内部编号:2024060164

山西建设投资集团有限公司

及其发行的公开发行债券

定期跟踪评级报告

分析师：杨蕊彤 yangruitong@shxsj.com
李逸然 liyiran@shxsj.com

评级总监：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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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。

。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100113】

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 主体/展望/债项/评级时间	前次跟踪 主体/展望/债项/评级时间	首次评级 主体/展望/债项/评级时间
20 晋建专项债 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 10 日
20 晋建专项债 01	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日
23 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	-	AAA/稳定/AAA/2023 年 9 月 13 日
23 晋建 01	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 1 月 11 日
22 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 25 日
22 山西建投债 01	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 1 日
21 晋建 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 9 月 15 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 区域市场竞争优势。山西建投是山西省首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。
- 经营业绩增长较快，在手订单充足。山西建投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。且目前公司在手订单充足，对中短期内收入实现有一定保障。
- 政府支持。山西建投作为山西省 18 家省属企业中唯一一家明确主业为建筑施工的企业，并于 2023 年被认定为省重点产业链“链主”企业，在业务承接等方面可获山西省人民政府的资源倾斜。

主要风险：

- 行业风险。基建投资放缓，房地产市场景气度下行，并且山西建投所处的基建施工及房建施工行业市场竞争较为激烈，存在一定行业风险。
- 总体负债程度较高，刚性债务偿付压力大。近年来山西建投负债程度较高，刚性债务规模快速攀升，其中短期刚性债务规模已较大，公司面临的即期偿债压力增加。此外，2024 年公司有多只债券集中到期或行权，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加大。

跟踪评级结论

通过对山西建设投资集团有限公司主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债项 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计山西建投信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

① 订单的持续性和转化率严重弱化；

② 在手房地产类和投资类项目的运营和回款表现不佳，投资回报远低于预期；

③ 项目回款进度和及时性恶化，或核心客户支付能力显著恶化，并导致公司流动性压力显著上升；

④ 出现大面积停工缓建情况；

⑤ 对股东的重要性降低，股东支持力度减弱，或股东自身支持能力下降。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	93.97	87.32	95.61	145.05
刚性债务（亿元）	187.80	215.17	211.17	243.74
所有者权益（亿元）	211.51	229.68	250.30	320.22
经营性现金净流入量（亿元）	7.63	1.41	21.44	40.04
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	1,501.23	1,700.62	1,979.28	2,076.05
总负债（亿元）	1,046.68	1,208.14	1,463.87	1,495.37
调整后总负债（亿元）	1,174.09	1,331.44	1,612.17	1,698.67
刚性债务（亿元）	511.98	582.64	699.99	751.24
所有者权益（亿元）	454.55	492.48	515.40	580.68
调整后所有者权益（亿元）	327.14	369.18	367.10	377.38
营业收入（亿元）	1,172.54	1,360.39	1,421.09	209.35
净利润（亿元）	26.65	34.24	37.97	3.39
经营性现金净流入量（亿元）	25.71	29.52	25.36	-33.96
EBITDA（亿元）	56.20	72.31	81.97	—
资产负债率[%]	69.72	71.04	73.96	72.03
调整后资产负债率[%]	78.21	78.29	81.45	81.82
权益资本与刚性债务比率[%]	88.78	84.53	73.63	77.30
调整后权益资本与刚性债务比率[%]	63.90	63.36	52.44	50.23
流动比率[%]	115.47	117.94	120.72	134.06
现金比率[%]	31.37	30.28	27.42	32.35
利息保障倍数[倍]	1.63	2.03	2.03	—
净资产收益率[%]	6.44	7.23	7.53	—
调整后净资产收益率[%]	8.79	9.83	10.31	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.77	3.84	2.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.35	0.99	-0.96	—
调整后非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.43	0.89	-0.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.94	2.47	2.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	—

注：根据山西建设投资集团有限公司经审计的 2021～2023 年及未经审计的 2024 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			结果
个体信用	业务风险		2
	财务风险		3
	初始信用级别		**aa**
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
	个体信用级别		**aa**
外部支持	支持因素		↑2
主体信用级别			**AAA**

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	结果

调整因素：（0）

支持因素：（↑2）

该公司是山西省 18 家省属企业中唯一一家明确主业为建筑施工的企业，并于 2023 年被认定为省重点产业链“链主”企业，能获得山西省人民政府在业务承接方面的资源倾斜。（+2）

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26754&mid=4&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》（2024 年 1 月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》（2024 年 1 月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》（2024 年 2 月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29958&mid=5&listype=1
《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》（2024 年 1 月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29782&mid=5&listype=1
《山西省及下辖各市经济财政实力与债务研究（2023）》（2023 年 12 月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29625&mid=5&listype=1

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（简称山西建投、发行人、该公司或公司）2020 年山西建设投资集团有限公司政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第二期）、2020 年山西建设投资集团有限公司政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券（第一期）、山西建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）、山西建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、山西建设投资集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、2022 年第一期山西建设投资集团有限公司公司债券和山西建设投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（分别简称 20 晋建专项债 02、20 晋建专项债 01、23 晋建 02、23 晋建 01、22 晋建 02、22 山西建投债 01 及 21 晋建 02）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、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。

图表 1. 截至 2024 年 3 月 31 日公司存续债券/债务融资工具基本情况[1]（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	注册时间	备注
22 山西建投 GN007(项目收益)	5.00	3+3+3	3.47	2022 年 10 月	2021 年 10 月	按年正常付息
20 晋建专项债 02	9.00	5+5	4.70	2020 年 6 月	-	按年正常付息
20 晋建专项债 01	9.00	5+5	4.80	2020 年 4 月	-	按年正常付息
24 山西建投 MTN003B	10.00	5+N	4.30	2024 年 3 月	2023 年 11 月	尚未付息
24 山西建投 MTN001	15.00	5	3.85	2024 年 1 月	2023 年 11 月	尚未付息
23 晋建 02	5.00	3+2	3.78	2023 年 9 月	-	尚未付息
23 晋建 01	12.70	3+2	4.50	2023 年 2 月	-	按年正常付息
22 晋建 02	10.00	3+2	3.50	2022 年 6 月	-	按年正常付息
24 山西建投 MTN003A	15.00	3+N	3.60	2024 年 3 月	2023 年 11 月	尚未付息
24 山西建投 MTN002B	20.00	3+N	3.97	2024 年 1 月	2023 年 11 月	尚未付息
22 山西建投债 01	5.00	3+2	3.76	2022 年 1 月	-	按年正常付息
24 山西建投 MTN002A	10.00	2+N	3.50	2024 年 1 月	2023 年 11 月	尚未付息
23 山西建投 MTN007	20.00	2+N	4.76	2023 年 11 月	2023 年 11 月	尚未付息
23 山西建投 MTN006	20.00	2+N	5.38	2023 年 10 月	2021 年 10 月	尚未付息
22 山西建投 MTN008	5.00	3+N	5.15	2022 年 10 月	2021 年 10 月	按年正常付息
23 山西建投 MTN004	10.00	2+N	5.30	2023 年 8 月	2021 年 10 月	尚未付息
23 山西建投 MTN003	8.00	2+N	5.20	2023 年 6 月	2021 年 10 月	尚未付息
23 山西建投 MTN002	10.00	2+N	5.20	2023 年 6 月	2021 年 10 月	尚未付息
22 山西建投 MTN010	8.30	2+N	6.30	2022 年 12 月	2021 年 10 月	按年正常付息
21 晋建 02	5.00	3	4.40	2021 年 9 月	-	按年正常付息
22 山西建投 MTN005(科创票据)	15.00	2+N	4.79	2022 年 8 月	2021 年 10 月	按年正常付息
22 山西建投 MTN004	10.00	2+N	4.79	2022 年 7 月	2021 年 10 月	按年正常付息
22 山西建投 MTN003(科创票据)	7.00	2+N	4.94	2022 年 7 月	2021 年 10 月	按年正常付息
22 山西建投 MTN002	10.00	2+N	4.94	2022 年 6 月	2021 年 10 月	按年正常付息
22 山西建投 MTN001(科创票据)	5.00	2+N	4.95	2022 年 6 月	2021 年 10 月	按年正常付息
合计	**226.00**	-	-	-	-	-

