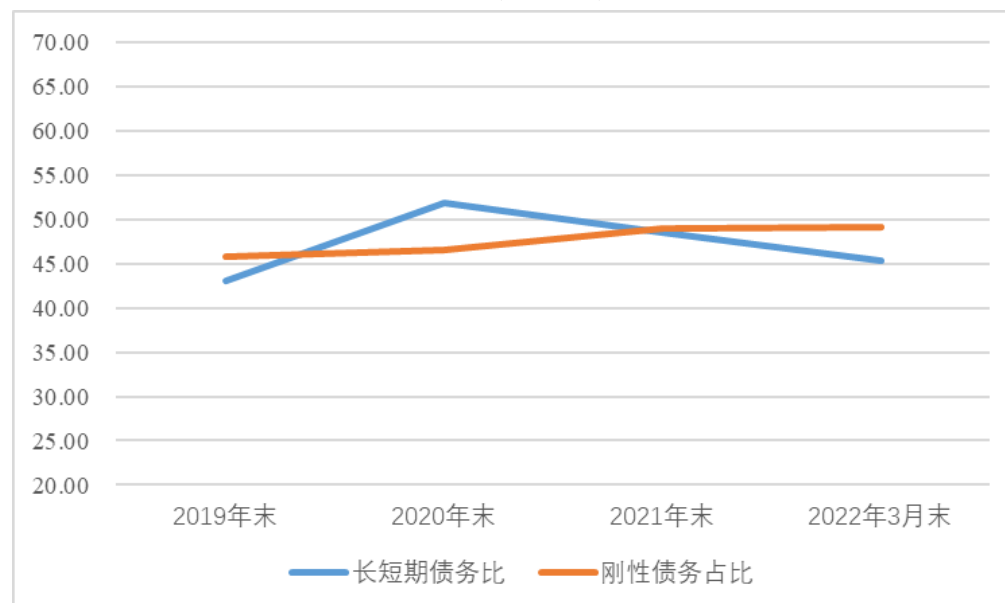
近年来该公司工程建筑施工主业发展迅速，工程建设需垫入大量资金，公司负债规模增长较快。2019-2021 年末公司资产负债率保持较高水平，分别为 72.13%、72.83%和 69.72%。公司于 2018 年开始进行永续类融资，截至 2021 年末计入其他权益工具的永续债务达到 127.41 亿元。如将计入其他权益工具的永续类融资作为负债核算，2019-2021 年末，公司资产负债率分别为 81.55%、79.69%和 78.21%，负债经营程度始终较高。

从权益资本方面来看，受益于政府支持及自身经营积累，该公司近年来资本实力增强。2021 年公司资本公积增加 32.65 亿元，其中 20.00 亿元为政府划拨股权影响，8.00 亿元为政府出资溢价影响，0.003 亿元为政府划拨实物资产影响，其余新增为对子公司实缴比例变动的影响。

近年来，公司所有者权益中未分配利润占比逐年下降，2019-2021 年末占比分别为 19.22%、15.19%和 11.45%。2021 年公司未分配利润下降主要系受到新金融工具准则、新收入准则及企业会计准则解释第 14 号影响所致。公司其他综合收益主要为投资性房地产价值评估，采用公允价值模式进行后续计量。2021 年末其他综合收益减少 10.14 亿元，主要系当年投资性房地产公允价值较上年末减少了 96.53%所致。此外，合并范围的增加导致当年少数股东权益明显增加。在上述因素综合影响下，2021 年末所有者权益较上年末增长 21.66%至 454.55 亿元，对刚性债务的覆盖程度较好。

(2) 债务结构

图表 37. 公司债务结构及核心债务(单位: %)



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, 该公司债务以短期为主, 2018-2020 年长短期债务比呈现波动, 分别为 43.10%、51.84%和 48.52%。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 (含合同负债)、长期应付款及应交税费等科目。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。预收款项 (含合同负债) 主要为预收售楼款、预收工程款及预收制造产品销售款等, 2021 年末预收款项总体较上年末变化不大。其他应付款主要为暂收暂付款、保证金及代扣代付个人款项等, 当年末其他应付款较上年末大幅下降 53.42%, 主要系暂收暂付款减少所致。当年末公司应交税费同比减少 29.25%, 主要系公司业务规模增加, 销项税额增加, 应交税费重分类减少所致。2021 年末, 公司其他流动负债主要由待确认 (待转) 销项税构成¹¹, 当年末其他

¹¹ 其他流动负债中的短期融资计划已纳入刚性债务范畴。

流动负债较上年末大幅增长 74.72%，主要是由于待确认（待转）销项税增加所致。公司递延收益主要为政府补助，当年末余额为 1.55 亿元，较上年末大幅下降 84.90%，主要系受到新金融工具准则影响。

（3）刚性债务

图表 38. 公司刚性债务构成（单位：亿元、%）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	132.74	164.28	199.53	225.79
其中：短期借款	56.21	69.98	72.77	93.91
一年内到期的长期借款	12.74	27.40	27.49	36.66
应付（超）短期融资券	25.00	10.00	15.00	5.00
应付票据	31.66	44.35	50.21	56.00
其他短期刚性债务	7.13	12.56	34.06	34.21
中长期刚性债务合计	208.93	301.21	312.46	320.19
其中：长期借款	155.09	252.81	250.78	248.55
应付债券	43.78	45.01	32.78	43.79
其他中长期刚性债务	10.06	3.38	28.90	27.85
综合融资成本	5.61	5.22	5.11	5.05

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，近年来增长迅速。截至 2021 年末，刚性债务余额达到 511.98 亿元，较上年末增长 9.99%，增长主要来自短期刚性债务。从借款类型看，公司银行借款主要由保证借款、信用借款、质押借款、保证+质押借款构成，2021 年末分别占比为 29.09%、16.49%、11.72%和 38.00%。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、股权及特许经营收益权等。同年末应付票据同比增长 13.21%，主要系公司工程项目增加，开立银行承兑增加所致。此外，公司还通过发行债券筹集资金，主要发债主体为公司本部、子公司园区建发及山西五建。公司带息债务利率区间浮动较大，主要集中在 1.97%-5.25%。

总体来看，近年来该公司刚性债务综合融资成本有所下降，但刚性债务规模快速增长，且短期刚性债务规模已较大，公司即期偿债压力较大。

图表 39. 公司近三年银行借款结构（单位：亿元）¹²

借款类型	2019 年末			2020 年末			2021 年末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	41.96	83.50	125.46	30.36	127.30	157.66	51.34	50.76	102.10
质押借款	-	56.74	56.74	0.10	106.44	106.54	2.10	39.05	41.15
抵押借款	0.15	15.41	15.56	0.93	10.04	10.97	1.68	13.35	15.03
信用借款	14.10	12.18	26.28	38.59	36.43	75.02	17.40	40.49	57.89
保证+抵押借款	-	-	-	-	-	-	0.25	1.23	1.48

