

2012年太原市龙城发展投资有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100555】

评级对象: 2012年太原市龙城发展投资有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2018年6月27日
前次跟踪:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2017年6月30日
首次评级:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2012年3月20日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	21.48	123.22	50.53	46.57
刚性债务	287.57	466.93	409.15	422.98
所有者权益	277.98	277.60	279.03	279.11
经营性现金净流入量	-29.36	-32.61	31.25	-14.77
发行人合并数据及指标:				
总资产	711.21	904.06	897.69	920.69
总负债	400.20	589.08	565.91	588.67
刚性债务	307.74	487.02	424.21	443.17
所有者权益	311.01	314.98	331.78	332.02
营业收入	232.62	126.52	88.07	46.14
净利润	1.12	2.26	1.54	0.24
经营性现金净流入量	-19.66	-65.91	52.72	-37.44
EBITDA	19.83	18.39	20.06	—
资产负债率[%]	56.27	65.16	63.04	63.94
长短期债务比[%]	199.96	245.37	156.07	153.23
权益资本与刚性债务比率[%]	101.06	64.68	78.21	74.92
流动比率[%]	465.42	476.95	362.01	351.11
现金比率[%]	63.88	97.26	55.09	41.31
利息保障倍数[倍]	0.58	0.88	1.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.88	1.06	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.04	—

注:发行人数据根据龙城发展经审计的2015-2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李叶 liye@shxsj.com
钟士芹 zsq@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)对太原市龙城发展投资有限公司(简称龙城发展、发行人、该公司或公司)及其发行的12并龙城债的跟踪评级反映了2017年以来龙城发展在区域环境、业务地位及货币资金等方面保持优势,同时也反映了公司在区域经济稳定性、债务偿付、投融资及资产流动性等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域环境较好。**2017年以来,太原市经济持续增长,能够为龙城发展提供较好的外部环境。
- **业务地位较突出。**跟踪期内,龙城发展仍为太原市主要的城市建设主体之一,主要负责太原市保障房建设、城中村改造和棚户区改造等项目,业务地位较突出。
- **货币资金较充裕。**龙城发展债务期限结构较合理,跟踪期末货币资金存量保持较充裕,可对即期债务偿付提供一定支撑。

主要风险:

- **区域经济风险。**太原市工业以冶金、机械、化工和煤炭为主导,受经济周期影响较大。
- **债务偿付压力大。**跟踪期末,龙城发展刚性债务规模较大,负债经营程度处于较高水平,刚性债务偿付压力较大。
- **投融资压力大。**龙城发展在棚改项目建设及旅游景点开发等业务方面投资需求大,公司面临的投融资压力大。
- **资产流动性一般。**龙城发展被用于借款抵质押的资产规模大,资产受限程度高;且资金被占用规模较大,款项回收时点存在不确定性,总体资产流动性一般。



➤ 未来展望

通过对龙城发展及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 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很高，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2012年太原市龙城发展投资有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2012 年度太原市龙城发展投资有限公司公司债券（简称“12 并龙城债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据龙城发展提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对龙城发展的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】2967 号文件批准，该公司于 2012 年 9 月公开发行了 20 亿元人民币公司债券，期限为 7 年。债券采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息，票面年利率为 6.50%。本期债券每年付息一次，自第三年（即 2015 年）起至 2019 年，逐年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金，第三至第七年每年的应付利息随当年度应偿还本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

自本期债券发行以来，该公司共召开一次债券持有人会议，该会议通过了更改公司本期债券募集资金使用计划的议案，原用于汾东商务区大村保障性安居工程的 10 亿元募集资金改用于太原市晋东棚户区改造安置用房项目 1 号地块及 2 号地块（简称“晋东棚户区改造安置用房项目”）的建设。截至 2018 年 3 月末，晋东棚户区改造安置用房项目和汾东商务区路网建设工程合计完成投资 33.40 亿元，已全部使用募集资金。

图表 1. 截至 2018 年 3 月末本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	拟使用募集资金数	已使用募集资金数
1	晋东棚户区改造安置用房项目	23.40	23.40	10.00	10.00
2	汾东商务区路网建设工程	48.50	10.00	10.00	10.00
合计		71.90	33.40	20.00	20.00

资料来源：龙城发展

截至 2018 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额为 82.15 亿元，已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 2. 截至 2018 年 5 月末公司待偿债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	债券余额 (亿元)	本息兑付情况
16 龙城发展 PPN001	20.00	7	4.65	2016 年 8 月	20.00	正常付息，本金尚未到期兑付
16 龙城投资 MTN001	12.00	7	4.50	2016 年 4 月	12.00	正常付息，本金尚未到期兑付
14 并龙城 PPN002	10.00	6	7.90	2014 年 4 月	5.15	正常付息，本金部分到期兑付
14 并龙城 PPN001	10.00	6	7.95	2014 年 3 月	7.00	正常付息，本金部分到期兑付

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	债券余额 (亿元)	本息兑付情况
14 并龙城 MTN001	15.00	7	7.30	2014 年 3 月	15.00	正常付息, 本金尚未到期兑付
13 并龙城 MTN001	15.00	7	6.40	2013 年 8 月	15.00	正常付息, 本金尚未到期兑付
12 并龙城债	20.00	7	6.50	2012 年 9 月	8.00	正常付息, 本金部分到期兑付
合计	102.00	--	--	--	82.15	--

资料来源: Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落, 增长前景依然向好, 美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩, 主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势, 在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下, 经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展, 稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实, 我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落, 增长前景依然向好, 美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩, 主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中, 美国经济、就业表现依然强劲, 美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大, 税改计划落地, 特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦, 房地产和资本市场仍存在泡沫风险; 欧盟经济复苏势头向好, 通胀改善相对滞后, 以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视, 欧洲央行量化宽松规模减半, 将继美联储之后第二个退出量化宽松; 日本经济温和复苏, 通胀回升有所加快, 而增长基础仍不稳固, 超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中, 经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体; 印度经济仍保持中高速增长, 前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转; 俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好, 巴西经济已进入复苏, 两国央行均降息一次以刺激经济; 南非经济仍低速增长, 新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势, 在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下, 经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落, 就业形势总体较好; 居民收入增长与经济增长基本同步, 消费稳定增长, 消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变; 房地产投资带动的固定资产投资回升, 在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强, 而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变; 进出口增长强劲, 受美对华贸易政策影响或面临一定压力; 工业企业生产增长加快, 产业结构升级, 产能过剩行业经营效益提升明显, 高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续

