

山西园区建设发展集团有限公司
及其发行的 19 山西建发 MTN001 与 19 晋建发

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2022)100933】

评级对象： 山西园区建设发展集团有限公司及其发行的 19 山西建发 MTN001 与 19 晋建发

	19 山西建发 MTN001	19 晋建发
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日
前次跟踪：	AA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日
首次评级：	AA/稳定/AA+/2018 年 9 月 25 日	AA/稳定/AA+/2019 年 7 月 1 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	26.88	17.75	28.21	25.80
刚性债务	33.33	31.21	41.30	43.62
所有者权益	40.88	94.82	97.06	96.40
经营性现金净流入量	-15.01	-2.36	3.25	0.19
合并口径数据及指标：				
总资产	307.88	445.42	493.64	531.77
总负债	233.60	304.90	364.62	403.73
刚性债务	96.81	138.28	136.80	140.45
所有者权益	74.28	140.52	129.02	128.04
营业收入	129.39	172.88	215.11	35.32
净利润	4.02	7.85	7.20	1.03
经营性现金净流入量	4.30	3.19	3.36	-15.07
EBITDA	9.97	14.60	13.37	—
资产负债率[%]	75.87	68.45	73.86	75.92
权益资本与刚性债务 比率[%]	76.73	101.62	94.31	91.16
流动比率[%]	148.87	155.43	113.09	111.09
现金比率[%]	36.03	31.97	19.24	16.68
利息保障倍数[倍]	1.53	1.35	3.39	—
净资产收益率[%]	6.25	7.31	5.34	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	2.95	1.73	1.36	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-14.72	-18.61	-9.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.81	1.50	1.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.10	—

注：根据园区建发经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘睿杰 lrj@shxsj.com
黄蔚飞 [公司邮箱] hwf@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对山西园区建设发展集团有限公司（简称园区建发、发行人、该公司或公司）及其发行的 19 山西建发 MTN001 及 19 晋建发的跟踪评级反映了 2021 年以来园区建发在市场竞争优势、经营业绩等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在刚性债务偿付、新项目资金需求等方面继续面临压力。

主要优势：

- **市场竞争优势。** 园区建发及其子公司拥有国家房屋建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级和多项工程施工总承包一级资质等，并有较为丰富的房建项目建设经验，在山西省省内拥有一定竞争力。
- **经营业绩较快增长，在手订单较充足。** 园区建发已形成一定的规模优势，近三年新签合同及期末在手合同金额总体呈增长趋势，经营规模逐年扩张。目前公司在手订单较充足，对中短期内收入实现有保障。
- **股东支持力度大。** 园区建发股东在业务及资金等方面能够为公司提供大力支持。近年来多次获得股东增资，资本实力显著增强，抗风险能力大幅提升。此外，山西建投授权公司为“山西·潇河新城”项目唯一实施主体，全面负责项目的投资建设运营，为公司后期园区建设业务及房地产业务的开展提供了基础。
- **山西建投提供担保。** 母公司山西建投为 19 山西建发 MTN001 和 19 晋建发提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有利于增强债券的偿付保障。

主要风险：

- **建筑市场竞争激烈。**我国建筑市场竞争激烈，园区建发主业为房屋建筑施工，建筑业行业准入门槛较低，公司面临的竞争压力较大。
- **项目经营风险。**“山西·潇河新城”项目及经开区项目总体投资规模及开发体量大，园区建发或将面临较大资金平衡压力。此外，园区建发大型项目建设运营经验较少，未来或将面临一定经营风险。
- **刚性债务偿付压力较大。**近年来，园区建发业务规模快速扩张，资金需求旺盛，但其经营性现金流不能满足投资活动的需求。同时公司较多资金沉淀于应收账款及存货，回款速度较慢。为弥补资金缺口，公司对外融资规模持续较大，刚性偿付压力较大。
- **房地产去库存及投入压力。**近年来园区建发房地产相关存货规模对资金占用较多，公司将持续面临一定的库存去化压力和开发投入的资金压力。

➤ 未来展望

通过对园区建发及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 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，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山西园区建设发展集团有限公司

及其发行的 19 山西建发 MTN001 与 19 晋建发

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照山西园区建设发展集团有限公司 2019 年度第一期中期票据和 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（分别简称 19 山西建发 MTN001 及 19 晋建发）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据园区建发提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对园区建发的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2022 年 3 月末，该公司合并口径下尚有本金合计 21.02 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司合并口径下存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 公司合并口径下存续债券概况

债项名称	债项简称	待偿还本金(亿元)	期限(年)	票面利率(当期)(%)	起息日	到期日
山西建设发展有限公司 2019 年度第一期中期票据	19 山西建发 MTN001	5.00	3	5.99	2019.07.29	2022.07.29
山西建设发展有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券	19 晋建发	7.00	5	5.98	2019.08.07	2024.08.07
山西潇河建筑产业有限公司 2019 年非公开发行可转换为股票的公司债券	潇河建筑 2019 可转债	9.02	4.92	9.50	2019.05.24	2024.04.23
合计	-	21.02	-	-	-	-

资料来源：Wind、园区建发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济

在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

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

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

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

基础。

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

(2) 行业因素

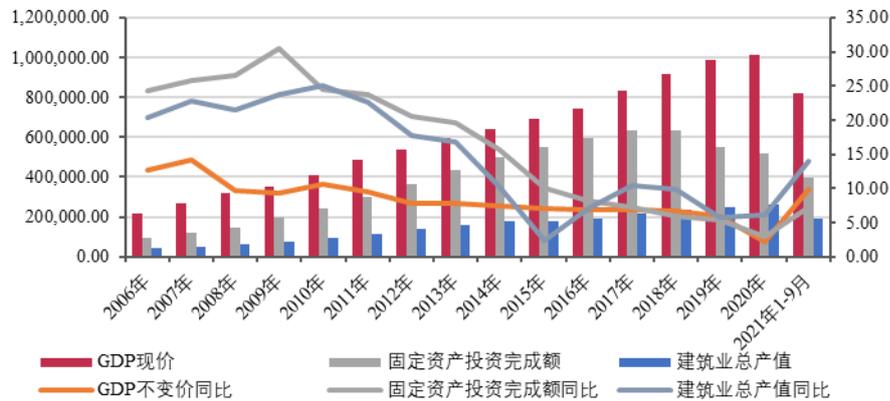
A. 建筑施工行业

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。建筑施工行业进入壁垒低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。目前建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高，行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范，以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下，大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在获取工程承揽方具有竞争优势。

a. 行业概况

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

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



资料来源：Wind

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

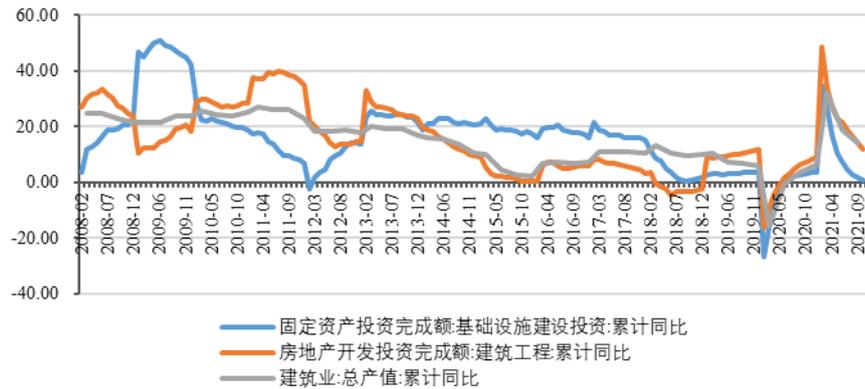
图表 3. 建筑施工行业合同额和新签合同变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设投资两大领域。基建投资被普遍认为是经济稳增长的重要抓手，但在严控地方政府隐性债务风险、提高投资效率的大背景下，2020年以来基建投资增速持续低迷。2021年为“十四五”开局之年，中央政治局会议强调在年底明年初形成实物工作量，第四季度专项债发行提速和明年专项债额度部分提前下达等多因素的推动下，基建投资仍将保持一定的韧性，但投资增速或将受限于地方债务风险继续维持低位。总体来看，前三季度基础设施建设投资额增速较上年同期有所下滑，房地产行业销售端承压下土地购置意愿不足，建筑施工行业处于下行周期。以下将分为房屋建筑施工业、交通基础设施施工业、市政工程施工工业、海外工程施工工业等细分子行业对其市场前景进行分析。

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



资料来源：Wind

房屋建筑施工工业

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

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

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

为 12.14%，同比下降 4.87 个百分点。

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

市政工程施工业

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

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

轨道交通方面，自 2013 年地铁审批权下放至省级政府，特别是 2015 年国家发改委《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》颁布以后，我国城市轨道交通建设进入快车道，2013-2018 年轨道交通固定资产投资年复合增长率为 19.75%。2017 年部分城市地铁项目因当地财政收入与项目建设金额不匹配被叫停，2018 年 3 月国家发改委发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设工作的意见》，修订了原有城市轨道交通建设基本条件，对申报城市的一般公共财政预算收入、地区生产总值和市区常住人口等进行严格限制要求。2019 年轨道交通建设投资额下降，2020 年完成投资 6,420.8 亿元，投资增速转负为正，但增速远低于前期扩张阶段。2020 年末中国大陆地区共有 45 个城市开通城市轨道交通，运营线路总长度 7,969.7 公里，其中地铁运营线路 6,280.8 公里；较上年末相比新增天水、三亚、太原 3 个城市，新增运营线路 36 条、运营线路长度 1,233.5 公里。截至 2020 年末，共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 21 个城市），其中在实施的建设规划线路总长 7,085.5 公里。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》中明确十四五期间计划新增城市轨道交通运营里程 3,000 公里，城轨类市政工程建设未来

仍有一定发展空间。

园林建设方面，2020 年完成固定资产投资 1,626.3 亿元，同比下降 11.85%，降幅较上年扩大 11.32 个百分点。2020 年末我国城市园林绿地面积 377.95 万公顷，其中公园绿地面积为 79.79 万公顷，分别较上年末增长 3.44% 和 5.48%，城市园林绿地面积增速较上年有所下降而公园绿地面积增速较上年小幅上升；人均公园绿地面积为 14.78 平方米，较上年末增加 0.42 平方米。

海外工程施工业

我国是全球建筑工程承包服务商的主力军之一。根据 2021 年度美国《工程新闻记录（ENR）》公布的“全球最大 250 家国际承包商”榜单，我国内地共有 78 家企业入围，较上年增加 4 家，上榜企业数量继续蝉联各国榜首。我国入围企业在 2020 年实现国际营业额 1,074.6 亿美元，同比下降 8.9%，占 250 家上榜企业国际营业总额的 25.6%，较上年提升 0.2 个百分点。

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

政府和社会资本合作机制

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

管理库项目涵盖 19 个一级行业，截至 2021 年 9 月末累计入库数和落地数前五大行业分别为市政工程 4,127 个/3,150 个、交通运输 1,405 个/1,089 个、生态建设和环境保护 952 个/719 个、城镇综合开发 617 个/455 个、教育 503 个/357 个，前五大合计占比分别为 75.2% 和 76.6%。同期末累计投资额和落地项目投资额前五大行业分别为交通运输 55,016 亿元/41,675 亿元、市政工程 45,230 亿元/37,575 亿元、城镇综合开发 19,466 亿元/15,859 亿元、生态建设和环境保护 10,703 亿元/8,608 亿元、水利建设 3,927 亿元/2,938 亿元，前五大合计占比分别为 84.4% 和 85.7%。从管理库累计已开工建设项目投资额来看，截至 2021 年 9 月末投资额前五大省份分别为云南 8,825 亿元、四川 6,607 亿元、山东 4,838 亿元、江苏 4,607 亿元、浙江 4,303 亿元。落地 PPP 项目主要集中在云贵川等

中西部欠发达地区以及东南沿海经济发达省份，但各地财政实力存在较大差距，PPP项目投资对地方政府财力负担影响不一。全国2,758个有PPP项目入库的行政区中，2,716个行政区PPP项目合同期内各年度财政承受能力指标值均在10%红线以下，其中1,984个行政区财承占比低于7%预警线，1,525个行政区低于5%。超10%红线的行政区共42个，较上年同期增加23个，包括新疆8个行政区，内蒙古和贵州各5个行政区、广东4个行政区，天津、江西和陕西各3个行政区，吉林、浙江和安徽各2个行政区、山西、河南、湖北、湖南和云南各1个行政区，这些行政区已停止新项目入库。

PPP模式运作的基建投资项目，可缓解建设期财政资金的平衡压力，目前PPP项目的投资建设已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一。PPP项目回报机制以可行性缺口补助类和政府付费类项目为主，两者合计占管理库项目总数和总投资额的90%以上。为防范地方政府在推进PPP项目中存在超出自身财力、固化政府支出责任和泛化运用范围等问题，国家相关部门陆续出台政策禁止政府方向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，或由政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。

b. 政策环境

2017年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。2018年初，住房和城乡建设部（简称“住建部”）针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2019年3月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。2019年12月，住建部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

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

为稳定经济增长，促进基建投资，2019 年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020 年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5 月 6 日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设 5G 网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

c. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至 2020 年末，全国共有建筑业企业 11.67 万个，同比增长 12.43%，增速比上年增长了 3.61 个百分点，增速连续五年增加并达到近十年最高点。其中，国有及国有控股建筑业企业 7,190 个，较年初增加 263 个，占建筑业企业总数的 6.16%。同期末，建筑业从业人数 5,366.94 万人，同比下降 1.11%。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。