¹² 长期中包含一年内到期的长期借款。

借款类型	2019 年末			2020 年末			2021 年末		
保证+质押借款	-	-	-	-	-	-	-	133.39	133.39
合计	56.21	167.83	224.04	69.98	280.21	350.19	72.77	278.27	351.04

资料来源：山西建投

2022 年 3 月末，该公司负债总额为 1,111.72 亿元，较上年末增长 6.21%；同期末资产负债率为 70.88%，将永续类融资作为负债核算的资产负债率为 79.00%，负债经营程度较上年末略有增长。当期末，公司负债规模增长主要来自于银行借款和应付债券等刚性债务、预收款项及其他应付款增加。2021 年第一季度，公司银行借款规模继续增加，且当期发行了 5 亿元 22 山西建投债 01，2022 年 3 月末公司刚性债务较上年末增加 34.00 亿元至 545.98 亿元。公司其他负债构成未发生重大变化。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 40. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	219.48	182.94	182.94	144.74
营业收入现金率（%）	102.80	98.87	90.92	117.19
业务现金收支净额（亿元）	75.67	77.97	23.75	-45.20
其他因素现金收支净额（亿元）	-57.31	-59.39	1.95	5.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	18.37	18.58	25.71	-39.96
EBITDA（亿元）	32.83	44.04	55.30	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.11	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.00	1.80	1.91	-

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。2019-2021 年公司营业收入现金率分别为 102.80%、98.87%和 90.92%，营业收入现金率逐年下降主要系随着业务规模的扩大，公司现金收取比例有所下降，应收账款规模增加所致。2019-2021 年业务现金收支分别为 75.67 亿元、77.97 亿元和 23.75 亿元，2021 年业务现金收支净额大幅下降主要系大宗商品价格上涨，公司原材料采购现金支出增加所致。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、备用金收支及期间费用支出。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。其中 2019-2021 年公司暂收暂付款净支出分别为 31.17 亿元、97.62 亿元及 27.53 亿元。

2022 年第一季度该公司业务现金收支净额为-45.20 亿元，净流出较大主要系第一季度集中结算支出职工薪酬、项目款项所致；其他因素现金收支净

额为 5.24 亿元，主要包括经营租赁支出和除税费返还外的政府补助。

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，利润总额和列入财务费用的利息支出占比高，拉动 EBITDA 增长。近三年刚性债务规模快速增长，公司 EBITDA 对刚性债务与利息支出的覆盖倍数总体变化不大。

（2）投资环节

图表 41. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-44.16	-0.02	-18.27	-5.86
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	-79.89	-104.82	-99.53	-6.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	19.02	1.89	-3.62	-2.29
投资环节产生的现金流量净额	-105.03	-102.96	-121.41	-14.86

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对长期资产、股权及债权的投资。2020 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扩张，主要系公司当年对 PPP 项目投入资金大幅增加所致。2021 年回收投资与投资支付净流出额大幅增加，主要系当年赎回晋阳资产 2020 年第一期融资 3.00 亿元，同时支付四川天玖购买恒基浦业节节高 3 号基金 8.80 亿元所致。考虑到公司承接的 PPP 项目及“山西·潇河新城”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。

2022 年第一季度投资环节产生的现金净流出为 14.86 亿元，同比减少 21.02%，主要系一季度建设期 PPP 项目支付款项减少所致。

（3）筹资环节

图表 42. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	108.84	21.31	45.05	0.12
取得借款及发行债券收到的现金	205.66	249.58	179.71	71.59
偿还债务支付的现金	106.46	114.46	172.36	42.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19.55	34.81	33.09	8.77
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	1.18	-36.05	84.55	1.64
筹资环节产生的现金流量净额	189.68	85.56	103.86	22.59

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款、发行债券、吸收股东投资等方式筹资资金。2021 年公司吸收投资收到的现金较上年大幅增加，主要系当年华电金泰（北京）投资基金管理有限公司发行定向资产支持票据作为少数股东出资 34 亿元

所致。由于融资需求提升，当年公司取得借款及发行债券收到的现金较上年明显减少。公司其他对筹资环节现金净流量有影响的因素主要为收到或偿还的（超）短期融资券、其他权益工具及融资租赁和租赁公司借款等。2021 年其他因素对筹资环节现金流量影响净额为 84.55 亿元，较上年大幅增长，主要系由于项目建设需要，公司融资借款增加所致。总体来看，2021 年公司筹资环节产生的现金流量净额为 103.86 亿元，较上年末增长 21.38%。考虑到近年来公司承接了不少 PPP 项目，房地产业务规模持续扩张，且后续还将继续推进“山西·潇河新城”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。

2022 年第一季度该公司筹资环节产生的现金净流入额同比大幅增加，主要系项目建设及偿还到期债务对资金需求增加所致。

4. 资产质量

图表 43. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	723.18	825.26	813.77	855.16
	69.91%	60.02%	54.21	54.52
其中：货币资金（亿元）	197.59	198.59	208.34	168.16
应收账款（亿元）	168.94	189.01	204.47	232.23
预付款项（亿元）	38.53	33.54	23.97	31.65
其他应收款（亿元）	98.10	134.06	53.91	49.00
存货（含合同资产）（亿元）	188.34	214.35	259.19	309.58
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	311.31	549.78	687.46	713.29
	30.09%	39.98%	45.79	45.48
其中：可供出售金融资产（亿元）	70.44	68.11	20.57	20.58
长期应收款（亿元）	46.82	66.38	84.68	93.90
长期股权投资（亿元）	7.64	9.89	55.05	55.58
投资性房地产（亿元）	12.12	14.88	5.41	5.41
固定资产（亿元）	11.82	18.80	26.10	25.66
在建工程（亿元）	51.16	53.52	75.74	82.56
无形资产（亿元）	17.42	103.32	137.47	137.66
商誉（亿元）	0.36	15.74	15.27	15.26
其他非流动资产（亿元）	87.04	185.84	213.91	220.63
期末全部受限资产账面金额（亿元）	35.75	61.75	113.21	-
受限资产账面余额/总资产（%）	3.46	4.49	7.54	-

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快速增长。公司资产以流动资产为主，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。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，近年来应收账款占资产总额的比重逐年下降，2019-2021 年末分别为 16.33%、13.75%

和 13.62%。应收账款客户账期一般在 1-2 年，2021 年末账龄在一年以内的为 118.58 亿元，占应收账款比重为 57.99%。公司客户较为分散，前五名应收账款合计占比 8.08%。2021 年末，公司预付款项较上年末下降 28.52%，主要是由于为项目建设预付定金、工程款、材料款、设备款、土地流转费等减少所致。当年末，其他应收款账面价值较上年末大幅减少 59.78%，主要系受到新收入准则影响，将部分其他应收款重分类为合同资产所致。同期末，公司存货（含合同资产）账面价值继续较上年末增长 20.92%至 259.19 亿元，占资产总额比重为 17.27%；存货（含合同资产）主要由开发成本、开发产品、提供服务所确定的合同资产等构成，当年末存货（含合同资产）较上年末大幅增加，主要系公司根据新收入准则将部分其他应收款重分类为合同资产所致。受益于融资规模扩大、并表范围增加及主业回款加快，近年来公司货币资金持续增长。2021 年末货币资金余额为 208.34 亿元，占总资产的比重为 13.88%，其中受限货币资金为 24.05 亿元，为票据保证金、保函保证金等，受限资金占比 11.54%。总体看，公司货币资金较充裕，可为公司债务偿还提供一定支撑。