资料来源：山西建投。

[1] 统计范围为该公司本部存续的中期票据、普通企业债、公司债。

20 晋建专项债 02、20 晋建专项债 01 募集资金用途为晋中市城区东、南外环道路快速化改造工程 PPP 项目。截至 2023 年末，20 晋建专项债 01 使用于该项目的 4.50 亿元募集资金已使用 4.47 亿元，其中归还项目贷款本息 2.00 亿元，支付工程欠款 2.47 亿元。20 晋建专项债 02 使用于该项目的 4.50 亿元募集资金已使用 4.50 亿元，全部用于提前偿还项目贷款本金。同期末，晋中市财政已累计支付项目款 11.34 亿元，项目运营情况良好，未出现运维绩效考评影响政府付费的情况。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2021 年，该公司合并范围新增山西六建集团有限公司。2022 年，合并范围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。2023 年至 2024 年 3 月末，合并范围内二级子公司未发生变化。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围二级子公司合计 40 家。公司最近三年一期财务数据具有一定可比性。

该公司将发行的永续债计入“其他权益工具”科目，本评级报告调整后数据为将上述永续类债务转至非流动负债计算，调整前后的相关科目对比如下：

图表 2. 公司主要财务数据与指标调整前后对照表（单位：亿元）

数据与指标	调整前				调整后			
	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年第一季度末	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年第一季度末
其他权益工具	127.41	123.30	148.30	203.30	-	-	-	-
非流动负债合计	341.95	375.14	499.06	562.57	469.36	498.44	647.36	765.87
负债合计	1,046.68	1,208.14	1,463.87	1,495.37	1,174.09	1,331.44	1,612.17	1,698.67
所有者权益合计	454.55	492.48	515.40	580.68	327.14	369.18	367.10	377.38

注：根据山西建投所提供数据整理。

2. 业务

该公司是山西省首家拥有 3 种特级总承包资质的施工企业，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期末在手合同增长较快，对中短期内收入实现形成一定保障。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，经营收益稳步增长。总体看，公司盈利能力较强，但受下游业主方资金链趋紧影响，2023 年营业收入现金率较上年下降。此外，公司投资业务规模大，随项目投资推进，公司资金压力加大。

（1）外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带

来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

A. 基建施工行业

2023 年我国基础设施建设投资增速放缓，同时细分领域分化加剧。全年基础设施建设投资（不含电力）增速为 5.9%，较上年下降 3.5 个百分点；其中铁路运输、道路运输、水利管理和公共设施管理等领域投资增速分别为 25.2%、-0.7%、5.2%和-0.8%，较上年增加 23.4、-4.4、-8.4 和-10.9 个百分点。基建施工行业以大型央国企为主，经营较为稳健，但财务杠杆水平偏高，同时投融资业务模式下有息债务规模持续攀升。

作为经济稳增长的重要支撑，预计 2024 年我国基建投资仍将保持较强韧性，其中铁路和水利领域的政府投入持续加大并有望维持较高景气度，公路投资将维持稳定，公共设施管理业投资短期内仍存弱化趋势；此外，12 个重点省份分类加强政府投资项目管理，深耕前述区域且区域集中度高的施工企业面临较大的项目承揽风险。基建施工企业债务负担较为沉重，进一步加杠杆拓展业务的空间较为有限，同时土地和房地产市场景气度偏弱背景下地方政府财政压力仍大，城投企业融资环境总体趋严，工程款项回收风险或将加大。我国经济长期向好的基本面不会改变，增量与更新优化需求仍可使得基建市场维持庞大规模，而供给端压力或将随着人口结构变化而逐步减轻，加之下游融资环境的进一步规范与稳定，预计建筑市场竞争环境或将逐步得到优化，行业高质量发展可期。

详见：《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》

B. 房建施工行业

2023 年我国房地产累计开发投资 11.09 万亿元，同比下降 9.6%，其中土地购置支出同比下降 5.5%，建安投资支出同比下降 11.8%。同期，全国房屋新开工面积同比下降 20.4%至 9.54 亿平方米，降幅较上年同期收窄 19 个百分点；房屋竣工面积同比增长 17.0%至 9.98 亿平方米，竣工面积由降转增；房屋施工面积同比下降 7.2%至 83.84 亿平方米。总体来看，我国房地产市场继续底部调整，在销售端企稳、新旧模式转换完成前，房地产行业建筑领域需求弱化，同时地产开发企业流动性风险外溢导致房建施工企业工程款回收和坏账损失风险加大。

在当前我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势下，预计 2024 年房地产建筑领域面临需求持续弱化风险，“三大工程”落地可在一定程度上对冲地产需求转弱负面影响，但需关注其资金筹措与运作模式及对企业的资金压力传导。短期而言，房建施工企业财务杠杆水平整体偏高，债务负担较为沉重，房地产开发商的风险释放仍将对施工企业形成较大力度的冲击。中长期看，增量与更新优化需求仍可使得房建市场维持庞大规模，而供给端压力或将随着人口结构变化而逐步减轻，加之下游融资环境的进一步规范与稳定，预计建筑市场竞争环境或将逐步得到优化，行业高质量发展可期。

详见：《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》

C. 房地产行业

近年我国房地产行业供求关系发生重大变化。2022 年我国商品房销售面积和销售金额分别为 13.58 亿平方米和 13.33 万亿元，同比下降 24.3%和 26.7%。2023 年 1-5 月我国商品房销售面积同比降速收窄，销售额方面累计同比增速一度由负转正，但回升趋势自下半年起再次调转向下，至年末累计销售面积和销售金额分别为 11.17 亿平方米和 11.66 万亿元，同比下降 8.5%和 6.5%。市场景气度持续弱化，行业投资收缩。2022-2023 年我国房地产开发投资完成额分别为 13.29 万亿元和 11.09 万亿元，同比下降 10.0%和 9.6%。其中，住宅开发投资完成额分别为 10.06 万亿元和 8.38 万亿元，同比下降 9.5%和 9.3%。实物工作量方面，2022-2023 年我国房屋新开工面积分

别为 12.06 亿平方米和 9.54 亿平方米，同比下降 39.4%和 20.4%；竣工面积分别为 8.62 亿平方米和 9.98 亿平方米，同比下降 15.0%和增长 17.0%；施工面积分别为 90.50 亿平方米和 83.84 亿平方米，同比下降 7.2%和 7.2%。在“保交楼”压力以及融资政策宽松利好下，行业优先推动存量项目建设完工，对增量项目则持谨慎态度。

展望 2024 年，我们预计在销售端复苏总体仍承压且库存处于高位、行业整体运行效率明显弱化的情形下，房地产开发投资规模或将进一步下滑，但降幅将在保障房建设力度显著加大前提下进一步收窄。短期而言，在积极稳妥化解房地产风险的政策导向下，融资端支持举措有望加大力度，有助于房企融资环境的边际改善；但受益范围或相对有限，行业整体流动性得到实质性改善尚待持续观察。这对房企安全边际提出更高的要求，自身财务健康程度和项目布局的重要性凸显。在行业风险有序出清和“保障房+商品房”、“租售并举”的新发展模式积极推进下，房地产开发行业仍具长期高质量发展空间。

详见：《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》。

区域市场

2021-2023 年山西省分别实现地区生产总值 22,590.16 亿元、25,642.59 亿元和 25,698.18 亿元，按不变价格计算，三年增速分别为 9.1%、4.4%和 5.0%。山西省以第二、第三产业为主，2023 年山西省三产比例分别为 5.4:51.9:42.7。2023 年，山西省固定资产投资（不含跨省、农户）比上年下降 6.6%。其中，第一产业投资下降 6.1%，第二产业投资下降 3.9%，第三产业投资下降 8.6%。基础设施投资下降 18.1%。2023 年，山西省人均地区生产总值为 73,984 元，较上年增长 5.2%。

建筑业方面，2023 年山西省建筑业固定资产投资额较上年下降 93.3%，叠加基础设施投资下降，建筑业增加值增速转负，签订合同额同比下降，完成总产值较上年基本持平。2021-2023 年，山西省建筑业增加值分别为 1,065.37 亿元、1,093.31 亿元和 1,080.12 亿元，按不变价格计算，增速分别为 4.1%、4.0%和-1.0%。同期，具有总承包和专业承包资质的建筑业企业签订合同额合计分别为 13,327.7 亿元、14,143.6 亿元和 13,835.9 亿元，完成总产值分别为 5,677.7 亿元、6,145.5 亿元和 6,147.1 亿元。