图表 5. 我国建筑施工企业概况

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

资料来源：Wind

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

省级建筑施工企业在各省区域内精耕细作，省内市场拥有一定竞争优势。随着业务区域的不断拓展，拥有超高层建筑、地铁建设、住宅建设、专业施工等领域专业技术的省级建筑企业在省外市场中的竞争力逐渐增强。

图表 6. 行业内部分样本企业基本数据概览（2021 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	应收账款、合同资产和存货合计占资产比重	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中国建筑股份有限公司	18,913.39	11.33	106.81	46.05	23,882.49	73.21	777.32	143.61
上海建工集团股份有限公司	2,810.55	9.43	98.34	47.70	3,537.66	85.42	40.48	103.68
云南省建设投资控股集团有限公司	1,631.09	10.26	83.51	14.95	6,951.22	68.20	29.44	130.60
广西建工集团有限责任公司	1,317.09	7.50	98.42	63.89	1,839.14	88.86	18.59	26.64
湖南建工集团有限公司	1,182.47	9.17	95.87	44.84	893.39	81.15	19.14	19.71
北京建工集团有限责任公司	1,193.33	10.38	96.24	49.48	2,034.01	77.94	18.10	53.42
浙江省建设投资集团股份有限公司	953.35	5.18	93.82	58.83	992.46	91.52	12.68	8.85
四川华西集团有限公司	817.82	7.32	84.14	64.74	957.09	85.81	12.00	-7.44
重庆建工集团股份有限公司	578.09	4.83	90.77	66.49	780.04	86.17	2.85	-8.49
山西建设投资集团有限公司	1,172.54	11.73	90.92	30.89	1,501.23	69.72	26.65	25.71
山西园区建设发展集团有限公司	215.11	12.69	108.03	36.93	493.64	73.86	7.20	3.36

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

d. 风险关注

➤ 垫资施工现象普遍

我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。尽管 2016 年起政府相关部门采取清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等多项措施以缓解建筑施工企业资金压力，但目前工程垫资比例仍较大。

➤ 回款风险持续积聚

我国建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策调整的影响。随着地方政府债务管理的强化和房地产开发企业资金链趋紧，近年我国建筑施工企业应收工程款、存货占款规模逐年上升，回款风险进一步增加。

➤ 成本上升风险

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。同时，建筑施工属于劳动力密集型行业，随着人口老龄化及社会经济发展水平的持续提升，建筑用工供给逐步趋紧，成本持续上升。2020 年新冠疫情蔓延至全球，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，对建筑施工企业的整体成本控制或构成挑战。

► 业务模式风险

随着 PPP 模式在市政工程、公共服务设施、交通运输、生态环保等重点领域的推行，施工企业中标大量 PPP 项目。PPP 项目投资规模大、期限长，同时行业内 PPP 项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。

B. 房地产开发行业

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

a. 行业概况

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

¹ 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

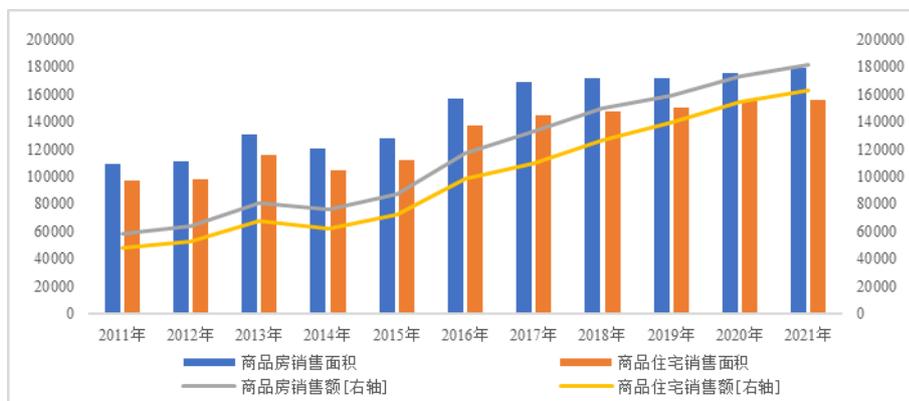
图表 7. 2011-2021 年我国房地产投资情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局

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

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

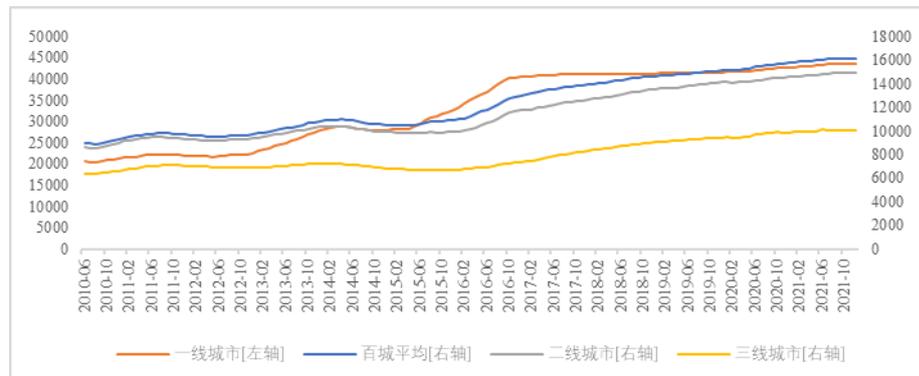


资料来源: 国家统计局

销售额增速与销售面积增速之间的差额, 体现了 2021 年总体销售价格尤

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

图表 9. 百城住宅均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

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

² 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

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

图表 10. 近年来我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

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

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

b. 政策环境

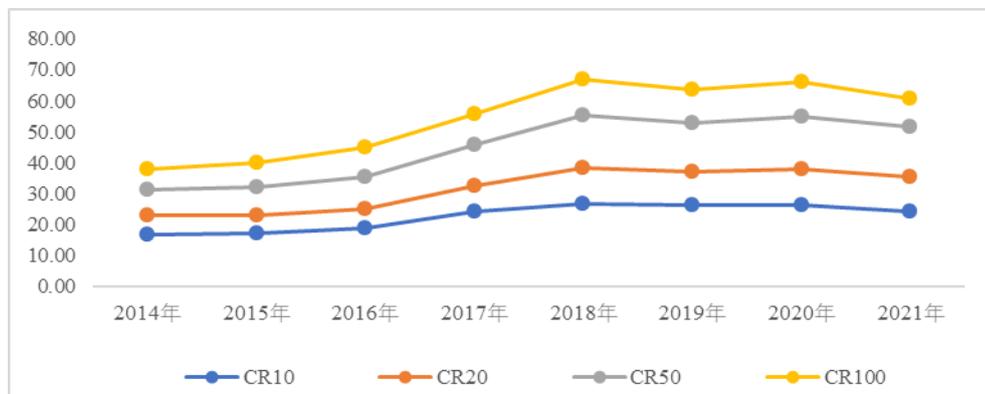
2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强调对资金流向的监管，并不断优化调控措施，保持房地产市场健康发展。在拿地环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%，控制房企扩张速度，控制地价过热。在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度。在销售环节，除已运行较为成熟的限购、限售手段外，还重申加强对预售资金的管理，同时贷款集中度限制还包括金融机构对个人住房贷款放款比例的限制。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

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

c. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。2021年以来由于行业内多家大中型民营房企出现流动性问题，行业集中度出现下滑。根据Wind数据，2021年CR10/CR20/CR50/CR100比值由2020年的26.49%/38.02%/55.04%/66.15%下降至24.20%/35.34%/51.55%/60.82%。随着部分大型民营房企的风险暴露，预计行业竞争格局将逐渐发生变化。地方性国有企业对房地产业的介入程度或加深，行业运行效率或将较明显弱化，资金成本控制能力的重要性将进一步凸显。

图表 11. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

d. 风险关注

➤ 去化压力较大，行业投资或放缓。

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

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

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

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

- **开发项目并购案例或将增加，财务稳健的房企将获益。**

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

(3) 区域市场因素

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

图表 12. 近年山西省发展情况（单位：亿元）

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

资料来源：山西省统计局、山西省财政厅、Wind

建筑业方面，2021 年山西省建筑业实现平稳增长。当年建筑业总产值及增

³ 指在教育、医疗卫生、社会保障和就业以及公共交通运输等民生支出。

加值分别较上年增长 11.10%和 4.10%（按可比价格计算）。同年山西省建筑业签订合同和新签合同额均实现增长，省内建筑企业效益向好。但 2021 年山西省内建筑企业数量较上年增加 535 家，增速达 14.61%，建筑业竞争激烈程度快速加剧。

图表 13. 近年山西省建筑业发展情况（单位：亿元）

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

资料来源：山西省统计局、Wind

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

图表 14. 近年山西省房地产业发展情况（单位：亿元，万平方米）

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

资料来源：山西省统计局、Wind

2. 业务运营

该公司以建筑施工为主业，并涉及房地产业务，近三年营业收入规模持续增长。公司具有较丰富的房建项目施工经验及技术优势，在手订单仍较为充裕，可为后续发展提供支持。未来随着 PPP 项目投资建设推进、房地产业务规模扩张以及“山西·潇河新城”项目投资建设的不断推进，公司资金需求较大。

近年来，该公司盈利主要来自主业经营。公司毛利率呈下降趋势，净利润及资产获利能力呈现波动，期间费用控制水平一般。

该公司作为山西建设投资集团有限公司（简称“山西建投”）核心子公司，

资产规模和营业规模在集团内排名第一。公司定位为以工程建设总承包、开发区项目建设、园区综合开发和房地产投资为主业的投融资建设企业，公司本部及子公司具有多项资质，尤其在房建、市政及房地产开发方面具有一定竞争优势。

图表 15. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
工程施工	国内	规模/资本/管理/政策等

资料来源：园区建发

该公司非核心业务主要包括围绕其建筑施工主业开展的监理、勘察、监察、物资贸易、物业管理等业务，在营业收入中占比较小，对资金占用规模也小，对整体经营影响不大。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 16. 公司核心业务收入及变化情况（亿元、%）

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计		129.39	172.88	215.11	35.32	30.56
其中：核心业务营业收入	金额	120.02	154.74	187.37	31.87	26.92
	占比	92.76	89.50	87.10	90.23	88.09
其中：（1）建筑工程	金额	91.85	115.55	154.46	23.66	26.80
	占比	70.99	66.84	71.81	66.99	87.70
（2）房地产销售	金额	28.17	39.19	32.91	8.21	0.12
	占比	21.77	22.67	15.30	23.24	0.39
综合毛利率		14.50	14.47	12.69	8.21	8.37
其中：（1）建筑工程		13.26	12.67	11.44	8.43	6.38
（2）房地产销售		14.16	16.17	15.59	6.57	16.00

资料来源：园区建发

2019-2021 年该公司营业收入显著增加，从收入构成来看，该公司主业定位清晰，两项核心业务收入合计占比保持在 90% 左右。其中，建筑工程业务收入逐年增长，房地产销售业务收入则呈现一定波动。随着业务规模的扩张，2021 年建筑工程业务收入增长 33.67%。房地产销售业务收入下降主要系部分房地产项目进入尾盘销售阶段，销售收入下降，而部分项目尚处于新建阶段，未到收入确认时点所致。2019-2021 年公司综合毛利率分别为 14.50%、14.47% 和 12.69%，2021 年建筑工程业务及房地产销售业务毛利率均有所下降。其中，建筑工程业务毛利率下降主要系原材料成本及人工成本上升所致；房地产销售业务毛利率下降主要系为促进销售，公司对部分房地产项目实行价格小幅优惠政策所致。

2022 年第一季度，该公司营业收入同比增长 15.58%。同期公司综合毛利率为 8.21%，较上年同期下降 0.16 个百分点。

A. 建筑工程业务

该公司基建施工资质较齐全，资质等级较高。截至 2022 年 3 月末，公司拥有总承包特级资质 2 项（建筑、市政），壹级资质 8 项；专业承包壹级资质 13 项；及建筑行业（建筑工程、人防工程）甲级工程设计资质、市政行业甲级工程设计资质、岩土工程勘察甲级资质及地质灾害治理甲级资质等。截至 2022 年 3 月末，公司历史承建的所有工程项目质量合格率为 100%。同期末，公司创建了 637 项国优、部优、省市优良工程并荣获较多奖项：2 项“建设部优质样板工程”、25 项“中国建设工程鲁班奖”、13 项“国家优质工程奖”（其中含金奖 2 项）、11 项“中国安装工程优质奖（中国安装之星）”、14 项“中国建筑工程装饰奖”、2 项“中国钢结构金奖”、109 项“山西省建设工程汾水杯奖”。同期末公司共有工程技术研发人员 989 人；高级职称 503 人、中级职称 1,781 人，一级建造师 735 人。目前公司的特色技术包括 9 项国家级施工工法及 414 项行业和省级施工工法。

该公司建筑工程业务主要由山西四建集团有限公司（以下简称“四建集团”）和山西机械化建设集团有限公司（简称“机械化公司”）负责经营。其中四建集团承接的项目主要为写字楼、住宅、大型广场及工业园区；机械化公司主要承接公路、机场场道及强夯地基处理工程等。

