



内部编号: 2023060040

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

分析师: 刘睿杰 刘睿杰 lrj@shxsj.com
凌辉 凌辉 linghui@shxsj.com

评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100081】

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	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
21 山西建投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日
21 晋建 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日
21 山西建投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 15 日
21 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 9 月 15 日
22 山西建投债 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 1 日
20 晋建专项债 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日
20 晋建专项债 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 10 日
22 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 25 日
23 晋建 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 1 月 11 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 区域市场竞争优势。山西建投是山西省唯一一家同时拥有房建施工总承包特级资质、石油化工工程施工总承包特级资质和市政公用工程施工总承包特级资质的企业，在山西省建筑市场拥有一定竞争优势。
- 经营业绩较快增长，在手订单较充足。近年来，山西建投在重大项目承接方面获得政府较大力度支持，新签合同额逐年增长，经营规模逐年扩张，已形成一定的规模优势。目前公司在手订单较充足，对中长期收入实现有一定保障。
- 应收款项回笼稳定。近年来，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。
- 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。
- 总体负债程度高，刚性债务偿付压力大。近年来山西建投负债程度居高，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 2023 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 等项目投资风险。山西建投 PPP 等投资项目总投资规模较大，回收周期长，部分项目未来回报率存在不确定性，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，本评级机构给予公司 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高，并给与上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	83.08	93.97	87.32	84.98
刚性债务 (亿元)	114.59	187.80	215.17	222.65
所有者权益 (亿元)	154.26	211.51	229.68	239.41
经营性现金净流入量 (亿元)	17.42	7.63	1.41	-21.17
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	1,375.04	1,501.23	1,700.62	1,760.33
总负债 (亿元)	1,001.41	1,046.68	1,208.14	1,264.88
刚性债务 (亿元)	465.49	511.98	582.64	623.21
所有者权益 (亿元)	373.63	454.55	492.48	495.45
营业收入 (亿元)	812.19	1,172.54	1,360.39	227.06
净利润 (亿元)	19.44	26.65	34.24	3.50
经营性现金净流入量 (亿元)	18.58	25.71	29.52	-21.44
EBITDA (亿元)	44.04	56.20	72.31	—
资产负债率[%]	72.83	69.72	71.04	71.85
权益资本与刚性债务比率[%]	80.27	88.78	84.53	79.50
流动比率[%]	125.13	115.47	117.94	122.27
现金比率[%]	30.87	31.37	30.28	29.26
利息保障倍数[倍]	1.54	1.63	2.03	—
净资产收益率[%]	5.87	6.44	7.23	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.15	3.77	3.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.66	-9.35	0.99	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.80	1.94	2.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.11	0.13	—

注：根据山西建投经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		1
	财务风险		2
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
	调整理由：无。		
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由： 公司作为山西省属国企，收入利润贡献较大，可获山西省政府在资金和业务上的较大支持。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	营业收入 （亿元）	毛利率 （%）	新签合同/营业 收入（倍）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息 支出（倍）	权益资本/刚性债务 （%）
湖南建工	1,376.74	8.70	-	81.64	2.24	51.78
中国能源建设	3,663.93	12.42	2.76	74.79	3.37	84.51
中国交建	7,202.75	11.65	2.14	71.80	2.13	88.69
山西建投	1,360.39	12.35	2.48	71.04	2.47	84.53

注 1：湖南建工全称为湖南建工有限公司，中国能源建设全称为中国能源建设股份有限公司，中国交建全称为中国交通建设股份有限公司。

注 2：除山西建投外，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

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 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）、2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）和 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称 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、20 晋建专项债 02、22 晋建 02 和 23 晋建 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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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 2023 年 5 月 9 日，该公司本部尚有本金合计 154.30 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。公司存续债券概况如图表 1 所示。其中，21 晋建 01、21 山西建投 MTN002、21 山西建投 MTN003、21 山西建投 MTN004 和 21 山西建投 MTN006 将于 2023 年内到期（或行权），余额合计 38.00 亿元。

图表 1. 截至 2023 年 5 月 9 日公司本部口径下存续债券概况¹

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
22 山西建投 GN007	5.00	9（3+3+3）	3.47	2022-10-25	2031-10-27
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
23 晋建 01	12.70	5（3+2）	4.50	2023-02-24	2028-02-27
22 晋建 02	10.00	5（3+2）	3.50	2022-06-06	2027-06-07
22 山西建投债 01	5.00	5（3+2）	3.76	2022-01-26	2027-01-27
22 山西建投 MTN008	5.00	3（3+N）	5.15	2022-10-18	2025-10-18
22 山西建投 MTN010	8.30	2（2+N）	6.30	2022-12-27	2024-12-28
21 晋建 02	5.00	3	4.40	2021-09-23	2024-09-24
22 山西建投 MTN005	15.00	2（2+N）	4.79	2022-08-04	2024-08-08
22 山西建投 MTN004	10.00	2（2+N）	4.79	2022-07-28	2024-08-01
21 晋建 01	5.00	3（2+1）	4.10	2021-07-06	2024-07-07
22 山西建投 MTN003	7.00	2（2+N）	4.94	2021-07-01	2024-07-05
22 山西建投 MTN002	10.00	2（2+N）	4.94	2022-06-21	2024-06-22
22 山西建投 MTN001	5.00	2（2+N）	4.95	2022-06-09	2024-06-13
21 山西建投 MTN001	0.30	3（2+1）	3.00	2021-01-20	2024-01-22
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

¹ 仅对公司本部发行的中期票据（含永续）、公司债和企业债几类券种进行统计。

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
合计	154.30	-	-	-	-

资料来源：山西建投

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

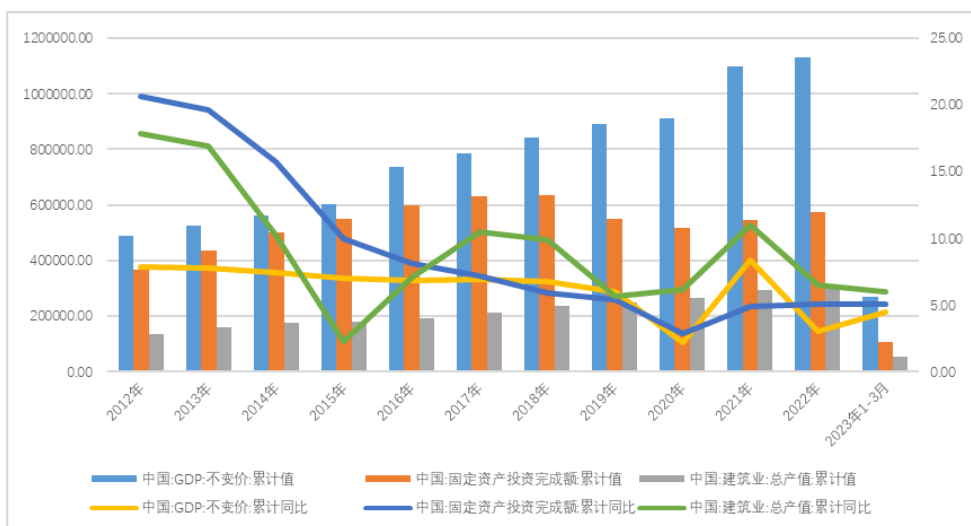
我国建筑施工行业景气度与固定资产投资增速密切相关，近年来行业总产值维持中低速增长。建筑

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面具有竞争优势。

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压力加大，固定资产投资增速放缓，建筑业总产值增速不断承压。2022 年，我国实现国内生产总值 113.21 万亿元，固定资产投资完成额 57.21 万亿元，分别同比增长 2.99% 和 5.07%，增速较上年略有提升，但仍处历史较低水平。同年建筑业总产值 31.20 万亿元，同比增长 6.45%，增速较上年下降 4.59 个百分点。当年建筑施工行业对 GDP 的贡献率达到 12.59%，是支撑经济增长的重要力量。2023 年第一季度，我国固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为 10.73 万亿元和 5.48 万亿元，同比增速分别为 2.30% 和 5.98%，增速较上年同期分别下降 6.95 和 3.26 个百分点。

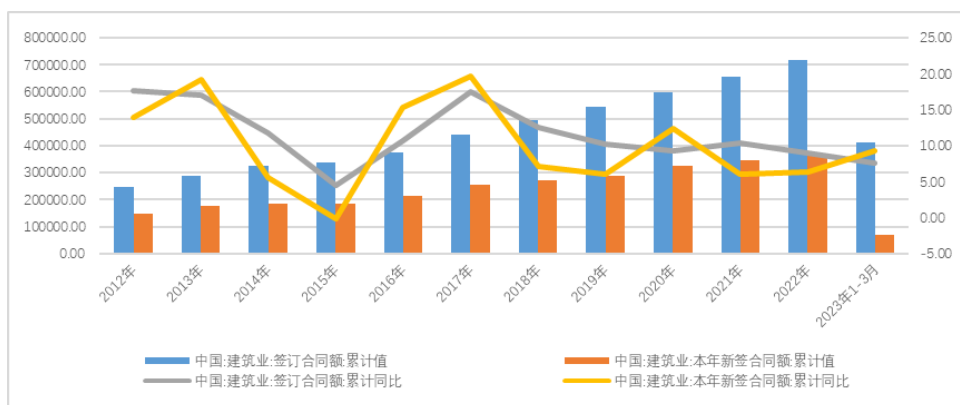
图表 2. 我国 GDP、固定资产投资及建筑业总产值变化趋势（单位：亿元，%）



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。2020-2022 年，建筑业新签合同额保持增长，分别为 32.52 万亿元、34.46 万亿元和 36.65 万亿元，同比增速分别为 12.43%、5.97% 和 6.36%，其中 2022 年增速略有回升。2023 年第一季度，行业新签合同额为 6.93 亿元，同比增长 9.25%，增速较上年同期提升 7.13 个百分点，增长明显。

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，%）



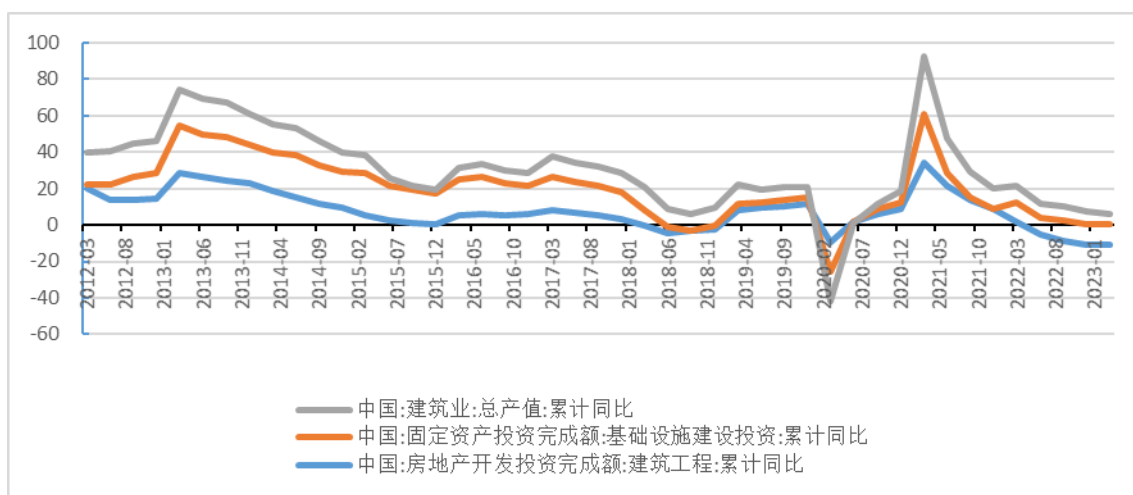
资料来源：Wind

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投资两大领域。2022 年，建筑施工行业虽然受到房地产市场下行的影响，但在政府大力推进基础设施建设的一揽子政策下，建筑施工行业仍然实现了平稳增长。

房地产政策收紧以及投资需求、消费需求的下降导致房地产行业产值总额和增速下降，进而传导到建筑施工行业，给行业带来较大冲击。截止 2022 年底，房地产开发投资完成额与计划投资额分别同比下降 9.96% 和 0.77%，消费需求上商品房累计销售面积和累计销售额分别同比下降 24.30% 和 26.71%。房地产行业投资、消费的两端压缩导致 2022 年房地产建筑工程累计值同比下降 4.20%。2022 年下半年，为了缓解房地产行业的压力，政府推出了“保交楼”等相关政策，并放松房地产保障房、租赁房政策，以支持刚性和改善性住房需求，2023 年第一季度 100 大中城市成交土地占地面积略有回升，有望支撑房地产开发的需求。

在房地产投资持续探底的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显。为稳经济大盘，政府出台了一系列政策以充分发挥基建托底的作用，包括加大政府专项债的发行力度、加快专项债发行使用进度、支持专项债优先向在建项目倾斜等，有效支撑建筑业增长。2022 年，基础设施建设全年累计投资完成额同比增长 11.52%，较上年同期提升 11.31 个百分点；2023 年第一季度，基建投资完成额同比增长 10.82%，较上年同期提升 0.34 个百分点。

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

政策环境

近年来，国家逐步规范建筑施工行业健康发展，推进行业“放管服”改革工作和绿色建筑发展。2020 年以来，国家住房和城乡建设部（简称“住建部”）在工程施工资质管理制度、工程造价改革和行业重点突出问题整治等方面加强管理。2020 年 12 月，住建部发布《关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》，旨在精简企业资质类别，归并等级设置，简化资质标准，优化审批方式，放宽建筑市场准入限制。改革后，工程勘察资质分为综合资质和专业资质，工程设计资质分为综合资质、行业资质、专业和事务所资质，施工资质分为综合资质（将 10 类施工总承包企业特级资质调整为施工综合资质，可承担各行业、各等级施工总承包业务）、施工总承包资质、专业承包资质和专业作业资质，工程监理资质分为综合资质和专业资质。同年 12 月，住建部印发《关于开展建设工程企业资质审批权限下放试点的通知》，除最高等级资质（综合资质、特级资质）和需跨部门审批的资质外，将原由住建部负责审批的其他资质审批权限下放至 6 个试点地区省级住房和城乡建设主管部门；2021 年 3 月，审批权限下放试点新增 9 省。2021 年，住建部持续开展工程建设领域整治工作，遏制工程建设领域恶意竞标、强揽工程等违规行为，招标投标乱象和突出问题得到有效整治，招标投标监管制度进一步完善。

2022 年，建筑行业转型升级步伐加快，发布“十四五”建筑业发展规划、“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划、城乡建设领域碳达峰实施方案等，并公布了市政工程、装配式建筑、市域快速轨道