增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》(简称“《规划》”)对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求,其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体,各级政府需确保必要投入,强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障;充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用;大力推广政府和社会资本合作(PPP),推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道,形成政府投资和社会资本的有效合力;推进价格机制改革,统筹运用税收、费价政策,按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则,清晰界定政府、企业和用户的权利义务,建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末,我国城镇化率为58.52%,与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间,在未来一段时间内,城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务,而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛,包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设,以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中,城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用,但债务规模也不断增大,风险有所积聚。为规范政府举债行为,监管部门出台了一系列政策。2014年9月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”),明确提出政府债务不得通过企业举借,剥离城投企业的融资职能。10月,财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351号),对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年,新预算法实施,地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年,国务院、财政部等部委陆续出台多项政策,从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展,进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来,行业监管力度进一步加大。4月,财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),加强融资平台公司融资管理,强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源,不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为,同时要求建立跨部门联合监测和防控机制,对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月,国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府

融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

2015年以来，太原市经济发展有所回暖并保持相对平稳的增长态势。在供给侧改革背景下，第三产业成为拉动经济增长的第一动力，新兴产业对经济的贡献度持续上升，但工业经济增长对单一行业和单一企业的依赖度较高，仍面临较大的转型优化压力。

太原市地处山西省北部，全市总面积6988平方千米，其中建成区面积198平方千米，现辖6区、2县、1市、2个国家级开发区（太原市经济技术开发区和太原市高新技术产业开发区）和2个省级开发区（太原工业园区和太原不锈钢生态工业园区）。2017年末，太原市常住人口为437.97万人，城镇化率为84.70%。

太原市处在煤海中部，煤储量居全省第七位，是山西省煤炭资源的主要组成部分，此外还拥有丰富的其他矿藏资源，主要有铁、锰、铜、铝、铅、锌等金属矿和硫磺、石膏等非金属矿。太原市是我国建国初期的重要工业基地之一，拥有全国最大的特种钢生产基地、主焦煤生产基地和煤炭综合利用加工基地。2017年，太原市传统产业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为39.3%，对全市规模以上工业增加值增长的贡献率为26.8%，拉动规模以上工业增加值增长2.4个百分点。

近年来，太原市加快产业转型升级，目前形成了以能源、冶金、机械、化工为支柱，纺织、轻工、医药、电子、食品、建材精密仪器等门类较齐全的工业体系，总体呈现出稳中有进的发展态势。2015-2017年，太原市分别实现地区生产总值2735.34亿元、2955.60亿元和3382.18亿元，同比分别增长8.9%、7.5%和7.5%，受经济下行压力影响，增速有所放缓。

从三次产业看，2017年太原市三次产业分别增长3.0%、7.0%和7.9%，分别拉动地区生产总值增长0.04、2.62和4.84个百分点，呈现出三次产业同向驱动经济增长的运行态势。2017年太原市第三产业实现增加值2069.94亿元，对经济增长的贡献率达64.5%，是拉动太原市经济增长的第一动力。根据《山西省“十三五”服务业发展规划》，生产性服务业方面，太原市将被打造成具有内生动力、能够辐射引领、示范带动全省的生活性

服务业核心区。旅游业方面，太原市旅游产业发展的总体思路是按照“一环一带三区¹”的总体布局，全方位提升“唐风晋韵·锦绣太原”城市品牌知名度，提出的目标为到2020年旅游产业增加值占全市GDP的比重7%以上，达到新兴支柱产业的要求。2017年，太原市共接待入境游客22.95万人次，同比增长4.5%；国内游客6757.77万人次，同比增长19.3%。实现旅游总收入821.88亿元，同比增长20.2%，增速较上年全年（16.3%）提升3.9个百分点。

2018年第一季度，太原市实现地区生产总值789.18亿元，较上年同期增长8.1%，增速位于全省各市第三；第三产业拉动全市地区生产总值增长4.95个百分点，高于第二产业3.14个百分点。

图表 3. 2015 年以来太原市主要经济指标及增速（单位：%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	2735.34	8.9	2955.60	7.5	3382.18	7.5	789.18	8.1
规模以上工业增加值（亿元）	600.48	5.7	571.81	7.0	631.23	9.0	162.60	10.7
固定资产投资（亿元）	2025.61	16.0	2027.71	0.1	964.86 ²	6.8	153.49	10.0
社会消费品零售总额（亿元）	1540.80	6.2	1666.24	8.1	1767.82	6.1	426.53	8.4
进出口总额 ³	106.77	0.1	133.14	24.8	915.25	4.1	242.80	13.2
城市居民人均可支配收入（万元）	2.77	7.6	2.96	9.1	3.15	6.2	-	-
农村居民人均可支配收入（万元）	1.36	8.0	1.46	10.2	1.56	6.9	-	-

资料来源：山西省统计局、太原市统计局公开信息

随着供给侧改革不断推进，太原市经济转型升级步伐加快，新兴产业发展势头良好。2017年全市完成规模以上工业增加值631.23亿元，同比增长9.0%；其中，非传统产业完成规模以上工业增加值383.34亿元，较上年增长9.5%，占全市规模以上工业增加值的比重为60.7%；非传统产业规模对全市规模以上工业增加值增长的贡献率为73.2%，拉动规模以上工业增加值增长6.6个百分点。在非传统产业中，装备制造业贡献显著，2017年太原市装备制造业规模以上工业增加值占规模以上工业增加值的比重为41.8%，对太原市规模以上工业增加值增长的贡献率达66.8%，拉动规模以上工业增加值增长6.0个百分点。但从工业结构看，太原市工业经济增长对单一企业、单一行业拉动的依赖较大，2017年通信及计算机设备制造业（以富士康集团为主体）实现规模以上工业增加值177.07亿元，占当年规模以上工业增加值的比重达28.05%，太原市经济转型优化任务仍艰巨。2018年以来，太原市传统产业增加值保持增长，装备制造业增长较快，第一季度全市规模以上工业增加值增速较上年同期提升0.4个百分点。