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。可供出售金融资产主要包括可供出售债务工具、权益工具等。2021 年末可供出售金融资产较上年末大幅下降 69.81%，主要系根据新金融工具准则，将部分可供出售金融资产调整至债权投资、其他债权投资及其他权益工具投资所致。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应收长期融资款，当年末长期应收款账面价值较上年末增长 27.57%，主要系 2021 年随着 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使得应收长期工程款增加 16.79 亿元，以及分期收款提供劳务增加 5.83 亿元所致。2021 年末长期股权投资余额较上年末大幅增加 456.50%，主要系公司追加了对忻州市城东路网项目管理有限公司、宁波保税区三晋国投股权投资基金合伙企业（有限合伙）、晋中领航投资建设有限公司、忻州师院新校区（一期）项目管理有限公司、山西忻定忻原项目管理有限公司、阳城县桑田嘉业建设有限公司等的投资合计 34.91 亿元。公司投资性房地产主要是公司下属子公司持有的房屋及建筑物所形成，投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2021 年末投资性房地产余额较上年末大幅减少 63.61%，主要系公司处置土地使用权所致。公司固定资产主要为房屋建筑、施工机械和运输设备等，2021 年末余额较上年增加 38.81%，主要系当年购置固定资产增加及部分在建工程完工转入所致。2021 年末，公司在建工程中已投入金额较大的项目主要包括山西建筑产业现代化潇河园区（一期）项目、山西·潇河新城二期项目、山西·潇河新城二期项目配套设施、新源智慧运行总部、山西·潇河新城一期项目，账面价值分别为 5.73 亿元、18.78 亿元、10.71 亿元、6.00 亿元、6.40 亿元。公司使用权资产主要由机器设备、房屋及建筑物使用权构成，当年末新增使用权资产 0.28 亿元。同年末，无形资产较上年末大幅增加 33.05%至 137.47 亿元，主要系部分 PPP 项目完工后取得项目经营权，确认为无形资产

所致。2021 年末，公司商誉余额为 15.27 亿元，较上年末变化不大。此外，2021 年末其他非流动资产较上年末增加 15.11%，主要系 PPP 项目投资不断增加所致。

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 113.21 亿元，其中 24.05 亿元为货币资金中的信用证保证金、保函等，16.55 亿元为用于借款抵押的存货，15.76 亿元为用于借款抵押的无形资产，35.92 亿元为用于借款抵押的长期应收款。受限资产合计占总资产比重为 7.54%。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1,568.45 亿元，仍以流动资产为主。当期末货币资金较上年末减少 19.29%，主要系购买原材料现金支出增加所致。交易性金融资产较上年末大幅增加 25.81%，主要系当年增加了投资标的所致。预付款项较上年末增加 32.04%，主要是由于工程建设需要，公司原材料采购增加使得预付款增加所致。存货（含合同资产）较上年末增加 19.44%，主要系工程物料及在服务的合同资产增加所致。一年内到期的非流动资产较上年末减少 38.17%，主要系一年内到期的长期应收款减少所致。开发支出较上年末大幅增加 323.36%，主要系公司加大研发投入所致。除上述科目外，公司其余主要资产构成较上年末变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 44. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	138.68	125.13	115.47	111.78
速动比率（%）	95.17	87.55	75.29	67.18
现金比率（%）	38.78	30.83	31.37	23.30
应收账款周转速度（次）	3.56	4.54	5.96	-
存货周转速度（次）	3.12	3.56	4.37	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

注：计算速动比率时存货包含合同资产金额。

由于负债规模增长较快，2021 年该公司流动比率及速动比率分别较上年末下降 9.66 个百分点和 12.26 个百分点。近年来公司营业收入增长较快，且公司不断加大应收账款清收力度，公司应收账款周转速度及存货周转速度均逐年提升。总体来看，近年来公司存货规模增长，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。2022 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率较上年末进一步分别下降 3.69 个百分点、8.11 个百分点和 8.07 个百分点，但账面货币资金仍较为充裕，可为即期债务偿还提供一定支撑。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司已成立资金管理部，对全集团资金进行集中管理。2021 年末，公司本部货币资金余额为 93.97 亿元，占合并口径货币资金比重为 45.10%。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。集团总部以直接融资为主，间接融资为辅；子公司以直接融资为辅，间接融资为主。2021 年末公司合并口径刚性债务为 511.98 亿元，其中含本部刚性债务 187.80 亿元，占比 36.68%。2021 年末，公司集团本部应收账款及其他应收款分别为 14.23 亿元和 144.93 亿元，应收账款多为应收工程款，其他应收款包括应收利息、应收股利、保证金和备用金等。2022 年 3 月末公司本部流动资产余额为 256.57 亿元，较上年末下降 1.76%，其中货币资金余额为 61.44 亿元，占合并口径比重为 36.54%。同期末公司本部刚性债务余额为 200.27 亿元，占合并口径比重为 36.68%。

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。2021 年公司本部实现营业收入 44.68 亿元，净利润 12.82 亿元。

外部支持因素

1. 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，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。2020 年政府无偿划入 2.32 亿元增加资本公积，同时无偿划转山西省建筑设计研究院有限公司、山西省勘察设计院集团有限公司、山西省建筑科学研究院有限公司及煤炭工业太原设计研究院集团有限公司，公司资本实力逐步增强，业务规模不断扩大。

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，近年来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主业资金回笼加快，营业周期继续缩短。

在山西省内重大建设项目方面，目前该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。经山西省委财经委员会同意，由公司牵头组建山西静态交通建设运营有限公司，针对医院、学校、商业中心等综合交通枢纽探索新停车模式，2021 年由公司运营的学府智能停车场正式投入使用，是目前山西省最大的现代立体停车场建设工程。后续公司还将承担更多山西省内重大项目建设任务。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司共获得各银行综合授信额度合计人民币 1,360.35 亿元，尚未使用的综合授信额度为 699.91 亿元。公司获得的授信中，大型国有金融机构授信占比较高。

图表 45. 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	利率区间
全部（亿元）	1360.35	660.44	699.91	1.45%-10.00%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	413.43	226.57	186.86	1.97%-5.88%
工农中建交五大商业银行（亿元）	360.97	148.42	212.55	1.85%-5.64%
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.93	56.78	57.07	—