交通设计等行业标准以规范建筑业发展。部署开展智能制造试点示范行动，装配式建筑进入快速发展阶段，建筑业数字化转型稳步推进。

图表 5. 2022 年建筑施工行业主要规划

时间	文件	核心内容
2022.1	印发“十四五”建筑业发展规划的通知(建市〔2022〕11号)	支撑有力、市场主体有活力的现代化建筑业发展体系。主要任务为加快智能建造与新型建筑工业化协同发展，健全建筑市场运行机制，完善工程建设组织模式，培育建筑产业工人队伍，完善工程质量安全保障体系，稳步提升工程抗震防灾能力和加快建筑业“走出去”步伐。
2022.3	住房和城乡建设部关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知(建标〔2022〕24号)	到 2025 年，努力实现城镇新建建筑全面建成绿色建筑，建筑能源利用效率稳步提升，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式。重点发展任务包括：提升绿色建筑发展质量，提高新建建筑节能水平、加强既有建筑节能绿色改造、推动可再生能源应用、实施建筑电气化工程、推广新型绿色建造方式促进绿色建材推广应用、推荐区域建筑能源协同和推动绿色城市建设。
2022.7	住房和城乡建设部、国家发展改革委关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知	为解决制约城市基础设施高质量发展的瓶颈，本通知要求“十四五”期间，城市建设以建设高质量城市基础设施体系为目标，以整体优化、协同融合为导向，从增量建设为主转向存量提质增效与增量结构调整并重，响应碳达峰、碳中和目标要求，统筹系统与局部、存量与增量、建设与管理、灰色与绿色、传统与新型城市基础设施协调发展，推进城市基础设施体系化建设；推动区域重大基础设施互联互通，促进城乡基础设施一体化发展；完善社区配套基础设施，打通城市建设管理“最后一公里”，保障居民享有完善的基础设施配套服务体系。

资料来源：公开渠道，新世纪评级整理。

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 2022 年末，我国建筑业企业数量达 14.36 万家，同比增长 11.56%。其中，国有及国有控股建筑业企业 8,914 家，较年初增加 1,088 家。同期末，建筑业从业人数 5,184.02 万人，同比下降 1.87%。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。

图表 6. 我国建筑施工企业概况

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
建筑业企业数量	家	83,017	88,059	95,400	103,814	116,716	128,746	143,621
国有及国有控股建筑业企业数量	家	6,814	6,800	6,800	6,927	7,190	8,324	8,914
建筑业从业人数	万人	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37	5,366.94	5,282.94	5,184.02

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、中国建交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。

风险关注

财务杠杆水平高，款项回收风险积累。建筑施工行业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力大，行业财务杠杆水平高。在地方政府财政压力加大、房地产开发企业资金链趋紧背景下，建筑施工企业回款风险持续累积。

成本控制风险。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，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。

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，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。

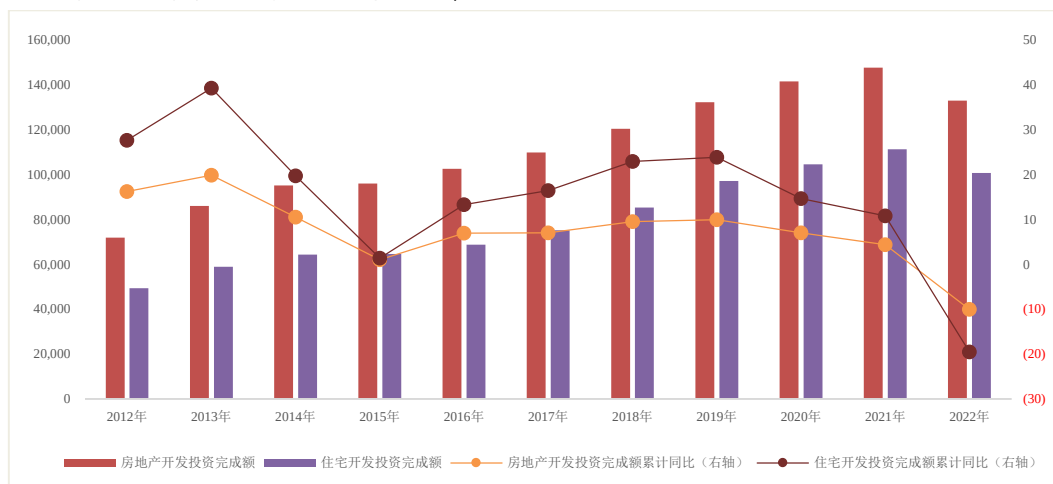
B. 房地产开发行业

2022 年我国房地产投资、融资与销售数据同比全面下行，土地市场呈现供需持续双缩。2022 年第四季度以来房地产融资政策逐步放松，行业融资环境有较明显改善，行业内优质企业资金压力边际放缓，但销售端需求仍较为低迷。在销售端不确定性较大下，行业的总体流动性压力犹存。长期看我国房地产行业高速扩张期已过，需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2012-2022 年我国房地产开发投资完成额从 7.18 万亿元升至 13.29 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.94 万亿元升至 10.06 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 7.0%、4.4%和-10.0%，放缓态势明显，2022 年为近二十年来首次负增长。

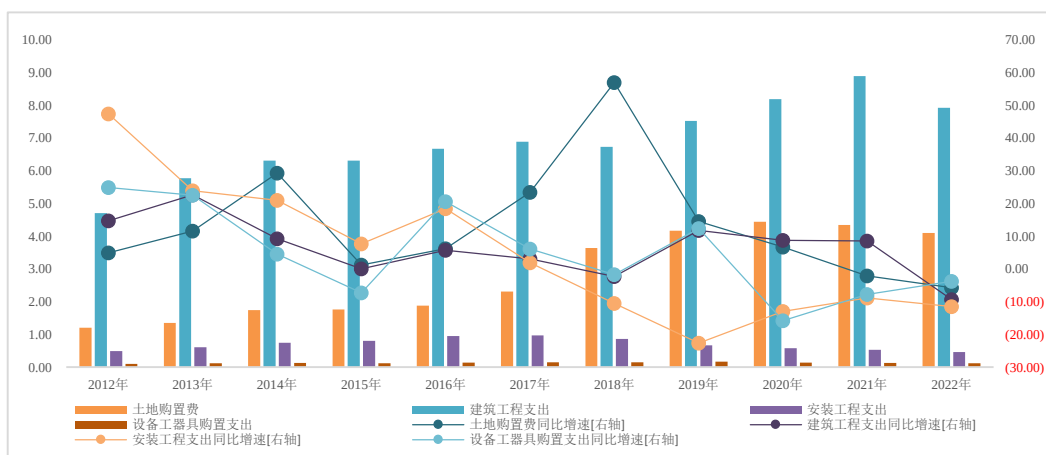
图表 7. 我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2012 年以来我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1.21 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元；2021-2022 年趋势向下，土地购置支出分别为 4.35 万亿元和 4.10 万亿元。2012-2021 年我国地产行业建筑工程支出由 4.71 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，2022 年同比降至 7.93 万亿元。

图表 8. 我国商品房建设支出情况（单位：万亿元，%）

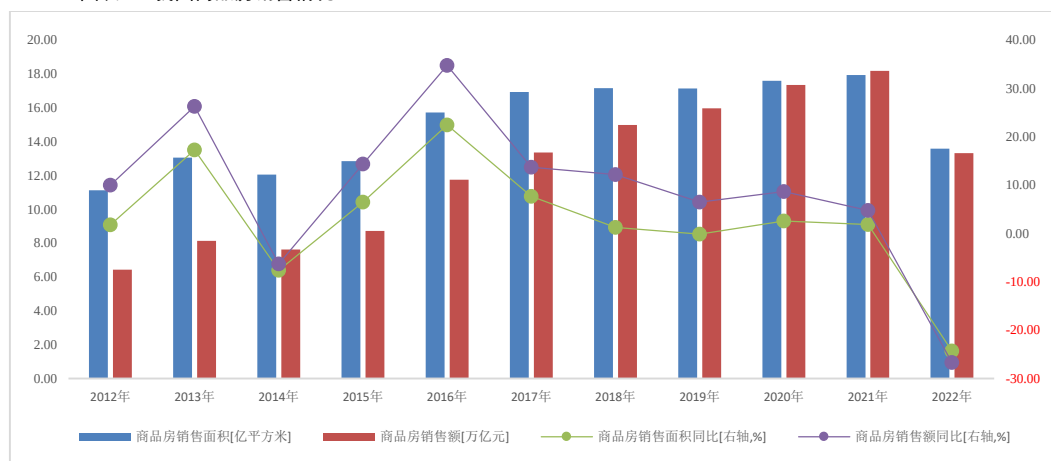


资料来源：Wind，国家统计局

2018 年以来我国商品房销售面积变动明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.10%、2.60%和 1.90%；

同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69% 和 4.79%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90% 和 2.84%。2022 年疫情反复、经济下行压力加大，房产购置意愿趋弱，叠加行业风险事件频出，全年全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 13.58 亿平方米、13.33 万亿元和 9,813.82 元/平方米，同比分别下降 24.30%、26.70% 和 3.21%；其中商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 11.46 亿平方米、11.67 万亿元和 10,184.59 元/平方米，同比降幅分别为 26.80%、28.30% 和 2.03%。

图表 9. 我国商品房销售情况



资料来源：Wind，国家统计局

资金获取方面，2022 年我国房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比减少 25.90%。其中：国内贷款 1.74 万亿元，同比下降 25.4%；自筹资金 5.29 万亿元，同比下降 19.1%；定金及预收款 4.93 万亿元，同比下降 33.3%；个人按揭贷款 2.38 万亿元，同比下降 26.5%。根据中指数据库口径，2019-2022 年房企融资总量分别为 2.39 万亿元、2.27 万亿元、1.77 万亿元和 0.88 万亿元，2022 年同比下降 50.24%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。2022 年行业销售不畅，融资偏紧，房企拿地意愿低迷，加上集中供地政策持续，土地供需继续下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2022 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 12.30 亿平方米，同比下降 9.90%，其中住宅类用地 3.51 亿平方米，同比下降 33.92%；全年各类建设用地成交 10.87 亿平方米，同比下降 3.65%，其中住宅建设用地成交 2.87 亿平方米，同比下降 28.48%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市推地 0.37 亿平方米，同比下降 21.66%，成交 0.35 亿平方米，同比下降 21.64%；二线城市推地 3.50 亿平方米，同比下降 23.12%，成交 3.14 亿平方米，同比下降 18.60%；三四线城市推地 8.43 亿平方米，同比下降 2.28%，成交 7.39 亿平方米，同比增长 5.73%。2022 年 300 城各类用地成交出让金为 4.14 万亿元，同比下降 27.53%；土地成交溢价率为 3.03%，持续回落。

图表 10. 近年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2020 年		2021 年		2022 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）	14.91	8.76%	13.65	-8.45%	12.30	-9.90%
其中：住宅类用地推出面积（亿平方米）	5.97	4.95%	5.32	-10.96%	3.51	-33.92%
各类用地成交面积（亿平方米）	12.93	10.31%	11.29	-12.74%	10.87	-3.65%
其中：住宅类用地成交面积（亿平方米）	5.17	9.96%	4.02	-22.36%	2.87	-28.48%
各类用地成交出让金（万亿元）	6.15	17.57%	5.72	-6.94%	4.14	-27.53%
其中：住宅类用地出让金（万亿元）	5.23	18.63%	4.89	-6.54%	3.38	-30.97%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2516	5.71%	2747	9.18%	2166	-21.15%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4326	7.05%	5148	19.00%	5415	5.19%

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地成交溢价率	13.55%		9.83%		3.03%	
住宅建设用地成交溢价率	17.93%		11.61%		3.79%	

资料来源：CREIS

注：此处住宅类用地统计口径包括住宅用地与综合用地（含住宅）。

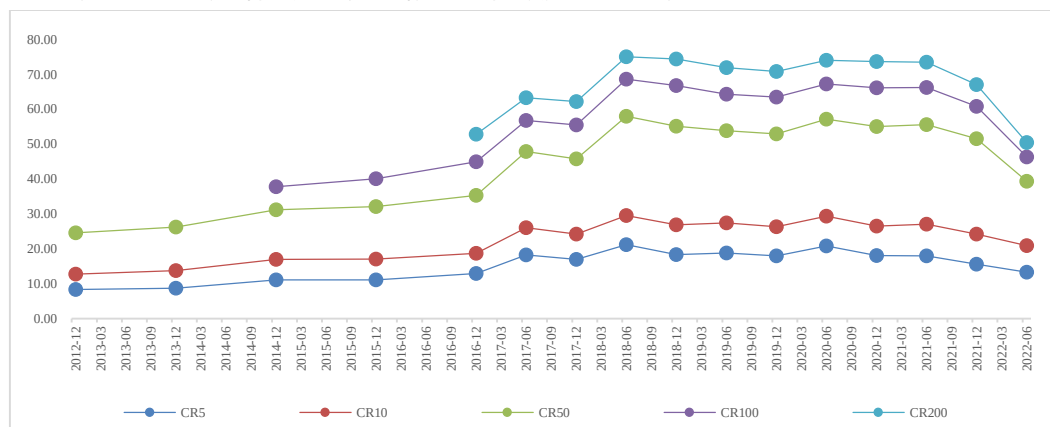
政策环境

近年我国房地产行业调控政策保持“房住不炒”定位，同时强调“保交楼、保民生、保稳定”，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制。严调控背景下房地产行业规模拐点显现，行业总体资金紧张，流动性承压。自 2021 年末以来调控政策逐步放松，但“房住不炒”下宽松幅度较为有限。2022 年 1-9 月，中央层面主要的调整措施包括两次降准、三次下调 5 年期以上 LPR 共 35BP、允许部分城市下调或取消住房贷款利率下限、下调首套住房贷款公积金利率以及房屋置换可减免个税等。地方层面则继续以“因城施策”为原则，多地限购、限售、限贷、限价政策松绑，部分高能级城市亦放松和鼓励落户。但从行业数据看，宽松政策对改善行业现金流的作用较为有限。9 月以来政策集中从金融机构部门发力，如指导政策性银行推出“保交楼”专项借款，以保证“保民生”的工作任务。11 月央行、银保监会出台“金融十六条”，信贷、债券及股权融资“三箭齐发”，政策从融资端加大支持力度，并体现出“保项目”与“保企业”并行的特征。2023 年 2 月自然资源部发布《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（简称“《通知》”），对当前集中供地政策进行优化完善，该《通知》有利于降低同批次地块入市的竞争强度，缓解房企资金压力。当前行业政策较为宽松，以稳地价、稳房价，改善房企资产负债状况和修复市场信心为侧重点，保障房地产市场的平稳运行。