2015-2017年，太原市固定资产投资总额分别为2025.61亿元、2027.71亿元和964.86亿元，同比增速分别为16.0%、0.1%和6.8%。从具体投资构成看，2017年第二产业投资同比下降13.0%，其中工业投资同比下降13.2%，工业投资低迷；第三产业投资同比增长

¹ “一环”指城市边山旅游文化生态景观环，“一带”指汾河生态景观带，“三区”指阳曲黄土风情农耕文化区、清徐现代农业休闲观光区、娄烦自然风光生态保障区。

² 2017年国家统计局确定山西省为投资统计改革试点省份，固定资产投资额的统计方法由原来的以形象进度法为主改为以财务支出法为主，导致与以前年度的统计口径差异。

³ 2015-2016年进出口总额金额数据单位为亿美元，2017年和2018年1-3月进出口总额金额数据单位为亿元。

15.1%，增速较上年提高 10.8 个百分点。近年来，太原市投资增长支撑力较为单一。第三产业投资作为全市投资增长的主动力，占全市投资的比重由上年的 79.0% 提升至 85.1%，对全市投资增长的贡献率达 174.6%。而工业投资连续两年呈现负增长态势，占全市投资的比重由上年的 17.2% 降至 13.9%，下拉全市投资增速 2.3 个百分点。

房地产市场方面，2015-2017 年，太原市房地产开发投资额分别为 604.22 亿元、681.90 亿元和 478.14 亿元，受 2017 年山西省去库存举措影响，投资显著下滑。同期全市分别实现商品房销售额 337.16 亿元、468.41 亿元和 710.16 亿元，2017 年房地产销售整体呈现向好态势。受益于 2017 年太原市商品房销售增加，2018 年以来，房地产开发企业加大了投资力度，2018 年 1-3 月，全市房地产开发投资额为 81.68 亿元，同比增长 14.2%，占全市固定资产投资额的比重为 53.2%，拉动太原市固定资产投资增长 7.3 个百分点。

2015 年以来，太原市土地市场整体呈量价齐升态势。2017 年，全市土地出让面积为 399.71 万平方米，同比增长 9.74%，其中住宅用地成交面积同比增长 19.21% 至 313.38 万平方米；全市土地成交价格合计为 283.14 亿元，同比增长 22.05%，其中，住宅用地成交价格同比增长 12.17% 至 238.10 亿元；土地出让单价为 7083.53 元/平方米，同比增长 11.21%，其中，住宅用地出让单价同比下降 5.91% 至 7597.65 元/平方米。

图表 4. 2015 年以来太原市土地市场出让情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
土地出让面积（万平方米）	286.27	364.22	399.71	228.21
其中：工业用地	29.62	79.23	34.14	182.64
商服用地	21.44	16.78	41.16	4.93
住宅用地	190.56	262.88	313.38	33.41
土地成交价格（亿元）	149.45	231.98	283.14	47.75
其中：工业用地	2.05	5.40	2.40	9.64
商服用地	20.08	12.25	38.06	4.21
住宅用地	123.80	212.27	238.10	32.90
土地出让单价（元/平方米）	5220.47	6369.23	7083.53	2092.57
其中：工业用地	692.68	681.26	701.90	527.99
商服用地	9367.54	7297.50	9245.75	8545.64
住宅用地	6496.58	8074.63	7597.65	9847.05

资料来源：Wind

2. 业务运营

受职能调整影响，2017 年以来该公司未新增市政工程项目建设，营业收入和毛利仍呈下降态势。同时公司继续拓展商品房开发、网络服务、租赁等经营性业务，但因尚处于发展初期，对收入和盈利的贡献有限。后续公司仍有大规模的委托代建工程投资安排，且将加大经营性业务的开展力度，公司项目投资较集中，面临的投融资压力大。

该公司是太原市主要的城市建设投融资主体之一，是太原市土地一级开发、基础设施建设和保障性住房及城中村改造项目的重要载体。2016 年，由于太原市主要城投公司

职能调整，太原市市政类基础设施建设业务主要由太原市海信资产管理有限公司⁴（以下简称“海信资产”）承接，公司将主要负责太原市保障房建设、城中村改造和棚户区改造等项目，而市政基础设施项目以存量项目为主。

2017年，公司实现营业收入88.07亿元，同比下降30.39%，其中委托代建工程业务收入为83.15亿元，同比下降32.00%，该业务收入大幅下降主要系太原市城投公司职能调整后，公司市政基础设施项目收入减少所致。2017年以来，该公司仍积极拓展对外担保、充电桩服务、旅游景点开发运营、商品房开发、网络服务费、租赁等经营性业务，但上述业务尚处于发展初期，目前对公司收入和盈利的贡献有限。

图表 5. 2015 年以来公司营业收入毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	232.64	100.00	126.58	100.00	88.07	100.00	46.14	100.00
委托代建工程	211.81	91.05	122.27	96.59	83.15	94.42	46.00	99.70
土地开发	17.31	7.44	-	-	-	-	-	-
房屋出租	3.12	1.34	2.96	2.34	2.91	3.31	-	-
充电桩服务	-	-	0.59	0.46	0.26	0.29	0.07	0.15
商品房开发	-	-	-	-	0.89	1.01	-	-
其他	0.40	0.17	0.77	0.61	0.86	0.97	0.07	0.15
营业毛利	18.84	100.00	17.49	100.00	16.02	100.00	3.22	100.00
委托代建工程	16.23	86.14	14.71	84.10	13.49	84.23	3.21	99.69
土地开发	0.01	0.07	-	-	-	-	-	-
房屋出租	2.56	13.60	2.36	13.51	2.35	14.66	-	-
充电桩服务	-	-	0.21	1.22	-0.02	-0.14	0.07	2.17
商品房开发	-	-	-	-	-0.10	-0.63	-	-
其他	0.04	0.19	0.20	1.17	0.30	1.89	-0.06	-1.86