该公司建筑工程业务主要集中于华北地区，且以山西省内业务为主。2019-2021 年公司承接华北地区工程所实现收入占总收入的比例分别为 87.74%、89.78%和 76.61%。由于公司在华北地区收入占比很高，因而华北地区，尤其是山西省的当地经济发展将对公司主业资金回笼状况产生较明显影响。同期随着公司对外拓展力度加强，2021 年以来其他片区收入呈上升趋势。

图表 17. 公司建筑工程及相关业务收入区域划分情况（单位：亿元，%）

区域公司	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北区（包括山西本省）	81.82	87.74	103.74	89.78	125.20	76.61	21.10	74.06
其他片区	10.03	12.26	11.81	10.22	38.22	23.39	7.39	25.94
合计	91.85	100.00	115.55	100.00	163.42	100.00	28.49	100.00

资料来源：园区建发

该公司业务来源主要为独立参与招标获取。2019-2021 年，该公司新签施工合同金额分别为 184.27 亿元、254.71 亿元和 362.26 亿元，在手施工合同金额分别为 208.59 亿元、262.16 亿元和 540.48 亿元。2020 年公司合并口径变化，在手合同金额大幅增加。2021 年公司新签合同金额大幅增加主要系公司加大市场拓展力度，提高市场占有率所致。由于当年新签合同额较大，当年末在手合同金额大幅增加。从公司现有的新签和在手订单来看，后续经营有一定保障。随着施工能力增强、施工经营的逐步累积，公司承接的 PPP 项目逐年增加，后续公司将面临较大的资金需求压力。

图表 18. 近年公司新签、在手合同变化情况（单位：亿元⁴）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
新签合同金额	184.27	254.71	362.26	91.39
期末在手合同金额	208.59	262.16	540.48	491.99

资料来源：园区建发

2019-2021 年，该公司前五大客户收入分别占营业收入的 5.45%、8.93% 和 5.25%，同期前五大供应商的采购额分别占营业成本的 2.20%、8.77% 和 5.63%，集中度均较低。截至 2022 年 3 月末，公司在建重大工程合同总金额合计 47.40 亿元，其中已完成合同量 20.93 亿元，已收到回款 20.14 亿元，营运资金将持续承压。

图表 19. 截至 2022 年 3 月末公司在建重大项目列表（单位：亿元）

重要类型	项目名称 ⁵	所在地	业主单位名称	合同总金额	已完工产值	已回款	计划完工日期
房地产施工项目	吕梁双创中心项目	山西	吕梁双创中心项目	5.30	1.05	0.96	2022 年
	张家坡城中村改造项目	山西	山西嘉诚源房地产开发有限公司	5.04	0.16	0.06	2026 年
	广电新景住宅小区	山西	山西广电房地产开发有限公司	5.00	4.52	4.35	2021 年
	太原红星美凯龙家居生活广场	山西	山西万家房地产开发有限公司	3.00	2.04	2.04	2022 年
	中建伟业大西街公园一号一期工程	山西	大同中建伟业房地产开发有限公司	3.19	1.73	1.49	2022 年
公路、机场场道及地基处理工程	运城市解放路提升改造工程	山西	运城市住房和城乡建设局	5.17	4.46	4.35	2022 年
	西安咸阳国际机场三期扩建工程飞行区场道工程（五标段）	陕西	西部机场集团有限公司	7.00	0.11	0.80	2025 年
	兰州中川国际机场三期扩建工程飞行区场道工程（一标段）	甘肃	甘肃省民航机场集团有限公司	5.96	2.81	1.98	2023 年
市政建设	兰溪市中德职业教育中心项目	浙江	兰溪市金兰创新城市建设有限公司	3.89	3.10	3.12	2021 年
	霍州市人民医院项目	山西	霍州市卫生健康和体育局	3.85	0.95	0.99	2023 年
合计	-	-	-	47.40	20.93	20.14	-

资料来源：园区建发

该公司建筑施工业务的成本主要由建筑材料成本、人工劳务成本、专业工程分包成本等组成，建筑材料成本一般约占营业成本的 35% 左右，人工成本约占营业成本的 30% 左右，专业工程分包成本约占营业成本的 20% 左右。在工程材料采购方面，公司主要建筑材料为钢材、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。公司一般与专业分包商及材料供应商的结算周期为一月一次，采用票据或现金方式，其中现金结算占比约 97% 左右。

⁴ 包括 PPP 项目总投资金额。

⁵ 其中兰州中川国际机场三期扩建工程飞行区场道工程（一标段）项目和兰溪市中德职业教育中心项目回款较慢系政府支付延迟所致。

图表 20. 近年公司工程施工成本构成变化情况（单位：亿元）

成本类型	2019 年	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
人工劳务成本	21.78	28.18	35.00	6.28
建筑材料成本	34.04	44.90	62.24	9.64
建筑设备成本	5.64	10.02	13.80	2.27
施工技术措施费	0.22	0.16	0.27	0.04
施工组织措施费	1.39	1.80	2.80	0.38
现场管理费	2.40	2.43	3.04	0.65
专业工程分包费	14.42	12.59	18.25	2.49
合计	79.89	100.08	135.41	21.74

资料来源：园区建发

按照我国建筑施工行业惯例，该公司需垫付大量工程资金，包括投标保证金（金额不超过项目合同金额的 2%）、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 5%）、工程质量保证金（一般为项目合同金额的 3%）。履约保证金可以银行保函的形式交纳，其他保证金一般以现金交纳。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%，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 PPP 项目的回款由项目可用性服务费⁶及运维绩效服务费⁷组成，回收期限根据合同约定。公司对所承接的项目业主一般都经过信用考察，通过考察后，公司方对工程进行投标。公司财务部门的信控专员至少每年一次或二次对所有客户的信用额度、信用期限进行定期审核。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司营业收入现金率分别为 118.86%、99.78%、108.03% 和 100.54%，工程回款情况尚可。

B. 资本运营项目

2016 年，该公司开始承接政府和社会资本合作项目（即 PPP 项目）。公司承接 PPP 项目以联合体模式为主，即公司与山西建投旗下子公司组建联合体参与竞标，竞标成功后，由联合体共同出资组建项目公司。公司投入 PPP 项目的资本金通常是整个项目总投资的 20%-30%，余下资金由社会资本融资。PPP 项目建设期限通常为 1-2 年，经营期通常为 15-30 年左右，整体回收期限较长。建设完成后，PPP 项目经营期的收益基本分为由政府付费和使用者付费两种模式，目前公司承接的 PPP 项目基本是政府付费模式。公司承接 PPP 项目时就可行度和收益度进行考量，所有承接项目均需通过山西建投的审核。公司目前承接的 PPP 项目税后财务内部收益率在 6.00% 左右。由于需要政府决策及金融机构的参与，同时公司以联合体模式竞标后需内部分工协调，PPP 项目存在落地难问题。一般来说，从公司开始跟踪一个 PPP 项目到项目开工，通常需要一

⁶可用性服务费按财务内部收益率及约定项目公司承担的投资、税费等边界条件进行测算，并在运营期内由市政财政逐年向项目公司支付。

⁷运维绩效服务费在项目运营期开始支付，由市政财政根据绩效评价结果按年向项目公司支付。

年半左右。

该公司对承接的大部分 PPP 项目持股比例较高，2019 年以来通过修改 PPP 项目公司章程、股东出资协议等文件，取得被投资企业控制权，已将大部分项目纳入合并范围。截至 2022 年 3 月末，公司中标签约的 PPP 项目共 27 个（含非并表项目），总投资金额合计 144.39 亿元，累计已投资 65.61 亿元。公司中标签约的 PPP 项目中，并表项目 15 个，预计项目收益率为 5.35%-9.77%，其中仅 4 个项目完工，因此回款金额较少。目前公司正在就已中标项目的融资问题和各家金融机构积极商谈，其中项目资本金部分的性质为股权融资，需公司、政府方及其他合作方用自有资金投入项目公司。项目总投资扣除项目资本金部分为债权融资，通过项目贷款解决。目前公司在手项目中已有 24 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，融资部分占比一般为 70%-80%。已获得外部融资的项目主要通过担保和应收账款质押的方式取得借款，借款利率主要在 4.55%-7.29% 之间。建设期在建融资金额不能足额到位，或已开工但未获得融资的项目均由公司垫资进行建设。公司 PPP 情况如附录三所示。

总体而言，该公司通过 PPP 项目获得了大量的合同订单，但同时也加大了公司财务风险，与传统项目相比，主要体现为公司资本金被长期占用，以及项目未来的回报率存在不确定性和未来业主支付能力下降的风险。

C. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务包括城中村改造、棚户区改造和商品房开发等。城中村改造项目方面，主要由该公司下属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（简称“太原晋泽”）和山西嘉诚源房地产开发有限公司（简称“山西嘉诚源”）负责。城中村改造项目主要指对城市扩张过程中，对新扩张的城市范围内的原农村用地进行改造，通常包括土地一级整理、建设安置房和建设部分商业地产的工作。公司承接城中村改造项目之后，先进行土地一级整理，整理完毕的土地交由政府进行招拍挂，公司通过招拍挂取得土地之后，政府将基准地价的 85% 返还给公司作为农民安置费，并平衡土地开发成本。公司根据政府规划建设安置房，安置房建设完成之后，公司与村委会协商根据太原市拆迁安置方案进行安置。获得的土地除安置房之外，通常还余下大部分土地用于商品房开发，公司可以通过商品房获得利润覆盖之前的安置房的土地及建安成本。

近三年，该公司正在实施的重大城中村项目主要为太原市迎泽区赵北峰城中村改造项目。项目模式为政府交付土地，公司在项目建成后交付政府一定面积的住宅用于安置，剩余部分归公司所有用于出租或出售。项目规划总用地 27.10 万平方米、规划建筑面积 76.56 万平方米，其中村民安置用地为 21.37 万平方米，剩余用地为商品房开发。项目总资金来源于银行借款及公司自筹，比例分别为 75% 和 25%。项目公司龙图置业通过招拍挂取得土地，截至 2022 年 3 月末政府已将基准地价的 85% 返还给龙图置业用于拆迁安置。该项目于 2015

年8月开工，目前最新规划的整体项目周期为9年⁸，分为六个地块分期开发。地块一规划建设16幢住宅楼、1个地下车库、2幢综合楼、1幢商业、1幢托老所。地块二规划建设1所小学。地块三规划建设10幢住宅楼、1所幼儿园、1幢综合楼、3个地下车库、1幢商铺。地块四规划建设有2幢住宅楼，1个地下车库。地块五和地块六为综合商业体用地。截至2022年3月末，地块一1#-3#、6#、7#楼正在进行桩基施工，4#、5#楼正在进行基础施工，8#-16#楼未开工。地块二规划小学已取得规划许可证，正在按教育部门意见重新设计。地块三1#、2#回迁安置房已于2017年8月交付使用，3#、5#回迁安置房已进入项目收尾阶段，计划于2022年4月交付使用，4#、6#-10#楼已交付使用。幼儿园规划已批复，正在深化设计，幼儿园现状需完成拆迁后开工建设。地块四1#、2#楼正在主体施工阶段，2#楼24层主体结构已完成，1#楼23层主体施工至7层。

此外，该公司在建的城中村改造项目还包括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城中村改造项目。太原市迎泽区双塔村是由太原市政府确定的2015年城中村重点村之一。根据2015年10月该公司与双塔社区签订的《郝庄镇双塔社区城中村改造项目协议书》，公司主要承担该项目中被拆迁户的货币补偿及回迁安置工作，并负责双塔社区C-2地块、马庄村南十方街以北城改用地E-1、F地块及马庄村南十方街以北E-2地块的投资建设和开发等各项业务。公司下属子公司四建集团与山西和一创房地产开发有限公司采用股权合作方式，成立山西嘉诚源房地产开发有限公司对运城盐湖区张家坡棚户区改造项目进行投资开发。注册资本金为1000万元，其中四建集团出资510万元，持股比例为51%。张家坡城中村改造项目位于河东东街延长线与韩信路交叉口东北角，东至禹都公园，西至韩信路，南至河东东街延长线，北至禹都公园。项目共涉及房屋征收约150户，拆迁房屋面积约11.6万平方米。该项目为运城市政府确定的重点建设项目，已于2017年列入国家棚改计划，征收补偿方式为货币化补偿和回迁安置相结合。

图表 21. 公司在建城中村改造项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目负责公司名称	项目名称	计划总投资 ⁹	已获融资	累计已投资	回笼资金	建筑面积 ¹⁰
龙图置业	太原市迎泽区赵北峰城中村改造项目	35.51	16.38	20.44	9.78 ¹¹	76.56
太原晋泽	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	12.92	9.36	11.71	3.29	11.44
山西嘉诚源 ¹²	运城张家坡城中村改造项目	11.00	0.80	7.45	-	24.00
合计	-	59.43	26.54	39.60	13.07	112.00