房地产业方面，山西省房地产开发投资规模持续减小，但降幅收窄。2021-2023 年，房地产开发投资额分别为 1,945.23 亿元、1,764.20 亿元和 1,751.50 亿元，增速分别为 6.3%、-9.3%和-0.7%。2023 年，房屋施工面积及新开工面积分别较上年下降 3.2%和 27.7%，其中住宅分别下降 3.1%和 26.4%；商品房销售面积及商品房销售额均较上年回升，增速分别为 4.3%和 4.8%，其中住宅分别增长 4.8%和 6.1%，需求市场有所回暖。

详见：《山西省及下辖各市经济财政实力与债务研究（2023）》（2023 年 12 月）

（2）业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	1,172.54	1,360.39	1,421.09	209.35	227.06
其中：核心业务营业收入合计	983.59	1,172.78	1,267.95	170.04	185.95
建筑业	932.76	1,100.76	1,190.57	159.59	180.91
在核心业务营业收入中占比（%）	94.83	93.86	93.90	93.85	97.29
房地产业	50.83	72.02	77.38	10.46	5.04
在核心业务营业收入中占比（%）	5.17	6.14	6.10	6.15	2.71
毛利率（%）	11.73	12.35	13.01	10.27	9.33
其中：核心业务毛利率（%）	11.35	12.08	12.22	9.13	8.03
建筑业（%）	11.17	11.84	12.11	8.89	8.03
房地产业（%）	14.62	15.78	13.84	12.83	8.20

注：①根据山西建投提供的数据整理、计算；②营业收入明细数相加不等于合计数，系数据四舍五入计算的尾差所致。

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，公司利用施工企业的资源及渠道优势向产业链上下游延伸，开展房地产开发、与建筑相关的服务、与建筑相关的贸易及与建筑相关的装备制造等业

务。2021-2023 年，公司营业收入分别为 1,172.54 亿元、1,360.39 亿元和 1,421.09 亿元，近三年持续增长。从收入构成看，公司核心业务包括建筑业和房地产业，2023 年二者占核心业务营业收入的比重分别为 93.90%和 6.10%，其中建筑业是带动当年公司营业收入增长的主要动力。2023 年，公司营业收入增速较上年放缓，主要系建筑相关服务板块的建筑劳务业务收入下滑。

2024 年第一季度，该公司营业收入为 209.35 亿元。其中，建筑业收入较上年同期下降 11.79%至 159.59 亿元，主要系施工工程同比减少；房地产业收入较上年同期增长 1.08 倍至 10.46 亿元，主要系较多房产完成交房工作，达到确收条件。

① 经营状况

A. 建筑业

建筑业是该公司传统优势业务，主要依托下属各子公司[2]具体经营。从类型看，主要分为建筑施工和基础设施投资建设两类。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，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。

规模因素

作为山西省属国有建筑施工企业，该公司立足山西、布局全国，并开拓海外市场，近年来新签合同额持续较快增长，较好保障了建筑业务的收入实现，2021-2023 年，建筑业分别实现收入 932.76 亿元、1,100.76 亿元和 1,190.57 亿元。在建工程方面，目前产值推进整体较为有序，但部分项目面临回款进度偏慢情况。截至 2024 年 3 月末，公司合同金额排名前五大在建工程合同金额合计 104.27 亿元，累计产值 79.72 亿元，累计回款金额 64.56 亿元。

图表 4. 截至 2024 年 3 月末公司合同金额排名前五大在建工程明细（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	累计确认收入	累计回款金额	业主名称
建投·祥溪国际项目	2016.05	2024.06	33.24	31.21	28.38	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	2024.06	14.38	15.29	11.79	晋城市丹河新城建设投资集团有限公司
印尼德天焦化 470 万吨/年项目	2021.09	2025.01	19.42	9.53	5.91	德天焦化（印尼）股份公司
山西煤炭进出口集团河曲能源有限公司 2×350MW 低热值煤发电 EPC 总承包项目	2022.04	2024.12	18.23	10.81	9.76	山西煤炭进出口集团河曲能源有限公司
光伏产业园区标准化厂房及配套设施建设项目	2023.02	2024.07	19.00	12.88	8.72	忻州市开发区通汇建设发展有限责任公司
合计	-	-	**104.27**	**79.72**	**64.56**	-

资料来源：山西建投。

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，2023 年分别占主要成本的 44.30%和 26.86%。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。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，并通过期货等方式防范材料价格波动。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。

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 10%）、农民工工资保证金（一般为 1%）、工程质量保证金（一般为 3%）。履约保证金主要以银行保函的形

[2]主要包括：山西建筑工程集团有限公司、山西一建集团有限公司、山西二建集团有限公司、山西三建集团有限公司、山西四建集团有限公司、山西五建集团有限公司、山西六建集团有限公司、山西七建集团有限公司、山西八建集团有限公司、山西省安装集团股份有限公司、山西建投集团装饰有限公司、山西建投国际建设集团有限公司。

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 85%左右，而后完成完工审计验收收回 97%以上，质保期结束后收回 100%。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，尽量避免款项形成长期拖欠。但在宏观经济增长放缓、部分业主方流动性趋紧背景下，公司 2023 年收现指标有所弱化。

投资业务

2016 年以来，该公司承接了较多政府和社会资本方合作项目（即 PPP 项目）。模式为公司参与项目竞标成功后，参与出资组建项目公司。子公司亦能相互合作作为联合体参与投标，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，余下资金由项目公司融资。PPP 项目建设期通常为 1-2 年，经营期通常为 8-20 年左右，整体期限较长。目前公司承接的 PPP 项目运营期收益回报模式主要以政府付费和可行性缺口补助[3]居多，受当地政府财力影响较大。公司承接 PPP 项目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 6%。公司通过 PPP 项目获得了大量的合同额，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。

截至 2024 年 3 月末，该公司在手并表 PPP 项目共 61 个，投资总额 377.89 亿元，其中公司通过 PPP 项目获取的施工合同额 287.56 亿元。在项目资本金方面公司作为社会出资方需出资 66.71 亿元，实际已出资 63.10 亿元，仍需出资 3.61 亿元。在手并表项目总投资中公司需投入金额 358.19 亿元，累计已投入金额 355.09 亿元。在手并表 PPP 项目中 16 个在建，45 个项目部分或全部进入运营，项目累计已获得运营回款 66.47 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司在手并表项目（包括已经完成建设项目）中已有 59 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，均由公司出资建设。截至 2024 年 3 月末，融资款未到位项目 2 个，投资总额合计 11.12 亿元，公司累计已投资 9.37 亿元。公司合并范围内重要 PPP 项目情况如附录三所示。

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，回购方为晋中市住房保障和城乡建设局，已于 2017 年 12 月完工。截至 2024 年 3 月末，累计已投资 5.25 亿元，累计已回款 4.46 亿元，预计于 2024 年收到剩余款项。公司后续不再承接其他 BT 项目。

2020 年以来，该公司承担了山西全省经济开发区基础设施的投资建设运营任务。2020 年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》（后命名为“山西·潇河新城”），围绕建设投资实现自平衡原则，统筹项目规划、设计、投资、建设及运营。主要建设内容包括会议、会展中心、金融、商务中心及艺术中心等核心项目。项目分为多个子项逐步实施，项目合同也将逐步释放。截至 2024 年 3 月末，公司已投入金额 106.21 亿元。目前会议中心、会展中心、潇河新城酒店群、新源智慧运行总部均已投建完成，于 2023 年初投入运营。运营模式上，会展中心由运营公司负责场馆运营，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，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运营收入金额 2.71 亿元，累计回笼资金 2.63 亿元。

此外，截至 2024 年 3 月末，该公司已签约《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、清控科创产业（运城）创新基地项目、山西农谷智慧冷链物流园项目、临汾科技智创汽车产业园项目），开发模式均为自建自营；《合作框架协议》项目 9 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、洪洞经济开发区、太原中北高新技术产业开发区、五台山景区、右玉开发区中草药项目），正在推进实施。截至 2024 年 3 月末，公司现有经开区项目预计总投资额