资料来源：龙城发展

（1）委托代建工程

A. 市政基础设施建设

2013年起，该公司承接的工程均采用委托代建模式进行建设，而以前年度承揽的项目仍按照BT模式开展。委托代建模式下，太原市财政局预付30%的前期工程款，剩余70%的项目资金由公司自筹；工程项目按月核算完工进度，根据审核部门出具的工程进度审核结论进行分部分项结算，在已确认成本的基础上按3%的委托代建费确认应收的政府工程款，同时冲抵预付款⁵。其中，基础设施建设成本由工程建设费用和资本化利息支出构成，收入由工程建设费用和融资费用⁶合计加成3%及相关税费构成，由于融资费用的计量方法不同于实际利息支出，且受当年融资费用变动影响，故委托代建工程业务毛利率大于代建费率且存在波动。待工程全部竣工后，由审核部门出具最终的工程审核结

⁴ 海信资产股东分别为太原市财政资产管理中心、太原市财鑫风险投资公司和太原市常青大厦有限责任公司，持股比例分别为99.91%、0.08%和0.01%。

⁵ 该公司通过“预付账款”核算未结算的市政基础设施建设项目。

⁶ 工程项目建设的第一年，融资费用=工程建设费用*9%；工程项目建设的第二年，融资费用=工程建设费用*（实际利率*2-9%）；工程项目的第三年及以后年度，融资费用=工程建设费用*实际利率

果并进行财务决算，对已结转的项目价款进行调整，同时由太原市财政局在 5 年内等比例将未支付的工程款支付完毕。

2016 年起，太原市市政基础设施建设业务主要由海信资产负责，该公司市政基础设施建设业务则以存量项目为主，其中，2016 年 5 月 1 日以后签订的工程代建项目代建费率统一由 3% 提高至 8%，而原承建的工程项目代建费率仍为 3%。

截至 2018 年 3 月末，该公司市政基础设施项目已全部完工，主要为路网项目，项目数量共计 244 个。已完工市政基础设施项目累计投资额为 749.91 亿元，已确认收入 694.83 亿元，对应成本为 674.59 亿元；剩余项目公司预计可确认收入 77.58 亿元，账面成本为 75.32⁷亿元。同期末市政基础设施项目累计已回款 316.17 亿元，剩余款项公司预计 10 年内可收回。

B. 棚户区改造

该公司承担太原市保障房建设和棚户区改造等项目建设任务。原承接的棚改项目仍采用委托代建模式，代建费率为 3%，但 2017 年及以后新增的棚户区改造项目则采用政府购买服务模式，且业务费率拟由 3% 提高至 8%。在账务处理方面，公司棚改项目投入通过存货科目核算，每月由基建审核处出具工程计量报告，公司根据计量报告确认的工程款确认成本和收入，并支付工程款⁸，其中收入为计量成本加成代建费率计算所得，确认为委托代建工程收入。

截至 2018 年 3 月末，该公司已完成的棚改项目包括晋东棚户区改造安置用房项目、职工新村、山佑巷棚户区改造、建材厂棚户区改造等 7 个项目，已完工项目累计投入约 90 亿元⁹，其中已完成竣工决算的项目主要为晋东棚户区改造安置用房项目、职工新村和民政园的部分项目。根据已出具的计量报告，公司预计应由太原市财政局承担的回购款为 135 亿元，累计已收到回购款 84.5 亿元。

目前，该公司正在从事凯旋街、民政园、府东街东延、小北关等 33 个棚户区改造项目，计划投资总额为 583 亿元，截至 2018 年 3 月末，累计已投入约 162.8 亿元。根据公司预计 2019 年以前将完工的重点在建棚改项目投资安排，预计 2018 年 4-12 月及 2019 年公司投入 90 亿元，面临的投融资压力大。

图表 6. 截至 2018 年 3 月末公司重点在建的棚改项目情况（单位：亿元）

项目	计划投资总额	累计投入额	预计完工时间
凯旋街	75.39	15.56	2019 年
小北关	11.40	2.78	2020 年
迎宾路	84.49	19.76	2020 年
合计	171.28	38.10	-

资料来源：龙城发展

此外，根据晋政办发[2016]78 号文，山西省将采用“省级统贷、市县购买”的政府购买棚户区改造服务模式。2016 年 12 月 7 日，该公司与山西省城镇建设投资有限公司（以下简称“山西省城镇建投”）、太原市财政局签订了迎宾路地块、凯旋街地块、小

⁷ 未确认收入的已完工项目通过“预付款项”科目核算。

⁸ 该公司预留一定比例款项作为质保金，通过“应付账款”科目核算，质保金期限一般在 1-2 年。

⁹ 系实际支付的工程款，不含质保金部分。

北关棚改项目的《政府购买协议》，由山西省城镇建投拨付棚改所需资金至太原市财政局，并由太原市财政局将资金拨付至公司。迎宾路地块、凯旋街地块、小北关棚改项目计划投资总额分别为 84.49 亿元、75.39 亿元和 11.40 亿元，资金主要来源于申请市本级财政筹措和山西省城镇建投拨付的资金，其中山西省城镇建投拨付的资金来源于国开行借款。目前，上述三个项目的国开行贷款资金分别已到位 24.00 亿元、11.00 亿元和 3.00 亿元，借款期限为 2017 年 3 月 30 日至 2042 年 3 月 29 日，借款利率为 5 年期以上人民币贷款基准利率。

（2）土地开发

2011 年 6 月 22 日，太原市人民政府发布了《关于授权太原市龙城发展投资有限公司进行土地经营的通知》，授权该公司土地收储和一二级开发权，开发地块均由公司招拍挂购入后进行开发。但因太原市城市规划变更，2016 年起汾东商务区土地开发工作停止。2017 年，公司并未发生土地开发支出，前期主要负责汾东商务区的道路等基础设施建设，该部分支出已在基础设施建设业务中核算。