资料来源：园区建发（截至2022年3月末）

⁸ 回款进度慢是主要是由于限购政策和办理住房公积金所致。

⁹ 包括土地成本在内。

¹⁰ 为总建筑面积，包括安置房、公共建设及商品房的建筑面积在内。

¹¹ 为一期回笼资金，二期三期尚未实现销售。

¹² 项目尚未开工，因此尚未实现资金回笼。

棚户区改造项目方面，主要由该公司下属全资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，项目实施地区以海南为主。棚户区改造项目模式为公司通过招拍挂拿到净地，建设安置房，安置房由政府回购。海口市下洋瓦灶棚户区改造项目规划为三期开发，截止 2022 年 3 月末，一期已完成竣工交付使用；二期项目正在开展防雷、消防、人防、规划、三网合一、给排水验收工作；三期项目正在进行室内装饰装修以及架空层施工，电梯已验收完成。该项目计划总投资 22.77 亿元，预计销售额 25.50 亿元。截至 2022 年 3 月末，该项目已投资合计 23.00 亿元，累计回款 16.33 亿元，回款进度正常。此外，同期末海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目正在进行主体施工；海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目处于前期准备阶段；白沙坊金龙苑项目处于竣工验收阶段。

图表 22. 公司在建棚户区改造项目情况¹³（单位：亿元，万平方米）

项目负责公司名称	项目名称	计划总投资	预计销售额	所处地块	建筑面积	累计已投资	累计回款
海南晋发置业有限公司	海口市下洋瓦灶棚户区改造项目（一期）	8.60	9.59	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南（C0505-1、C0503-1）	17.48	9.43	9.80
海南晋发置业有限公司	海口市下洋瓦灶棚户区改造项目（二期）	11.86	13.47	海口市美兰区美苑路（C0502）以西、美祥路以南	24.31	11.56	5.07
海南晋发置业有限公司	海口市下洋瓦灶棚户区改造项目（三期）	2.31	2.44	海口市美兰区美苑路以西、美祥路以南下洋瓦灶 C0503-2 地块	4.62	2.01	1.46
海南华晋置业有限公司	海口市面前坡棚户区（城中村）改造项目 B0201 地块	8.89	7.65 ¹⁴	海南省海口市龙华区金宇东路以南、南沙路以西 B0201 地块	16.91	7.13	6.28
海南华晋置业有限公司	海口市坡博坡棚户区（城中村）改造项目 C-7-2-2 地块	1.32	1.23 ¹⁵	海南省海口市龙华区坡博坡巷 C-7-2-2 地块	2.93	0.33	0.18
海南华晋置业有限公司	白沙坊金龙苑	10.50	10.40 ¹⁶	白沙坊棚改回迁商品房 A0208 地块	24.24	10.33	8.84
合计	-	43.48	44.78		90.49	40.79	31.63

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

商品房开发方面，由该公司子公司山西晋建房地产开发有限公司（简称“晋建房产”）、四建集团、山西四建集团房地产分公司（简称“四建房地产”）及山西铭基房地产开发有限公司（简称“山西铭基”）负责。公司商品房项目土地来源为招拍挂。

2020 年受新冠疫情影响，公司房地产业务开发速度及销售节奏明显放缓，当年新开工面积、竣工面积、销售面积及销售金额均出现不同程度的下降。2021 年随着疫情好转，公司新开工面积、竣工面积、销售面积及销售金额均大幅回升。2020 年平均销售价格较高主要系当年部分尾盘项目中预留房源楼层盈利

¹³ 其中海口市棚户区改造项目由公司在海南省设立项目公司，项目公司主要经营行为均通过公司董事会决策。

¹⁴ 未包含约 4000 平米自营部分收益。

¹⁵ 未包含车位部分收益约 1000 万。

¹⁶ 该项目预计销售额 10.40 亿元系政府合同价格，数据统计时未包括可销售车位，预计实际销售额将实现微盈利。

情况较好所致。受到上年的高基数影响，2021年平均销售价格有所下降。

图表 23. 近年公司商品房开发情况（单位：亿元，万平方米）

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
新开工面积	139.90	28.60	85.99	-
竣工面积	52.74	28.85	56.90	18.62
在建面积	242.54	249.38	242.28	298.52
平均销售价格	7,500	10,255	8812	7182
销售面积	61.35	17.23	36.38	7.17
预售金额	46.09	17.67	32.06	5.15
回笼资金	32.17	28.72	39.80	5.49

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

截至 2022 年 3 月末，该公司主要在建商品房项目总投资 279.60 亿元，累计已投资 150.97 亿元，合同销售金额 88.97 亿元。后续仍存在较大的投融资压力及去化压力。

图表 24. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建商品房项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目公司名称	项目名称	所在地	计划总投资	累计已投资	建筑面积	可售面积 ¹⁷	已售面积	合同销售金额	实际回笼资金 ¹⁸
晋建房产	晋建·迎曦园	太原市小店区	9.80	9.70	17.76	2.31	10.75	11.48	11.17
晋建房产	“新城壹號”商业住宅区项目二期	孟县孙家庄镇大吉祥村、秀水镇北庄村	1.20	1.00	4.85	1.67	2.45	1.11	1.07
晋建房产	龙东汇璟项目	龙城大街	19.71	6.51	27.26	-	-	-	-
山西铭基	潞城潞铭书院	潞城	3.18	2.82	7.92	0.08	7.00	3.89	3.88
山西铭基	铭基悦龙台项目	永济	5.58	3.85	15.89	2.60	11.59	5.79	5.79
山西铭基	天誉公馆	晋城	3.38	2.11	7.37	0.37	5.54	3.99	3.99
山西铭基	晋美华府	晋城	7.27	4.90	17.44	0.24	14.14	8.47	8.41
山西铭基	雍安华府	孝义	7.17	1.63	17.39	-	-	-	-
山西铭基	康泰园	忻州	15.23	6.11	38.33	17.53	8.13	5.68	5.68
山西铭基	晋文府	晋城	12.21	5.99	29.12	4.65	9.57	7.29	7.05
山西铭基	天誉铭都	晋城	6.52	2.81	13.27	0.88	0.93	0.94	0.94
山西铭基	阳光地带四期	晋城	3.72	1.44	7.73	1.10	1.31	0.99	0.98
山西杏花村国贸投资有限责任公司	山西建投商务中心	龙城大街 130 号	49.33	26.10	63.05	0.75	9.83	13.52	13.18
赤峰晋福房地产开发有限公司 ¹⁹	红山壹品	赤峰市红山区	8.32	5.44	13.32	-	-	-	-
四建集团	同鑫苑建设项目	大同市平城区昌宁街	5.59	1.64	7.96	-	-	-	-

¹⁷ 截至 2022 年 3 月末。

¹⁸ 其中部分项目正处于建设期，尚未实现资金回笼。

¹⁹ 该项目因尚未取得房屋预售许可证而暂未开始销售。

项目公司名称	项目名称	所在地	计划总投资	累计已投资	建筑面积	可售面积 ¹⁷	已售面积	合同销售金额	实际回笼资金 ¹⁸
晋龙置业	晋中市龙城中央大道第三组团地块项目(建投紫宸府项目)	晋中市榆次区	25.50	10.80	42.10	1.63	-	-	-
山西国信凯尔医疗科技有限公司	凯尔科技	太原	3.50	3.44	5.16	2.46	1.19	1.70	1.64
北京西元祥泰房地产开发有限公司	华萃西山	北京	53.49	52.41	17.06	9.45	5.58	24.12	22.63
山东晋陶置业发展有限公司	云景里	菏泽	38.90	2.27	105.40	-	-	-	-
合计	-	-	279.60	150.97	458.38	44.97	88.01	88.97	86.41

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

土地储备方面，截至 2022 年 3 月末，该公司有土地储备 3 块，分别位于山西省太原市和晋城市，应交土地出让金合计 11.11 亿元，已全部支付完毕。

图表 25. 截至 2021 年 3 月末公司土地储备情况（万平方米，亿元，%）

地块名称	位置	土地用途	总投资	土地出让金	土地出让面积	持股比例	取得时间	预计开工时间	建筑面积	土地出让金是否已缴清
山西 潇河新城 Z2-06-03-01 地块、Z2-06-04 地块项目（会议配套商住）	山西太原	商业、住宅	31.31	6.12	18.54	100%	2022.1.25	-	-	是
山西 潇河新城 Z2-02-05-01、Z2-02-09 地块（会展配套）	山西太原	商业、住宅	24.54	4.26	13.32	100%	2022.1.25	-	-	是
阳城下李丘项目 BC 地块	山西晋城	住宅	-	0.73	2.32	100%	2022.2.23	-	-	是

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

D. 园区开发建设

根据山西省委“四为四高两同步”总体思路和要求，高质量推进开发区建设，该公司将重点承担山西全省开发区土地一级整理和基础设施建设任务。2020 年 5 月，公司控股股东山西建投与山西转型综合改革示范区管理委员会签订《潇河产业园区核心区“五大中心”项目开发建设合作协议》。根据 2021 年 3 月 15 日山西建投出具的《关于山西转型综改区潇河产业园区“五大中心”区域等命名的通知》将其命名为“山西·潇河新城”项目。山西转型综合改革示范区是山西省转型综改先行区，为强力打造太原都市区核心引擎，提升城市能级，促进产城融合，山西省委、省政府决定在山西综改示范区规划建设会展、会议、金融、商务、艺术“五大中心”，并委托山西建投完成“山西·潇河新城”项目区域投资建设任务。作为山西建投的核心子公司，公司被授权为“山西·潇河新城”项目唯一实施主体，全面负责项目的整体投资建设运营。主要建设内容包括市政基础设施和区域内土地整理等土地一级开发，会议、会展中心、金融、商务中心及艺术中心等核心项目建设，以及配套体育场馆项目及潇河生态景观带项目建设等。预计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，计划三年形成雏形、五年基本建设完成。后续公司将负责统筹实施“山西·潇河新城”项目片区的投资建设运营，以及招商和产业引入工作。为配合项目建设，2020 年 4 月园区建发董事会决议同意公司收购山西建投所持 17 家子公司股权，其中包括建筑公司²⁰、资产管理公司、基金公司、保理公司等。收购工作于 2020 年末完成，公司完成对 16 家企业的收购，其中晋商信用增进投资股份有限公司未对其进行收购。2021 年 8 月，由于山西建投内板块整合，公司将 6 家²¹金融企业划转回山西建投。

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

图表 26. “山西·潇河新城”项目情况（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额 ²²	已投金额	确认收入金额	累计回款金额	项目公司名称
山西·潇河新城一期项目	2020.12	2022.12	22.06	7.44	-	-	山西潇河国际会议中心有限公司
新源智慧建设运行总部	2020.12	2022.12	9.83	5.19	-	-	山西新源智慧建设有限公司
山西·潇河新城二期项目	2020.12	2022.12	45.58	19.46	-	-	山西潇河国际会展中心有限公司
山西·潇河新城一二期项目配套设施	2020.12	2022.9	40.30	9.31	-	-	山西潇河新城酒店有限公司
山西转型综改示范区综合能源项目	2022.1	2022.9	1.30	0.04	-	-	山西建发综合能源开发有限公司
合计	-	-	97.01	41.44	-	-	-

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

根据《山西园区建设发展集团有限公司关于全省经济开发区区域市场开拓分工的通知》晋园建发董字【2020】17 号文，为推动山西省转型发展，该公司将着力于全省经济开发区投资建设运营。截至 2022 年 3 月末，公司已签约开发区正式《合作协议》项目 5 个，分别为繁峙经济技术开发区产业园区建设项目、霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目、右玉生态文化旅游开发区产业园区建设项目、隰县现代农业产业示范区农副产品加工园建设项目和晋蒙新兴产业合作园项目，均已落地实施；《合作框架协议》项目 7 个（定襄经开区、平遥经开区、神池开发区、兴县经开区、永济经开区、太原中北高新技术产业开发区和五台山景区），尚未实施。

²⁰ 主要为装配式建筑企业。

²¹ 分别为上海荣大投资管理有限公司、四川天玖投资有限责任公司、山西建设融资担保有限公司、北京晋发资产管理有限公司、晋建私募基金管理（横琴）有限公司和晋建国际商业保理（珠海横琴）有限公司，于 2021 年 8 月划转至建投。

²² 其中“山西·潇河新城”项目合同金额为预计总投资额。

图表 27. 公司经开区项目总体情况（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
繁峙经济技术开发区铝制品产业园建设项目(铝制品)	2.72	0.29	3.00	51	15.25	2021.01	自建自营	-
繁峙农副产品加工产业园项目	1.16	0.11		51	3.47	2021.12	自建自营	-
霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目	2.37	0.19	3.00	60	3.83	2021.06	自建自营	-
右玉生态文化旅游开发区项目	14.32	1.19	3.00	67	6.66	尚未开工	自建自营	-
隰县产业园区项目	3.25	1.39	3.00	60	8.85	2021.06	自建自营	-
晋蒙新兴产业合作园项目（大同新荣）	2.47	0.01	3.00	51	7.28	预计2022.06	自建自营	-
合计	26.29	3.18	15.00	-	45.34	-	-	-