[3] 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。

35.96 亿元，累计已投资 16.22 亿元，目前多处于投建前期阶段，仅清控科创产业（运城）创新基地项目开始产生回款，累计回款金额 0.19 亿元。目前公司在手投资建设运营项目数量多、规模大，且后续仍有投资支出需求，在项目资金平衡、项目管理和运营等方面面临较大压力。

B. 房地产业

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。2021-2023 年，公司分别实现房地产业务收入 50.83 亿元、72.02 亿元和 77.38 亿元，随着较多房产完成交房工作而达到收入确认条件，房地产业务收入逐年增长。2023 年，公司房地产竣工面积及在建面积均同比增加，但新开工面积同比减少。同期，销售面积、预售金额均较上年增长，但平均销售价格较上年走低。2024 年第一季度，新开工面积及在建面积分别较 2023 年第一季度增长 341.29%和 27.02%。另一方面，居民购房需求较弱，销售面积、预售金额及平均销售价格均明显下降。总体上，存量项目在楼市总体承压的背景下去化压力大，并或将持续。

图表 5. 近年房地产经营情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
新开工面积	99.01	141.06	99.59	30.67	6.95
竣工面积	123.26	112.63	126.95	50.53	52.13
在建面积	500.55	693.97	708.43	718.02	565.30
平均销售价格	8,024.74	8,724.77	8,305.93	8,094.56	8,829.03
销售面积	187.58	92.92	96.11	21.85	77.49
预售金额	150.53	73.39	79.83	14.64	37.82
回笼资金	153.43	81.07	94.19	15.05	54.47

资料来源：山西建投。

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 2024 年 3 月末，公司在开发并表商品房项目共 52 个，计划总投资为 628.37 亿元，累计已投资 368.96 亿元，已实现销售资金回笼 167.98 亿元，2024 年及 2025 年分别拟投入 99.92 亿元及 76.43 亿元。

该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 2024 年 3 月末，在建城中村项目有 4 个，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项目，长治庄里城中村改造项目和运城张家坡项目。同期末，在建城中村项目计划总投资 75.23 亿元，累计已投资 61.41 亿元，累计已回款 28.93 亿元。

该公司棚户区改造项目主要由海南晋发置业有限公司和海南华晋置业有限公司等负责，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。截至 2024 年 3 月末，在建棚户区改造项目计划总投资 114.02 亿元，累计已投资 77.48 亿元，累计已回款 46.74 亿元。

截至 2024 年 3 月末，该公司有土地储备 7 块，位于山西省太原市、阳泉市、晋中市和晋城市等，土地面积合计 306.44 万平方米，土地出让金合计 19.63 亿元，已全部支付。跟踪期内无新增土地储备。目前公司暂无拟建房地产项目。

② 竞争地位

截至 2024 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），本部及下属子公司共有特级资质 13 项，甲级资质 50 余项，160 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。凭借多种技术资质，近年来公司承包的项目领域较为广泛，并在山西省建筑市场建立了较高声誉。此外公司大力发展装配式建筑产业，截至 2023 年末建成投产 8 个建筑产业化园区，构建集研发、设计、制造、装配于一体的装配式建筑全过程建设体系，被住建部认定为首批“国家装配式建筑产业基地”。

截至 2023 年末，该公司累计获得鲁班奖 53 项、国家优质工程奖 64 项、钢结构金奖 16 项、中国安装之星 65 项、中国建筑工程装饰奖 82 项，省级质量最高奖 491 项，荣获国家优秀勘察设计金奖、银奖及省部级奖 200 余项，获奖数量均居山西同行之冠。公司连年入选“中国企业 500 强”，2023 年排名 193 位，较上年度提升 22 位；连

续六年荣登 ENR（美国《工程新闻记录》杂志）“全球承包商 250 强”及“国际承包商 250 强”，2023 年分别排名 15 位、129 位，其中国际承包商排名较上年度提升 5 位。2023 年末，公司共拥有国家发明、实用新型及外观设计专利 5,743 项，主编、参编国家、行业和地方标准 253 本。

近三年，该公司新签合同规模迅速增长，2021-2023 年的年复合增长率为 17.56%，主要由建筑施工业务的新签贡献。从结构来看，目前山西省内业务占新签合同金额的 60%~80%左右，山西省当地经济发展情况对公司主业资金回笼状况影响较大。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，且 2023 年增长明显。截至 2024 年 3 月末，公司在手合同金额为 3,641.66 亿元，是 2023 年营业收入的 2.56 倍，在手订单充足。

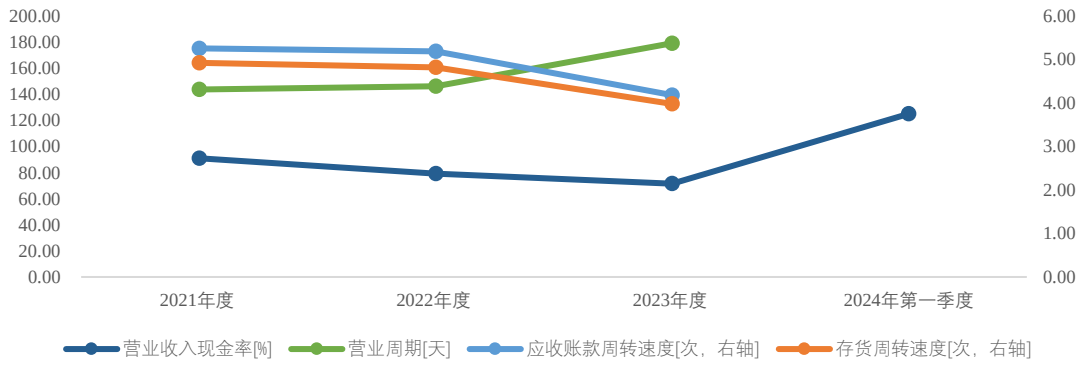
图表 6. 公司近年项目承接情况表（单位：亿元、个）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
新签合同	2,808.50	3,370.30	3,881.69	576.39
其中：建筑施工	2,063.89	2,541.06	2,862.36	531.2
基础设施投资	201.94	205.04	221.50	2.97
其中：山西省内	2,251.91	2,281.35	2,737.52	340.35
国内省外	484.75	1,013.58	1,055.66	234.88
国际	71.84	75.37	88.51	1.16
其中：新签重大工程数量	500	516	695	129
新签重大工程金额	1,746.12	1,851.22	2,759.13	446.88
期末在手合同	3,114.05	3,695.15	4,001.64	3,641.66

注：①根据山西建投所提供数据整理、绘制；②重大工程标准为合同金额超 1 亿元。

③ 经营效率

图表 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值

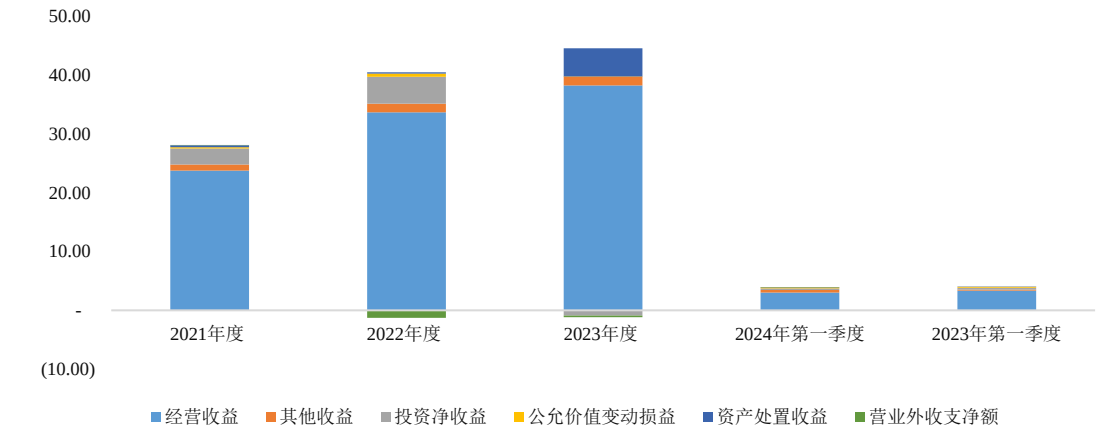


注：①根据山西建投所提供数据整理、绘制；②应收账款周转速度=报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额+期初合同资产中的应收账款+期末合同资产中的应收账款)/2]。