该公司每年可收到太原市财政局拨付的土地出让金返还款（系扣除相关规费后的部分），按性质可分为两类，一类为公司为进行保障房建设、棚改项目及城中村改造项目而购进的地块再次招拍挂后取得的土地出让款¹⁰，该部分款项收到后直接冲减棚改项目的开发成本；另一类为公司通过市场招拍挂取得的地块或原政府划拨地再次招拍挂后取得的土地出让款，该部分款项确认为土地开发收入。2017 年公司收到土地出让返还款 14.68 亿元，全部冲减棚改项目开发成本，由于当年公司自有土地（非保障房地块）未实现出让，故当年公司未确认土地开发收入。

（3）房屋出租

该公司按实际收到的租金确认房屋出租业务收入。目前，公司出租的房屋为太原市长风商务区 1 号场馆（建筑面积 47696 平方米）和太原市长风商务区 2 号场馆（建筑面积 64400 平方米）。其中，太原市长风商务区 1 号场馆整体租赁给太原市文化广电新闻出版局，租赁期限为 15 年，年租金为 1.38 亿元，租金按月收取；将太原市长风商务区 2 号场馆整体租赁给太原市文物局，租赁期限为 15 年，年租金为 1.68 亿元，租金按月收取。2017 年公司实现房屋出租收入 2.91 亿元。

（4）充电桩服务和停车费

该公司充电桩服务业务系 2016 年新增业务，由子公司万沃新能源经营。截至 2018 年 3 月末，万沃新能源共建设充电桩 2783 个，累计投入 1.01 亿元；其中，直流电充电桩 53 个、交流电充电桩 2730 个。充电桩收费价格按不同时段在一般大工业电价的基础上加计 0.45 元/度的服务费收取，2016-2017 年及 2018 年 1-3 月，公司分别实现充电桩服务收入 0.59 亿元、0.26 亿元和 0.07 亿元。2017 年公司充电桩服务大幅下降主要系当年太原市新建充电桩较多，市场竞争激烈而导致收入下滑。

¹⁰ 其中，保障房建设和棚改项目对应的土地出让金返还比率为 65%，城中村项目对应的土地出让金返还比率为 85%。

图表 7. 公司充电桩收费价格（单位：元/度）

时间段	一般大工业电价	服务费	充电总价
8:00—11:00, 18:00—23:00	0.7640	0.45	1.2140
23:00—7:00	0.3109		0.7609
11:00—18:00, 7:00—8:00	0.5292		0.9792

资料来源：龙城发展

该公司停车场主要由子公司太原市龙城智迅停车资源管理有限公司自建，少部分为政府划拨所得，以市场化经营为主。2016 年及 2017 年，公司分别取得停车费收入 492.46 万元和 1322.22 万元；其中，2017 年停车费收入同比大幅增加，系 2017 年停车场数量新增 11 个，且多数位于市中心，停车费收入增长较快。

（5）商品房开发

该公司商品房开发业务主要由子公司太原红星伟业房地产开发经营有限公司（以下简称“红星伟业”）、太原市龙城南部置业有限公司（以下简称“南部置业”）运营。截至 2018 年 3 月末，公司已完工的房地产项目为王家峰 H-24，该项目总投资 10.00 亿元，销售均价约为 6000 元/平方米，已全部实现合同销售，已收到房款 4.07 亿元，已交付房产累计确认销售收入 0.89 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建商品房项目为王家峰 H-25 和天铂项目。其中，王家峰 H-25 计划总投资为 10.00 亿元，截至 2017 年末累计已投资 6.00 亿元；天铂项目计划总投资为 22.90 亿元，截至 2017 年末累计已投资 7.00 亿元。公司在建商品房项目预计于 2018-2020 年分别投入 6.90 亿元、3.00 亿元和 10.00 亿元，且后期销售受当地房地产市场景气度影响，后续面临一定投融资压力及市场风险。

图表 8. 截至 2017 年末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	总建筑面积	计划投资额	累计投资额	建设工期 (年-年)	投资计划		
					2018 年	2019 年	2020 年
王家峰 H-25	20.00	10.00	6.00	2015-2018	4.00	—	—
天铂项目	50.00	22.90	7.00	2017-2020	2.90	3.00	10.00
合计	70.00	32.90	13.00	—	6.90	3.00	10.00

资料来源：龙城发展

（6）旅游景点开发

根据山西省“十三五”规划，山西省将文化旅游产业发展列为非煤产业之首。2016 年，该公司子公司太原市明城旅游开发公司（以下简称“明城旅游”）与文创投资股份有限公司合作成立了太原明城文创旅游发展有限公司（以下简称“明城文创”），由明城文创从事太原市旅游开发工作。2016 年，太原市政府将青龙古镇等旅游资源无偿划拨给明城文创¹¹，由其负责后续的开发和经营管理工作。目前公司旅游资源尚处于开发阶段。

目前，该公司正在开发的旅游项目为华夏文明文化产业园项目，总规划用地面积为

¹¹ 由于青龙古镇等旅游资源的价值尚在评估中，故 2016 年财务报表中未包含该资产，但其当年产生的门票收入及发生的费用等已在利润表中反映。2017 年财务报表将青龙古镇开发建设项目计入存货，期末余额为 2.91 亿元。

3862 亩，可分为华夏历史文明传承园、青龙古镇区域建设及配套区域，建设内容包括国际度假景区、游乐体验区、公寓商业区及配套路网工程，主要为景点周边提供休闲娱乐及生活的场所。根据华夏文明产业园立项报告，该项目建设期预计为 4 年，运营期预计为 20 年。项目建成后，游乐体验区、国际度假景区由公司自营，商业、影视基地等全部出租，公寓则全部对外销售，其中，公司预计公寓销售可实现收入 30.42 亿元，资产出租可实现收入 4.60 亿元/年，游客收入可实现 13.50 亿元/年，项目税后投资回收期约为 13.94 年（含建设期）。由于征拆迁等因素影响，实际建设周期预计超过 4 年，项目总投资 126.25 亿元，目前根据年度资金安排计划，2018-2023 年，公司拟在景点开发方面分别投入 30 亿元、30 亿元、30 亿元、10 亿元、5 亿元和 5 亿元，共计 110 亿元，截至 2018 年 3 月末已累计投入 23 亿元，其中财政局扶持资金为 6 亿元，其余为外部筹资。整体看，该项目为太原市重点项目，项目投资规模大，投资回收期较长，存在一定建设及运营风险。