竞争格局/态势

房地产开发行业是资金密集型产业，债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、快周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“快周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年以来下滑趋势更为明显。根据 Wind 数据，2022 年 6 月 CR5/CR10/CR50/CR100/CR200 比值由 2018 年 12 月 18.35%/26.89%/55.10%/66.73%/74.35%降至 13.26%/20.89%/39.34%/46.26%/50.43%。

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

风险关注

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓、人口增长趋缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境较为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求大幅回升的难度较大。以上市或发债的房地产企业存货占款数据²看，2018-2022 年 9 月末存货余额合计数分别为 8.25 万亿元、10.01 万亿元、11.42 万亿元、11.95 万亿元和 12.14 万亿元，同比增幅分别为 31.54%、21.32%、14.09%、4.70%和 6.63%；同期上述房企存货去化率³分别为 34.67%、31.81%、31.19%、34.50%和 25.24%。

开发投资或放缓。2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现较大幅度下滑，土地成交量的减少将导致行业中短期内开工势能不足，行业增速或受限。2022 年行业内新购置土地的主体以国有企业为主，项目开发周期或将大幅度延长，很大程度上将影响行业的运行效率。一方面，融资成本控制能力对企业信用质量的重要性将进一步提升，另一方面，项目销售去化速度的总体放缓，又将对开发投资增长进一步形成约束。

流动性压力犹存。房地产行业资金驱动特征极其明显。2022 年第四季度以来行业融资环境得到大幅改善，部分经营相对稳健的优质房企得到一定资金救助，流动性压力有所缓解。但投资预期扭转下，项目销售压力仍存，随着大额债务的陆续到期，部分以往采用快周转开发模式的房地产开发企业仍然面临着流动性压力，部分出险民营开发商或将随着项目层面的风险缓慢出清而逐步退出市场。长期看，行业需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

（3）区域市场因素

2022 年山西省实现地区生产总值较上年有所增长，当年地区生产总值按可比价格的增幅为 4.4%，增速较上年下降 4.9 个百分点。2022 年山西省公共财政收入大幅增长，公共财政支出亦有所增长。2022 年，山西省一般公共预算收入完成 3,453.9 亿元，比上年增长 21.8%；其中，税收收入完成 2,696.4 亿元，增长 28.7%。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 2,377.3 亿元，增长 35.3%。当年全省一般公共预算支出 5,872.6 亿元，比上年增长 16.3%。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 3,762.8 亿元，增长 18.8%。

图表 12. 近年山西省发展情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
地区生产总值	16,818.10	17,026.68	17,651.93	22,590.16	25,642.59
人均生产总值（万元）	4.53	4.57	4.57	6.48	7.37
一般公共预算收入	2,292.60	2,347.60	2,296.50	2,834.60	3,453.90
一般公共预算支出	4,285.40	4,713.10	5,111.00	5,048.10	5,872.60
民生支出 ⁴	3,423.80	3,823.90	4,102.10	3,168.50	3,762.80

资料来源：山西省统计局、山西省财政厅、Wind

建筑业方面，2022 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 8.2% 和 4.0%（按可比价格计算）。同年山西省建筑业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 2022 年山西省内建筑企业数量较上年继续增加，建筑业竞争激烈程度快速加剧。

² 选取以房地产开发为主业的 A 股上市公司及发债企业共计 126 家。

³ 存货去化率=当期销售额*（1-当期销售毛利率）/当期末存货*100%，2022 年 9 月末存货去化率分母采用 2022 年前三季度销售额/0.75 进行年化计算。当期销售额=当期末预收款项+当期末合同负债+当期营业收入-上期末预收款项-上期末合同负债。

⁴ 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。

图表 13. 近年山西省建筑业发展情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
资质以上建筑业企业	2,666 家	2,999 家	3,662 家	4,197 家	4,230 家
签订合同额	9,049.04	10,456.65	12,031.00	13,327.70	1,4143.60
新签合同额	5,036.70	6,291.44	7,495.50	7,686.76	7,947.50
建筑业总产值	4,071.50	4,653.30	5,113.60	5,677.70	6,145.50
建筑业增加值	1,152.80	894.76	952.53	1,065.37	1,093.31

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、房屋新开工面积及商品房销售面积均同比下降，房屋施工面积有所增长。2022 年山西省房地产开发投资完成额较上年下降 9.3%。其中住宅投资完成额占比超 79%，完成额较上年下降 10.3%。2022 年山西省商品房销售情况一般，销售面积 2,256.70 万平方米，较上年下降 29.6%；商品房销售额 1,515.0 亿元，较上年下降 30.2%。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
房地产开发投资	1,376.59	1,656.50	1,830.40	1,945.20	1,764.20
其中：住宅投资	1,033.76	1,296.48	1,431.80	1,556.10	1,395.40
房屋新开工面积	3,872.55	4,879.09	5,795.60	4,347.70	3,453.90
房屋施工面积	16,949.60	19,548.50	21,937.80	24,930.40	25,350.50
商品房待售面积	984.80	966.30	785.40	861.50	801.90
商品房销售面积	2,360.90	2,366.10	2,685.30	3,204.40	2,256.70

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。总体看，公司盈利能力较强。未来随着 PPP 项目及各类投资业务的投资建设推进，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，近三年占比达到营业收入的 80% 左右。基础设施投资建设主要为由 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. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	812.19	1,172.54	1,360.39	227.06	200.84
其中：（1）建筑施工业务	663.10	932.76	1,100.76	180.91	170.29
在营业收入中占比（%）	81.64	79.55	80.92	79.68	84.79
（2）房地产业	47.33	50.83	72.02	5.04	8.73
在营业收入中占比（%）	5.83	4.34	5.29	2.22	4.35
（3）建筑相关服务	48.51	92.57	80.02	4.42	7.07
在营业收入中占比（%）	5.97	7.89	5.88	1.95	3.52
（4）建筑相关贸易	26.59	63.00	78.47	21.02	4.75
在营业收入中占比（%）	3.27	5.37	5.77	9.26	2.37
（5）建筑相关装备制造	6.23	2.62	2.57	1.02	1.79
在营业收入中占比（%）	0.77	0.22	0.19	0.45	0.89
（6）药业	4.10	6.64	7.20	1.66	2.11
在营业收入中占比（%）	0.50	0.57	0.53	0.73	1.05%
（7）其他	16.34	24.13	19.35	13.00	6.09
在营业收入中占比（%）	2.01	2.06	1.42	5.72	3.03
毛利率（%）	11.73	11.73	12.35	9.33	8.34
其中：建筑施工业务（%）	10.83	11.17	11.84	8.03	6.93
房地产业（%）	15.94	14.62	15.78	8.20	9.37
建筑相关服务（%）	6.84	7.74	10.69	7.22	7.18
建筑相关贸易（%）	8.01	6.18	5.84	3.52	5.11
建筑相关装备制造（%）	16.93	12.08	18.43	10.19	10.50
药业（%）	69.30	65.86	71.86	60.39	59.05
其他业务（%）	47.03	41.90	39.12	31.42	31.80

资料来源：山西建投

注：上表各业务收入占营业收入比重系以亿元为单位计算。

2020-2022 年，该公司营业收入分别为 812.19 亿元、1,172.54 亿元和 1,360.39 亿元，近三年持续增长，主要系建筑施工主业规模扩张、收入增长所致。此外，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 2022 年度营业收入较上年度增长 41.71%；其他业务板块营业收入下降 19.80%，主要系公司金融等其他板块以服务公司实体业务为主要原则，2022 年对外提供服务减少所致。2023 年第一季度，公司营业收入较上年同期增长 13.05%至 227.06 亿元。

A. 建筑施工业务

规模因素

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稳中有增。2022 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。截至 2023 年 3 月末，公司在手合同金额为 3,078.49 亿元，是 2022 年营业收入的 2.26 倍，在手订单充足。

图表 17. 公司近年项目承接情况表

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
新签合同（亿元）	2,005.39	2,808.50	3,370.30	780.39

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
其中：建筑施工	1,668.04	2,063.89	2,541.06	661.52
基础设施投资	86.96	201.94	205.04	12.83
在手合同（亿元）	2,827.5	3,114.05	3,695.15	3,078.49

资料来源：山西建投

2020-2022 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,2022 年,公司承接重大工程 516 个,较上年增加 16 个,合同金额较上年增加 6.02%;其中承接的基础设施投资(PPP 项目)重大工程 15 个,合同金额占比为 2.62%。2023 年第一季度,公司承接重大工程 121 个,同比增加 35 个,合同金额同比增加 1.50 倍;其中承接的基础设施投资(PPP 项目)重大工程 2 个,合同金额占比为 1.15%。

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
重大工程数量	368	500	516	121
其中：基础设施投资(PPP 项目)工程数量	25	12	15	2
重大工程金额	1,164.42	1,746.12	1,851.22	401.92
其中：基础设施投资(PPP 项目)工程金额	68.40	62.17	48.45	4.64

资料来源：山西建投

截至 2023 年 3 月末,该公司合同金额排名前十的在建工程合同金额合计 142.88 亿元,累计产值 83.46 亿元,累计回款金额 69.19 亿元。

图表 19. 截至 2023 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	2016.05	2023.06	33.24	25.91	20.44	山西杏花村国贸投资 有限责任公司
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	2023.06	14.38	6.29	9.44	晋城市丹河新城建设 投资集团有限公司
晋城市人民医院易址扩建项目	2019.07	2023.06	13.15	7.79	6.20	晋城国投医院项目管 理有限公司
新建几内亚马瑞巴亚港至西芒杜矿区铁 路工程 MXTJ-6 标段项目	2021.11	2024.12	12.80	4.56	2.53	赢联盟西芒杜铁路股 份有限公司
三亚市海棠湾洪风片区危旧房改造(安 居工程)项目	2016.12	2023.12	12.63	7.83	7.37	三亚新天房置业有限 公司
奈林村移民搬迁安置 EPC 项目	2021.07	2023.12	11.80	3.63	2.90	交城县奈林房地产开 发有限公司
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	5.00	4.76	古县交通运输局
山西省人民医院新院区建设项目	2020.09	2023.06	11.72	6.84	6.21	山西省人民医院
山西综保产业冷链加工项目(山西综保 产业经济城项目)设计、施工总承包	2020.01	2024.04	11.14	8.53	3.84	综保实业发展(山西)有 限公司
国科大太原能源材料学院 EPC(一期工 程项目)	2020.08	2023.08	10.30	7.08	5.50	太原市长风商务区管 理中心
合计	-	-	142.88	83.46	69.19	-

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。

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》（项目后命名为“山西·潇河新城”），山西建投承担投资建设运营潇河新城主体责任，围绕建设投资实现自平衡原则，统筹规划、设计、投资、建设及运营等各项工作。主要建设内容包括区域内会议、会展中心、金融、商务中心及艺术中心等核心项目，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。

“山西·潇河新城”项目分为多个子项目逐步实施，项目合同也将随之逐步释放。截至 2023 年 3 月末，公司已投入金额 86.61 亿元。目前项目已投建部分已建设完成，于 2023 年初投入运营，目前是山西省内规模最大的现代服务业集群。设施配备上，会展中心由南展、中展、北展组成，有 2 个 1 万 m²弧形展厅、7 个 1 万 m²标准重型展厅、2 个 4,000 m²多功能展厅及 3 万 m²室外展场，累计 4,856 个国际标准展位，净展览面积 13 万 m²；会议中心建有可容纳 1,859 人的大型剧院式会场，1,800 座国际会议厅、1,500 座宴会厅、200 人的中型会议室 4 个、60-100 人的小型会议室 49 个；潇河新城酒店群建设有“温德姆至尊”“温德姆”“温德姆拉昆塔”“万达锦华”4 个酒店品牌，共 1,611 间客房、2,211 张床位。运营模式上，会展中心由运营公司全盘负责场馆运营，并向会展中心支付场地及房屋租赁费；会议中心采用委托运营方式；酒店群采用委托运营模式和“特许+委托”运营模式，按照运营单位创造的业绩支付管理费。新源智慧运行总部 A 座由片区内建设、设计、监理、造价咨询公司租赁，B 座处于招商运营阶段，C 座为潇河新城区域内人才公寓，服务片区内运营团队的管理人员，收入来源为房屋租赁费、停车场服务费与餐饮收入。同期末，潇河新城项目已确认收入金额 0.44 亿元，回笼资金 0.53 亿元。

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	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	2022.9	22.06	14.85	0.01	0.005	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	2022.6	10.81	7.00	0.20	0.19	山西新源智慧建设有限公司
山西·潇河新城二期项目	2020.12	2022.9	45.58	30.67	-	-	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	32.9	0.11	0.11	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	1.19	0.12	0.22	山西建发综合能源开发有限公司
合计	-	-	120.05	86.61	0.44	0.525	-

资料来源：山西建投（截至 2023 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 2023 年 3 月末，公司已签约正式《合作协议》开发区项目 7 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、晋蒙新兴产业合作园项目、清控科创产业（运城）创新基地项目和山西农谷智慧冷链物流园项目，均已落地实施；《合作框架协议》项目 8 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、五台山景区和右玉开发区中草药项目），正在推进实施。

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	0.78	3.00	51	15.25	2021.01	自建自营	-	现南地块 1#—6#厂房地基处理完成，基础施工完成，4#厂房主体完成、5#和 6#厂房主体钢架安装完成；厂区南侧毛石挡墙砌筑完成。北地块完成场地平整及围挡搭设。
繁峙农副产品加工产业园项目	1.16	0.75		51	3.47	2021.12	自建自营	-	科研办公楼地下一层、地上一层、二层主体结构施工完成；4#厂房主体结构施工完成；5#厂房主体结构施工完成；职工宿舍楼二次结构砌筑完成 30%。
霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目	2.37	1.58	3.00	60	3.83	2021.06	自建自营	-	已完工，剩余修缮及系统调试。

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
右玉生态文化旅游开发区项目	9.97	0.52	3.00	67	6.66	暂未开工	自建自营	-	可行性研究报告已编制完成，不动产权证、建设用地规划许可证已办理完成。
隰县产业园区项目	3.25	1.44	3.00	60	8.85	2021.06	自建自营	-	地块一 3#4#厂房全部完工；室外管网全部完工；室外路面全部完工。
晋蒙新兴产业合作园项目（大同新荣）	2.47	0.01	3.00	51	7.28	暂未开工	自建自营	-	目前项目场地围挡及临时办公、生活设施搭建完毕，已签订土地出让合同。
清控科创产业（运城）创新基地项目	11.00	1.40	1.82	45	35.65	2020.12	自建自营	0.15	一期 16 栋厂房室内基本完工。二期 193 亩地，目前地勘完成、报告已出具，清表完成 80%，强夯施工完成 20%。
山西农谷智慧冷链物流园项目	5.49	3.48	1.00	100	14.21	2021.07	自建自营	-	数据中心完成；1#库外墙抹灰完成 85%、夹芯板收尾。2#库外墙抹灰完成 85%；动力中心屋面桥架安装完成、设备接电；3#库室内地暖安装完成；夹芯板收尾。1#共享室内卫生清理、材料整理、砌块砖上料 1#门房及水泵房通风管道安装。室外工程完成 60%。2#高低压配电工程基础底板钢筋绑扎完成。
合计	38.43	9.96	17.82	-	95.20	-	-	0.15	-