该公司经营环节现金流入来源主要为工程施工收入，由于项目结算周期较长，导致公司整体营业周期较长，2023 年营业周期为 179.09 天，较上年增长 32.98 天。2021-2023 年公司营业收入现金率分别为 90.92%、79.26%和 71.47%，营业收入现金率逐年下降主要系随着业务规模扩大，公司现金收取比例有所下降。公司应收账款主要为应收工程款，2021 年以来受下游业主方资金链趋紧影响，项目回款周期拉长，公司应收账款周转速度呈下降趋势。公司存货以房地产开发项目为主，近三年受楼市下行等影响，存货去化的放缓进一步拉长公司业务资金的回笼周期。

④ 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：亿元）



注：根据山西建投所提供数据整理、绘制。

该公司利润主要来源于经营收益。2021-2023 年公司营业规模逐年扩大，营业收入分别为 1,172.54 亿元、1,360.39 亿元和 1,421.09 亿元，同期公司综合毛利率稳步提高，分别为 11.73%、12.35%和 13.01%，与同行业企业相比处于较好水平。从而公司经营收益逐年增加，同期分别为 23.75 亿元、33.65 亿元和 38.25 亿元。公司期间费用主要由研发费用和管理费用构成，2023 年二者在期间费用中的占比分别为 48.14%和 39.91%。近年来期间费用规模攀升，2021-2023 年期间费用分别为 107.98 亿元、127.43 亿元和 137.23 亿元，期间费用率分别为 9.21%、9.37%和 9.66%。资产减值损失和信用减值损失主要包括应收账款坏账损失、合同资产减值损失、存货跌价减值损失等，2023 年合计 4.42 亿元。

近年来，投资收益、资产处置收益及政府补助对该公司利润形成补充。2021-2023 年，公司投资收益分别为 2.70 亿元、4.57 亿元和-0.88 亿元。其中，2021 年投资收益主要来自持有信托计划取得投资收益 2.25 亿元、其他权益工具投资持有期间取得的股利收入 0.98 亿元。2022 年投资收益主要来自持有信托计划取得投资收益 2.03 亿元、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。2023 年投资收益为-0.88 亿元，其中债务重组产生的投资损失 1.53 亿元。2023 年，公司资产处置收益为 4.77 亿元，成为当年公司利润的重要补充。此外，公司持续获得各项政府补助，2021-2023 年分别为 1.03 亿元、1.42 亿元和 1.40 亿元。

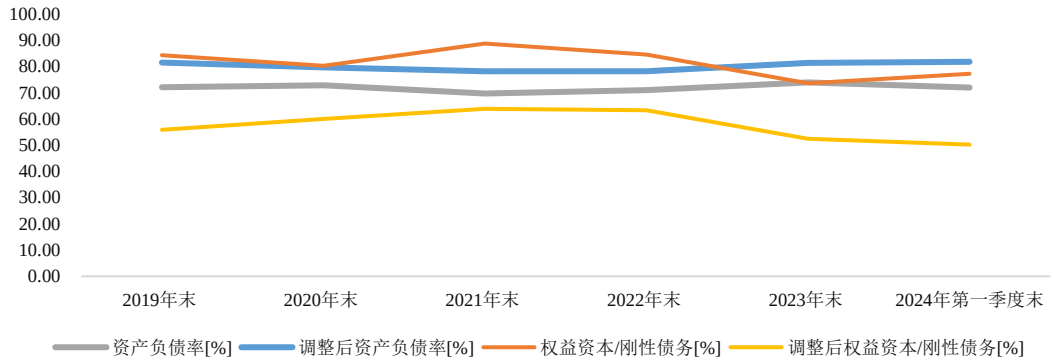
2024 年第一季度，该公司实现净利润 3.39 亿元。同期，经营收益同比减少 9.21%，一方面当期营业收入同比减少 7.80%，另一方面，公司期间费用同比增长，其中销售费用同比增长 54.44%至 1.61 亿元，主要系销售服务费及手续费增加；财务费用同比增长 29.08%至 3.87 亿元，主要系利息费用增加。

3. 财务

该公司负债经营水平较高，2021 年以来刚性债务快速增长，截至 2023 年末短期刚性债务规模较大，即期偿付压力加大。近年来公司经营稳定性较好，经营环节现金流持续净流入。在经营环节现金流入不足以覆盖投资资金需求时，筹资活动是弥补资金缺口的重要渠道。公司现金类资产较为充裕，且未使用银行授信额度充足，可为公司债务即期偿付提供支撑。

（1）财务杠杆

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据山西建投所提供的数据整理、绘制。

近年来该公司工程建筑施工主业发展迅速，由于工程建设需投入大量资金，公司负债规模增长较快，2021-2023年末公司资产负债率分别为69.72%、71.04%和73.96%。此外，公司进行永续类融资，并计入其他权益工具，如将其作为负债核算，则2021-2023年末调整后资产负债率分别为78.21%、78.29%和81.45%，负债经营程度较高。2021-2023年末，公司权益资本对刚性负债的覆盖比例分别为88.78%、84.53%和73.63%，调整后权益资本对刚性负债的覆盖比例分别为63.90%、63.36%和52.44%，覆盖程度一般。

① 资产

图表 10. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	813.77	982.41	1,164.77	1,250.53
	54.21%	57.77%	58.85%	60.24%
其中：现金类资产（亿元）	221.08	252.19	264.56	301.77
应收账款（亿元）	204.47	208.93	298.96	292.58
存货（亿元）	206.71	288.26	333.36	356.54
合同资产（亿元）	52.49	58.54	113.55	145.50
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	687.46	718.21	814.50	825.52
	45.79%	42.23%	41.15%	39.76%
其中：长期应收款（亿元）	84.68	110.17	163.83	162.69
长期股权投资（亿元）	55.05	57.41	83.31	84.71
固定资产（亿元）	26.10	33.14	141.01	140.68
无形资产（亿元）	137.47	139.11	150.10	150.14
其他非流动资产（亿元）	213.91	199.28	169.60	175.17
期末全部受限资产账面价值（亿元）	**113.20**	**114.97**	**196.09**	**192.16**
受限资产账面价值/总资产（%）	**7.54%**	**6.76%**	**9.91%**	**9.26%**

注：根据山西建投所提供数据整理、计算。

该公司资产以流动资产为主。具体来看，公司流动资产中两金（存货、应收账款）占比较高，2023年末合计占流动资产的比重为54.29%。公司应收账款主要为应收工程款，随经营规模扩大，2023年末账面价值较上年末增长43.09%至298.96亿元。公司客户较为分散，2023年末前五大应收对象的余额占应收账款余额的比重为6.88%。公司存货主要为房地产开发项目，随投资加大及去化速度相对减慢，2023年末存货账面价值较上年末增长15.64%。公司合同资产主要为工程项目已完工未结算部分，较上年末增长93.98%至113.55亿元。公司现金类资产包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑汇票。2023年末，公司货币资金较上年末增长9.94%至246.95亿元；交易性金融资产为11.45亿元，主要为对基金和资产管理计划等金融产品的投资；应收银行承兑汇票为6.16亿元。此外，公司其他应收款主要为暂收暂付款、保证金、备用金等，2023年末较上年末下降17.61%至35.93亿元，主要为暂收暂付款减少。

该公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。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融资租赁款，2023 年末长期应收款账面价值较上年末增长 48.70%至 163.83 亿元，主要系随着 PPP 项目进入运营期，转至长期应收工程款的相关工程建设费用增加。长期股权投资主要为对主业相关企业的投资，2023 年末账面价值较上年末增长 45.10%至 83.31 亿元。2023 年末，主要因山西·潇河新城部分子项目等完工转入固定资产，固定资产较上年末增长 325.46%至 141.01 亿元，在建工程较上年末减少 62.93%至 46.26 亿元。无形资产主要包括土地使用权、特许经营权等，2023 年末其账面价值分别为 88.73 亿元、59.44 亿元。其他非流动资产主要为对 PPP 项目的投入，2023 年末同比下降 14.89%至 169.60 亿元。

2024 年第一季度末，货币资金较上年末增长 15.23%至 284.57 亿元；因工程量增加，预付款项较上年末增长 15.74%至 41.35 亿元，合同资产较上年末增长 28.15%至 145.50 亿元；其他流动资产较上年末增长 15.13%至 49.85 亿元，主要系待抵扣、待认证进项税及预缴税款增加；随 PPP 项目合同资产结算，一年内到期的非流动资产较上年末下降 15.61%至 23.34 亿元。此外，在建工程较上年末增长 11.29%至 51.49 亿元，主要系对各产业园区及潇河新城项目的投资增加。