资料来源：根据山西建投所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 债券特定条款

该公司发行的 19 晋建 Y2、19 晋建 Y4 和 21 山西建投 MTN002 为永续期债券，存在不同于普通公司债券的特殊条款。

19 晋建 Y2

19 晋建 Y2 发行时设置了发行人续期选择权、发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权及发行人赎回选择权。该期债券在破产清算时的清偿顺序等同于该公司普通债务。

19 晋建 Y4

19 晋建 Y4 发行时设置了发行人续期选择权、递延支付利息权及发行人赎回选择权，该期债券首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。该期债券在破产清算时的清偿顺序等同于该公司普通债务。

21 山西建投 MTN002

21 山西建投 MTN002 发行时设置了发行人赎回选择权及利息递延支付权，若发行人不行使赎回选择权，则该期债券将继续存续。该期债券在破产清算时的清偿顺序等同于该公司普通债务。

2. 增信措施及效果

该公司发行的 19 晋建 Y2 和 19 晋建 Y4 均由晋商信用增进投资股份有限公司（简称“晋商信用增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

晋商信用增进成立于 2016 年 9 月，由山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）联合山西能源交通投资有限公司、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司等 6 家省属重点非煤炭行业国有企业共同出资组建，股东均以货币资金出资，于 2016 年 9 月 26 日前一次缴足。2017 年 12 月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会山西省财政厅关于划转晋商信用增进投资股份有限公司国有股权的通知》（晋国资产权函[2017]484 号），山西省国资委和财政厅将山西金控集团持有的所有股份，划转至山西省国资委，由山西省国资委注入山西省国有资本运营有限公司（原山西省国有资本投资运营有限公司，以下简称“山西国运公司”），并将山西金控集团对应负债 21 亿元，同步划归山西国运公司承担，截至 2021 年末，晋商信用增进注册资本为 40.00 亿元。

晋商信用增进的经营范围主要包括债券和非债券信用增进业务，债券、股权和理财产品投资业务。其中：债券增信业务包括信用债产品、投资类产品、境外产品的信用增进业务，非债券增信业务包括理财产品、信托计划、资产管理计划和结构化产品的信用增进业务以及信用风险缓释工具。投资业务方面，晋商信用增进本部主要通过债券自营投资、成立债券平稳基金、委托贷款和参股私募股权基金等形式为省内重点国有企业提供融资服务，在一定程度上提升了收益能力，但也加大了风险管理难度。

此外，2017 年，晋商信用增进参与发起设立晋阳资产管理股份有限公司（和晋信资本投资管理有限公司两家功能性子公司，分别开展不良资产的批量收购处置、投资和基金管理等业务，两家子公司业务发展迅速，经营较为独立。截至 2021 年末，上述两家子公司的注册资本分别为 30.00 亿元和 2.00 亿元，晋商信用增进的持股比例分别为 46%和 50%。2021 年 10 月，经晋商信用增进股东大会决议，所持上述两家子公司股权全部托管至山西国运公司，托管期间股权关系保持不变，山西国运公司享有股权相关的表决权等。

截至 2021 年末，晋商信用增进经审计的合并口径资产总额为 106.93 亿元，净资产为 51.13 亿元；2021 年，实现营业收入 2.10 亿元，投资收益 6.57 亿元，实现净利润 2.67 亿元。

晋商信用增进是山西省政府为了更好地支持全省实体经济、特别是省属重点国有企业的发展、降低省属重点国有企业的融资压力、推动山西国有企业转型发展、支持省属重点国有企业通过金融市场持续融资、完善山西金融风险防范体系而设立的国有信用增进机构，同时也是全国首家省级信用增进公司。晋商信用增进营业收入主要来源于信用增进服务收入及投资业务收益。随着各项业务发展，其增信业务收入逐步增加，目前投资业务收益对于盈利的贡献度较高；为支持本部投资业务和子公司不良资产业务的发展，晋商信用增进的负债经营程度持续上升，刚性债务规模较大。财务费用支出对于盈利增长形成一定压力。

整体来看，晋商信用增进提供的担保进一步增强了 19 晋建 Y2 和 19 晋建 Y4 的安全性。

跟踪评级结论

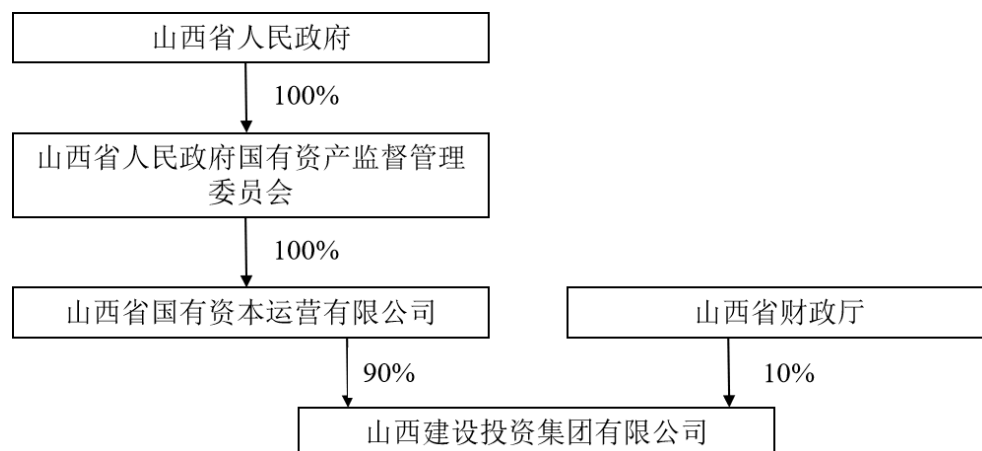
该公司是山西省人民政府出资设立的省属国有资本控股公司，股权结构清晰。公司组织架构设置符合其业务特征，能有效地保障日常业务的顺利开展。目前公司国企混合所有制改革实施方案仍在进行中，对公司造成的影响有待观察。

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，在山西省内拥有较强的竞争优势，同时公司还不断拓展省外业务。近年来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。受益于业务规模快速扩张，近年来公司营业收入持续增长，综合毛利率在行业内维持相对较高水平。同期期间费用及期间费用率增长较快，但仍处于合理水平。总体看，公司盈利能力较强。未来随着 PPP 项目和“山西·潇河新城”项目的投资建设进一步推进，公司资金需求将进一步扩大。

2021 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，但公司短期刚性债务规模已较大，即期债务偿付压力加大。受益于政府支持及自身经营积累，近年来公司资本实力始终较强。2019-2021 年公司经营性现金流保持净流入状态。公司应收账款及存货近年来逐年增长，对资金占用仍较多，但公司营业周期持续缩短，经营效率有所提高。较强的资本实力、稳定的经营性现金净流入量，加之账面较充裕的货币资金，可为公司债务偿付提供支撑。