资料来源：山西建投（截至 2023 年 3 月末）

目前该公司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，截至 2022 年底在近 60 个国家和地区设立了分、子公司或办事机构，主要分布在欧洲、非洲、中东、东南亚、澳洲、大洋洲等区域。2022 年公司新签海外合同金额 75.37 亿元，较上年增加 4.92%。2023 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。

图表 22. 公司近年新签合同额区域变化（单位：亿元）

业务区域	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	1,957.64	97.61%	2,736.66	97.44%	3,294.93	97.76%	773.77	99.15%
其中：山西省	1,577.87	78.67%	2,251.91	80.18%	2,281.35	67.69%	565.20	72.43%
山西省外	379.77	18.94%	484.75	17.26%	1,013.58	30.07%	208.57	26.73%
国际	47.95	2.39%	71.84	2.56%	75.37	2.24%	6.62	0.85%
合计	2,005.59	100.00%	2,808.50	100.00%	3,370.30	100.00%	780.39	100.00%

资料来源：山西建投

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，连年入选“中国企业 500 强”，2022 年排名 215 位，较上年度提升 44 位；连续五年荣登 ENR⁵、“全球承包商 250 强”及“国际承包商 250 强”，2022 年分别排名 15 位、134 位，较上年度提升 4 位、39 位，成为全球有影响力的承包商。

截至 2023 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 12 项，甲级资质 50 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 2022 年末，获得鲁班奖 51 项、国家优质工程奖 56 项、钢结构金奖 13 项、中国安装之星 54 项、中国建筑工程装饰奖 69 项，省级质量最高奖 434

⁵ 美国《工程新闻记录》杂志。

项，荣获国家优秀勘察设计金奖、银奖及省部级奖 200 余项，获奖数量均居山西之冠。公司共拥有国家发明、实用新型及外观设计专利 4,219 项，主编、参编国家、行业和地方标准 208 本。

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。

成本因素

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，2022 年分别占主要成本的 47.62%和 24.92%。当年建筑材料、建筑设备及分包成本较上年分别增加 16.92%、32.88%及 9.57%，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。

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	2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 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	171.53	27.09%	256.40	28.13%	252.82	24.92%	49.10	29.53%
建筑材料成本	268.32	42.38%	413.10	45.32%	482.98	47.62%	71.31	42.89%
建筑设备成本	41.36	6.53%	59.86	6.57%	79.54	7.84%	12.91	7.77%
分包成本	112.79	17.82%	130.14	14.28%	142.60	14.06%	21.95	13.21%
施工措施费、现管费	39.12	6.18%	52.06	5.71%	56.42	5.56%	10.97	6.60%
合计	633.13	100.00%	911.56	100.00%	1,014.36	100.00%	166.24	100.00%

资料来源：山西建投

回款管理

按照我国建筑施工行业惯例，该公司需支付投标保证金（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%）。履约保证金主要以银行保函的形式交纳。投标保证金一般在投标结束后收回，履约保证金、农民工工资保证金及质量保证金在业主出具竣工验收证书后收回，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 85%左右，而后完成完工审计验收收回 95%以上，质保期结束后收回 100%。

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。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。

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%左右，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⁶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 项目的资本金税后财务内部收益率 IRR 不低于 8%。

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“其他非流动资产”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期应收款余额对“未确认融资收益”进行摊销。收到政府支付的服务费同时确认“主营业务收入”，支付运维费用确认“主营业务成本”，项目公司日常费用支出确认“管理费用”、“财务费用”等。

截至 2023 年 3 月末，该公司在手 PPP 项目共 105 个（并表 63 个、非并表 42 个），投资总额 677.99 亿元，公司签订施工合同额 482.44 亿元，项目总投资中公司需投入金额 617.23 亿元（并表项目 353.11 亿元、非并表项目 264.12 亿元），公司已投入金额 507.59 亿元（并表项目公司已投入金额 325.47 亿元，非并表项目公司已投入金额 182.12 亿元），累计回款 55.52 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 102.97 亿元，实际已出资 89.47 亿元，仍需出资 13.50 亿元。在手项目中 65 个在建，40 个项目已完成建设。

截至 2023 年 3 月末，公司在手项目（包括已经完成建设项目）中已有 102 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 3.00%-6.00%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 2023 年 3 月末，融资款未到位项目 3 个，投资总额合计 17.62 亿元，施工合同金额合计 12.26 亿元，公司已投资 7.91 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 2023 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 2023 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

B. 其他业务

除建筑施工业务，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。

2020-2022 年，该公司分别实现房地产业务收入 47.33 亿元、50.83 亿元和 72.02 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。2022 年公司房地产业务新开工面积较上年大幅增加 42.47%。由于 2022 年房地产行业遇冷，当年房地产销售面积、预售金额和回笼资金均同比下降，2022 年房地产竣工面积亦同比下降。2023 年第一季度，房地产市场有所回暖，当期公司房地产销售面积和回笼资金同比均有所增长。

⁶ 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。

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	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
新开工面积	99.15	99.01	141.06	6.95
竣工面积	52.85	123.26	112.63	52.13
在建面积	460.78	500.55	693.97	565.30
平均销售价格	8,463.82	8,024.74	8,724.77	8,829.03
销售面积	63.99	187.58	92.92	77.49
预售金额	54.16	150.53	73.39	37.82
回笼资金	59.57	153.43	81.07	54.47

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主要由山西建投城市运营集团有限公司负责。

截至 2023 年 3 月末，公司在开发商品房项目总投资金额 640.40 亿元，已投资 382.61 亿元，具有体量大及区域集中于山西省内的特点。截至 2023 年 3 月末，公司主要在开发的商品房项目 50 个，其中并表项目 41 个，计划总投资为 517.49 亿元，已投资 285.75 亿元，已实现销售资金回笼 131.87 亿元，预计 2023 年及 2024 年分别投入 87.47 亿元及 59.20 亿元。不并表项目计划总投资为 122.91 亿元，已投资 96.86 亿元，已实现销售资金回笼 55.36 亿元，预计 2023 年及 2024 年投入 3.90 亿元及 2.55 亿元。

图表 26. 截至 2023 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
				2023 年	2024 年	2025 年						
翰林苑	100	3.50	0.73	1.00	1.30	0.47	0.00	9.68	0.00	0.00	0.00	0.00
北海熙悦湾	100	3.45	2.59	0.66	0.20	-	58.84	12.22	2.75	1.57	8.25	0.99
原平熙悦府	100	4.05	3.91	0.14	-	-	83.70	10.20	2.25	1.24	4.01	0.82
太原桃南 23 棚改地块	51	3.00	1.52	0.50	0.07	1.41	57.00	3.90	0.78	1.06	0.00	0.00
晋城和平里项目	100	6.08	5.48	0.30	0.30	0.09	88.65	13.88	8.88	6.37	1.47	6.22
太原和平里（和风雅居）	51	19.25	17.36	0.57	0.57	0.57	89.40	23.35	15.76	15.81	21.64	14.21
高平和平里	100	6.13	4.01	1.07	1.05	0.93	40.62	10.34	5.23	4.02	2.72	2.87
和平里（长治）项目	100	39.33	23.07	1.03	0.70	-	58.65	46.34	13.84	15.97	43.37	6.90
晋中市榆次区五辰梧桐里	100	9.32	6.92	1.4	1.00	0.30	49.03	16.82	1.31	0.82	5.79	0.75
翔恒湖锦江	100	9.00	5.95	1.00	1.00	1.00	36.22	20.17	3.05	1.57	15.73	1.35
湖景壹号	100	11.83	4.85	1.60	2.00	2.00	27.05	25.76	25.70	2.74	20.21	2.74
翔建·御景华府	100	16.50	15.86	0.64	-	-	95.23	27.03	17.11	12.88	19.45	12.86
湖景水岸	100	5.39	2.51	1.00	1.71	0.17	27.09	11.59	11.59	1.45	9.26	1.45
文汇佳苑 A 区	100	8.15	8.07	0.08	-	-	90.00	16.59	11.70	6.54	1.29	7.57
文汇佳苑 B 区	100	4.50	4.37	0.13	-	-	83.00	9.45	3.45	1.96	0.52	2.44
宁武职教园区	100	3.98	1.51	1.70	0.31	0.46	70.00	14.59	0.42	0.16	4.99	0.02
铭基悦龙台项目	100	5.58	4.77	0.11	0.70	-	81.36	15.89	13.31	6.56	0.87	6.59
天誉公馆	100	3.38	2.81	0.57	-	-	78.70	7.37	5.79	4.18	0.12	4.17
晋美华府	100	7.27	6.33	0.50	0.44	-	79.78	17.44	14.38	8.71	0.07	8.76
雍安华府	70	7.17	1.63	1.82	1.14	2.58	22.73	17.39	0.00	0.00	0.00	0.00
康泰园	51	15.23	10.48	2.31	1.87	0.57	62.57	38.33	16.93	8.86	13.80	11.43
天誉铭都	100	6.52	3.48	0.74	0.97	1.33	48.31	13.27	2.42	2.02	7.93	2.12
阳光地带四期	100	3.72	1.95	1.00	0.36	0.41	47.85	7.73	3.84	2.79	2.20	2.80
和谐怡园	100	2.20	1.02	0.66	0.52	-	27.73	4.91	0.60	0.34	3.20	0.34
红山壹品	85	7.62	6.65	0.97	-	-	61.16	13.32	0.00	0.00	8.57	0.00
同鑫苑建设项目	100	5.59	2.48	0.54	0.50	0.50	44.29	7.96	0.00	0.00	0.00	0.00
凯尔科技	51	4.02	4.02	-	-	-	100.00	5.16	1.19	1.70	2.46	1.64
山安馨园（张家巷项目）	100	2.10	1.80	0.11	0.19	-	90.95	2.78	1.82	1.59	2.20	0.37
晋建·迎曦园	100	10.83	10.83	-	-	-	94.59	17.76	12.41	13.96	0.71	13.48
“新城壹號”商业住宅区项目二期	100	1.20	1.15	0.05	-	-	76.67	4.85	2.60	2.82	1.58	2.60
山西建投商务中心	100	55.86	34.24	15.00	6.62	-	61.21	63.05	10.54	15.93	0.00	15.03
建投紫宸府项目	100	25.50	21.70	3.80	-	-	30.82	42.10	1.00	0.69	13.90	0.41

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
				2023 年	2024 年	2025 年						
建投·新光之城	28	18.52	4.04	5.82	3.92	1.16	21.59	35.70	0.80	0.78	15.66	0.24
建投·君诺学府	56	8.40	2.89	2.10	1.90	1.70	32.14	8.87	0.92	1.05	1.55	0.56
建投·泗水宏苑、 泗水福苑	28	52.00	9.46	22.00	11.14	6.78	18.10	47.78	0.00	0.00	0.00	0.00
建投·誉山院	28	17.47	9.95	2.00	3.24	1.75	35.43	4.90	0.00	0.00	0.00	0.00
建投·滨河首府项目	70	13.05	4.54	2.18	3.50	1.85	33.82	18.21	0.00	0.00	0.00	0.00
建投·文华公馆项目	100	21.50	8.55	3.75	2.32	3.51	37.81	40.09	0.14	0.09	3.19	0.13
广安街项目(T45、 T47)	100	30.84	7.69	1.20	2.10	3.40	23.41	38.74	0.10	0.06	4.66	0.01
龙东汇璟项目	100	21.67	6.51	4.50	4.00	4.00	33.03	27.26	0.00	0.00	0.00	0.00
金华市婺城区春风 小区项目	70	16.79	8.07	2.92	3.56	2.03	48.06	17.82	0.00	0.00	0.00	0.00
并表项目合计	-	517.49	285.75	87.47	59.20	38.97	-	790.59	212.61	144.84	241.37	131.87
华萃西山	50	53.49	53.21	0.28	-	-	99.00	17.06	6.46	27.60	8.56	26.59
晋文府	50	12.21	8.13	1.70	0.40	1.98	63.80	29.12	12.07	9.07	8.84	9.03
高平和平里	100	6.13	4.01	0.90	1.05	0.93	40.62	10.34	5.23	4.02	2.72	2.87
熙溪里	100	7.35	3.86	0.80	1.10	1.86	100.0 0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
顺颐府	40	12.00	6.24	0.07	-	-	50.67	15.21	6.44	6.39	12.73	6.00
顺颐府二期	40	1.20	0.30	-	-	-	25.01	1.90	0.00	0.00	0.00	0
晋颐庄园	30	4.00	3.61	0.15	-	-	89.81	5.81	3.94	2.70	5.52	2.47
忻州学府苑	51	10.00	8.99	-	-	-	89.94	27.60	17.26	8.52	20.19	8.40
晋中龙城大街东延 项目	24.5	16.53	8.51	-	-	-	51.44	23.99	0.00	0.00	17.36	0.00
不并表项目合计	-	122.91	96.86	3.90	2.55	4.77	-	131.03	51.40	58.30	75.92	55.36

资料来源：山西建投（截至 2023 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”）、太原晋泽置业有限公司和山西嘉诚源房地产开发有限公司负责。公司承接城中村改造项目主要包括土地一级整理、安置房建设、商业地产开发等。公司按照招拍挂流程取得土地后，按照政府拆迁安置政策建设安置房，其余大部分土地用于商业地产开发，获得利润平衡整体项目成本。截至 2023 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、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和运城张家坡项目。其中，太原市迎泽区国奥城项目项目于 2015 年 8 月开工，整体项目周期为 9 年，分为三期进行开发，项目总资金来源于银行借款及公司自筹。