因所属建筑施工业及房地产业的业务特性，该公司应收款项规模较大，且易受下游资金压力及去化行情影响。由此，相关款项回收不仅影响公司资金流动性，使其近年来运营效率弱化，据此计提的减值也会对公司利润产生侵蚀。2021-2023 年，公司计提的资产减值损失与信用减值损失合计分别为 1.17 亿元、2.35 亿元和 4.42 亿元。其中，合同资产减值损失分别为 0.37 亿元、0.55 亿元和 0.91 亿元；应收账款坏账损失分别为 2.54 亿元、4.52 亿元和 2.02 亿元[4]。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产合计 192.16 亿元，占总资产的比重为 9.26%。

图表 11. 2024 年 3 月末，公司受限资产情况（单位：亿元）

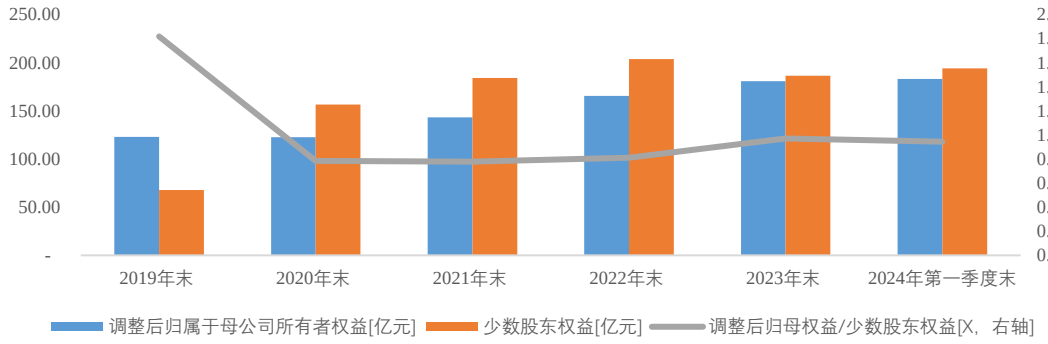
项目	期末受限账面价值	受限原因	资产受限金额占该类别资产账面价值的比例
货币资金	13.05	信用证保证金、票据保证金等	4.59%
应收账款	17.73	借款质押	6.06%
开发成本	64.10	借款抵押	17.98%
合同资产	0.61	借款质押	0.42%
长期股权投资	1.19	借款质押	1.40%
固定资产	8.37	借款抵押	5.95%
无形资产	19.29	借款抵押	12.84%
在建工程	9.10	借款抵押	17.67%
长期应收款	58.72	借款质押	36.09%
合计	**192.16**	-	-

资料来源：山西建投。

[4] 未包含当期转回的坏账准备。

② 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据山西建投所提供的数据整理、绘制。

该公司调整后净资产中少数股东权益、未分配利润占比较高，2023 年末占比分别为 50.75%、21.28%。近三年，公司调整后归母所有者权益增长主要系未分配利润逐年增加。此外，少数股东权益规模主要受合并范围及公司发行金融工具影响。2023 年末，少数股东权益较上年末减少 8.58%，主要系偿还 ABN 产品，并使得当年末调整后归母权益与少数股东权益的比例较上年末回升。

③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	511.98	582.64	699.99	751.24
其中：短期刚性债务	199.53	241.24	247.41	230.63
中长期刚性债务	312.46	341.40	452.57	520.61
应付账款	314.07	342.29	430.46	388.88
其他流动负债	74.15	87.61	109.78	108.93
合同负债	79.99	96.90	102.63	131.59
其他应付款	34.52	36.58	47.88	48.66
综合融资成本（年化，%）	**4.78**	**4.56**	**4.17**	-

资料来源：山西建投。

注：①其他应付款包括应付利息、应付股利；②综合融资成本系山西建投测算提供；③刚性负债合计尾差系四舍五入产生。

建筑施工企业对营运资本的需求普遍较高，负债水平偏高是该行业的普遍特点。通常该公司与分包商签订的分包合同会随主合同进度在付款周期、付款安排等条款方面与业主支付给公司的进度较为匹配，因此公司经营性负债规模较大。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，2023 年末应付账款较上年末增长 25.76%至 430.46 亿元。其他流动负债主要为待确认（待转）销项税，2023 年末较上年末增长 25.31%至 109.78 亿元。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。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，2023 年末较上年末增长 30.86%至 47.88 亿元，主要系暂收暂付款较上年末增加 9.76 亿元。

随经营规模扩大、投资类业务发展以及项目回款速度放缓，该公司外部融资需求增加，刚性债务保持增长态势。截至 2023 年末，刚性债务余额达到 699.99 元，较上年末增长 20.14%，主要系银行借款及应付票据增加。从期限来看，刚性负债以中长期为主，2023 年末占比为 64.65%。公司刚性债务主要由银行借款与应付债券等构成。2023 年末公司各类银行借款余额总计 501.63 亿元，占刚性债务的比例为 71.66%。公司银行借款类型丰富，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。其次，公司还通过发行债券筹集资金，2023 年末公司存续债券共 13 只，应付债券余额合计（包含一年内到期）为 85.71 亿元。此外，公司通过发行 ABN、资产支持专项计划融资，2023 年末其本金余额为 9.69 亿元。总体来看，近年来公司刚性债务规模快速增长，虽结构呈现长期化，但短期刚性债务规模已较大，公司即期偿债压力较大。

图表 14. 公司近三年银行借款结构（单位：亿元）

借款类型	2021 年末			2022 年末			2023 年末		
	短期	长期	合计	短期	长期	合计	短期	长期	合计
保证借款	51.34	50.76	**102.10**	54.40	58.72	**113.12**	43.91	65.60	**109.51**
质押借款	2.10	39.05	**41.15**	2.55	51.79	**54.34**	2.67	57.14	**59.81**
抵押借款	1.68	13.35	**15.03**	1.83	13.04	**14.87**	5.46	12.54	**17.99**
信用借款	17.40	40.49	**57.89**	39.59	47.72	**87.31**	69.12	78.15	**147.27**
保证+抵押借款	0.25	1.23	**1.48**	-	10.17	**10.17**	0.10	47.81	**47.91**
保证+质押借款	-	133.39	**133.39**	-	122.04	**122.04**	0.39	114.62	**115.01**
保证+抵押+质押	-	-	-	-	-	-	-	4.12	**4.12**
合计	**72.77**	**278.27**	**351.04**	**98.36**	**303.48**	**401.84**	**121.65**	**379.98**	**501.63**

资料来源：山西建投。

注：①表中长期包含一年内到期的长期借款；②合计尾差系四舍五入产生。

2024 年 3 月末，该公司负债总额为 1,495.37 亿元，其中合同负债较上年末增长 28.22%至 131.59 亿元，主要系预收工程款增加。公司银行借款规模持续扩大，其中长期借款较上年末增长 15.58%至 390.52 亿元。此外，应付债券较上年末增长 14.21%至 80.43 亿元。

投资管理方面，该公司制定了《山西建设投资集团有限公司投资管理办法》。公司董事会是项目投资的决策机构，战略投资委员会为项目投资论证机构，对投资事项进行可行性论证，对投资可行性研究报告、投资风险防控报告、阶段性报告、投资方案调整等进行审查，向决策层提供专业咨询支持及建议。

融资管理方面，该公司制定了《山西建设投资集团有限公司授信与债务融资管理办法》。在授信管理方面，由公司本部与各商业银行省级分行对接，统一确定所获取的授信总量和品种结构，再分配到集团内各级企业，原则上接受授信的主体为公司本部和各二级企业，三级及以下企业（除特殊目的需要外）原则上不得在银行办理授信。在债务融资方面，公司本部和各二级企业每年度根据公司资产负债率管控要求和业务发展需求上报企业预算报表，经公司董事会审议批准下发年度融资预算额度，各二级企业应在批准的融资预算额度内开展具体融资业务，当年预算额度未下达前按上年度批准的预算额度管理；二级企业须对拟融资事项按单一机构单笔贷款提出申请，且每笔债务融资均需向公司本部提出申请，公司本部对各二级企业融资申请进行逐笔审批，未经批准同意，一律不得进行融资。