附录一：

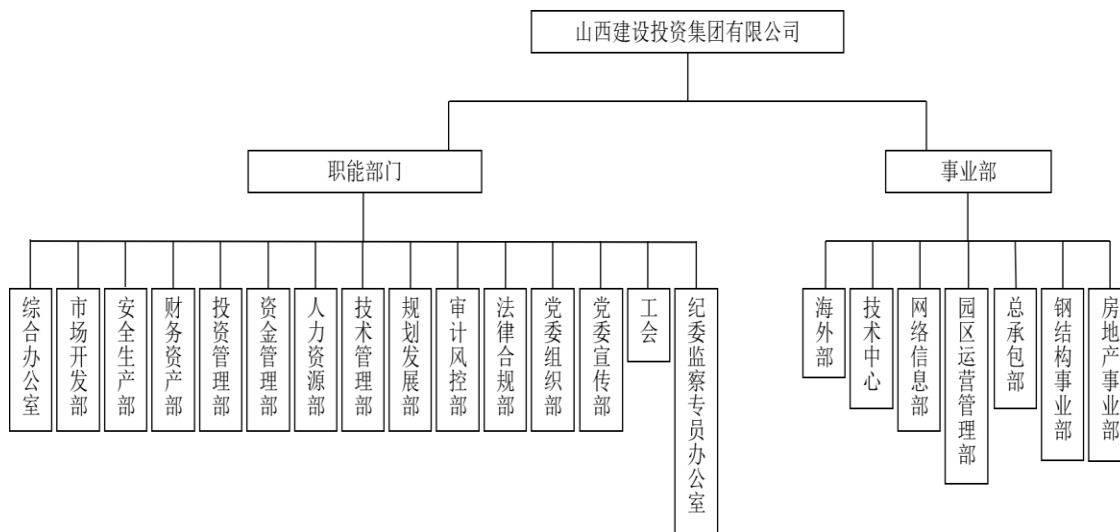
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年 3 月末）。

附录三：
截至 2022 年 3 月末公司 PPP 项目情况（单位：亿元）

序号	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						
1	晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP	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	28.80	19.65	6.00	1.00	4.00	-	4.00	1+20	27.80	28.80	11.34	政府付费
2	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	90.00%	21	2017.1	2017.4	9.40	4.88	5.98	0.19	1.69	-	1.69	1+20	9.21	13.96	3.23	政府付费
3	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	80.00%	17	2018.5	2018.10	30.72	20.54	6.10	1.25	4.99	-	4.99	2+15	29.47	29.07	1.94	政府付费
4	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	85.00%	29	2017.3	2017.3	15.21	11.20	5.99	0.49	2.76	-	2.76	1+28	14.72	15.03	6.26	使用者付费+可行性缺口补贴
5	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	80.00%	25	2018.9	2019.1	8.00	4.95	6.60	0.32	1.28	-	1.28	2+23	8.00	7.88	-	政府付费
6	山西省朔州迎宾大道(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	2018.5	2018.8	15.21	10.30	6.80	0.61	2.44	-	2.44	25	14.60	14.60	-	政府付费
7	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	75.00%	23	2019.9	2020.1	13.90	10.25	7.50	0.42	2.09	0.28	0.63	3+20	13.20	3.30	-	可行性缺口补贴
8	霍州全民健身中心建设 PPP 项目	市级	山西建投晋霍工程项目管理有限公司	是	90.00%	15	2018.4	2018.11	3.34	2.54	6.40	0.07	0.60	-	0.60	2+13	3.27	3.28	-	可行性缺口补助
9	吕梁市教育扶贫一期 PPP 项目	市级	山西建投晋西北教育建设投资有限公司	是	90.00%	18	2019.8	2019.9	21.29	16.57	7.00	0.43	3.83	-	2.35	3+15	3.83	2.35	-	可行性缺口补助

10	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	75.00%	17	2018.11	2018.8	2.95	2.47	7.20	0.11	0.34	-	0.34	1.5+15	2.84	2.25	-	可行性缺口贴
11	长子县“四好农村路”改造工程 PPP 项目	县级	山西拓嘉公路工程有限责任公司	是	65.00%	15	2018.9	2018.11	1.73	1.42	5.91	0.10	0.23	0.02	0.23	1+14	1.61	0.90	0.14	政府付费
12	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	80.00%	10	2018.1	2018.3	1.58	1.20	6.50	0.06	0.25	-	0.25	1+9	1.52	1.22	-	政府付费
13	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	51.00%	16	2018.5	2018.7	1.14	1.01	5.88	0.10	0.12	0.01	0.12	1+15	1.03	0.70	0.12	政府付费
14	清徐县 2018 年度“四好农村路”改造工程 PPP 项目	县级	山西拓途公路工程有限责任公司	是	70.00%	16	2018.9	2019.3	3.07	2.64	5.92	0.18	0.43	-	0.43	1+15	2.89	2.70	0.42	政府付费
15	沁县松村至迎春公路（太焦高铁连接线）新建 PPP 项目	县级	沁县大通交通发展有限公司	是	90.00%	22	2018.6	2019.5	6.54	5.29	6.48	0.14	1.22	-	1.06	2+20	6.40	7.39	7.53	政府付费
16	河曲县贫困村整体提升工程 PPP 项目	县级	河曲县诚泰建设项目管理有限公司	是	80.00%	22	2018.9	2018.5	7.46	6.23	7.67	0.30	1.81	-	1.18	2+20	7.16	5.49	-	可行性缺口补助
17	临县高级中学后勤与公寓工程（一期工程）PPP 项目	县级	临县瑞阳建设项目管理有限公司	是	80.00%	15	2019.12.11	2020.5	1.49	1.12	7.24	0.06	0.24	-	0.02	2+13	1.43	0.51	-	可行性缺口补助
18	永和县文体活动公共服务设施 PPP 项目	县级	山西永和文体项目管理有限公司	是	80.00%	17	2019.12	2020.6	2.93	2.12	6.42	0.12	0.47	-	0.50	2+15	2.81	1.67	-	可行性缺口补助
19	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	1.03	0.01	0.92	3+15	5.67	4.62	-	可行性缺口补助
20	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	80.00%	15	2017.5	2017.5	2.38	1.83	5.98	0.08	0.39	-	0.39	2+13	2.30	2.24	0.62	政府付费
21	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	90.00%	15	2017.8	2018.8	3.34	2.56	5.71	0.07	0.60	-	0.60	2+13	3.27	3.20	-	政府付费