图表 27. 截至 2023 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	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	23.54	76.56	9 年	地块一：一期桩基及支护；二期土方开挖完成 4295m ³ ；桩基工程有效桩长：13#楼素土桩 6072m；16#楼素土桩 8100m；车库 E 区素土桩 4704m；超灌：13#楼素土桩 184m；16#楼素土桩 360m；车库 E 区素土桩 336m 有效桩长；11#楼 CFG 桩 4240m；超灌：11#楼 CFG 桩 106m。地块三 3#楼商业门窗完成。围墙栏杆完成。地块四 1#楼-3 层砌筑施工完成；地库回填土完成 10%；2#楼房心回填完成。窗框完成部分。	11.28
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	11.00	9.34	11.44	5 年	样板间、立体车位桩基完成；1#楼南侧高压改线完成；太阳能货物采购与安装完成 80%。	4.52
山西嘉诚源房 地产开发有限 公司	运城张家坡项目	15.00	12.06	24.00	5 年	1#楼主体结构 28 层；2#楼主体结构 24 层；3#楼主体结构 24 层；1#-2#、2#-3#之间地库具备浇筑条件；8#楼完成桩基检测，9#楼基础垫层浇筑完成；10#楼完成验槽；11-12#楼开挖土方工程。	3.83
合计	-	61.51	44.94	112.00	-	-	19.63

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，建设完成后由业主回购。

图表 28. 截至 2023 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	项目名称	地块区域	计划总投资	建筑面积	建设进度	预计销售 额	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）	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南（C0505-1、C0503-1）	8.60	17.48	已竣工验收，准备交房	9.59	9.43	9.84
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）	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶 C0502 地块	11.86	24.31	室内外装修 80%	13.47	12.22	5.81
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）	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶 C0503-2 地块	2.31	4.62	9#楼主体施工至 30 层，10 楼主体施工至 31 层	2.44	2.09	1.74
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	海南省海口市龙华区金宇东路以南、南沙路以西 B0201 地块	8.89	16.91	室内外装修阶段	7.65	7.76	6.93
海南华晋置业有限公司	白沙坊金龙苑	白沙坊棚改回迁商品房 A0208 地块	10.50	24.24	联合验收阶段	10.50	10.66	9.45
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	山西晋城	2.26	6.90	主体在建	3.58	0.90	2.08
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	山西省太原市迎泽区东岗路与并州东街交叉口东南角	22.40	48.52	主体在建	19.87	21.33	6.30
山东晋陶置业发展有限公司	建投·云景里	山东省菏泽市黄河路与西安路十字西北角	38.90	105.40	主体在建	43.56	7.17	0.00
合计	-	-	105.72	248.38	-	110.66	71.56	42.15

资料来源：山西建投

截至 2023 年 3 月末，该公司有土地储备 10 块，位于山西省太原市、阳泉市、晋中市和长治市等，面积合计为 476.49 万平方米，土地出让金 34.22 亿元，已全部支付。同期末，公司拟建房地产项目计划总投资 15.14 亿元，已投资 3.18 亿元，皆为自有资金。总体来看，公司储备项目相对较少。

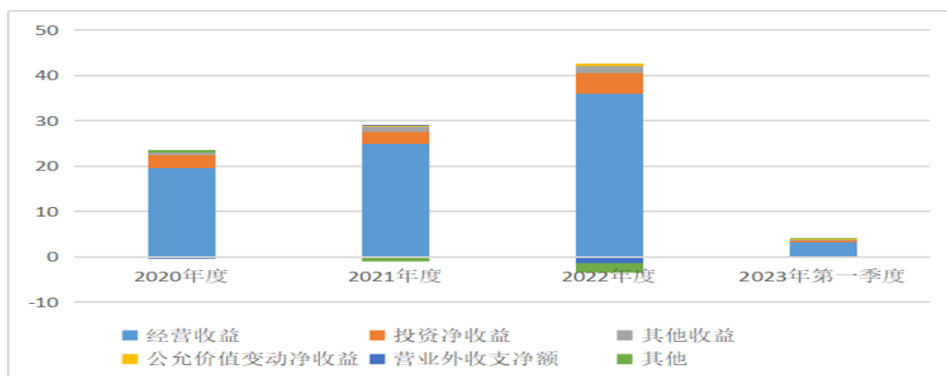
图表 29. 公司拟建项目情况（单位：亿元，万平方米）

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
						总额	自有资金	银行贷款+ 外部债券等 ⁷	2023 年	2024 年	2025 年		
红城湖棚改片区 C20-8 地块	合作开发	海口市	3.17 年	95.00%	15.14	3.18	3.18	-	7.12	2.04	2.50	10.45	1.89

资料来源：山西建投（截至 2023 年 3 月末）

（2）盈利能力

图表 30. 公司盈利来源结构



资料来源：根据山西建投所提供数据绘制。

⁷ 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。

该公司利润主要来源于经营收益。2020-2022 年公司营业收入分别为 812.19 亿元、1,172.54 亿元及 1,360.39 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 11.73%、11.73%及 12.35%，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 19.68 亿元、24.92 亿元及 36.00 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	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	812.19	1,172.54	1,360.39	227.06	200.84
经营收益（亿元）	19.68	24.92	36.00	3.31	2.01
期间费用合计（亿元）	71.71	107.98	127.43	16.98	13.96
期间费用率（%）	8.83	9.21	9.37	7.48	6.95
其中：财务费用率（%）	0.86	0.90	0.80	1.32	1.52
全年利息支出总额（亿元）	24.45	29.00	29.30	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	10.19	9.94	9.01	-	-

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，2020-2022 年公司研发费用分别为 31.56 亿元、48.71 亿元及 62.64 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。2022 年公司销售费用较上年增加 27.86%至 5.34 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。2020-2022 年公司期间费用率持续上升。

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	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益	2.68	2.70	4.57	0.36	0.52
营业外收入	0.24	0.30	0.17	0.05	0.03
其中：违约赔偿	0.01	0.03	0.02	-	-
罚款	-	0.005	0.01	-	-
非同一控制企业合并形成	-	0.09	0.02	-	-
其他	0.04	0.17	0.12	-	-
其他收益	0.62	1.07	1.48	0.18	0.22
其中：政府补助	0.60	1.03	1.42	-	-
资产处置收益	0.72	0.29	0.18	0.01	0.01
其中：固定资产处置利得	0.09	0.22	0.14	-	-
公允价值变动损益	-0.07	0.23	0.59	0.16	-
其中：投资性房地产	-0.19	0.12	0.11	-	-
资产减值损失（含信用减值损失）（亿元）（正值为损失）	0.17	1.17	2.35	-0.02	0.02

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

2022 年，该公司公允价值变动损益增长 0.36 亿元，主要系交易性金融资产公允价值变动所致。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，2022 年变动较小。2022 年，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 2.03 亿元和取得控制权时股权按公允价值重新计量

产生的利得 1.37 亿元，当年投资收益同比增长 69.44%至 4.57 亿元。在政府补助方面，2020-2022 年公司分别获得政府补助分别为 0.79 亿元、1.03 亿元和 1.42 亿元。公司获得的政府补助主要包括外经贸发展专项资金、技改资金、职业技能培训补贴和稳岗补贴等。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。2022 年资产减值损失（含信用减值损失）2.35 亿元，主要为合同资产和其他非流动资产减值。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，2020-2022 年该公司营业收入规模持续增长，毛利率小幅增长。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，2020-2022 年净利润分别为 19.44 亿元、26.65 亿元和 34.24 亿元。同期净资产收益率分别为 5.87%、6.44%和 7.23%，呈现逐年增长态势。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。

2023 年第一季度，该公司实现营业收入 227.06 亿元，同比增长 13.05%；同期实现毛利率 9.33%，同比增长 0.99 个百分点。当期公司期间费用率同比上升 0.53 个百分点至 7.48%，营业利润同比增长 47.17%至 4.04 亿元，净利润同比增长 48.74%至 3.50 亿元。

（3）运营规划/经营战略

该公司立足打造极具竞争优势的投资建设运营集团企业，致力于实现“五个历史性转变”：一是由承建商向建筑服务商、投资运营商转变；二是由传统、单一房建施工向产业链一体化、相关多元化经营转变；三是由施工总承包企业向工程总承包企业转变；四是由人力资源密集型企业向资本、技术密集型企业转变；五是由规模速度型粗放式增长后质量效益型集约式增长转变。

坚持立足山西、布局全国、开拓海外经营战略方针，该公司推进专业化重组和板块化经营，开拓新领域、打造新业态、创造新优势，以巩固拓展全产业链为依托，深化体制机制改革、优化组织结构调整、完善企业治理体系、增强核心竞争力，促进集团经营规模快速增长和经济效益大幅提升。公司计划到 2023 年，合同额突破 3,800 亿元，实现营业收入 1,500 亿元，到 2025 年，合同额突破 5,000 亿元，向世界一流企业迈进。

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。公司存在一定规模的关联交易，但对整体经营情况影响较小。

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 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，2020 年由山西省政府无偿划入公司四大设计院。截至 2023 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。

组织结构方面，跟踪期内该公司将安全生产部分设为安全质量监督管理部和生产管理部，安全质量监督管理部主要负责落实安全生产责任制、对工程项目施工质量进行全过程管理等工作；生产管理部主要负责牵头制定年度经营业绩指标、综合分析并分解各单位指标完成情况、对分包管理、生产物资采购管理、设备购置、工程价款回收及确权数据整理和对重点项目统筹协调等工作。此外，公司人事部和组织部合并为组织人事部，并成立了北京、华东和华南三个区域总部。

人事变动方面，2022 年 3 月，该公司聘任乔建峰担任公司党委专职副书记、副董事长，其不再担任公司副总经理；2022 年 7 月，公司聘任贾滨担任副总经理；2023 年 3 月，聘任智艳青为总经济师。

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。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。2022 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晋中领航投资建设有限公司 1.29 亿元、晋城国投医院项目管理有限公司 1.12 亿元、山西忻定忻原项目管理有限公司 1.11 亿元、应收山西勤建置业有限公司 3.05 亿元、应收太原晋泽置业有限公司 1.78 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	2022 年末
应收关联方	应收账款	3.42	6.94	10.35
	其他应收款	6.71	14.18	11.34
	预付款项	0.40	-	0.34
	长期应收款	7.43	0.56	0.95
	合计	17.97	21.68	22.98
应付关联方	应付账款	0.98	0.37	1.11
	预收款项	0.54	-	-
	其他应付款	1.86	2.09	1.35
	合计	3.38	2.46	2.46

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

根据该公司 2023 年 3 月 31 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 2023 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。2022 年以来无重大行政处罚及违法失信情况发生。

图表 34. 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	2023/03/31	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2023/05/17	正常	正常
工商行政处罚	国家企业信用信息公示系统	2023/05/12	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

2022 年以来，该公司刚性债务快速增长，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。2020-2022 年公司经营性现金流保持净流入状态。近年来，公司应收账款及存货逐年增长，对资金占用仍较多，存货周转指标有一定波动，但公司应收账款周转次数逐年增长，营业周期整体稳定。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，可为公司债务即期偿付提供支撑。

1. 数据与调整

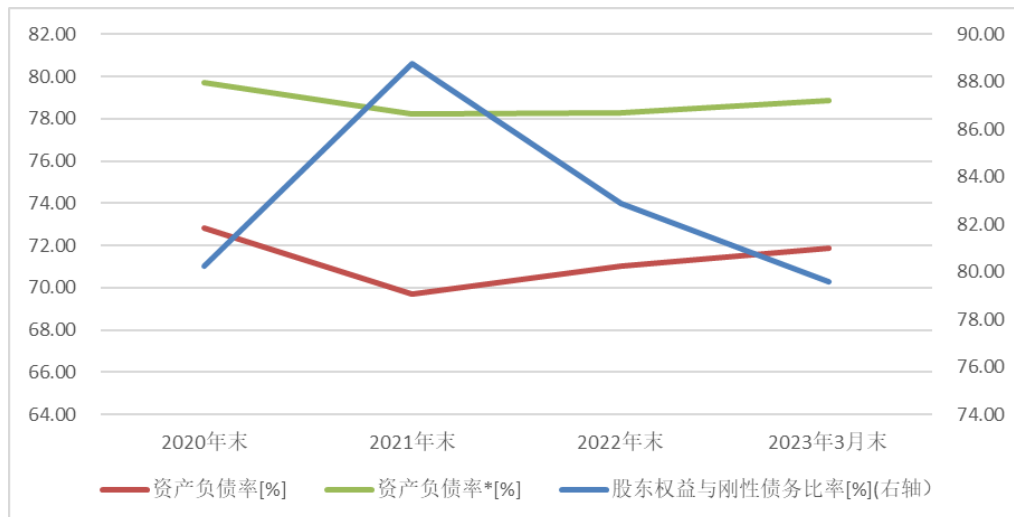
中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年至 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。2022 年起，公司开始执行财政部发布的企业会计准则解释第 15 号（财会【2021】35 号）和第 16 号（财会【2022】31 号），以上会计政策变更未对公司财务状况产生重大影响。

截至 2022 年末，该公司纳入合并范围二级子公司合计 40 家。其中，2022 年，公司新增山西省太忻经济一体化发展投资集团有限公司、山西低碳环保产业集团有限公司、山西建投晋东南投资有限公司、山西建投长治建筑产业有限公司和山西省投资规划研究院有限公司，减少山西建筑工程集团有限公司、山西二建集团有限公司、山西三建集团有限公司、山西五建集团有限公司、山西八建集团有限公司、煤炭工业太原设计研究院集团有限公司和山西省煤炭规划设计院（集团）有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 35. 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。

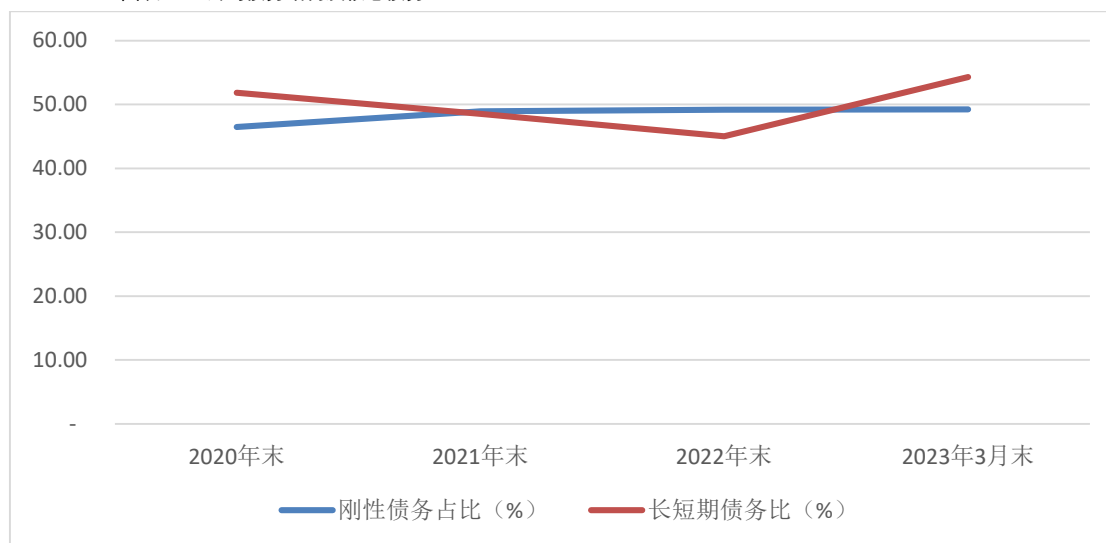
近年来该公司工程建筑施工主业发展迅速，工程建设需垫入大量资金，公司负债规模增长较快。2020-2022 年末公司资产负债率保持较高水平，分别为 72.83%、69.72%和 71.04%。公司于 2018 年开始进行永续类融资，截至 2022 年末计入其他权益工具的永续债务达到 123.30 亿元。如将计入其他权益工具的永续类融资作为负债核算，2020-2022 年末，公司资产负债率分别为 79.69%、78.21%和 78.29%，负债经营程度始终较高。