(7) 担保业务

该公司担保业务由子公司太原市展通融资担保有限公司（以下简称“展通融资担保”）经营，担保对象主要为与公司存在业务关系的施工方，以公司应付给施工方的工程款为质押，担保期限以一年为主，目前尚未出现违约情况。

2017 年，展通融资担保为 13 家公司提供担保业务，担保金额总计为 3.50 亿元。公司设置了相应反担保措施，其中，质押的应付工程款为 1.13 亿元、质押的房产为 1.35 亿元、抵押的土地使用权价值 0.17 亿元、抵押的在建工程为 0.10 亿元、抵押的林地使用权价值为 4.16 亿元。此外，部分担保业务开展需由第三方企业为被担保客户提供信用担保，且公司所有担保业务均需将被担保企业股东全部股权进行质押。2017 年，展通融资担保确认收入 735.00 万元。截至 2017 年末，在保余额为 3.00 亿元，未发生逾期或代偿情况。

管理

跟踪期内，该公司股东和实际控制人仍为太原市财政局，且公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司股东和实际控制人仍为太原市财政局，注册资本仍为 62.00 亿元。同时，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

根据该公司所提供的 2018 年 5 月 14 日的中国人民银行《企业信用报告》，公司无借贷违约、迟付利息情况发生。

截至 2018 年 5 月末，经查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，未发现该公司存在异常情况。

财务

跟踪期内，得益于财政集中回款，该公司外部借款规模有所下降，但规模仍较大，

负债经营程度略有下降但仍处于较高水平，债务偿付压力大；公司主业获现能力弱，非筹资性现金流波动大，无法对债务提供有效保障；公司资产受限程度较高，且资金被占用规模较大，资产质量一般。但公司债务期限结构较为合理，受益于较充裕的货币资金存量，即期债务偿付压力相对较小。公司盈利主要来源于营业毛利，近两年公司因债权投资取得的投资收益可对盈利形成有力补充，但以财务费用为主的期间费用水平较高，整体盈利能力较弱。

1. 公司财务质量

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 897.69 亿元，所有者权益为 331.78 亿元（归属于母公司所有者权益为 279.37 亿元）；全年实现营业收入 88.07 亿元、净利润 1.54 亿元（归属于母公司所有者的净利润 1.54 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 52.72 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 920.69 亿元，所有者权益为 332.02 亿元（归属于母公司所有者权益为 279.64 亿元）；2017 年 1-3 月实现营业收入 46.14 亿元、净利润 0.24 亿元（归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为-37.44 亿元。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 16 家，较上年末增加 1 家，新增子公司为公司投资设立的红星伟业，主要从事商品房开发业务。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2017 年以来，该公司外部借款规模略有下降，当年末负债总额为 565.91 亿元，较上年末下降 3.93%；资产负债率为 63.04%，较上年末降低 2.12 个百分点，负债经营程度仍较高。从债务期限结构看，2017 年末，公司长短期债务比为 156.07%，债务期限结构较合理。

从具体构成看，该公司负债主要由应付账款、预收账款和刚性债务构成。2017 年末，公司应付账款余额为 55.47 亿元，较上年末下降 10.91%，其中，账龄在一年以上的未付款项占比达 73.29%，应付账款主要为应付工程款项，工程款结算方主要为太原市城市建设管理中心、太原市市政公用设施建设中心、太原市市政开发处等政府部门及山西二建集团有限公司等国有建筑公司；预收账款余额为 79.80 亿元，较上年末增长 137.72%，主要为太原市财政局预拨的工程款。

2017 年末，该公司以银行借款和应付债券为主的刚性债务余额为 424.21 亿元，较上年末下降 12.90%，刚性债务规模有所减小；股东权益与刚性债务比率为 78.21%，较上年末上升 13.53 个百分点。当年末，公司短期刚性债务余额为 83.53 亿元，较上年末

增长 16.19%，主要系一年内到期的长期借款规模大幅增加所致；短期刚性债务现金覆盖率为 145.74%，货币资金对短期债务的覆盖程度较高。

2018 年 3 月末，该公司负债总额为 588.67 亿元，较上年末增长 4.02%，除其他应付款由于子公司暂借其他公司款项增加 5.14 亿元、短期借款较上年末增加 5.00 亿元外，负债构成较上年末未发生重大变化。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 3.00 亿元，担保比率为 0.90%，均为子公司展通融资担保提供的担保业务。由于展通融资担保开展的担保业务均设置了一定的反担保措施，目前担保代偿风险可控。

(2) 现金流分析

2017 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 150.42 亿元，较上年大幅增长 100.16%，主要系太原市市财政局集中偿付较多公司对其的应收款项；营业收入现金率为 170.80%，较上年大幅提升 111.40 个百分点。2017 年公司在委托代建项目上的支出规模仍较大，当年购买商品、接受劳务支付的现金为 93.60 亿元。受上述因素影响，2017 年公司经营性现金流净流入为 52.72 亿元。2018 年以来，公司在保障房建设等业务上投入较大，但业务回款仍较缓，经营性现金流仍呈大额净流出态势，2018 年 1-3 月净流出额为 37.44 亿元。

该公司投资性现金流主要反映固定资产、土地资产等购置支出、理财产品投资收支及投资收益等。2017 年公司取得投资收益 1.71 亿元，同时增加对太原市民营区建投建筑工程有限公司（以下简称“民营区建筑公司”）的股权投资，故当年投资性现金流仍呈净流出状态，净流出额为 9.87 亿元。2018 年 1-3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.85 亿元。

该公司经营活动和投资活动现金流产生的资金缺口主要通过外部融资弥补。近年来公司每年偿还到期债务的规模较大，2017 年偿还债务支付的现金达 139.54 亿元，较上年增长 0.65%，由于当年新增借款较少而偿还到期债务规模较大，筹资性现金仍呈净流出状态，筹资活动产生的现金流量净额为-76.88 亿元。2018 年 1-3 月，公司通过金融机构借款取得资金 39.84 亿元，偿还债务支付的现金为 19.90 亿元，当期筹资活动产生的现金流量净额为 12.59 亿元。