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

图表 28. 公司经开区项目建设进度

项目名称	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)	4#钢结构厂房主体完成。
繁峙农副产品加工产业园项目	(1)公寓楼地下一层墙板钢筋绑扎完成 70%；(2)餐厅基础钢筋绑扎完成 20%；(3)孵化中心基础钢筋绑扎完成。
霍州科技智创园标准厂房及医药用品制造项目	(1)加速器主体封顶，施工电梯安装完成，屋面砌体完成；(2)1#厂房楼梯基础完成，2层梁完成 55%，1层楼承板浇筑完成；(3)2#厂房未开工；(4)3#厂房主体封顶，二层砌体结构完成 50%，屋面砌体完成；(5)4#厂房土方开挖完成；(6)5#厂房主体封顶，二、三层、屋面植筋完成；(7)6#厂房1段一层混凝土浇筑完成，2段一层模板搭设完成，地下室防水完成 50%；(8)7#厂房主体封顶，外墙夹芯板安装完成，防火涂料完成，三层砌体完成 50%。
右玉生态文化旅游开发区项目	右玉项目可研编制完成，土地出让合同签订完成，23#土地证已办理，前期概念性规划方案合同签订完成。
隰县产业园区项目	(1)地块一：7#车间桩基已完成 483 根；6#办公楼基坑开挖完成，临边防护搭设完成。(2)地块二：6#车间桩基已完成 396 根，5#车间桩基已完成 480 根，办公楼开挖已完成 60%。
晋蒙新兴产业合作园项目（大同新荣）	可研编制完成，土地出让合同签订完成。

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

未来随着“山西·潇河新城”项目及经开区项目落地，该公司业务规模将进一步扩大，经营业绩将显著提升。

E. 其他业务

该公司其他业务主要为围绕建筑工程业务展开的相关服务、贸易、装备制造业务，以及租赁业务、周转材料销售业务等。随着经营规模的扩张，2021 年建筑相关服务、建筑相关贸易、建筑相关装备制造业务收入均较上年有所增长，其他业务收入合计较上年增长 42.01%。其中，当年建筑相关贸易增长 108.07%，主要系公司主动拓展物流贸易业务所致。2021 年其他业务毛利率为 12.81%，下降主要系业务材料价格上涨所致。

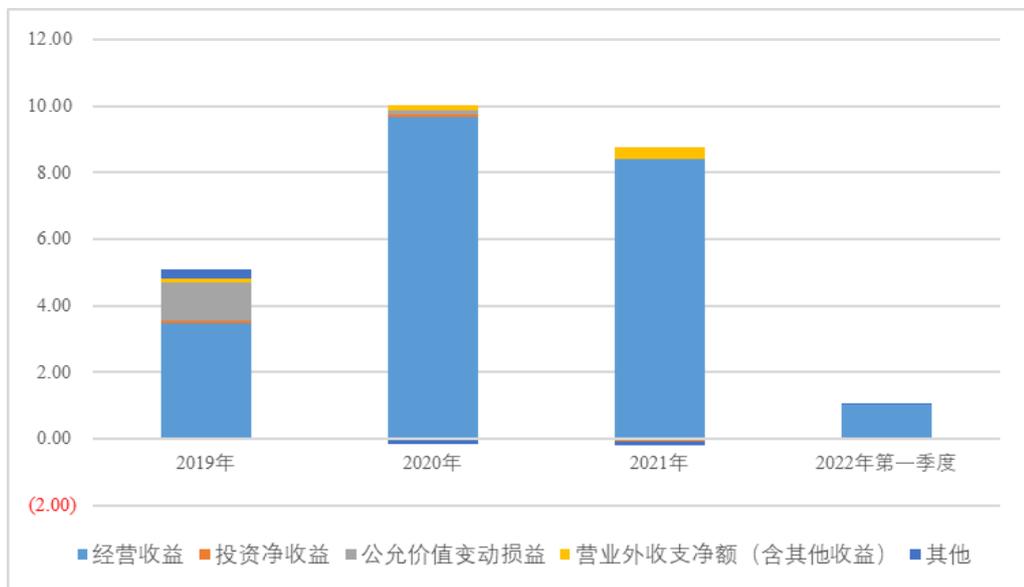
图表 29. 公司其他业务盈利情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年 第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑相关服务	2.75	18.12	2.64	23.64	3.17	21.45	0.14	4.21
建筑相关贸易	3.73	8.78	5.08	7.38	10.57	4.63	0.80	5.13
建筑相关装备制造	2.05	1.61	3.01	3.32	3.35	2.97	1.99	12.20
其他	0.84	47.63	7.41	29.63	8.67	23.47	0.34	6.48
合计	9.37	25.23	18.14	22.24	25.76	12.81	3.27	9.53

资料来源：园区建发（截至 2022 年 3 月末）

（2）盈利能力

图表 30. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据园区建发所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营收益，2019-2021 年，公司经营收益分别为 3.48 亿元、9.66 亿元和 8.40 亿元。2020 年经营收益大幅增长主要系建筑业建设进度加快及房地产结转金额较多所致。2021 年经营收益有所下降主要系当年处置了 6 家子公司所致。公司公允价值变动收益主要来自投资性房地产溢价²³，2019-2021 年分别为 1.14 亿元、0.13 亿元和 0 亿元。其中 2021 年下降至 0，主要系公司相关房地产用途由出租转为出售，转入存货科目核算所致。公司投资净收益及营业外收支净额规模较小，对公司整体盈利能力影响有限。

²³ 该公司投资性房地产所包含物业均位于太原市，公司投资性房地产以评估价值入账。

图表 31. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	129.39	172.88	215.11	35.32
毛利（亿元）	18.76	25.01	27.30	2.90
毛利率（%）	14.50	14.47	12.69	8.21
期间费用率（%）	11.07	8.00	8.02	4.78
其中：财务费用率（%）	1.87	0.02	-0.09	-0.28
全年利息支出总额（亿元）	5.50	9.71	7.04	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.16	6.45	3.47	-

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

2019-2021 年，该公司期间费用分别为 14.32 亿元、13.83 亿元和 17.26 亿元，期间费用率分别为 11.07%、8.00% 和 8.02%。从期间费用构成看，2019-2021 年管理费用（包研发费用）在期间费用中占比分别为 81.17%、93.76% 和 96.63%，占比较大主要系研发支出和工资薪酬支出较大，且差旅费和折旧费计入管理费用所致。同期财务费用分别为 2.42 亿元、0.03 亿元和 -0.19 亿元，其中 2020 年财务费用有所下降主要系公司向参股公司提供借款收取的利息金额增加所致；2021 年财务费用为负主要系当年利息收入增加所致。总体上，2021 年公司期间费用控制水平较上年基本保持稳定。

近三年该公司净利润呈波动趋势，分别为 4.02 亿元、7.85 亿元和 7.20 亿元。从资产获利能力看，近三年公司净资产收益率分别为 6.25%、7.31% 和 5.34%，总资产报酬率分别为 3.13%、3.49% 和 2.58%，均呈现一定波动。

2022 年第一季度，该公司盈利基本来自经营收益，投资净收益及营业外收入规模小，对公司整体盈利能力影响有限。当期经营收益为 1.01 亿元，净利润为 1.03 亿元，较上年同期增长 27.05%，主要系随着业务规模扩张，公司盈利增加所致。2022 年第一季度公司期间费用为 1.69 亿元，期间费用率为 4.78%，较上年同期下降 1.15 个百分点。

(3) 运营规划/经营战略

该公司“十四五”期间将落实投融资建设平台这一功能定位。资金管理方面，以“集中统筹、风险可控”的基本管理思想，通过资金集中统一管理，强化资金的预算管理、过程管理、风险管理；现金流管理方面，将制定一系列的经营现金流管理机制，从收支两端予以严格规范，成本采购方面推行长期战略合作模式，争取更长商业信用（商票）时间，销售回款将形成严格回款时间标准并制定相应奖惩机制；同时对接资本市场与战略合作伙伴，开展股权融资、资产证券化等多元融资方式，成立专业团队，盘点公司项目的资本运作机会。公司计划 2022 年实现合并口径下新签合同额 595.20 亿元，实现利润总额 13.67 亿元。

管理

该公司产权关系清晰，控股股东为山西建投，实际控制人为山西省国资委，是山西建投体系内建筑施工及房地产开发业务重要平台。公司治理架构完整，关联拆借及关联担保余额较大，对其信用质量有一定影响。公司管理制度逐步完善，基本保障其日常运营的稳定。

该公司控股股东为山西建投，实际控制人为山西省国资委。2019年以前，公司是山西建投的全资子公司。2019年12月公司引入新股东山西晋建混改股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“山西晋建”），增资完成后公司注册资本由20.00亿元增至34.05亿元，山西建投持股58.74%，山西晋建持股41.26%。2020年4月山西建投对公司进行增资扩股，增资完成后注册资本增至75.00亿元，实收资本75.00亿元。截至2022年3月末，公司实收资本为75.00亿元，其中山西建投持股81.27%、山西晋建持股18.73%。

2021年10月28日，该公司发布《山西园区建设发展集团有限公司章程修正案》。根据公司股东会决议，公司设立党委。党委由7名委员组成，其中设党委书记1名、党委副书记1名、专职党委副书记1名。董事长、党委书记由一人担任。符合条件的党委成员可通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委。同时，按规定设立纪委。公司设董事会，由9人组成，由山西建投委派7人（其中4名为兼职外部董事），由山西晋建委派2人。董事任期每届三年，任期届满，可连任。董事会设董事长一名、副董事长两名，由山西建投委派的董事担任。公司设职工董事一名，职工董事由职工代表大会选举产生。公司设总经理一人，由山西建投委派人员担任。

跟踪期内，该公司人事变动频繁，2021年3月2日公司发布《山西园区建设发展集团有限公司董事、总经理发生变动的公告》，公司原董事、总经理王士铎，不再担任公司职务。根据公司股东出具的《关于薄文江等2名同志任免职务的通知》，聘任薄文江为公司党委委员、党委副书记、副董事长、总经理。2021年8月17日，公司发布《山西园区建设发展集团有限公司关于公司董事发生变动事项的公告》，公司原董事尹越、牛彦、段海兵，不再担任公司董事职务。2021年5月21日山西晋建出具《关于更换委派董事的函》，聘任贾楠为董事。2021年6月1日，山西建投党委会出具了《关于苏笋然等同志重新上岗的通知》，聘任苏笋然为副董事长。2021年8月13日，山西建投党委会出具了《关于苏笋然等5人任职的通知》，聘任季强、朱震宇为董事。2021年10月20日，公司发布《山西园区建设发展集团有限公司董事发生变动的公告》，公司原董事季强、朱震宇，不再担任公司董事职务。根据山西建投出具的《关于尹永旭等6人任免职务的通知》，聘任尹永旭、路晓雯、张小林、程志强任公司兼职外部董事。2022年4月11日，公司发布《山西园区建设发展集团有限公司董事发生变动的公告》，公司原董事苏

笋然、李松峻、贾楠，不再担任公司董事职务。公司原监事王绍鈞，不再担任公司监事职务。根据山西建投出具的《关于杨晓清任职的通知》，聘任杨晓清为副董事长，提名为工会主席人选。山西晋建出具了《关于更换委派董事、监事的函》，委派王绍鈞、刘家辰担任董事；委派姚立军担任监事。上述均为公司正常人事变动。

在重要管理制度建设方面，2021年6月该公司对原信息披露制度进行了修订，并更名为《山西园区建设发展集团有限公司信息披露事务管理制度》。该次修订主要更新信息披露相关法律法规、变更信息披露负责人等相关规定。

2021年末，公司应收关联方款项为31.14亿元，占总资产的6.31%；应付关联方款项为74.02亿元，占总负债的20.30%，净占用关联方42.88亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至2022年5月5日，公司未结清信贷均为正常类，近三年无信贷违约记录。截至2022年5月30日，公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 32. 公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022/5/5	无	无	不涉及	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/30	无	无	不涉及	不涉及
诉讼	审计报告及公司提供	2022/5/30	无	无	不涉及	无
工商	公开信息披露及公司提供	2022/5/30	无	无	涉及	无
安全	公开信息披露及公司提供	2022/5/30	无	无	不涉及	无

资料来源：根据园区建发所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司负债经营程度较高，2021年以来刚性债务总额变动幅度不大，在负债总额中占比不断下降，且刚性债务主要集中于中长期，公司即期债务偿还压力可控。此外，公司投资环节现金流出规模持续较大，主要通过对外筹资弥补资金缺口。公司货币资金存量对即期债务偿付形成缓冲，偿债能力较强。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，预计债务规模将继续扩张。

1. 数据与调整

中兴财光会计师事务所有限公司对该公司的2019-2021年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假

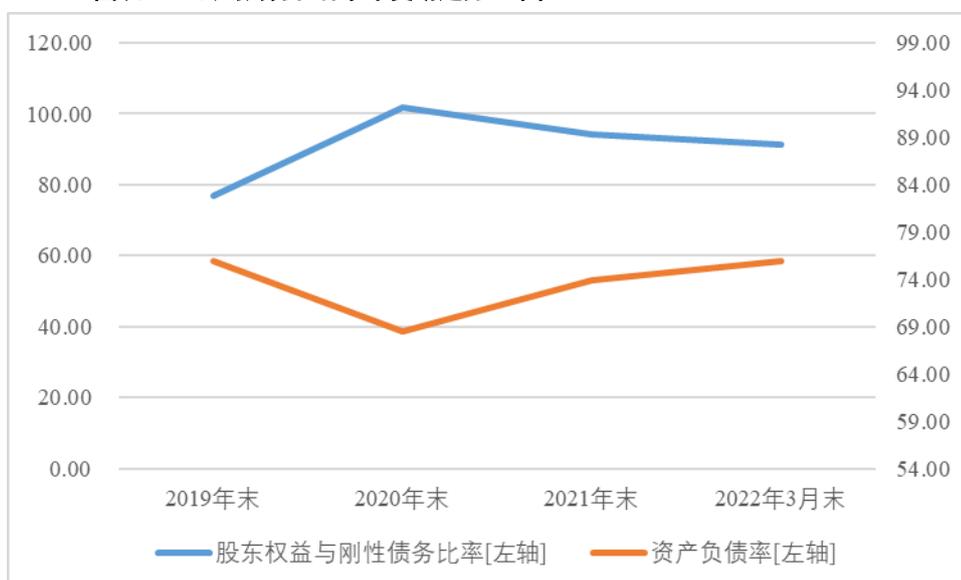
设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 43 家。当年公司发生两家非同一控制下企业合并，其中晋城弘博铭锦置业有限公司股权取得成本为 0.10 亿元；山西建投建筑产业有限公司股权取得成本为 0.71 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 33. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）