22	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	是	90.00%	15	2017.9	2017.1	1.63	1.18	6.54	0.03	0.29	-	0.29	1+14	1.60	1.00	-	政府付费
23	怀仁县陶瓷职业技术学院项目	市级	怀仁市兴怀嘉业城市建设有限公司	是	80.00%	25	2017.11	2018.4	7.55	4.66	6.39	0.30	1.21	-	1.21	3+22	7.25	6.90	-	政府付费
24	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管理有限公司	是	90.00%	17	2018.6	2018.1	5.89	5.27	7.00	0.12	1.06	-	1.06	1.5+15	5.77	5.76	-	可行性缺口补助
25	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	85.00%	18	2018.6	2018.7	3.66	3.12	7.35	0.11	0.62	-	0.71	2+16	3.55	3.73	-	可行性缺口补助
26	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	85.00%	20	2018.1	2018.11	4.20	2.60	6.49	0.13	0.71	-	0.71	2+18	4.07	4.01	-	可行性缺口补助
27	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	80.00%	16	2018.9	2017.8	1.31	0.92	8.20	0.05	0.21	-	0.21	1+15	1.26	1.05	0.23	政府付费
28	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	83.00%	20	2016.8	2016.7	6.17	4.25	7.00	0.26	1.28	-	1.28	3+17	5.91	6.26	-	政府付费
29	岢岚县古城文化旅游 PPP 建设项目	县级	岢岚县岚舟文化旅游建设投资有限公司	是	80.00%	25	2018.5	2018.6	2.00	1.74	8.06	0.11	0.42	-	0.36	2+23	1.89	2.00	0.14	可行性缺口补助
30	新建山西徐特立高级职业中学（文水县职教中心）PPP 项目	县级	文水县五文建设投资有限公司	是	90.00%	17	2017.11	2018.3	2.95	2.30	7.50	0.06	0.53	-	0.33	2.5+14.5	2.89	2.97	0.14	政府付费
31	定襄县基础教育设施 PPP 项目	县级	定襄县五育建设投资有限公司	是	90.00%	15	2018.9	2018.9	1.66	1.44	7.00	0.03	0.30	-	0.22	3+12	1.63	1.66	-	政府付费
32	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	90.00%	22	2018.8	2018.8	2.27	1.49	7.82	0.05	0.41	-	0.10	1.58+18	2.22	2.22	-	政府付费
33	中阳县城区段雨污分流及道路提升改造工程/中阳县滨河路综合改造提升项目	县级	中阳县五阳建设投资有限公司	是	80.00%	15	2019.11	2019.11	5.73	3.27	8.21	0.23	0.92	-	0.20	2+13	5.50	4.27	-	可行性缺口补助

34	神池现代农业产业示范区基础设施及标准厂房建设 PPP 项目	县级	神池县神五建设投资有限公司	是	100.00%	15	2020.11	2021.5	2.97	2.63	7.15	-	0.59	-	0.20	2+15	2.97	2.24	-	政府付费
35	忻州市 2017 年崞岚县农村公路网及贫困地区道路建设项目	县级	崞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	-	0.32	2+18	1.92	1.93	0.17	政府付费
36	赤峰市红山区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	100.00%	11	2016.9	2017.8	9.81	7.37	6.39	-	2.50	-	2.50	1+10	9.81	9.10	2.72	政府付费+运营绩效
37	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	80.00%	22	2017.12	2017.12	13.10	8.65	6.64	0.79	3.14	-	3.05	2+20	12.31	9.54	-	政府付费+运营绩效
38	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	80.00%	21	2018.5	2018.5.1	9.15	4.61	6.98	0.37	1.46	-	1.46	1+20	8.78	5.76	-	可用性服务费、运维绩效服务费和使用费
39	阳曲县三馆一院一校 ppp 项目	县级	阳曲县建发置业有限公司	是	95.00%	15	2018.5	2018.8	2.33	1.92	6.15	0.03	0.66	-	0.66	2+13	2.30	2.16	-	可用性付费和运营绩效付费
40	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	是	51.00%	20	2018.8	2018.12	4.75	4.36	6.06	0.46	0.48	-	0.48	1+19	4.29	4.75	-	使用者付费收入和可行性缺口补助
41	柳林县 2018 年“四好农村路”建设 PPP 项目	县级	柳林县四好公路建设管理有限公司	是	90.00%	12	2018.8	2018.1	2.69	1.88	6.87	0.08	0.73	-	0.73	2+10	2.61	2.01	-	可行性缺口补助
42	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	90.00%	20	2019.6	2020.5	4.80	2.07	8.00	0.05	0.90	0.05	0.57	2+18	4.70	3.07	-	政府付费 政府方不参与分红
43	祁县城区中轴线市政道路及配套基础设施工程	县级	祁县广惠市政建设工程有限公司	是	90.00%	17	2017.3	2017.7	8.34	7.08	6.70	0.17	1.50	-	1.50	2+15	8.17	7.51	0.24	政府付费
44	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	90.00%	10	2018.8	2018.9	0.41	0.29	5.53	0.01	0.07	-	0.07	1+9	0.40	0.39	0.11	可行性缺口补助
45	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	是	90.00%	20	2018.4	2018.9	2.08	1.69	6.81	0.04	0.40	-	0.40	2+18	2.04	2.18	0.07	可行性缺口补助

46	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	县级	祁县广济建设管理有限公司	是	90.00%	17	2017.3	2017.7	4.93	3.20	6.90	0.11	1.02	-	1.02	2+15	4.82	5.50	0.58	政府付费
47	运城市鸭子池水生态综合提升工程 PPP 项目	市级	运城市鸭子池水生态项目管理有限公司	是	90.00%	20	2019.1	2020.5	3.47	2.45	5.98	0.03	0.62	0.03	0.39	2+18	3.41	2.13	-	政府付费
48	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	95.00%	20	2017.3	2017.1	1.34	1.18	5.05	0.02	0.32	-	0.32	2+18	1.32	1.33	0.09	政府付费
49	山西省国省道路路面改造工程(晋中境内) PPP 项目	市级	晋中建远国省道路路面改造项目管理有限公司	是	85.00%	21	2020.5	2020.6	9.46	8.48	5.80	0.09	1.61	0.19	1.61	1+20	9.18	9.46	-	使用者付费
50	学府智能停车楼及配套建筑特许经营项目	市级	太原智能科创项目管理有限公司	是	100.00%	29	2020.4	2020.4	3.40	3.00	5.07	-	0.10	-	0.10	1+28	3.40	0.10	-	使用者付费
51	高平“五路一河”PPP 项目	县级	高平市山安五路一河建设发展有限公司	是	95.00%	16	2017.12	2017.9	2.09	1.50	6.98	0.02	0.40	-	0.40	1+15	2.07	1.95	0.43	政府付费
52	陵川“一路两街”PPP	县级	陵川山安建设发展有限公司	是	90.00%	16	2017.12	2018.1	2.74	2.11	6.98	0.05	0.49	-	0.49	1+15	2.69	2.24	0.97	政府付费
53	壶关两路三街项目	县级	壶关县山安两路三街建设发展有限公司	是	90.00%	17	2018.3	2018.3	3.05	2.32	6.98	0.06	0.55	-	0.55	2+15	2.99	2.53	0.43	政府付费
54	长治光伏小镇 PPP 项目	县级	长治市山安建设发展有限公司	是	90.00%	12	2018.6	2017.1	5.07	4.65	6.68	0.10	0.91	-	0.36	2+10	4.97	1.95	0.30	可行性缺口补助
55	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	90.00%	20	2018.1	2019.4	5.68	4.73	6.99	0.12	1.02	-	0.87	3+17	5.56	4.20	-	政府付费
56	介休市小水网配套工程 PPP 项目	县级	介休山安水利建设发展有限公司	是	80.00%	20	2019.2	2019.7	5.88	4.12	6.90	0.24	0.94	-	0.56	3+17	5.64	3.67	-	可行性缺口补助
57	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	95.00%	20	2018.12	2019.2	3.37	2.64	7.49	0.03	0.64	-	0.64	3+17	3.34	3.34	-	可行性缺口补助
58	昔阳县经济技术开发区地下综合管廊 PPP 项目	县级	昔阳山安综合管廊建设发展有限公司	是	90.00%	20	2018.12	2019.6	6.83	5.60	7.49	0.14	1.23	-	1.04	1+19	6.69	5.67	-	可行性缺口补助