2017 年该公司 EBITDA 为 20.06 亿元，同比上升 9.06%，主要系当年费用化的利息支出增加所致。由于刚性债务规模大，公司主业盈利能力一般，EBITDA 对刚性债务和利息支出保障能力弱。同时，由于公司经营性现金流波动较大，无法对债务偿付提供有效保障。

(3) 资产质量分析

2017 年末，该公司所有者权益为 331.78 亿元，较上年末增长 5.33%。当年公司资产总额为 897.69 亿元，基本较上年末一致。其中，流动资产占比保持在 88%以上，公司资产仍以流动资产为主。2017 年末，公司流动资产余额为 800.03 亿元，较上年末降低 1.66%，主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成，其中，货币资金余额为 121.74 亿元，较上年末下降 26.62%，主要系 2017 年货币资金使用及归还

到期借款规模较大，且当期新增借款相对较少所致，货币资金不存在受限情形，当年末现金比率为 55.09%，较上年末下降 42.17 个百分点；应收账款余额为 386.50 亿元，较上年末增长 0.59%，其中，应收太原市财政局的工程款余额为 385.49 亿元，占应收账款的比重为 99.95%；预付账款余额为 55.93 亿元，较上年末下降 21.96%，系部分工程完成审核从而结转成本所致，公司委托代建的市政基础设施建设投入情况在预付账款核算，由于项目在完工后有 1-2 年质保期，且受工程审核进度影响，公司预付账款规模较大且账龄较长；其他应收款余额为 53.58 亿元，较上年末增长 19.16%，主要为公司代小店区住建局、杏花岭区住建局、太原市城市基础设施建设前期办公室、尖草坪区住建局等政府部门垫付工程款或拆迁款；存货余额为 180.87 亿元，较上年末增长 23.24%，主要系工程项目持续投入所致，存货主要由开发成本、开发产品和土地资产构成，其中，开发成本核算棚改项目的投入成本，开发产品核算公司自营的棚改项目商业配套和停车场，土地资产系核算政府无偿划拨的土地资产及公司外购的土地资产。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 97.66 亿元，较上年末小幅增长 7.86%，主要由持有至到期投资、投资性房地产和固定资产构成。其中，持有至到期投资为 18.00 亿元，比上年末增加 3.00 亿元，系公司收回民生加银资管债权类资产 5.00 亿并对民营区建筑公司进行 8.00 亿元投资所致；投资性房地产余额为 36.00 亿元，较上年末下降 0.85%，主要为可供租赁房产；固定资产余额为 38.41 亿元，较上年末下降 0.03%，主要为房屋建筑物。2018 年 3 月末，公司非流动资产余额为 104.51 亿元，较上年末增长 7.01%，主要系南部置业增加对红星伟业的持有至到期投资所致。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末及 2018 年第一季度末，该公司流动比率均保持在 350% 以上，速动比率均保持在 250% 以上，两项指标均处于较好水平。但公司资产负债中存货及应收款项占比较高，其变现能力及回收时点存在不确定性，由此看公司整体资产流动性一般。公司账面现金资产较充裕，同期末现金比率分别为 55.09% 和 41.31%，可为即期债务偿付提供较强支撑。

图表 9. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	465.42	476.95	362.01	351.11
速动比率 (%)	308.61	348.89	254.86	255.07
现金比率 (%)	63.88	97.26	55.09	41.31

资料来源：龙城发展

从资产受限情况看，截至 2018 年 3 月末，该公司受限资产的账面价值为 311.18 亿元，占资产总额的比重为 34.66%，资产受限程度较高。其中，用于金融机构借款质押的应收账款为 290.70 亿元、用于抵押的房屋及建筑物为 14.48 亿元、用于抵押的土地为 6.00 亿元。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
应收账款	290.70	68.25	借款质押
固定资产	14.48	22.85	借款抵押

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
存货	6.00	3.11	借款抵押

资料来源：龙城发展

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司收入和毛利仍主要来源于委托代建工程业务，综合营业毛利率较上年提高 4.39 个百分点至 18.19%；其中，公司委托代建工程业务毛利率较上年末提升 4.20 个百分点至 16.22%；受益于经营性业务全面开展，当年公司物业服务、担保、停车场收费等经营性业务毛利率均较上年有所提高；但充电桩业务毛利率较上年下降 44.96 个百分点至-8.51%，主要系当年太原市新建充电桩较多，市场竞争激烈而导致收入下滑。当年新增的商品房开发业务毛利率为-11.42%，毛利率为负主要系当年确认收入的已交付房产用于定向安置销售导致亏损。受收入下降影响，2017 年公司营业毛利较上年下降 8.32%至 16.02 亿元。期间费用方面，公司期间费用仍主要为财务费用，2017 年公司费用化的利息支出有所减少，财务费用同比下降 1.31%至 14.57 亿元，期间费用同比下降 0.18%至 15.02 亿元，但受收入下降影响，公司期间费用率上升 5.17 个百分点至 17.05%，处于较高水平。2017 年公司债权类投资取得投资收益 1.71 亿元，同比增长 43.84%；当年公司实现净利润 1.54 亿元，同比下降 31.48%。

2018 年 1-3 月，该公司实现业务毛利 3.22 亿元，同比下降 20.30%；综合业务毛利率为 6.98%。当期公司实现投资净收益 0.28 亿元，实现净利润 0.24 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

2017 年以来，该公司继续拓展商品房开发、网络服务、租赁等经营性业务，但因尚处于发展初期，对收入和盈利的贡献有限。后续公司仍有大规模的委托代建工程投资安排，且将加大经营性业务的开展力度。

跟踪期内，得益于财政集中回款，该公司外部借款规模有所下降，负债经营程度略有下降。公司债务期限结构较为合理，受益于较充裕的货币资金存量，即期债务偿付压力相对较小。公司盈利主要来源于营业毛利，近两年公司因债权投资取得的投资收益可对盈利形成有力补充。