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。2022 年，公司资本公积增加 7.46 亿元，其中新增 0.51 亿元为对子公司实缴比例变动影响，新增 8.12 亿元为资本投入影响，减少的资本公积 1.16 亿元系对子公司实缴比例变动影响。

2022 年末，该公司未分配利润较上年末增长 27.30%至 66.27 亿元，当年末未分配利润在所有者权益中占比转降为升，2020-2022 年末占比分别为 15.19%、11.45%和 13.46%。2022 年，公司其他综合收益主要来自于其他权益工具投资公允价值变动和外币财务报表折算差额，当年末同比增加 0.87 亿元。此外，当年少数股东权益明显增加，主要系合并报表范围的增加导致。在上述因素综合影响下，2022 年末所有者权益较上年末增长 8.34%至 492.48 亿元，对刚性债务的覆盖程度较好。

(2) 债务结构

图表 36. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据山西建投所提供数据绘制。

注：表格中 2020 年末和 2021 年末的其他流动负债余额分别包含 10.00 亿元和 15.00 亿元的短期融资计划。

从债务期限结构来看，该公司债务以短期为主，2020-2022 年长短期债务比逐年下降，分别为 51.84%、48.52%和 45.03%。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）、其他流动负债、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，2022 年末预收款项（含合同负债）较上年末增长 21.14%，主要系预收工程款同比增长所致。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，当年末较上年末增长 5.99%至 36.58 亿元。当年末公司应交税费同比增长 57.20%，主要系公司业务规模扩大，应交增值税增加较多导致。2022 年末，公司其他流动负债主要由待确认（待转）销项税构成⁸，当年末其他流动负债较上年末增长 18.15%，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 2.19 亿元，较上年末增长 41.64%。2022 年末公司长期应付职工薪酬增长 94.03%至 4.48 亿元，主要系离职后福利-设定受益计划净负债增加所致。

⁸ 其他流动负债中的短期融资计划已纳入刚性债务范畴。

图表 37. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	164.28	199.53	241.24	210.99
其中：短期借款	69.98	72.77	98.36	106.82
一年内到期的长期借款	27.40	27.49	62.66	39.73
应付（超）短期融资券	10.00	15.00	-	-
应付票据	44.35	50.21	56.57	52.24
其他短期刚性债务	12.56	34.06	23.65	12.20
中长期刚性债务合计	301.21	312.46	341.40	412.21
其中：长期借款	252.81	250.78	240.82	292.51
应付债券	45.01	32.78	60.73	73.70
其他中长期刚性债务	3.38	28.90	39.85	46.01
综合融资成本（年化，%）	5.22	5.11	4.92	4.87

资料来源：根据山西建投所提供数据整理

注：综合融资成本系山西建投测算提供。

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 2022 年末，刚性债务余额达到 582.64 亿元，较上年末增长 13.80%。其中短期刚性债务的增长主要系新增短期借款、部分长期借款转为一年内到期所致。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，2022 年末分别占比为 28.15%、21.73%、13.52%和 30.37%。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 12.67%，主要系公司工程项目增加，开立商业承兑增加所致。此外，公司还通过发行债券筹集资金，其他中长期刚性债务增长主要系应付融资租赁款和专项债券增加所致。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 38. 公司近三年银行借款结构（单位：亿元）⁹

借款类型	2020 年末			2021 年末			2022 年末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	30.36	127.30	157.66	51.34	50.76	102.10	54.40	58.72	113.12
质押借款	0.10	106.44	106.54	2.10	39.05	41.15	2.55	51.79	54.34
抵押借款	0.93	10.04	10.97	1.68	13.35	15.03	1.83	13.04	14.87
信用借款	38.59	36.43	75.02	17.40	40.49	57.89	39.59	47.72	87.31
保证+抵押借款	-	-	-	0.25	1.23	1.48	-	10.17	10.17
保证+质押借款	-	-	-	-	133.39	133.39	-	122.04	122.04
合计	69.98	280.21	350.19	72.77	278.27	351.04	98.36	303.48	401.84

资料来源：山西建投

2023 年 3 月末，该公司负债总额为 1,264.88 亿元，较上年末增长 4.70%；同期末资产负债率为 71.85%，将永续类融资作为负债核算的资产负债率为 78.86%，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、合同负债及长期应付款增加。2023 年第一季度，公司银行借款规模继续增加，且当期发行了 12.70 亿元公司债 23 晋建 01，2023 年 3 月末公司刚性债务较上年末增加 40.57 亿元至 623.21 亿元。公司其他负债构成未发生重大变化。

⁹ 长期中包含一年内到期的长期借款。

3. 现金流量

图表 39. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第 一季度	2022 年第 一季度
营业周期（天）	182.94	144.74	148.21	-	-
营业收入现金率（%）	98.87	90.92	79.26	108.03	117.19
业务现金收支净额（亿元）	77.97	23.75	-39.27	-32.21	-45.20
其他因素现金收支净额（亿元）	-59.39	1.95	68.79	10.77	5.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	18.58	25.71	29.52	-21.44	-39.96
EBITDA（亿元）	44.04	56.20	72.31	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.11	0.13	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.80	1.94	2.47	-	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

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，2022 年营业周期为 148.21 天，较上年略有增长。2020-2022 年公司营业收入现金率分别为 98.87%、90.92% 和 79.26%，随着业务规模的扩大，公司现金收取比例有所下降，营业收入现金率逐年下降。2020-2022 年业务现金收支分别为 77.97 亿元、23.75 亿元和 -39.27 亿元，2022 年业务现金收支净额大幅下降主要系随业务规模增长，购买材料劳务、人员工资和支付税费现金支出增加导致。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 2020-2022 年公司暂收暂付款净流入分别为 -97.62 亿元、27.53 亿元和 123.48 亿元。

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。

图表 40. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第 一季度	2022 年第 一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.06	-18.27	34.64	-4.69	-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	-104.82	-99.53	-45.79	-15.82	-6.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.81	-3.62	-7.17	0.10	-2.29
投资环节产生的现金流量净额	-102.96	-121.41	-18.33	-20.41	-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 年回收投资与投资支付净流入额大幅扩张，系收回投资收到的现金增加所致；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收窄。受以上因素影响，2022 年投资环节产生的现金净流出大幅减少，同比减少 84.91%。

图表 41. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	21.31	45.05	3.14	0.13	0.12
取得借款及发行债券收到的现金	249.58	179.71	253.05	126.89	71.59
偿还债务支付的现金	114.46	172.36	185.37	77.79	42.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	34.81	33.09	43.44	10.13	8.77
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-36.05	84.55	-22.06	1.67	1.64
筹资环节产生的现金流量净额	85.56	103.86	5.32	40.77	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。2022 年公司吸收投资收到的现金较上年大幅减少。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增加。公司其他影响筹资环节现金净流量的主要因素为（超）短期融资券、其他权益工具及融资租赁和租赁公司借款的收到或偿还等。2022 年其他因素对筹资环节现金流量影响净额为-22.06 亿元，较上年大幅减少，主要系当期偿还永续债现金净流出同比大幅增加，且长期融资借款取得的现金同比下降所致。综合来看，2022 年公司筹资环节产生的现金流量净额为 5.32 亿元，较上年末减少 94.88%。

2023 年第一季度，该公司经营环节产生的现金流量净流出规模收窄至 21.44 亿元；投资环节产生的现金净流出为 20.41 亿元，流出规模同比增加 37.35%，主要系一季度建设期 PPP 项目支付款项所致；同期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 42. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第 一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	825.26	813.77	982.41	1,002.31
	60.02%	54.21%	57.77%	56.94%
其中：货币资金（亿元）	198.59	208.34	224.61	219.84
应收账款（亿元）	189.01	204.47	208.93	208.47
预付款项（亿元）	33.54	23.97	41.08	50.30
其他应收款（亿元）	134.06	53.92	44.04	43.08
存货（含合同资产）（亿元）	214.35	259.19	346.80	364.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	549.78	687.46	718.21	758.02
	39.98%	45.79%	42.23%	43.06%
其中：可供出售金融资产（亿元）	68.11	-	-	-
长期应收款（亿元）	66.38	84.68	110.17	121.54
长期股权投资（亿元）	9.89	55.05	57.41	61.95
投资性房地产（亿元）	14.88	5.41	8.18	8.18
固定资产（亿元）	18.80	26.10	33.14	119.98
在建工程（亿元）	53.52	75.74	124.81	49.96
无形资产（亿元）	103.32	137.47	139.11	144.91
商誉（亿元）	15.74	15.27	15.35	15.30
其他非流动资产（亿元）	185.84	213.91	199.28	205.26
其他债权投资（亿元）	-	41.01	6.01	6.02

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一 季度末
其他权益工具投资（亿元）	-	20.57	9.59	9.59
期末全部受限资产账面金额（亿元）	61.75	113.21	114.97	-
受限资产账面余额/总资产（%）	4.49	7.54	6.76	-

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，但占资产总额的比重逐年下降，2020-2022 年末分别为 13.75%、13.62%和 12.29%。应收账款客户账期一般在 1-2 年，组合计提坏账准备分类中，2022 年末账龄在一年以内的余额为 110.39 亿元，占应收账款余额比重为 48.94%。公司客户较为分散，前五名应收账款合计占比 8.47%。具体主要为应收晋中市住房和城乡建设局、东台惠民城镇化建设发展有限公司、古交市晋甬新能源有限公司和太原西北二环高速公路发展有限公司等工程款。2022 年末，公司预付款项较上年末增加 71.37%，主要是随公司合同额和业务规模的增长，为项目建设预付定金、工程款、材料款、设备款等增加所致。当年末，其他应收款账面价值较上年末减少 59.78%，主要系应收保证金下降所致。公司存货（含合同资产）主要由开发成本、开发产品、原材料和提供服务所确定的合同资产等构成，当年末账面价值较上年末增长 33.40%至 346.80 亿元，占资产总额比重为 20.39%，主要系当期对长治和平里住宅小区、天津武清泗村店、康泰园、建投·紫宸府和潇河新城一期配套地块等项目加大投入形成开发成本所致。受益于融资规模扩大及主业回款加快，近年来公司货币资金持续增长。2023 年末货币资金余额为 224.61 亿元，占总资产的比重为 13.21%，其中受限货币资金为 23.71 亿元，为票据保证金、保函保证金等，受限资金占比 10.56%。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。此外，当年末应收票据较上年末增长 240.10%至 34.26 亿元，银行承兑汇票和商业承兑汇票余额均同比增长；交易性金融资产增长 151.81%至 20.23 亿元，主要系金融板块对基金和资产管理计划等金融产品的投资增加所致；一年内到期的非流动资产增长 143.40%至 24.76 亿元，主要为一年内到期的长期应收款增加。

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，根据新金融工具准则，将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列示。2022 年末，公司其他债权投资和其他权益工具投资分别较上年末下降 85.35%和 53.37%至 6.01 亿元和 9.59 亿元，系信托计划和对外投资的可续期融资工具到期偿还所致。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 30.10%，主要系当年随着 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所致。2022 年末长期股权投资余额较上年末增长 4.29%至 57.41 亿元，主要系公司追加了对忻州市城东路网项目管理有限公司、黎城县五黎建设投资有限公司和昔阳县晋建和鑫国道改线项目管理有限公司等的投资所致。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。2022 年末投资性房地产余额较上年末增加 51.00%，主要系存货、固定资产、在建工程转入及企业合并增加所致。公司固定资产主要为房屋建筑、施工机械和运输设备等，2022 年末余额较上年增加 26.99%，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。2022 年末，公司在建工程较上年末大幅增加 64.79%至 124.81 亿元，主要系对山西·潇河新城、装配式建筑产业园区和全省经济开发区投资增加所致。其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·潇河新城一二期项目配套设施、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 3.60 亿元、30.63 亿元、26.61 亿元、7.60 亿元、12.45 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，当年末增加 11.00%，主要系电子设备及其他使用权增长所致。同年末，公司无形资产、商誉余额分别为 139.11 亿元、15.35 亿元，较上年末变化不大。2022 年末，其他非流动资产主要为对吕梁市教育扶贫一期、河曲县贫困村整体提升工程、永和县文体活动公共服务设施和忻州师范学院新校区搬迁等 PPP 项目的投入。

截至 2022 年末，该公司受限资产合计 114.97 亿元，其中 23.71 亿元为货币资金中的信用证保证金、

保函等，20.67 亿元为用于借款抵押的存货，16.10 亿元为用于借款抵押的无形资产，30.30 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 6.76%。

2023 年 3 月末，该公司资产总额为 1,760.33 亿元，仍以流动资产为主。当期末预付款项较上年末增加 22.44%；一年内到期的非流动资产较上年末减少 13.94%，主要系一年内到期的长期应收款减少所致。随潇河新城部分子项目等项目从在建工程转为固定资产，当期末在建工程下降 59.97%至 49.96 亿元、固定资产增加 262.01%至 119.98 亿元。此外，公司其他流动资产较上年末增长 15.66%至 40.83 亿元；长期待摊费用较上年末增长 24.16%至 2.26 亿元。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 43. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一 季度末
流动比率（%）	125.13	115.47	117.94	122.27
速动比率（%）	87.55	75.29	71.37	71.66
现金比率（%）	30.83	31.37	30.28	29.26
应收账款周转速度（次）	4.54	5.96	6.58	-
存货周转速度（次）	3.56	4.37	3.94	-