59	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	100.00%	30	2019.1	2019.3	3.53	3.12	8.31	-	0.73	-	0.73	1+29	3.53	3.48	3.09	可行性缺口补助
60	襄垣县仙堂山旅游公路滨河东路南延高架桥工程政府与社会资本合作 (PPP) 项目	县级	襄垣县山安路桥建设发展有限公司	否	80.00%	12	2020.1	2020.11	1.49	11.05	7.29	0.06	0.23	-	0.03	2+10	1.43	0.62	0.47	可行性缺口补助
61	云南省玉溪市海绵城市试点区玉溪大河以北片区海绵工程	市级	玉溪市华控环境海绵城市建设有限公司	是	51.00%	17	2017.4	2017.2	10.02	8.03	1.41	0.42	2.16	1.65	2.16	2+15	7.94	8.23	-	政府付费
62	四川省遂宁市河东新区海绵城市建设一期改造及联盟河水系治理 PPP 项目	市级	遂宁市华控环境治理有限责任公司	是	90.00%	10	2017.10	2016.10	10.01	10.01	5.02-5.46	0.20	1.80	-	1.80	2+8	9.81	10.10	1.73	政府付费
63	(参) 河北省唐山迁安市海绵城市建设项目	县级	迁安市华控环境投资有限责任公司	是	52.80%	25	2016.7	2016.12	11.05	8.00	2.21	0.67	1.77	0.91	1.77	2+23	9.46	8.04	0.08	政府付费
64	古交市职业教育中心 PPP 项目	县级	古交市职教中心投资管理有限公司	是	79.99%	17	2019.8	2020.4	1.26	1.03	6.47	0.05	0.20	-	0.20	2+15	1.02	0.62	-	可行性缺口补助
65	高平市第二生活污水处理厂建设工程	县级	山西水投碧源水处理有限公司	否	3.00%	25	2018.4	2017.12	1.14	0.56	-	0.02	0.07	0.20	0.07	1+25	0.92	0.77	-	政府付费
66	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	39.00%	32	2016.6	2017.4	4.75	3.24	5.35	0.19	0.43	0.41	0.43	2+30	4.15	3.33	-	可行性缺口补助
67	二连浩特市中小企业创业园建设项目	准地级	二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	否	90.00%	15	2018.5	2018.5	2.80	2.20	6.90	0.06	0.50	-	0.50	2+13	2.74	2.39	-	可行性缺口补助
68	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	2.60	7.00	0.14	0.58	-	0.58	2+20	3.98	3.48	-	可行性缺口补助
69	山西农谷园区及配套设施建设工程 PPP 项目	县级市	山西财惠农谷配套设施建设有限公司	否	4.00%	11	2018.8	2018.8	2.20	0.99	9.77	0.11	0.02	0.32	0.02	1+10	1.77	1.82	-	可行性缺口补助
70	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	否	85.00%	17	2018.11	2019.9	7.66	4.17	7.20	0.17	0.99	-	0.95	2+15	7.49	4.71	-	可行性缺口补助

71	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	否	80.00%	15	2018.8	2019.8	11.45	2.84	6.60	0.46	1.83	-	1.40	0+15	10.99	7.53	-	政府付费
72	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	80.00%	17	2018.12	2020.5	4.34	3.16	7.05	0.17	0.69	-	0.37	2+15	4.17	2.18	-	政府付费
73	山西省国省道路路面改造工程（大同境内、朔州境内）PPP 项目	市级	山西路桥同朔公路管理有限公司	否	19.00%	21	2020.5	2020.4	9.07	1.58	5.47	0.09	0.34	1.38	0.31	1+20	7.60	7.56	-	政府付费
74	尧都区文化艺术中心 PPP 项目	区级	临汾市尧兴嘉业城市建设管理有限公司	否	68.12%	15	2020.1	-	4.71	3.72	6.88	0.30	0.64	-	0.20	3+12	4.41	2.20	-	政府付费
75	阳高泉至张峰道路工程 PPP 项目	县级	阳城县桑田嘉业建设有限公司	否	80.00%	22	2020.12	2021.5	11.55	6.36	5.63	0.46	1.85	-	1.02	2+20	11.09	6.22	-	政府付费
76	潞城市 2017 年交通 PPP 项目	市级	潞城市三杰项目管理有限公司	否	46.00%	15	2017.1	2018.3	2.04	1.67	6.65	0.05	0.21	0.20	0.21	1+14	1.79	1.83	0.35	政府付费
77	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	否	85.00%	15	2017.12	2018.3	4.17	2.77	6.68	0.13	0.71	-	0.71	2.5+12.5	4.04	4.02	-	可行性缺口补助
78	沁县 2017-2020 年“四好农村路”建设工程 PPP 项目	县级	山西通达和公路建设管理有限责任公司	是	98.00%	25	2018.9	2017.7	8.55	9.81	5.85	0.03	1.68	-	0.16	4+21	8.52	6.25	-	政府付费
79	蒲县昌平东街保障性住房及周边配套基础设施建设工程 PPP 项目	县级	蒲县宏泰建设项目管理有限公司	否	90.00%	18	2018.8	2019.5	6.53	4.34	7.07	0.13	1.17	-	1.12	2.5+15.5	6.40	6.40	-	可行性缺口补助
80	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	否	80.00%	22	2018.1	2018.1	6.76	5.03	6.78	0.27	1.08	-	0.90	2+20	6.49	6.27	0.14	可行性缺口补助
81	大同市市本级城市棚户区改造及配套基础设施建设工程 PPP 项目	市级	大同市城镇建设有限责任公司	否	9.49%	10	2018.8	2019.1	49.09	2-	6.01	18.14	1.50	2.64	1.50	2+8	28.31	23.81	1.45	可行性缺口补助
82	蒲县昌平大街综合管廊及配套设施建设工程 PPP 项目	县级	蒲县鼎泰建设项目管理有限公司	否	90.00%	28	2020.2	2020.4	1.93	1.35	7.05	0.04	0.35	-	0.35	2+26	1.89	1.85	-	可行性缺口补助