资金管理方面，该公司制定了《山西建设投资集团有限公司资金管理制度》，公司对货币资金进行集中管理。公司借助资金管理信息化清系统或商业银行现金管理服务信息化技术措施对集团所属各级企业的资金进行实时监控、统一调度和集中运作。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	**25.71**	**29.52**	**25.36**	**-33.96**	**-21.44**
其中：业务现金收支净额	23.75	-39.27	24.48	-42.80	-32.21
投资环节产生的现金流量净额	**-121.41**	**-18.33**	**-38.23**	**-11.88**	**-20.41**
其中：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	-99.53	-45.79	-26.27	-8.92	-15.82
筹资环节产生的现金流量净额	**103.86**	**5.32**	**42.11**	**87.21**	**40.77**

资料来源：山西建投。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

近三年，该公司经营环节现金流净额分别为 25.71 亿元、29.52 亿元和 25.36 亿元。其中，业务现金收支净额分别为 23.75 亿元、-39.27 亿元和 24.48 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。同时，当年暂收暂付款净流入 123.48 亿元，使得经营环节现金流仍保持净流入。

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。2021 年以来公司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逐年收窄。此外，公司理财产品的购买及赎回也会对投资环节现金流量净额产生影响，2021-2023 年净流入额分别为-18.27 亿元、34.64 亿元和-14.48 亿元。考虑到公司承接的 PPP 项目、产业园区项目及“山西·潇河新城”等存量项目后续仍有大量资金需求，未来投资性现金流或持续净流出。

该公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金。由于融资需求提升，公司取得借款及发行债券取得的现金流入增长较快，2021-2023 年分别为 179.71 亿元、253.05 亿元和 368.12 亿元。2022 年筹资环节现金流净额较上年减小，主要系偿还永续债的现金支出较大。2023 年因银行借款规模扩大，筹资环节现金流净额规模较上年大幅增加。综合来看，在经营环节现金流入不足以覆盖投资资金需求时，筹资活动是弥补资金缺口的重要渠道。

2024 年第一季度，该公司经营环节产生的现金流量净流出规模同比增加 58.39%至 33.96 亿元，投资环节产生的现金净流出收窄至 11.88 亿元，同期筹资环节产生的现金净流入额同比大幅增加 113.88%至 87.21 亿元，主要系吸收投资收到现金较上年同期增加 66.93 亿元。

② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	56.20	72.31	81.97
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.94	2.47	2.50
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.13	0.13

注：根据山西建投所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 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。2023 年，利润总额、列入财务费用的利息支出占 EBITDA 的比重分别为 52.94%、28.54%，并且是拉动 EBITDA 增长的主要因素。近三年公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力保持较好水平，但由于刚性债务规模快速增长，对刚性债务的覆盖程度弱。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率（%）	115.47	117.94	120.72	134.06
现金比率（%）	31.37	30.28	27.42	32.35
短期刚性负债现金覆盖率（%）	110.80	104.54	106.93	130.85

注：根据山西建投所提供数据整理、计算。

2021 年以来，该公司流动比率逐年上升，主要系存货、应收账款等资产增长；而现金比率趋于下降。2024 年 3 月末，公司应付账款、其他应付款较上年末减少，同时货币资金、存货规模增长，期末流动性指标较上年末有所提升。同期末，公司账面现金类资产较为充裕，短期刚性负债现金覆盖率为 130.85%，可为即期债务偿还提供一定支撑。

截至 2024 年 3 月末，该公司共获得各银行综合授信额度合计人民币 1,889.13 亿元，尚未使用的综合授信额度为 1,062.28 亿元。同期末，公司获得大型国有金融机构授信在综合授信额度中占比为 45.15%，在全部未使用授信中占比为 34.50%。

图表 18. 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）	1,889.13	826.85	1,062.28
其中：国家政策性金融机构（亿元）	364.02	233.45	130.57
工农中建交五大商业银行（亿元）	488.84	252.91	235.93
其中：大型国有金融机构占比（%）	45.15	58.82	34.50

注：根据山西建投所提供数据整理（截至 2024 年 3 月末）。

（2）ESG 因素

根据该公司《公司章程》，公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 2 名。董事会下设专门委员会，包括战略投资委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险控制委员会。各专门委员会对董事会负责，专门委员会成员由董事和外聘专家组成。公司监事会的设立按照国家法律法规及相关政策执行。

2023 年以来，该公司人事变动包括：2023 年 3 月，聘任智艳青为总经济师；2023 年 4 月、5 月、7 月、8 月各有 1 名专职外部董事退休，分别为呼运平、庞全民、王晋斌、刘世文，2023 年 5 月、9 月、11 月分别聘任肖志强、李学慧和李亮军为专职外部董事；2023 年 9 月，董事长孙波退休；2023 年 11 月，副董事长、总经理徐忠和退休；2023 年 12 月，聘任倪华光为副董事长、总经理。截至 2024 年 5 月 20 日，公司 1 名董事长及 1 名外部董事缺位，尚待补足。

根据公开信息查询，近三年该公司多次因环境污染、未按期申报税款、未依法履行职责及涉嫌违反法律法规受到相关部门行政监管措施或处罚，上述事项未对公司产生重大影响。

（3）表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额为 102.79 亿元，占净资产的比重为 17.70%，占调整后净资产的比重为 27.24%，公司担保存在一定风险。

（4）其他因素

该公司关联交易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，交易按市场价格执行，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。2023 年末公司关联应收款项中对单个关联方应收金额相对较大的主要包括应收山西勤建置业有限公司 3.05 亿元、True Yoga Holdings Limited2.36 亿元、北京西元祥泰房地产开发有限公司 1.04 亿元。此外，2023 年末，公司与关联方发生的长期应付款为 36.86 亿元，主要为应付山西省财政厅 31.11 亿元。

图表 19. 公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		2021 年末	2022 年末	2023 年末
应收关联方	应收账款	6.94	10.35	15.55
	其他应收款	14.18	11.34	12.21
	预付款项	-	0.34	0.22
	长期应收款	0.56	0.95	0.88
	合计	**21.68**	**22.98**	**28.85**
应付关联方	应付账款	0.37	1.11	7.30
	长期应付款	-	-	36.86
	其他应付款	2.09	1.35	2.93
	合计	**2.46**	**2.46**	**39.79**

注：根据山西建投所提供数据整理、绘制。

根据该公司 2024 年 5 月 15 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 2024 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。2023 年以来无重大行政处罚及违法失信情况发生。

5. 外部支持

政府支持

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。截至 2024 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。此外，公司系山西省规模最大的综合性国有投资建设集团，对当地的就业和税收贡献大。

该公司是山西省 18 家省属企业中唯一一家明确主业为建筑施工的企业，并于 2023 年被认定为省重点产业链（装配式建筑产业链）“链主”企业，能获得山西省政府在业务承接方面的资源倾斜。例如，承接潇河产业园区核心区“五大中心”项目，作为开发建设的唯一建设运营主体；负责全省经济开发区的投资建设运营；牵头完成山西省最大的现代立体停车场建设工程等。

6. 同业比较分析

本评级报告选取上海建工集团股份有限公司（简称“上海建工”）、陕西建工集团股份有限公司（简称“陕西建工”）为该公司建筑业的比较对象。其中，上海建工与公司业务结构类似，陕西建工的建筑工程业务与公司具有较高的可比性。与上述同业对比，公司经营规模较小，但营业周期偏短，负债经营程度低，短期利息偿付较有保障。

债项信用跟踪分析

1. 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、22 晋建 02、23 晋建 01 和 23 晋建 02 附发行人调整债券票面利率选择权和投资者回售选择权。除该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。