资料来源：根据山西建投所提供数据整理。

注：计算速动比率和存货周转速度时，存货包含合同资产金额。

2022 年该公司流动比率较上年末上升 2.47 个百分点，公司存货等非速动资产增长较快，公司速动比率和现金比率分别较上年末下降 3.92 个百分点和 1.09 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，公司存货周转速度呈现一定波动。2023 年 3 月末，公司流动比率较上年末增加 4.33 个百分点，速动比率及现金比率则较上年末变化不大，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. 表外事项

截至 2022 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 90.37 亿元，占净资产的比重为 18.34%，存在一定担保代偿风险。具体担保情况见下表。

图表 44. 2022 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
山西易承研工程建设有限责任公司	0.33	2022 年 9 月 5 日	2042 年 9 月 4 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
原平市新源城市基础设施建设有限公司	0.10	2016 年 5 月 11 日	2025 年 5 月 10 日
山西鑫汾泰工程项目管理有限公司	4.13	2018 年 6 月 29 日	2038 年 6 月 29 日
孟县双祥建设投资有限公司	2.01	2019 年 3 月 26 日	2028 年 12 月 31 日
山西相成建设工程发展有限公司	1.60	2022 年 5 月 27 日	2040 年 5 月 26 日
蒲县诚泰建设项目管理有限公司	2.16	2019 年 6 月 21 日	2033 年 6 月 20 日
蒲县宏泰建设项目管理有限公司	3.79	2019 年 9 月 5 日	2035 年 8 月 29 日
河曲县诚泰建设项目管理有限公司	3.60	2019 年 6 月 20 日	2037 年 6 月 19 日
山西永和文体项目管理有限公司	2.26	2020 年 9 月 22 日	2036 年 9 月 21 日
临县瑞阳建设项目管理有限公司	0.30	2022 年 8 月 24 日	2034 年 8 月 23 日
山西华舜和体育中心项目管理有限公司	4.84	2020 年 1 月 17 日	2041 年 1 月 16 日
山西通达和公路建设管理有限责任公司	4.55	2021 年 3 月 29 日	2043 年 3 月 28 日

被担保方	担保余额	担保起始日	担保终止日
长子县昊盛和水源工程管理有限公司	1.25	2022 年 2 月 8 日	2030 年 11 月 20 日
潞城市三杰建设管理有限公司	1.18	2018 年 7 月 13 日	2033 年 1 月 13 日
临汾尧泰建设项目管理有限公司	1.31	2022 年 3 月 29 日	2043 年 3 月 28 日
河曲县政通投资有限公司	0.06	2016 年 3 月 29 日	2026 年 3 月 28 日
高平市神农健康城工程建设有限公司	2.68	2019 年 3 月 27 日	2034 年 3 月 27 日
山西路桥同朔公路管理有限公司	1.38	2020 年 7 月 29 日	2040 年 7 月 28 日
朔州市兴朔城市建设管理有限公司	3.00	2019 年 8 月 12 日	2034 年 8 月 11 日
平遥县嘉业城市建设管理有限公司	4.73	2019 年 6 月 25 日	2037 年 6 月 24 日
河曲县博创城市建设管理有限公司	2.70	2019 年 4 月 3 日	2040 年 4 月 3 日
二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	1.60	2018 年 8 月 31 日	2032 年 12 月 21 日
代县兴代嘉业城市建设有限公司	0.81	2020 年 10 月 15 日	2035 年 10 月 14 日
代县兴代嘉业城市建设有限公司	0.86	2021 年 5 月 26 日	2037 年 5 月 25 日
阳城县桑田嘉业建设有限公司	6.70	2021 年 4 月 1 日	2042 年 3 月 31 日
夏县利泽水利工程有限公司	2.71	2018 年 12 月 11 日	2035 年 12 月 11 日
定襄县定盛嘉业城市建设有限公司	2.39	2020 年 4 月 1 日	2033 年 3 月 31 日
洪洞县杏睿嘉业城市建设管理有限公司	4.55	2020 年 7 月 31 日	2035 年 7 月 30 日
临汾市尧兴嘉业城市建设管理有限公司	2.00	2021 年 6 月 30 日	2036 年 6 月 29 日
朔州市五校建设投资有限公司	4.21	2019 年 6 月 25 日	2038 年 6 月 24 日
中阳县五阳建设投资有限公司	3.69	2020 年 3 月 26 日	2034 年 3 月 25 日
静乐县五乐建设投资有限公司	0.26	2021 年 12 月 9 日	2041 年 12 月 6 日
岢岚县荷坪岚漪扶贫开发有限公司	0.90	2018 年 6 月 27 日	2041 年 6 月 27 日
岢岚县荷坪岚漪旅游发展有限公司	0.20	2018 年 7 月 27 日	2042 年 7 月 27 日
山西八建翔景热力有限公司	2.33	2022 年 7 月 27 日	2041 年 7 月 26 日
山西八建翔景热力有限公司	1.00	2022 年 5 月 31 日	2041 年 11 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
山西水投碧源水处理有限公司	0.02	2019 年 2 月 1 日	2035 年 1 月 31 日
河津市黄河生态农村污水治理有限公司	0.03	2020 年 1 月 21 日	2041 年 1 月 21 日
洪洞国耀兆林新能源有限责任公司	2.00	2021 年 4 月 13 日	2028 年 4 月 8 日
洪洞国耀兆林新能源有限责任公司	1.00	2022 年 3 月 31 日	2032 年 4 月 2 日
山西国耀新能源集团有限公司	1.10	2022 年 5 月 31 日	2023 年 5 月 30 日
临猗县国耀新能源有限公司	2.10	2021 年 9 月 27 日	2031 年 9 月 28 日
临猗县国耀新能源有限公司	0.30	2022 年 1 月 7 日	2032 年 1 月 7 日
合计	90.37	-	-

资料来源：山西建投

7. 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。2022 年末,公司本部货币资金余额为 87.32 亿元,占合并口径货币资金比重为 38.87%。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。2022 年末公司合并口径刚性债务为 582.64 亿元,其中含本部刚性债务 215.17 亿元,占比 36.93%。2022 年末,公司集团本部应收账款及其他应收款分别为 25.73 亿元和 190.98 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。2023 年 3 月末公司本部流动资产余额为 318.64 亿元,较上年末下降 1.02%,其中货币资金余额为 84.98 亿元,占合并口径比重为 38.66%。同期末公司本部刚性债务余额为 222.65 亿元,占合并口径比重为 35.77%。

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。2022 年公司本部实现营业收入 41.32 亿元，净利润 3.69 亿元。

外部支持

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，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应收账款资金回笼加快，2022 年，公司应收账款周转天数继续缩短。

在山西省内重大建设项目方面，目前该公司为潇河产业园区核心区“五大中心”项目开发建设的唯一建设运营主体，也着力于全省经济开发区的投资建设运营，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，能一定程度上得到山西省内业务承接方面的资源倾斜。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2023 年 3 月末，该公司共获得各银行综合授信额度合计人民币 1,987.20 亿元，尚未使用的综合授信额度为 1,156.09 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
全部（亿元）	1,987.20	831.11	1,156.09
其中：国家政策性金融机构（亿元）	505.10	221.36	283.74
工农中建交五大商业银行（亿元）	495.69	239.32	256.37
其中：大型国有金融机构占比（%）	50.36%	55.43%	46.72%

资料来源：根据山西建投所提供数据整理（截至 2023 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 21 山西建投 MTN002：可续期

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. 调整票面利率选择权和回售选择权

本次跟踪的 20 晋建专项债 01、20 晋建专项债 02、22 山西建投债 01、21 山西建投 MTN001、21 晋建 01、22 晋建 02 和 23 晋建 01 附发行人调整债券票面利率选择权和投资者回售选择权。除公司自身信用情况外，投资者是否会在行权日行使回售权与公司是否上调票面利率有关，该条款设置较为合

理且灵活，兼顾发行人与投资者双方的利益。

跟踪评级结论

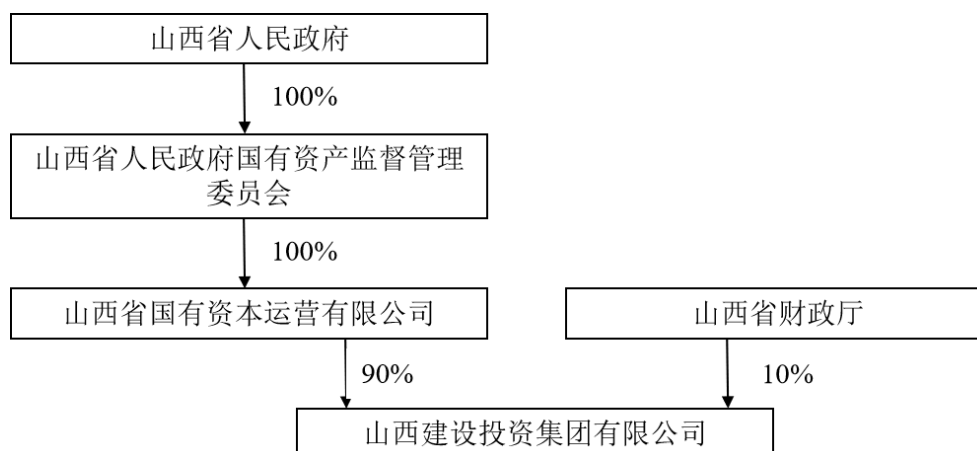
该公司是山西省人民政府出资设立的省属国有资本控股公司，股权结构清晰。公司组织架构设置符合其业务特征，能有效地保障日常业务的顺利开展。公司存在一定规模的关联交易，但对整体经营情况影响较小。

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。总体看，公司盈利能力较强。未来随着 PPP 项目及各类投资业务的投资建设推进，公司资金需求将进一步扩大。

2022 年以来，该公司刚性债务快速增长，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。2020-2022 年公司经营性现金流保持净流入状态。近年来，公司应收账款及存货逐年增长，对资金占用仍较多，存货周转指标有一定波动，但公司应收账款周转次数逐年增长，营业周期整体稳定。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，可为公司债务即期偿付提供支撑。

附录一：

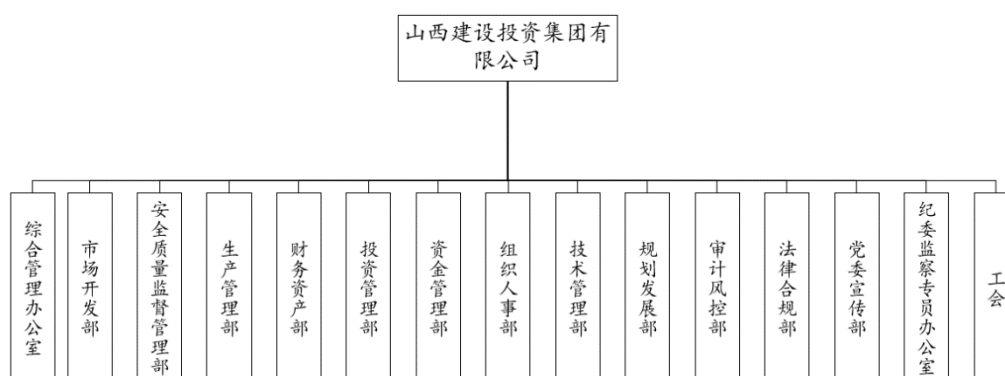
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至2023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2023年3月末）。