83	长子县农村供水应急水源及周边环境整治工程 PPP 项目	县级	长子县昊盛和水源工程管理有限公司	否	80.00%	10	2020.10	2020.11	1.84	1.53	6.35	0.07	0.29	-	0.21	2+8	1.77	0.80	-	可行性缺口补助
84	晋城市人民医院易址扩建 PPP 项目	市级	晋城国投医院项目管理有限公司	否	7.00%	28	2019.8	2019.7	17.55	13.15	6.27	1.44	0.25	1.91	0.25	3+25	14.20	0.25	-	可行性缺口补助
85	忻州师范学院新校区搬迁项目（一期）	市级	忻州师范新校区（一期）项目管理有限公司	否	80.00%	30	2019.12	2020.5	25.30	20.65	5.50	1.01	4.05		3.64	2+28	24.29	24.95	-	使用者付费
86	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	县级	孟县双祥建设投资有限公司	是	90.00%	12	2017.12	2019.4	4.43	3.09	6.37	0.09	0.81	-	0.81	1.5+10.5	4.34	4.04	-	政府付费
87	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公司	否	90.00%	20	2018.2	中学 2018.4, 医院 2018.4	6.10	4.10	6.10	0.12	1.10	-	1.10	2+18	5.98	6.10	0.70	可行性缺口补助
88	沁县松村至迎春公路（太焦高铁连接线）新建 PPP 项目	县级	沁县大通交通发展有限公司	是	90.00%	22	2018.6	2019.5	6.54	5.29	6.48	0.14	1.22	-	1.06	2+20	6.40	-	-	政府付费
89	崞岚县宋长城景区一期、文体中心 PPP 项目	县级	崞岚县荷坪岚漪旅游发展有限公司	否	51.00%	24	2017.1	2020.4	3.49	2.25	8.80	0.34	0.36	-	0.05	4+20	2.61	0.45	-	可行性缺口补助
90	崞岚县宋长城景区周边乡村综合整治 PPP 项目	县级	崞岚县荷坪岚漪扶贫开发有限公司	否	51.00%	23	2017.12	2018.5	2.46	1.89	8.95	0.24	0.25	-	0.25	3+20	2.16	2.28	0.09	可行性缺口补助
91	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	80.00%	25	2018.7	2018.8	6.78	4.90	6.65	0.27	1.08	-	0.93	2+23	6.51	6.32	-	政府付费
	合计	-	-	-	-	-	-	-	605.74	429.21	-	36.87	92.30	10.21	79.54	-	541.15	456.61	46.32	-

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	2021 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	187.80	454.55	1172.54	26.65	25.71
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	-	11.50	70.74	1.42	1.05
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	-	14.56	122.42	1.53	8.62
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	-	129.02	84.11	1.88	-
山西园区建设发展集团有限公司	园区建发	子公司	81.27	房屋建筑工程	-	14.08	215.11	7.20	3.36

注：根据山西建投 2021 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]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,034.49	1,375.04	1,501.23	1,568.45
货币资金 [亿元]	197.59	198.59	208.34	168.16
刚性债务[亿元]	341.67	465.49	511.98	545.98
所有者权益 [亿元]	288.28	373.63	454.55	456.72
营业收入[亿元]	631.99	812.19	1,172.54	200.84
净利润 [亿元]	14.32	19.44	26.65	2.35
EBITDA[亿元]	32.83	44.04	55.30	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.37	18.58	25.71	-39.96
投资性现金净流入量[亿元]	-105.03	-102.96	-121.41	-14.86
资产负债率[%]	72.13	72.83	69.72	70.88
资产负债率*[%]	81.55	79.69	86.31	88.78
权益资本与刚性债务比率[%]	84.37	80.27	88.78	83.65
流动比率[%]	138.68	125.13	115.47	111.78
现金比率[%]	38.78	30.83	31.37	23.30
利息保障倍数[倍]	1.69	1.54	1.63	—
担保比率[%]	4.59	3.03	1.54	—
营业周期[天]	219.48	182.94	144.74	—
毛利率[%]	10.86	11.73	11.73	8.34
营业利润率[%]	2.74	2.89	2.39	1.37
总资产报酬率[%]	3.16	3.12	3.28	—
净资产收益率[%]	6.58	5.87	6.44	—
净资产收益率*[%]	5.82	6.70	7.36	—
营业收入现金率[%]	102.80	98.87	90.92	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.78	3.15	3.77	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.13	-9.66	-9.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.00	1.80	1.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.11	—

注：表中数据依据山西建投经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

晋商信用增进主要数据及指标表

项目	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	40.00	40.00	40.00
股东权益（亿元）	66.54	70.44	51.13
总资产（亿元）	252.21	235.07	106.93
货币资金（亿元）	10.52	10.43	2.44
风险准备金（亿元）	2.03	2.74	3.02
营业收入（亿元）	3.41	3.17	2.10
营业利润（亿元）	5.95	5.15	3.41
净利润（亿元）	4.59	3.61	2.67
平均资本回报率（%）	7.10	5.27	4.39
风险准备金充足率（%）	0.43	0.57	-
增信放大倍数（倍）	7.17	6.82	-
增信发生额（亿元）	163.96	109.62	-
增信责任余额(亿元)	477.37	480.35	-
累计增信代偿率（%）	-	-	-
累计代偿回收率（%）	-	-	-
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注 1：根据晋商信用增进 2019-2021 年审计报告以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：增信放大倍数=期末增信责任余额/期末股东权益。

各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末增信余额×100%
累计增信代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除增信金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以增信方合并财务报表数据为准

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录八：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	3
		盈利能力	2
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	2
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		2
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录九：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年8月23日	AA+/稳定	宋映瑶、汪秧	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2020年6月10日	AAA/稳定	杨菡、武嘉妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年5月25日	AAA/稳定	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (19 山西建投 MTN002)	历史首次评级	2019年6月17日	AA+	武嘉妮、杨菡	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2020年6月10日	AAA	杨菡、武嘉妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (19 晋建 Y2)	历史首次评级	2019年7月9日	AAA	武嘉妮、杨菡	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (19 晋建)	历史首次评级	2019年10月31日	AAA	武嘉妮、杨菡	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014）	报告链接

Y4)					工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20 晋建专 项债 01)	历史首次 评级	2019年6月28日	AA ⁺	武嘉妮、杨菡	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果 变化	2020年6月10日	AAA	杨菡、武嘉妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20 晋建专 项债 02)	历史首次 评级	2020年6月10日	AAA	杨菡、武嘉妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21 山西建 投 MTN001)	历史首次 评级	2020年12月31日	AAA	武嘉妮、刘睿杰	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21 晋建 01)	历史首次 评级	2021年6月29日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21 山西建 投 MTN002)	历史首次 评级	2021年11月15日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21 晋建 02)	历史首次 评级	2021年9月15日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (22 山西建 投债 01)	历史首次 评级	2021年11月1日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AAA	刘睿杰、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。