2. 交叉违约条款、实现约束条款和加速到期条款

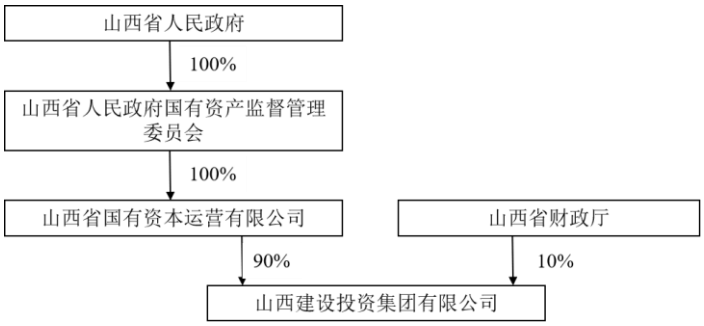
本次跟踪的 20 晋建专项债 01、20 晋建专项债 02 和 22 山西建投债 01 附有交叉违约条款、事先约束条款和加速到期条款。（1）若发行人出现交叉违约或违反事先约束事项，且在宽限期内未予以纠正完毕的，则构成本期债券违约，并立即启动投资者保护措施。（2）若发行人出现下列任一情形则构成加速到期条款成立条件：1、实际控制人发生变更；2、控制权变更导致信用评级下调。如果上述任一事项发生，可由债权代理人召开债券持有人大会，经大会讨论后，可提前清偿部分或全部本金。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定山西建投主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，20 晋建专项债 01、20 晋建专项债 02、23 晋建 02、23 晋建 01、22 晋建 02、22 山西建投债 01 和 21 晋建 02 信用等级均为 AAA。

附录一：

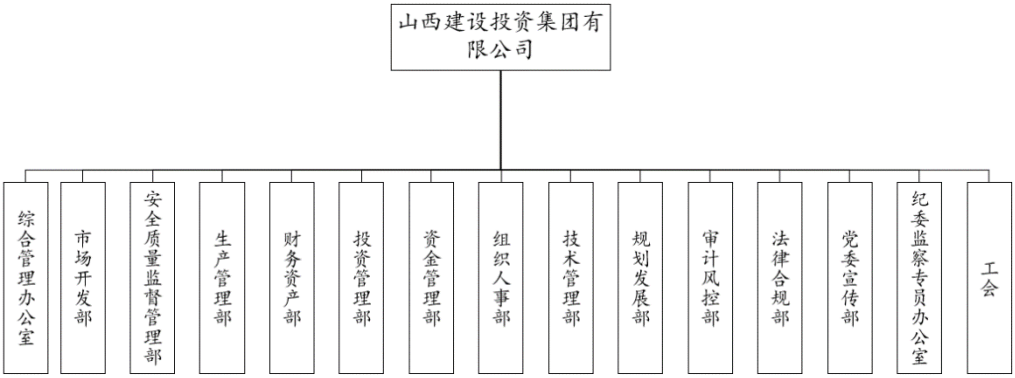
公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

截至 2024 年 3 月末公司合并范围内重要 PPP 项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	政府行政级别	SPV 公司	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	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	国道 G342 晋城市过境段改线工程 PPP	市级	晋城晋建国道改线工程有限公司	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	3.94	政府付费
3	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	80.00%	25	2018.5	2018.8	15.14	10.30	0.07	0.61	2.44	0.00	2.44	27.00	14.53	14.53	0.70	政府付费
4	平遥古城基础设施提升改造项目 PPP	县级	山西建投古城改造项目管理有限公司	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	9.55	0.00	可行性缺口补贴
5	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	90.00%	18	2019.8	2019.9	21.29	16.57	0.07	0.43	3.83	0.00	3.29	3+15	21.29	19.44	1.33	可行性缺口补助
6	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	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	10.76	6.69	政府付费+运营绩效
7	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	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	13.68	0.03	政府付费+运营绩效
8	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	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	8.17	0.42	政府付费
9	山西省国省道路面改造工程（晋中境内）PPP 项目	市级	晋中建远国省道路面改造项目管理有限公司	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	8.87	1.12	使用者付费
10	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	80.00%	12	2020.1	2020.11	1.49	11.05	0.07	0.06	0.23	0.00	0.23	2+10	1.43	1.43	0.21	可行性缺口补助
-	**合计**	-	-	-	-	-	-	**152.05**	**119.94**	-	**4.81**	**26.33**	**0.47**	**24.73**	-	**147.19**	**146.08**	**25.78**	-

资料来源：山西建投。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	
山西建设投资有限公司	**山西建投**	**本级**	——	建筑施工	**211.17**	**250.30**	**51.43**	**9.95**	**21.44**	**本部口径**
山西一建集团有限公司	一建公司	子公司	88.89	建筑施工	-	20.87	99.95	2.50	-1.97	
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	151.24	130.04	230.00	0.99	-12.81	
山西省安装集团股份有限公司	安装公司	子公司	70.84	建筑施工	-	31.26	109.71	2.04	-4.88	
山西建投城市运营集团有限公司	城运公司	子公司	100.00	物业及房地产业	-	55.13	290.53	9.16	7.79	

注：根据山西建投 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录五：

同类企业比较表

核心业务：**建筑业**　　归属行业：**建筑施工**

企业名称（全称）	最新主体信用等级/展望	2023 年度（末）经营数据							2023 年度（末）财务数据/指标				
		资产总计（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动现金净流量（亿元）	营业周期（天）	销售毛利率（%）	权益资本与带息债务比率（×）	资产负债率（%）	EBITDA（亿元）	EBITDA/利息费用（倍）	EBITDA/带息债务（倍）
上海建工集团股份有限公司	AAA	3,820.78	512.09	3,046.28	16.58	209.81	215.56	8.87	0.60	86.60	95.18	4.02	0.10
陕西建工集团股份有限公司	AAA	3,466.96	374.95	1,805.55	47.46	-74.69	321.01	10.58	0.75	89.19	87.06	4.66	0.16
山西建设投资集团有限公司	AAA	1,979.28	367.10	1,421.09	37.97	25.36	179.09	13.01	0.52	81.45	81.97	10.02	0.13

注：山西建设投资集团有限公司净资产、权益资本与带息债务比率、资产负债率均为调整后数据。上海建工集团股份有限公司、陕西建工集团股份有限公司数据均为 wind 导出，或存在一定局限性。

附录六：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年第一季度/末
资产总额［亿元]	1,501.23	1,700.62	1,979.28	2,076.05
货币资金［亿元]	208.34	224.61	246.95	284.57
刚性债务[亿元]	511.98	582.64	699.99	751.24
所有者权益 [亿元]	454.55	492.48	515.40	580.68
调整后所有者权益 [亿元]	327.14	369.18	367.10	377.38
营业收入[亿元]	1,172.54	1,360.39	1,421.09	209.35
净利润 [亿元]	26.65	34.24	37.97	3.39
EBITDA[亿元]	55.30	72.31	81.97	-
经营性现金净流入量[亿元]	25.71	29.52	25.36	-33.96
投资性现金净流入量[亿元]	-121.41	-18.33	-38.23	-11.88
资产负债率[%]	69.72	71.04	73.96	72.03
调整后资产负债率[%]	78.21	78.29	81.45	81.82
权益资本与刚性债务比率[%]	88.78	84.53	73.63	77.30
调整后权益资本与刚性债务比率[%]	63.90	63.36	52.44	50.23
流动比率[%]	115.47	117.94	120.72	134.06
现金比率[%]	31.37	30.28	27.42	31.77
利息保障倍数[倍]	1.63	2.03	2.03	-
担保比率[%]	13.54	18.35	20.10	17.70
调整后担保比率[%]	18.81	24.48	28.22	27.24
营业周期[天]	143.65	146.11	179.09	-
毛利率[%]	11.73	12.35	13.01	10.27
营业利润率[%]	2.39	2.97	3.07	1.86
总资产报酬率[%]	3.28	3.71	3.63	-
净资产收益率[%]	6.44	7.23	7.53	-
调整后净资产收益率[%]	8.79	9.83	10.31	-
净资产收益率*[%]	7.36	9.70	9.33	-
调整后净资产收益率*[%]	13.50	17.59	16.64	-
营业收入现金率[%]	90.92	79.26	71.47	124.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.77	3.84	2.82	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.35	0.99	-0.96	-
调整后非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.43	0.89	-0.87	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.91	2.47	2.50	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	-

注：表中数据依据山西建投经审计的 2021～2023 年度及未经审计的 2024 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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
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
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 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

附录八：

发行人历史评级

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	宋昳瑶、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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA/稳定	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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 02)	历史首次评级	2023 年 9 月 13 日	AAA	刘睿杰、杨蕊彤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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
	前次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 8 日	AAA	刘睿杰、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 18 日	AAA	杨蕊彤、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。