2. 外部支持因素

该公司作为太原市主要的投资建设主体之一，承担了太原市保障房、城中村改造和棚户区改造等项目建设任务，在业务开展上可得到太原市政府的有力支持。2015-2017 年，公司分别收到财政拨款¹²113.16 亿元、67.86 亿元和 164.85 亿元。在资产划拨方面，截至 2018 年 3 月末，公司资本公积余额为 187.02 亿元，主要为地方政府无偿划拨的房产、土地资产和旅游资源等。此外，在地方政府的支持下，公司代建费率由 3%提高至

¹² 统计口径包括工程回款、项目专项补助、往来款等。

8%，盈利能力有所提高。

截至 2018 年 3 月末，该公司累计获得各银行授信额度 632.00 亿元，尚未使用的授信额度为 285.25 亿元，较大规模的银行授信额度能为公司债务的到期偿付提供一定缓冲。

跟踪评级结论

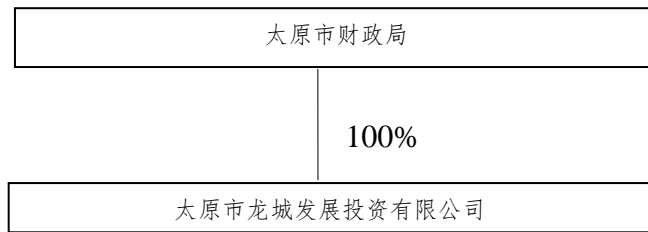
2017 年以来，太原市经济持续增长，可为该公司的发展提供较好的外部环境。公司股东和实际控制人仍为太原市财政局，且公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

受职能调整影响，2017 年以来该公司未新增市政工程项目建设，营业收入和毛利仍呈下降态势。同时公司继续拓展商品房开发、网络服务、租赁等经营性业务，但因尚处于发展初期，对收入和盈利的贡献有限。后续公司仍有大规模的委托代建工程投资安排，且将加大经营性业务的开展力度，公司项目投资较集中，面临的投融资压力大。

跟踪期内，得益于财政集中回款，该公司外部借款规模有所下降，但规模仍较大，负债经营程度略有下降但仍处于较高水平，债务偿付压力大；公司主业获现能力弱，非筹资性现金流波动大，无法对债务提供有效保障；公司资产受限程度较高，且资金被占用规模较大，资产质量一般。但公司债务期限结构较为合理，受益于较充裕的货币资金存量，即期债务偿付压力相对较小。

附录一：

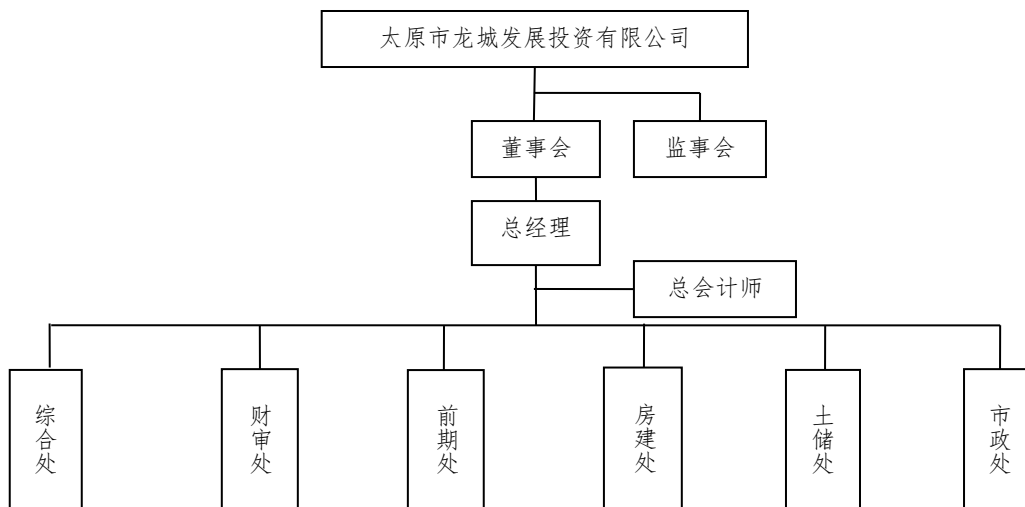
公司与实际控制人关系图



注：根据龙城发展提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据龙城发展提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	711.21	904.06	897.69	920.69
货币资金 [亿元]	85.23	165.90	121.74	96.03
刚性债务[亿元]	307.74	487.02	424.21	443.17
所有者权益 [亿元]	311.01	314.98	331.78	332.02
营业收入[亿元]	232.62	126.52	88.07	46.14
净利润 [亿元]	1.12	2.26	1.54	0.24
EBITDA[亿元]	19.83	18.39	20.06	—
经营性现金净流入量[亿元]	-19.66	-65.91	52.72	-37.44
投资性现金净流入量[亿元]	-14.59	-10.35	-9.87	-0.85
资产负债率[%]	56.27	65.16	63.04	63.94
长短期债务比[%]	199.96	245.37	156.07	153.23
权益资本与刚性债务比率[%]	101.06	64.68	78.21	74.92
流动比率[%]	465.42	476.95	362.01	351.11
速动比率 [%]	308.61	348.89	254.86	255.07
现金比率[%]	63.88	97.26	55.09	41.31
利息保障倍数[倍]	0.58	0.88	1.01	—
有形净值债务率[%]	128.68	187.03	172.61	179.38
担保比率[%]	0.96	0.46	0.90	—
毛利率[%]	8.09	13.77	18.19	6.98
营业利润率[%]	0.73	2.32	2.72	0.64
总资产报酬率[%]	2.83	2.28	2.13	—
净资产收益率[%]	0.38	0.72	0.47	—
净资产收益率*[%]	0.11	0.81	0.56	—
营业收入现金率[%]	49.17	59.40	170.80	17.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.68	-43.37	26.93	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.83	-13.33	9.13	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.57	-50.18	21.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.41	-15.42	7.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.88	1.06	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.04	—

注：表中数据依据龙城发展经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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

附录五：

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（含）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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。