资料来源：根据园区建发所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司所有者权益分别为 74.28 亿元、140.52 亿元和 129.02 亿元。其中 2020 年增长主要系山西建投增加资本投入 52.47 亿元、公司自身经营积累及新增控股子公司所致。2021 年末，由于其他综合收益重分类至损益，且当年处置 6 家子公司使得少数股东权益减少 19.92% 至 23.06 亿元，公司所有者权益较上年末减少 8.18%。

该公司所处建筑施工行业垫资现象普遍，公司通过较大负债规模及新增股东出资以满足增长的资金需求。2019-2021 年末资产负债率分别为 75.87%、68.45% 和 73.86%，财务杠杆水平呈现波动。同期末公司股东权益与刚性债务比率分别为 76.73%、101.62% 和 94.31%，其中 2021 年末随着所有者权益的下降，股东权益对刚性债务的覆盖程度有所下降。

2022 年 3 月末，该公司所有者权益为 128.04 亿元，较上年末基本持平。同期末资产负债率较上年末增长 2.06 个百分点至 75.92%；实收资本及资本公积合计占所有者权益 69.97%，资本结构稳定。

(2) 债务结构

图表 34. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	96.81	138.28	136.80	140.45
应付账款 (亿元)	57.57	70.52	88.43	90.98
预收款项 (含合同负债) (亿元)	39.81	48.12	48.03	55.36
其他应付款 (亿元)	27.07	31.54	73.72	98.85
刚性债务占比 (%)	41.44	45.35	37.52	34.79
应付账款占比 (%)	24.64	23.13	24.25	22.54
预收款项 (含合同负债) 占比 (%)	17.04	15.78	13.17	13.71
其他应付款占比 (%)	11.59	10.34	20.22	24.48

资料来源：根据园区建发所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司负债总额持续增长，分别为 233.60 亿元、304.90 亿元和 364.62 亿元。从债务期限结构看，长短债务比分别为 47.21%、45.57% 和 27.77%，以流动负债为主，2021 年末公司流动负债占负债总额比重为 78.27%，较上年上升 9.57 个百分点。

除刚性债务外，该公司负债主要集中于应付账款、预收款项（含合同负债）和其他应付款等科目。近年来，公司应付款项随着业务扩张逐步增长，主要由应付工程款、材料款、劳务费和租赁费构成，其中 2021 年末账龄超过一年的重要应付账款为 10.57 亿元，占应收账款比例为 11.95%，主要为因工程尚未竣工而未清算的应付工程款。预收账款（含合同负债）主要由房地产项目预收款和预收的项目工程款构成，2021 年末同比减少 0.81%。其他应付款主要由暂收暂付款、分包施工方保证金和代扣代付个人款项构成。其中暂收暂付款占比较大，主要为与合作的房地产公司之间的往来款、收到未到预售节点的订房保证金、按施工合同建设方的临时资金拆借款以及公司对各级次分公司领导和项目人员实行绩效考核上交的抵押金。此外，其他流动负债主要为待确认（待转）销项税额，2021 年末同比增长 26.78%，主要系伴随业务规模扩大公司尚未开票结算的收入增加所致。

2022 年 3 月末，该公司负债总额为 403.73 亿元，较上年末增长 10.73%。负债以流动负债为主，当期末流动负债占负债总额比重为 78.53%。除刚性债务外，公司负债主要集中于应付账款、预收款项(含合同负债)及其他应付款，当期末上述科目分别较 2021 年末增加 2.55 亿元、7.33 亿元和 25.23 亿元，主要系公司业务规模扩张所致。此外，长期应付款较上年末相比增加 51.47%，主要系公司向租赁公司借款增加所致。

(3) 刚性债务

图表 35. 公司刚性债务构成 (亿元、%)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务合计	96.81	138.28	136.80	140.45
短期刚性债务合计	24.57	46.03	60.12	58.27
其中：短期借款	14.69	13.20	17.27	19.10
一年内到期长期借款	3.82	8.41	9.37	6.10
应付票据	3.81	15.86	17.65	16.91
一年内到期的应付债券	-	7.10	11.91	11.92
其他短期刚性债务	2.26	1.46	3.92	4.24
中长期刚性债务合计	72.23	92.24	76.68	83.43
其中：长期借款	46.02	61.81	61.90	65.87
应付债券	18.85	20.85	9.02	9.02
其他中长期刚性债务	7.35	9.57	5.76	7.29
综合融资成本	6.88	8.26	5.12	-

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

2019-2021 年末，该公司刚性债务余额分别为 96.81 亿元、138.28 亿元和 136.80 亿元。2021 年末公司刚性债务总额较上年末小幅下降，刚性债务占负债总额比例为 37.52%，较上年末下降 7.83 个百分点。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付债券和应付融资租赁款等构成。2021 年末，银行借款为 88.54 亿元，其中信用借款为 13.76 亿元，其余为保证、抵押及质押借款等，利率区间为 4.1%-10%。同期末，应付票据为 17.65 亿元（其中 5.67 亿元为商业承兑汇票）较上年末增长 11.30%，主要系子公司四建集团应付票据随业务规模扩张而相应增长所致。2021 年末，应付债券（包含一年内到期的应付债券）较上年末减少 25.15%，主要系当年公司债 16 晋建发 8 亿元到期所致。其他中长期刚性债务为用于工程施工过程需要的大型机械设备（如升降机、塔吊）的融资租赁款。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务规模为 140.45 亿元，占负债总额比重为 34.79%。刚性债务较上年末有所增长主要系长期借款及融资租赁借款增加所致。整体看，2021 年以来公司刚性债务总额变动幅度不大，在负债总额中占比不断下降，且刚性债务主要集中于中长期，公司即期债务偿还压力可控。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 36. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	355.55	335.87	322.71	-
营业收入现金率	118.86%	99.78%	108.03%	100.54%
业务现金收支净额（亿元）	12.23	1.19	-9.65	-17.87
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.94	2.00	13.01	2.81
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.30	3.19	3.36	-15.07
EBITDA（亿元）	9.97	14.60	13.37	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.12	0.10	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.81	1.50	1.90	-

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

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。2019-2021 年营业收入现金率分别为 118.86%、99.78% 和 108.03%，主业现金回笼速度因工程建设阶段不同具有一定波动性，总体仍保持较好水平。2019-2021 年公司业务现金收支净额分别为 12.23 亿元、1.19 亿元和 -9.65 亿元，呈现逐年下降趋势。其中，2021 年业务现金收支净额呈现大幅净流出。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、利息收入等的收支净额及期间费用支出。近三年其他因素现金收支净额逐年增长，其中 2021 年其他因素现金收支净额大幅增长 11.01 亿元，主要系当年暂收暂付款收支净额大幅增加，以及收到的保证金和备用金增加所致。2019-2021 年暂收或暂付的款项净额分别为 -4.14 亿元、3.05 亿元和 15.06 亿元；同期收到的保证金及备用金为 1.78 亿元、2.51 亿元和 3.69 亿元。近三年，公司经营活动现金持续净流入，分别为 4.30 亿元、3.19 亿元和 3.36 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，利润总额占比高，受到利润总额波动的影响，2019-2021 年公司 EBITDA 亦呈现一定波动。2019-2021 年公司利息支出累计发生额²⁴分别为 5.50 亿元、9.71 亿元和 7.04 亿元。近三年公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度尚可，对刚性债务的覆盖程度较低。

²⁴ 包括列入财务费用的利息支出和资本化利息支出

(2) 投资环节

图表 37. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.25	-1.43	-4.98	-
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	-38.41	-37.75	-41.14	-4.02
处置与取得子公司及其他营业单位的净流入额	-	-0.008	25.10	-
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.71	-14.11	-13.34	-1.32
投资环节产生的现金流量净额	-34.44	-53.28	-34.37	-5.34

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

该公司投资活动现金主要用于随经营规模快速扩张相应增加的长期资产投资及股权投资。近年来，公司投资环节产生的现金呈现净流出状态且呈现波动趋势。其中 2020 年净流出规模较大主要系 PPP 项目工程支出增加所致。2021 年，公司处置 6 家金融企业，当年投资环节现金净流出 34.37 亿元，净流出规模较上年大幅减少 35.51%。其他因素对投资环节现金流量影响净额主要为公司向关联方提供或收回的资金借款及为取得子公司股权而支付的现金。2020 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为-14.11 亿元，主要系公司向山西建投等公司提供大量资金借款所致。2021 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为-13.34 亿元，较上年有所减少。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将持续呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 38. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	20.18	53.88	0.42	0.12
取得借款及发行债券收到的现金	65.99	58.56	45.09	8.30
偿还债务支付的现金	30.87	39.19	47.08	6.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6.01	9.93	9.11	2.22
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	10.39	-31.46	42.34	17.61
筹资环节产生的现金流量净额	59.67	31.85	31.67	17.13

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

为满足集中投资所产生的资金补充需求，近年来该公司主要通过银行借款、发行债券和股东注资等方式融资。2019 年公司引入新股东山西晋建获得 18 亿元增资；2020 年公司获得山西建投现金增资 52.47 亿元；2021 年，公司未获得股东增资。近三年公司在扩大债务融资规模的同时，也保持一定规模的债务偿还力度。其他对筹资环节现金流有影响的因素还包括公司收到或偿还的租赁借款和关联借款等，其中 2020 年净额为净流出状态，主要系公司因

收购子公司支付了 34.52 亿元股权转让款所致。2021 年其他因素对筹资环节现金流量影响净额为 42.34 亿元，净流入规模较大主要系当年收到山西建投及向非银行机构的资金往来 48.64 亿元所致。

2022 年第一季度，该公司营业收入现金率为 100.54%，较上年同期大幅下降 20.84 个百分点，由于疫情影响下部分款项未及时收回，主业现金回笼速度有所放缓。当期经营性现金流量净额为-15.07 亿元。当期公司投资活动产生的现金流量净额为-5.34 亿元，净流出规模较上年同期减少 33.95%，主要系疫情影响下，投资项目进度有所放缓，现金支出下降所致。当期公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.13 亿元，净流入规模较大主要系公司新增向集团公司的借款所致。

4. 资产质量

图表 39. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	236.23	325.56	322.74	352.23
	76.73%	73.09%	65.38%	66.24%
其中：货币资金（亿元）	56.16	64.98	54.50	51.22
应收账款（亿元）	43.29	49.91	46.41	55.40
预付款项（亿元）	11.53	17.27	11.78	15.19
存货（含合同资产）（亿元）	80.31	112.12	135.90	160.58
其他应收款（亿元）	35.05	56.26	57.52	50.43
其他流动资产（亿元）	6.90	12.39	12.40	14.38
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	71.65	119.86	170.90	179.54
	23.27%	26.91%	34.62%	33.76%
其中：长期应收款（亿元）	11.88	12.85	6.97	10.94
固定资产（亿元）	2.04	5.60	6.04	6.04
在建工程（亿元）	14.28	25.84	64.90	71.04
投资性房地产（亿元）	8.21	8.30	-	-
长期股权投资（亿元）	3.24	9.37	13.36	12.70
无形资产（亿元）	0.46	4.69	6.36	6.33
其他非流动资产（亿元）	28.89	50.38	69.39	68.57

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

该公司资产总额不断增长，2019-2021 年末，分别为 307.88 亿元、445.42 亿元和 493.64 亿元。从资产具体构成来看，公司资产主要以流动资产为主，2021 年末占比为 65.38%，较上年末下降 7.71 个百分点。

该公司的流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货（含合同资产）和其他流动资产。2021 年末公司货币资金余额为 54.50 亿元，其中受限货币资金为 6.78 亿元，占有货币资金比例为 12.43%，较上年末上升 3.22 个百分点。公司应收账款占总资产的比重较高，2021 年末

应收账款占资产总额的比重由上年末的 11.21% 进一步上升至 11.65%。2021 年末应收账款中前五名应收账款合计占比 22.93%。预付款项主要为预付分包商工程款及材料款等，2021 年末较上年末减少 31.77% 至 11.78 亿元，主要系上年预付非关联方朔州城发建设集团有限公司、忻州市城乡建设开发有限公司、忻州市国土资源交易事务中心及长治市潞州区城中村改造建设服务中心的工程款较多拉高基数所致。公司其他应收款主要为暂收暂付款、保证金及备用金等，2021 年末较上年末增加 2.24%。2021 年末，公司存货（含合同资产）账面价值较上年末增加 21.21% 至 135.90 亿元，占资产总额比重为 27.53%。存货(含合同资产)中开发成本、开发产品、原材料、库存商品及合同资产分别占存货(含合同资产)账面价值比例为 73.98%、8.16%、3.99%、2.54% 和 8.84%。当年末开发成本较上年末增加 20.16% 至 100.54 亿元，主要系赵北峰城中村改造项目、山西建投商务中心项目、康泰园项目、天誉铭都项目等增加较多所致。当年末开发产品较上年末增加 57.71% 至 11.09 亿元，主要系三亚迎宾项目、美舍嘉苑项目、和谐家园项目等增加较多所致。公司其他流动资产主要为待抵扣、待认证进项税和预缴税款，2021 年末其他流动资产较上年末基本持平。