附录三：

截至 2023 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责任公司	是	80.00%	21	2016.5	2016.4	28.80	19.65	0.06	1.00	4.00	0.00	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	0.06	0.19	1.69	0.00	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	2018.1	30.72	20.54	0.06	1.25	4.99	0.00	4.99	2+15	29.47	30.85	2.64	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	0.06	0.49	2.76	0.00	2.76	1+28	14.72	18.75	8.88	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	0.07	0.32	1.28	0.00	1.28	2+23	8.00	7.89	0.23	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	15.14	10.30	0.07	0.61	2.44	0.00	2.44	27	14.53	14.53	0.00	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	0.08	0.42	2.09	0.28	1.12	3+20	13.20	4.76	0.00	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	0.06	0.07	0.60	0.00	0.60	2+13	3.27	3.28	0.00	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	0.07	0.43	3.83	0.00	2.74	3+15	3.83	2.74	0.45	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	0.07	0.11	0.34	0.00	0.34	1.5+15	2.84	2.53	0.00	可行性缺口补贴
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	0.06	0.10	0.23	0.02	0.23	1+14	1.61	1.15	0.24	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	0.07	0.06	0.25	0.00	0.25	1+9	1.52	1.22	0.00	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	0.06	0.10	0.12	0.01	0.12	1+15	1.03	1.00	0.14	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	0.06	0.18	0.43	0.00	0.43	1+15	2.89	2.70	0.65	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	沁县大交通发展有限公司	是	90.00%	22	2018.6	2019.5	6.54	5.29	0.06	0.14	1.22	0.00	1.06	2+20	6.40	7.39	0.66	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	否	80.00%	22	2018.9	2018.5	7.46	6.23	0.08	0.30	1.81	0.00	1.18	2+20	7.16	5.78	0.41	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	否	80.00%	15	2019.12	2020.5	1.49	1.12	0.07	0.06	0.24	0.00	0.02	2+13	1.43	1.46	0.00	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	否	80.00%	17	2019.12	2020.6	2.93	2.12	0.06	0.12	0.47	0.00	0.50	2+15	2.81	2.59	0.00	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	0.05	0.12	1.03	0.01	0.92	3+15	5.67	4.73	0.24	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	0.06	0.08	0.39	0.00	0.39	2+13	2.30	2.24	0.87	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	否	90.00%	15	2017.8	2018.8	3.34	2.56	0.06	0.07	0.60	0.00	0.60	2+13	3.27	3.29	0.54	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	0.07	0.03	0.29	0.00	0.29	1+14	1.60	1.01	0.15	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	否	80.00%	25	2017.11	2018.4	7.55	4.66	0.06	0.30	1.21	0.00	1.21	3+22	7.25	6.90	0.30	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	否	90.00%	17	2018.6	2018.1	5.89	5.27	0.07	0.12	1.06	0.00	1.06	1.5+15	5.77	5.76	0.26	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	否	85.00%	18	2018.6	2018.7	3.66	3.12	0.07	0.11	0.62	0.00	0.71	2+16	3.55	3.51	0.00	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	0.06	0.13	0.71	0.00	0.71	2+18	4.07	4.01	0.15	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	0.08	0.05	0.21	0.00	0.21	1+15	1.26	2.08	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	0.07	0.26	1.28	0.00	1.28	3+17	5.91	6.26	1.63	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	0.08	0.11	0.42	0.00	0.36	2+23	1.89	2.00	0.32	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	0.08	0.06	0.53	0.00	0.53	2.5+14.5	2.89	2.97	0.00	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	0.07	0.03	0.30	0.00	0.30	3+12	1.63	1.66	0.00	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	0.08	0.05	0.41	0.00	0.41	1.58+18	2.22	2.22	0.00	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	0.08	0.23	0.92	0.00	0.80	2+13	5.50	4.80	0.00	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	0.07	0.00	0.59	0.00	0.43	2+15	2.97	2.71	0.00	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	0.06	0.08	0.32	0.00	0.32	2+18	1.92	1.95	0.30	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	0.06	0.00	2.50	0.00	2.50	1+10	9.81	10.75	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	0.07	0.79	3.14	0.00	3.05	2+20	12.31	11.46	0.00	政府付费+运营绩效
38	柳林县铝循环工业园区基础设施 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	0.07	0.37	1.46	0.00	1.46	1+20	8.78	5.94	0.00	可用性服务费、运维绩效服务费和使用者付费
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	0.06	0.03	0.66	0.00	0.66	2+13	2.30	2.32	0.16	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	0.06	0.46	0.48	0.00	0.48	1+19	4.29	4.75	0.00	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	0.07	0.08	0.73	0.00	0.73	2+10	2.61	2.27	0.44	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	0.08	0.05	0.90	0.05	0.57	2+18	4.70	3.81	0.00	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	0.07	0.17	1.50	0.00	1.50	2+15	8.17	7.51	0.28	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	0.06	0.01	0.07	0.00	0.07	1+9	0.40	0.39	0.21	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	0.07	0.04	0.40	0.00	0.40	2+18	2.04	2.06	0.27	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	0.07	0.11	1.02	0.00	1.02	2+15	4.82	5.50	0.64	政府付费
47	运城市鸭子池水生生态综合提升工程 PPP 项目	市级	运城市鸭子池水生生态项目管理有限公司	是	90.00%	20	2019.1	2020.5	3.44	2.45	0.06	0.03	0.62	0.03	0.46	2+18	3.38	2.67	0.00	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	2017.10	1.34	1.18	0.05	0.01	0.32	0.00	0.32	2+18	1.33	1.33	0.09	政府付费
49	山西省国道路面改造工程(晋中境内) PPP 项目	市级	晋中建远国道路面改造项目管理有限公司	是	85.00%	21	2020.5	2020.6	9.46	8.48	0.06	0.09	1.61	0.19	1.61	1+20	9.18	9.46	0.29	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	0.05	0.00	0.10	0.00	0.10	1+28	3.40	0.10	0.26	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	0.07	0.02	0.40	0.00	0.40	1+15	2.07	2.13	0.69	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	0.07	0.05	0.49	0.00	0.49	1+15	2.69	2.24	1.11	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	0.07	0.06	0.55	0.00	0.55	2+15	2.99	2.53	0.57	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	0.07	0.10	0.91	0.00	0.36	2+10	4.97	1.87	0.44	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	0.07	0.12	1.02	0.00	0.87	3+17	5.56	5.18	0.00	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	0.07	0.24	0.94	0.00	0.56	3+17	5.64	3.97	0.28	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	0.07	0.03	0.64	0.00	0.64	3+17	3.34	3.40	0.30	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	0.07	0.14	1.23	0.00	1.04	1+19	6.69	5.76	0.59	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	0.08	0.00	0.73	0.00	0.73	1+29	3.53	3.48	2.91	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	是	80.00%	12	2020.1	2020.11	1.49	11.05	0.07	0.06	0.23	0.00	0.03	2+10	1.43	1.10	0.00	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	0.05	0.42	2.16	1.65	2.16	2+15	7.94	8.67	0.00	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	0.0502-0.0546	0.20	1.80	0.00	1.80	2+8	9.81	10.10	2.77	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	0.02	0.67	1.77	0.91	1.77	2+23	9.46	8.41	0.10	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	0.06	0.05	0.20	0.00	0.20	2+15	1.02	1.15	0.00	可行性缺口补助
65	临汾市城北新区“第四”污水处理厂及配套管网 PPP 项目	地市级	临汾市山水务发展有限公司	是	85.67%	21	2020.12	2020.1	1.04	0.72	0.07	0.01	0.18	0.02	0.18	1+20	1.04	0.93	0.08	政府付费
66	兴县美丽宜居乡村建设 PPP 项目	县级	兴县五兴美丽宜居乡村建设投资有限公司	否	40.00%	20	2021.8	2021.9	9.94	8.29	0.0798	0.40	0.79	0.79	0.29	20	9.54	1.73	0.00	可行性缺口补助
67	静乐县实验中学及第一中学校 PPP 项目	县级	静乐县五乐建设投资有限公司	否	80.00%	20	2021.8	2021.9	3.46	2.90	0.0760	0.14	0.55	0.00	0.16	20	3.32	1.83	0.00	政府付费
68	黎城县城市更新行动建设 PPP 项目	县级	黎城县五黎建设投资有限公司	否	95.00%	25	2022.2	2022.3	12.76	7.52	0.0748	0.13	2.43	0.00	1.50	25	12.63	3.49	0.00	可行性缺口补助
69	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	0.06	0.02	0.07	0.20	0.07	1+25	0.92	0.77	0.00	政府付费
70	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	0.05	0.19	0.43	0.41	0.43	2+30	4.15	3.77	0.00	可行性缺口补助
71	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	0.07	0.06	0.50	0.00	0.50	2+13	2.74	2.39	0.30	可行性缺口补助
72	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	0.07	0.14	0.58	0.00	0.58	2+20	3.98	3.48	0.00	可行性缺口补助
73	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	0.10	0.11	0.02	0.32	0.02	1+10	1.77	1.91	0.00	可行性缺口补助
74	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	0.07	0.17	0.99	0.00	1.12	2+15	7.49	6.03	0.00	可行性缺口补助
75	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	0.07	0.46	1.83	0.00	1.40	0+15	10.99	7.95	0.68	政府付费

76	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	0.07	0.17	0.69	0.00	0.37	2+15	4.17	2.26	0.00	政府付费
77	山西省国道路面改造工程（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	0.05	0.09	0.34	1.38	0.31	1+20	7.60	7.56	0.00	政府付费
78	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	0.07	0.30	0.64	0.00	0.20	3+12	4.41	2.31	0.00	政府付费
79	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	0.06	0.46	1.85	0.00	1.18	2+20	11.09	7.98	0.00	政府付费
80	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	0.07	0.05	0.21	0.20	0.21	1+14	1.79	1.83	0.67	政府付费
81	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	0.07	0.13	0.71	0.00	0.71	2.5+12.5	4.04	4.02	0.16	可行性缺口补助
82	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	否	98.00%	25	2018.9	2017.7	8.55	6.92	0.06	0.03	1.68	0.00	1.57	4+21	8.52	7.98	0.00	政府付费
83	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	0.07	0.13	1.17	0.00	1.12	2.5+15.5	6.40	6.40	0.22	可行性缺口补助
84	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	0.07	0.27	1.08	0.00	0.90	2+20	6.49	6.42	0.48	可行性缺口补助
85	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	21.92	0.07	5.00	0.50	14.14	0.50	2+8	44.09	23.94	1.45	可行性缺口补助 3
86	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	0.07	0.04	0.35	0.00	0.35	2+26	1.89	1.85	0.00	可行性缺口补助
87	长子县农村供水应急水源及环境整治工程 PPP 项目	县级	长子县吴盛和水源工程管理有限公司	否	80.00%	10	2020.10	2020.11	1.84	1.53	0.06	0.07	0.29	0.00	0.26	2+8	1.77	1.60	0.00	可行性缺口补助
88	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	0.06	1.44	0.25	1.91	0.25	3+25	14.20	0.25	0.00	可行性缺口补助
89	忻州师范学院新校区搬迁项目（一期）	市级	忻州师院新校区（一期）项目管理有限公司	否	80.00%	30	2019.12	2020.5	25.30	20.65	0.06	1.01	4.05	0.00	3.64	2+28	24.29	25.19	1.01	使用者付费

90	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	0.06	0.09	0.81	0.00	0.81	1.5+10.5	4.34	4.20	0.00	政府付费
91	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	0.06	0.12	1.10	0.00	1.10	2+18	5.98	6.23	0.91	可行性缺口补助
92	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	2,017.10	2020.4	3.49	2.25	0.09	0.34	0.36	0.00	0.05	4+20	2.61	0.18	0.00	可行性缺口补助
93	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	2,017.12	2018.9	2.46	1.89	0.09	0.24	0.25	0.00	0.25	3+20	2.16	2.39	0.30	可行性缺口补助
94	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	0.07	0.27	1.08	0.00	0.93	2+23	6.51	6.32	0.28	政府付费
95	左权县新建左权中学 PPP 项目	县级	山西相成建设工程有限公司	否	90.00%	18	2020.11	2021.7	3.84	3.07	0.06	0.07	0.7	0.00	0.7	3+15	3.77	2.53	0.00	可行性缺口补助
96	汾阳市阳城镇、演武镇、三泉镇、肖家庄镇生活污水处理项目	市级	山西三建华通和污水处理项目管理有限公司	否	100.00%	30	2021.7	2021.6.5	2.34	1.92	0.07	0.00	0.46	0.00	0.46	1+29	2.34	1.78	0.00	政府付费
97	山西省忻州市五台山风景名胜区内道路工程 PPP 项目	县级	忻州市五台山风景名胜区内国信城市建设管理有限公司	否	15.00%	15	2018.6	2018.6	1.72	1.34	0.06	0.07	0.05	0.22	0.05	2+13	1.43	1.78	0.00	政府付费
98	忻州市高级技工学校 PPP 项目	市级	山西三建忻州高级技工学校项目管理有限公司	否	90.00%	20	2021.10	2022.7.1	3.29	2.49	0.06	0.07	0.59	0.00	0.32	2+18	3.22	1.12	0.00	政府付费
99	临汾戏剧研究院非物质文化遗产传承培训基地工程 PPP 项目	市级	临汾尧泰建设项目管理有限公司	否	90.00%	22	2021.4.28	2021.6.15	1.64	1.37	0.06	0.03	0.30	0.00	0.30	2+20	1.61	0.37	0.00	可行性缺口补助
100	山西省长治市平顺县市政道路“三路”工程项目建设 PPP 项目	县级	山西三建顺达和项目管理有限公司	否	90.00%	17	2022.6.24	2022.7.20	3.90	2.22	0.07	0.08	0.70	0.00	0.50	2+15	3.82	2.14	0.00	政府付费
101	沁水经济技术开发区标准厂房及基础设施建设项目（一期工程）	县级	沁水经开区山西三建项目管理有限公司	否	90.00%	23	2022.2.9	2022.3	6.60	5.35	0.05	0.13	1.19	0.00	0.41	3+20	6.47	1.28	0.00	可行性缺口补助
102	安徽省阜阳市颍泉区循环经济园区路网建设工程 PPP 项目	县级	安徽晋颍建设发展有限公司	是	90%	10	2022.5.13	-	7.14	5.37	0.06	0.14	1.30	0.00	0.65	2+8	7.00	0.65	0.00	政府付费
103	山阴县场馆建设 PPP 项目	县级市	山阴县六建场馆建设项目有限公司	是	90%	20	2022.07.06	2022.8.25	6.00	5.03	0.07	0.12	1.08	0.00	0.36	2+18	1.20	0.36	0.00	政府付费

104	山阴县县城基础设施建设 PPP 项目	县级	山阴县五韵建设投资有限公司	否	90%	20	2022. 6	2022. 8	6. 68	5. 41	0. 07	0. 13	1. 2	0. 00	0. 57	2+18	1. 2	0. 1	0. 00	政府付费
105	山西省晋城市沁水县大县城品质提升工程（新建党校、沁水东连接线交通枢纽工程）PPP 项目	县级	沁水山安文体建设发展有限公司	是	80%	22	2022. 4	2022. 7	8. 54	6. 48	回报率 7. 5%/利润率 7. 0%	0. 34	1. 37	0. 00	1. 37	2+22	8. 2	2. 5	0. 00	可行性缺口补助
	合计	-	-	-	-	-	-	-	677.99	482.44	-	25.44	102.97	22.74	89.47	-	617.23	507.59	55.52	-

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	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					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	215.17	229.68	41.32	3.69	1.41	母公司口径
山西园区建设发展集团有限公司	园区建发	子公司	81.27	房地产、建筑施工及建筑制造	-	132.85	229.01	7.74	5.52	
山西省太忻经济一体化发展投资集团有限公司	太忻一体化公司	子公司	100.00	租赁和商业服务	-	34.42	263.28	8.32	12.82	
山西建投城市运营集团有限公司	城市运营公司	子公司	100.00	物业及房地产业	-	38.97	283.78	7.28	1.02	

注：根据山西建投 2022 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]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,375.04	1,501.23	1,700.62	1,760.33
货币资金 [亿元]	198.59	208.34	224.61	219.84
刚性债务[亿元]	465.49	511.98	582.64	623.21
所有者权益 [亿元]	373.63	454.55	492.48	495.45
营业收入[亿元]	812.19	1,172.54	1,360.39	227.06
净利润 [亿元]	19.44	26.65	34.24	3.50
EBITDA[亿元]	44.04	55.30	72.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.58	25.71	29.52	-21.44
投资性现金净流入量[亿元]	-102.96	-121.41	-18.33	-20.41
资产负债率[%]	72.83	69.72	71.04	71.85
资产负债率*[%]	79.69	78.21	78.29	78.86
权益资本与刚性债务比率[%]	80.27	88.78	84.53	79.50
流动比率[%]	125.13	115.47	117.94	122.27
现金比率[%]	30.83	31.37	30.28	29.26
利息保障倍数[倍]	1.54	1.63	2.03	—
担保比率[%]	3.03	13.54	18.35	—
营业周期[天]	182.94	144.74	148.21	—
毛利率[%]	11.73	11.73	12.35	9.33
营业利润率[%]	2.89	2.39	2.97	1.78
总资产报酬率[%]	3.12	3.28	3.71	—
净资产收益率[%]	5.87	6.44	7.23	—
净资产收益率*[%]	6.70	7.36	9.70	—
营业收入现金率[%]	98.87	90.92	79.26	108.03
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.15	3.77	3.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.66	-9.35	0.99	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.80	1.91	2.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.11	0.13	—

注：表中数据依据山西建投经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 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：

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。

附录七：

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	杨茵、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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 1 月 11 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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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、杨茵	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	杨茵、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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
债项评级 (20 晋建专项债 02)	历史首次评级	2020 年 6 月 10 日	AAA	杨茵、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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接

					工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
债项评级 (22 晋建 02)	历史首次评级	2022 年 5 月 25 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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
债项评级 (23 晋建 01)	历史首次评级	2023 年 1 月 11 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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-

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。