该公司非流动资产主要由长期应收款、投资性房地产、在建工程和长期股权投资构成。长期应收款主要为融资租赁款²⁵、提供劳务分期收款和应收长期工程款，2021 年末长期应收款大幅减少 45.76%，主要系应收融资租赁款收回所致。投资性房地产全部为土地使用权，2021 年末余额为 0 主要系相关房地产用途由出租转为出售，故转入存货科目核算所致。2021 年末在建工程中投入金额较大的项目主要包括山西·潇河新城二期项目、山西·潇河新城一二期项目配套设施项目、山西·潇河新城一期项目和新源智慧运行总部等，当年末在建工程余额较上年末增加 151.12% 至 64.90 亿元。2021 年末长期股权投资账面价值较上年末增加 42.57% 至 13.36 亿元，主要系公司追加了对太原晋泽置业有限公司、山西路桥同朔公路管理有限公司的投资 0.52 亿元，同时新增对阳城县桑田嘉业建设有限公司、代县兴代嘉业城市建设有限公司、朔州市兴朔城市建设管理有限公司和平遥县嘉业城市建设管理有限公司等的投资所致。公司固定资产为房屋建筑、机器设备、运输设备及其他，当年末固定资产余额较上年末增加 7.90% 至 6.04 亿元，主要系当年新购置固定资产 1.41 亿元，同时在建工程转入 0.09 亿元所致。无形资产较上年末增加 35.54%，主要系当年由于企业合并使得土地使用权增加所致。此外，2021 年末其他非流动资产余额较上年末增加 37.73%，主要系当年对 PPP 项目的投入增加所致。

²⁵ 晋建租赁所从事融资租赁业务。

图表 40. 截至 2021 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	6.78	票据保证金、保函保证金、大额存单、履约保证金等
存货	14.95	借款抵押
无形资产	1.00	借款抵押
在建工程	3.42	借款抵押
长期股权投资	0.35	借款抵押
长期应收款	3.61	借款抵押
应收账款	0.07	借款抵押
合计	30.18	-

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 531.77 亿元，较上年末增加 38.13 亿元，增长主要来自预付款项、存货（含合同资产）、长期应收款、在建工程等科目，主要系公司经营规模扩张导致往来款和项目投资款增加所致。同期末公司货币资金余额为 51.22 亿元，较上年末下降 3.28 亿元，其中受限货币资金为 6.21 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 41. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	148.87	155.43	113.09	111.09
速动比率	90.99	93.66	61.34	55.65
现金比率	36.03	31.97	19.24	16.68

资料来源：根据园区建发所提供数据整理。

近年来，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般，2022 年 3 月末流动比率为 111.09%，同时受制于较大规模的存货（含合同资产），当年末速动比率仅为 55.65%。2021 年末，公司仍持有较大规模的存量货币资金，且其中受限余额相对较小，可为公司债务偿还形成一定支撑。

6. 表外事项

2021 年末该公司作为担保方向关联企业提供担保金额为 29.87 亿元，占期末净资产余额的 23.15%，作为被担保方接受关联企业提供的担保金额为 32.97 亿元。此外，公司还为非关联方提供担保，当年末公司对外担保余额为 1.61 亿元，占期末净资产余额的 1.24%。

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额为 26.05 亿元，占当期末净资产比重为 20.35%，或将面临一定代偿风险。公司对外担保明细见附录四。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司对部分子公司的资金进行归集管理，并最终归集至控股股东山西建投，四建集团等子公司资金则由山西建投直接归集管理。2021 年末，公司本部货币资金余额为 28.21 亿元，占合并口径货币资金比重 51.76%。公司下属二级子公司有对外融资权限，每笔融资计划均需要上报集团批准。集团总部融资主要用于对子公司的资金支持，因此融资额度相对较小。

2021 年末该公司合并口径刚性债务为 136.80 亿元，其中含本部刚性债务 41.30 亿元，占比 30.19%。2021 年末，公司集团本部应收账款及其他应收款余额分别为 4.77 亿元和 69.67 亿元。应收账款多为应收工程款，其他应收款主要为应收山西潇河新城酒店有限公司、山西晋龙置业有限公司、山西龙图置业有限公司、三亚龙城建发置业有限公司和海南晋发置业有限公司等的暂收暂付款。

该公司承接项目后分配子公司进行运营，本部承接工程及投资项目较少，本部的主要职能定位为投资管理；子公司亦可自主承接项目。2021 年集团本部实现营业收入 4.58 亿元，净利润 4.00 亿元，分别较上年变化 -8.45% 和 45.16%。

外部支持因素

截至 2022 年 3 月末，该公司共获得各金融机构授信额度合计人民币 164.86 亿元，已使用 123.02 亿元。

图表 42. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用	利率区间
全部（亿元） ²⁶	164.86	123.02	3.85-13.86
其中：国家政策性金融机构（亿元）	40.42	34.94	4.65-5.40
工农中建交五大商业银行（亿元）	20.12	12.53	3.85-5.20
其中：大型国有金融机构占比	60.54	47.47	3.85-5.40

资料来源：根据园区建发所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

19 山西建发 MTN001 与 19 晋建发均由该公司母公司山西建投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

山西建投前身为 1953 年成立的原山西省建筑工程局，1983 年经山西省政

²⁶ 其中包含山西省金融资产交易中心有限公司、保理公司、信托公司、融资租赁公司、证券公司等的融资支持。

府批准，由山西省建筑工程局改制设立，并更名为山西省建筑工程总公司；1988年领取《企业法人营业执照》，初始注册资本2.09亿元；1995年12月，组建成立山西建筑工程集团，并更名为山西建筑工程（集团）总公司。2001年8月山西建投注册资本变更为4.26亿元。2017年8月30日，根据《山西省人民政府关于同意成立山西省国有资本投资运营有限公司的批复》（晋政函【2017】80号）、山西省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“山西省国资委”）《关于将持有的省属22户企业国有股权注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发【2017】35号），山西建投100%股权划入山西省国有资本投资运营有限公司（后更名为山西省国有资本运营有限公司，简称“山西国运”）。由于企业改制需要，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于对山西建筑工程（集团）总公司<改制方案>的批复》（晋国资改革函【2017】616号），山西建投改制后名称变更为现名，注册资本变更为50亿元。2017年9月20日，山西建投工商登记变更手续已经办理完成。山西国运是山西省政府于2017年7月出资设立的省属国有企业，由山西省国资委和山西金融投资控股集团有限公司划转省属企业国有股权组成，注册资本500.00亿元，是山西省唯一的省属国有资本投资运营平台。2017年，根据《山西省财政厅文件晋财（2017）297号文件》批复，山西省人民政府对山西建投增加货币出资0.17亿元；同期，根据山西省国资委批复以及《山西省地方税务局山西省国家税务局关于印发<全省税务系统优化税收营商环境服务经济转型发展实施意见>的通知》（晋地税发【2017】118号），山西建投将历史原因形成的欠缴地方税费转增国有资本金13.52亿元。至此，山西建投实收资本增至17.94亿元。

山西建投是山西省首家拥有3个种类的特级经营资质的施工企业，在山西省内拥有一定的竞争优势。近年来山西建投不断拓展省外业务，新签合同中外业务金额逐年上升。2019-2021年山西建投新签合同及年末在手合同增长较快，对中短期内收入实现形成一定保障。随着新签合同的执行，山西建投业务规模扩张较快，2019-2021年营业收入分别为631.99亿元、812.19亿元和1,172.54亿元，呈现逐年增长趋势。同期综合毛利率分别为10.86%、11.73%和11.73%。未来随着PPP项目投资建设推进、房地产业务规模扩张以及“山西·潇河新城”项目投资建设启动，山西建投对资金需求较大。

2021年以来，山西建投刚性债务快速增长，增长以中长期刚性债务为主，但山西建投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，近年来山西建投资本实力始终较强。2019-2021年山西建投经营性现金流保持净流入状态。山西建投应收账款及存货近年来逐年增长，对资金占用仍较多，但山西建投营业周期持续缩短，经营效率有所提高。较强的资本实力、稳定的经营性现金净流入量，加之账面较充裕的货币资金，可为山西建投债务偿付提供支撑。

2021年末，山西建投资产总额为1,501.23亿元，所有者权益为454.55亿元，资产负债率为69.72%。当年山西建投经营性现金净流入25.71亿元。当

年山西建投实现营业收入 1,172.54 亿元，净利润 26.65 亿元。

2022 年 3 月末，山西建投资产总额为 1,568.45 亿元，所有者权益为 456.72 亿元，资产负债率为 70.88%。当期山西建投经营性现金净流出 39.96 亿元。当期山西建投实现营业收入 200.84 亿元，净利润 2.35 亿元。

跟踪评级结论

该公司产权关系清晰，控股股东为山西建投，实际控制人为山西省国资委，是山西建投体系内建筑施工及房地产开发业务重要平台。公司治理架构完整，关联拆借及关联担保余额较大，对其信用质量有一定影响。公司管理制度逐步完善，基本保障其日常运营的稳定。

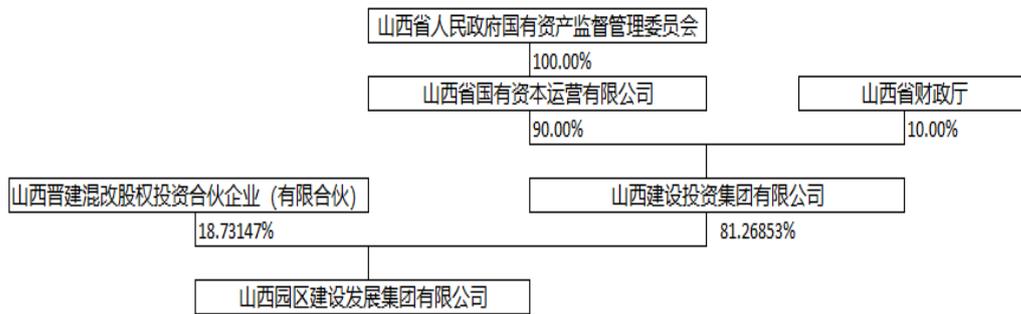
该公司以建筑施工为主业，并涉及房地产业务，近三年营业收入规模持续增长。公司具有较丰富的房建项目施工经验及技术优势，在手订单仍较为充裕，可为后续发展提供支持。未来随着 PPP 项目投资建设推进、房地产业务规模扩张以及“山西·潇河新城”项目投资建设的不断推进，公司资金需求较大。

近年来，该公司盈利主要来自主业经营。公司毛利率呈下降趋势，净利润及资产获利能力呈现波动，期间费用控制水平一般。

该公司负债经营程度较高，2021 年以来刚性债务总额变动幅度不大，在负债总额中占比不断下降，且刚性债务主要集中于中长期，公司即期债务偿还压力可控。此外，公司投资环节现金流出规模持续较大，主要通过对外筹资弥补资金缺口。公司货币资金存量对即期债务偿付形成缓冲，偿债能力较强。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，预计债务规模将继续扩张。

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：根据山西建投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

截至 2022 年 3 月末公司主要 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	是否并表	是否完工	业主	政府行政级别	合作方	入库情况	持股比例	合同总额	累计已投资	资本金	已到位资本金	项目贷款银行	授信金额	融资成本	合同签订日	建设期+运营期	回报机制	累计回款金额	预计项目收益率
高平市神农健康城项目	否	否	高平市神农健康城工程建设有限公司	县级	北京保信龙马医院管理有限公司、高平中兴投资经营有限公司	是	39%	4.75	3.33	0.43	0.43	建行高平支行	2.90	5.05%	2016.06	2+30	可行性缺口补助	-	5.35%
武乡新型城镇化建设项目	是	否	武乡县红星杨嘉业城市建设有限公司	县级	山西红星杨经济建设投资有限公司、山西熙和集团有限公司	是	89%	5.80	4.62	1.03	0.92	国家开发银行山西分行	4.50	4.55%	2016.01	3+15	可行性缺口补助	-	5.38%
漳源大道北延及工业园区路网建设工程项目	是	是	榆社县嘉业城市建设有限公司	县级	山西榆社县兴榆公用基础设施发展有限公司	是	80%	2.38	2.24	0.39	0.39	国家开发银行山西分行	1.85	4.90%	2017.05	2+13	政府付费	0.62	5.98%
定襄六院一馆项目	是	否	定襄县定盛嘉业城市建设有限公司	县级	山西兴定城乡建设股份有限公司	是	90%	3.34	3.20	0.60	0.60	国家开发银行山西分行	2.60	5.40%	2017.08	2+13	可行性缺口补助	-	5.71%
临猗县县城街道改造、断头路连通工程 PPP 项目	是	否	临猗县兴临嘉业城市建设有限公司	县级	临猗振瑞达城乡建设投资有限公司	是	90%	1.63	1.00	0.29	0.29	农发行临猗支行	0.90	4.90%	2017.09	1+14	政府付费	-	6.54%
怀仁县陶瓷职业技术学院项目	是	否	怀仁市兴怀嘉业城市建设有限公司	市级	怀仁县兴怀嘉业城市建设有限公司	是	80%	7.55	6.90	1.21	1.21	工行怀仁支行	6.00	5.15%	2017.11	3+22	政府付费	-	6.39%

项目名称	是否并表	是否完工	业主	政府行政级别	合作方	入库情况	持股比例	合同总额	累计已投资	资本金	已到位资本金	项目贷款银行	授信金额	融资成本	合同签订日	建设期+运营期	回报机制	累计回款金额	预计项目收益率
二连浩特市中小企业创业园建设项目	否	否	二连浩特市博创嘉业城市建设有限公司	准地级	二连浩特市驿信城乡发展建设投资与资产管理有限公司	是	90%	2.80	2.39	0.50	0.50	中国进出口银行内蒙古自治区分行	2.23	5.88%	2018.05	2+13	可行性缺口补助	0.12	6.90%
洪洞县第二中学校新校区建设项目	是	否	洪洞县杏睿嘉业城市建设管理有限公司	县级	洪洞县智博教育科技有限公司	是	90%	5.89	5.76	1.06	1.06	国家开发银行山西分行	4.70	4.95%	2018.06	1.5+15	可行性缺口补助	-	7.00%
夏县白沙河城区段生态蓄水与环境修复工程PPP项目	是	否	夏县利泽水利工程有限公司	县级	夏县大禹水务投资有限公司	是	85%	3.66	3.51	0.62	0.71	国家开发银行山西分行	2.80	5.15%	2018.06	2+16	可行性缺口补助	-	7.35%
河曲县人民医院新址及配套设施建设PPP项目	否	否	河曲县博创城市建设管理有限公司	县级	河曲县星健医疗集团服务有限公司	是	80%	4.12	3.48	0.58	0.58	国家开发银行山西分行	2.90	5.25%	2018.07	2+20	可行性缺口补助	-	7.00%
山西农谷园区及配套设施建设工程PPP项目	否	否	山西财惠农谷配套设施建设有限公司	县级市	山西农谷管理委员会、山西财惠资本管理有限公司、山西巨鑫伟业农业科技开发有限公司	是	4%	2.20	1.82	0.02	0.02	农发行太谷县支行	1.80	5.39%	2018.08	1+10	可行性缺口补助	-	9.77%
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	否	否	平遥县嘉业城市建设管理有限公司	县级	平遥县城乡基础设施投资有限公司	是	85%	7.66	4.71	0.99	0.95	中国农业发展银行平遥县支行	4.39	5.64%	2018.11	2+15	可行性缺口补助	-	7.20%

项目名称	是否并表	是否完工	业主	政府行政级别	合作方	入库情况	持股比例	合同总额	累计已投资	资本金	已到位资本金	项目贷款银行	授信金额	融资成本	合同签订日	建设期+运营期	回报机制	累计回款金额	预计项目收益率
沁樊公路杨河桥-里必桥工程PPP项目	是	否	沁水县嘉业建设有限公司	县级	沁水县国有资本投资运营有限公司	是	85%	4.20	4.01	0.71	0.71	国家开发银行山西省分行	3.30	4.90%	2018.01	2+18	可行性缺口补助	-	6.49%
朔州市七里河六座桥梁及接线工程PPP项目	否	否	朔州市兴朔城市建设管理有限公司	市级	朔州市城建建投集团公司	是	80%	11.45	1.50	1.83	1.53	中国农业发展银行朔州市朔城区支行	3.00	5.39%	2018.08	第一部分工程0+15年；第二部分工程2+13年；第三部分工程1+14年	政府付费	-	6.60%
潞城市热电联产热力网扩建工程PPP项目	是	是	潞城市兴潞城市建设有限公司	县级	潞城市惠群热力有限公司	是	80%	1.31	1.05	0.21	0.21	中国工商银行股份有限公司潞城支行	0.84	5.15%	2018.09	1+15	政府付费	-	8.20%
代县生态文化旅游园区基础设施建设PPP项目	否	否	代县兴代嘉业城市建设有限公司	县级	代县城乡建设有限公司	是	80%	4.34	2.18	0.69	0.37	国家开发银行山西省分行	3.42	4.90%	2018.12	2+15	政府付费	-	7.05%
阿尔山市全民健身活动中心项目	否	否	阿尔山市晋强城市建设有限公司	县级	阿尔山市万泉城市基础设施投资有限责任公司	是	70%	0.84	未建	0.11	-	-	-	-	2017.01	2+13	政府付费	-	6.22%
阿尔山市地下综合管廊、丰产沟市政道路及配套管网工程项目	否	否	阿尔山市兴嘉业城市建设有限公司	县级	阿尔山市万泉城市基础设施投资有限责任公司	是	80%	3.31	未建	0.51	-	-	-	-	2017.08	2+13	政府付费	-	6.54%

项目名称	是否并表	是否完工	业主	政府行政级别	合作方	入库情况	持股比例	合同总额	累计已投资	资本金	已到位资本金	项目贷款银行	授信金额	融资成本	合同签订日	建设期+运营期	回报机制	累计回款金额	预计项目收益率
赤峰市红山区经济开发区市政建设 PPP 项目	是	是	内蒙古晋辽建设发展有限公司	市级	山西机械化建设集团有限公司	是	100%	9.81	9.10	2.50	2.50	上海爱建信托有限责任公司	7.30	7.29%	2016.09	1+10	政府付费+运营绩效	2.72	6.39%
太谷县农谷园区道路及桥梁建设工程 PPP 项目	是	否	山西农谷建设发展有限公司	县级	山西农谷建设投资有限公司	是	80%	13.10	9.54	3.14	3.05	国家开发银行山西分行	7.27	4.70%	2017.12	2+20	政府付费+运营绩效	-	6.64%
柳林县铝循环工业园区基础设施建设 PPP 项目	是	否	柳林县三兴铝业建设管理有限公司	县级	吕梁柳林经济建设投资开发有限公司、山西建筑工程有限公司	是	80%	9.15	5.76	1.46	1.46	-	-	-	2018.05	1+20	可用性服务费、运维绩效服务费和使用者付费	-	6.98%
阳曲县三馆一院一校 PPP 项目	是	否	阳曲县建发置业有限公司	县级	阳曲县经济建设投资有限公司、山西四建集团有限公司	是	95%	2.33	2.16	0.66	0.66	山西农业发展银行	1.63	4.65%	2018.05	2+13	可用性付费和运营绩效付费	-	6.15%
娄烦县农村基础设施建设(PPP)项目	是	是	娄烦县建发基础设施投资有限公司	县级	娄烦县美丽乡村建设有限公司、山西六建集团有限公司	是	51%	4.75	4.75	0.48	0.48	山西农业发展银行	3.69	5.04%	2018.08	1+19	使用者付费收入和可行性缺口补助	-	6.06%

项目名称	是否并表	是否完工	业主	政府行政级别	合作方	入库情况	持股比例	合同总额	累计已投资	资本金	已到位资本金	项目贷款银行	授信金额	融资成本	合同签订日	建设期+运营期	回报机制	累计回款金额	预计项目收益率
柳林县 2018 年“四好农村路”建设 PPP 项目	是	否	柳林县四好公路建设管理有限公司	县级	吕梁柳林经济建设投资开发有限公司、山西六建集团有限公司	是	90%	2.69	2.01	0.73	0.73	农业发展银行吕梁分行	1.78	4.65%	2018.08	2+10	可行性缺口补助	-	6.87%
山西省国省道路面改造工程（大同境内、朔州境内）PPP 项目	否	否	山西路桥同朔公路管理有限公司	市级	山西路桥建设集团有限公司、山西晋路投资开发有限公司	是	19%	9.07	7.56	0.34	0.31	国家开发银行山西省分行	7.25	4.25%	2020.05	1+20	政府付费	-	5.47%
尧都区文化艺术中心 PPP 项目	否	否	临汾市尧兴嘉业城市建设管理有限公司	区级	临汾市尧都区汾东经济建设投资有限公司	是	68.12%	4.71	2.20	0.64	0.20	兴业银行临汾分行	3.76	5.35%	2020.01	3+12	政府付费	-	6.88%
阳高泉至张峰道路工程 PPP 项目	否	否	阳城县桑田嘉业建设有限公司	县级	阳城县祥辰商品公路开发有限公司	是	80%	11.55	6.22	1.85	1.02	国家开发银行山西省分行	9.23	4.75%	2020.12	2+20	政府付费	-	5.63%
合计	-	-	-	-	-	-	-	144.39	101.00	23.58	20.89	-	90.04	-	-	-	-	3.46	-

资料来源：园区建发

附录四：

截至 2022 年 3 月末公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保单位	与担保人的关系	实际担保余额	担保起始日	担保终止日
山西大力能源有限公司	非关联方	1.50	2019 年 1 月 18 日	2021 年 1 月 15 日
河曲县政通投资有限公司	非关联方	0.11	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	关联方	2.80	2019 年 3 月 15 日	2034 年 3 月 27 日
山西路桥同朔公路管理有限公司	关联方	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	关联方	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	关联方	3.76	2019 年 6 月 25 日	2036 年 6 月 24 日
河曲县博创城市建设管理有限公司	关联方	2.80	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	关联方	1.70	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	关联方	1.01	2020 年 10 月 16 日	2035 年 10 月 14 日
代县兴代嘉业城市建设有限公司	关联方	0.80	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	关联方	5.20	2021 年 4 月 1 日	2042 年 3 月 31 日
临汾市尧兴嘉业城市建设管理有限公司	关联方	2.00	2021 年 6 月 30 日	2036 年 6 月 29 日
合计	-	26.05	-	-

资料来源：园区建发

注：实际担保余额明细尾差系四舍五入所致

附录五：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)
山西省国有资本投资运营有限公司	山西国投	集团最高层级法人实体	--	山西省唯一国有资本投资运营平台	-	-	-	-	-
山西建设投资集团有限公司	山西建投	公司之控股股东	--	建筑施工	-	454.55	1,172.54	26.65	25.71
山西园区建设发展集团有限公司	园区建发	本级	--	建筑施工	136.80	129.02	215.11	7.20	3.36
山西四建集团有限公司	四建集团	核心子公司	75.25	土木工程建筑	-	22.63	129.75	3.67	5.82
山西机械化建设集团公司	机械化公司	核心子公司	100.00	机械化施工	-	3.58	31.21	0.71	0.16
山西晋建房地产开发有限公司	晋建房产	核心子公司	40.00	房产开发	-	0.95	5.03	0.15	3.37
山西铭基房地产开发有限公司	铭基地产	核心子公司	35.00	房地产开发	-	3.83	10.19	1.09	2.17
山西龙图置业有限公司	龙图置业	核心子公司	51.00	房地产开发	-	0.11	0.42	-	-1.26
内蒙古晋辽建设发展有限公司	晋辽建设	核心 PPP 项目公司	70.00	基础设施项目投资与建设	-	2.48	0.07	0.06	-0.42

注：根据园区建发 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录六：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	307.88	445.42	493.64	531.77
货币资金 [亿元]	56.16	64.98	54.50	51.22
刚性债务[亿元]	96.81	138.28	136.80	140.45
所有者权益 [亿元]	74.28	140.52	129.02	128.04
营业收入[亿元]	129.39	172.88	215.11	35.32
净利润 [亿元]	4.02	7.85	7.20	1.03
EBITDA[亿元]	9.97	14.60	13.37	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.30	3.19	3.36	-15.07
投资性现金净流入量[亿元]	-34.44	-53.28	-34.37	-5.34
资产负债率[%]	75.87	68.45	73.86	75.92
权益资本与刚性债务比率[%]	76.73	101.62	94.31	91.16
流动比率[%]	148.87	155.43	113.09	111.09
现金比率[%]	36.03	31.97	19.24	16.68
利息保障倍数[倍]	1.53	1.35	1.72	—
担保比率[%]	10.20	7.71	19.34	20.34
营业周期[天]	355.55	335.87	322.71	—
毛利率[%]	14.50	14.47	12.69	8.21
营业利润率[%]	3.98	5.77	3.96	2.98
总资产报酬率[%]	3.13	3.49	2.58	—
净资产收益率[%]	6.25	7.31	5.34	—
净资产收益率*[%]	4.62	6.74	4.29	—
营业收入现金率[%]	118.86	99.78	108.03	100.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.95	1.73	1.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.72	-18.61	-9.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.81	1.50	1.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.10	—

注：表中数据依据园区建发经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录七：

担保方数据及指标

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

注：表中数据依据山西建投经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*1(%)=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

附录八：

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。

附录九：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	4	
		市场竞争	6	
		盈利能力	3	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	5	
		会计政策与质量	2	
		现金流状况	6	
		负债结构与资产质量	1	
		流动性	1	
		个体风险状况		3
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		不调整	
主体信用等级			AA	

附录十：

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	2015年9月29日	AA/稳定	宋映瑶、韩琳洁	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AA/稳定	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
	本次评级	2022年6月28日	AA/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)	-
债项评级 (19山西建发 MTN001)	历史首次评级	2018年9月25日	AA ⁺	宋映瑶、汪秩	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 建筑施工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2020年6月24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	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月28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)	-
债项评级 (19晋建发)	历史首次评级	2019年7月1日	AA ⁺	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) 建筑施工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2020年6月24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	2021年6月28日	AAA	武嘉妮、黄蔚飞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月28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)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

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