

临汾市尧都区投资建设开发有限公司
及其发行的 13 尧都债、15 尧都债与 18 尧都债
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100799】

评级对象: 临汾市尧都区投资建设开发有限公司及其发行的 13 尧都债、15 尧都债与 18 尧都债

	13 尧都债	15 尧都债	18 尧都债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 15 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 15 日	--
首次评级:	AA/稳定/AA/2013 年 5 月 13 日	AA/稳定/AA/2014 年 7 月 15 日	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 21 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	2.08	0.93	0.97
刚性债务	29.68	24.33	23.74
所有者权益	90.89	90.81	90.76
经营性现金净流入量	-2.94	6.39	1.73
发行人合并数据及指标:			
总资产	137.02	144.79	150.95
总负债	43.93	51.39	57.64
刚性债务	32.54	27.67	27.38
所有者权益	93.08	93.41	93.32
营业收入	6.07	5.96	0.01
净利润	2.28	0.22	-0.09
经营性现金净流入量	-4.45	4.16	2.56
EBITDA	2.78	0.57	0.04
资产负债率[%]	32.06	35.49	38.18
长短期债务比[%]	205.81	101.45	108.19
权益资本与刚性债务比率[%]	286.02	337.56	340.84
流动比率[%]	850.86	502.10	447.89
现金比率[%]	30.83	6.75	8.71
利息保障倍数[倍]	1.22	0.27	0.02
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	0.28	0.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.02	--
18 尧都债担保方数据:			
总资产	47.87	111.12	176.67
所有者权益	40.17	60.48	62.74
增信业务责任余额	0.10	213.44	166.75
增信放大倍数[倍]	--	3.53	5.63

注: 发行人数据根据临汾市尧都区投资建设开发有限公司经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。担保方数据根据晋商信用增进投资股份有限公司经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com
郭羽佳 wyj@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)对临汾市尧都区投资建设开发有限公司(简称尧都建发、发行人、该公司或公司)及其发行的及其发行的 13 尧都债、15 尧都债与 18 尧都债的跟踪评级反映了 2018 年以来尧都建发在政府支持及财务杠杆等方面保持优势,同时也反映了公司在资金筹措、主营业务稳定性、资产质量及代偿风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **政府支持力度较大。**作为尧都区重要的基础设施建设主体,尧都建发能在业务来源、财政补贴等方面持续得到尧都区政府的支持。
- **财务杠杆水平较低。**得益于政府前期土地资产的注入,尧都建发在负债规模上升的同时,财务杠杆能保持在较低水平。
- **第三方担保进一步增强“18 尧都债”安全性。**晋商信用增进投资股份有限公司为“18 尧都债”提供全额不可撤销的连带责任保证担保,可有效提升该债券的安全性。

主要风险:

- **经济转型压力。**尧都区煤炭、焦化、钢铁等支柱产业仍受产业过剩、环保制约等,面临较大的产业转型压力。
- **资金平衡压力上升。**尧都建发基建项目投资规模大、政府回款到位时间较长,公司垫资压力较大。未来,随着项目建设的推进,公司仍有较大的投资需求,加之前期债务的陆续到期偿付,公司资金平衡压力将进一步增大。
- **主营业务稳定性不足。**尧都建发主营收入依赖于政府对基建项目的回购,跟踪期内公司主营

业务未产生收入，营业收入大幅下滑，未来主营业务收入存在不确定性。

- **资产质量欠佳。**尧都建发资产大部分为政府划拨土地，已大多用于抵押，受限资产规模较大；而应收区财政项目款较大，且大量资金被其他区属企事业单位占用，公司资产质量欠佳。
- **代偿风险。**目前尧都建发已形成较大规模的对外担保，存在代偿风险。

评级关注：

- 尧都建发以土地资产为“13 尧都债”和“15 尧都债”提供抵押担保，2018 年公司未对抵押土地重新进行评估，考虑到目前尧都区土地市场规模尚小，且成交均价较低，本评级机构将持续关注尧都区土地市场情况及其对抵押土地价值的影响。

➤ 未来展望

通过对尧都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主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；认为“13 尧都债”和“15 尧都债”还本付息安全性较强，维持上述债券 AA 信用等级；认为“18 尧都债”还本付息安全性极强，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



临汾市尧都区投资建设开发有限公司

及其发行的 13 尧都债、15 尧都债与 18 尧都债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券、2015 年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券、2018 年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券（分别简称“13 尧都债”、“15 尧都债”及“18 尧都债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据尧都建发提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对尧都建发的财务状况、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。

该公司于 2013 年 9 月发行了 15 亿元人民币的公司债券，期限为 7 年。募投项目为临汾市尧都区滹沱河生态建设-河道治理工程、临汾市尧都区滹沱河生态建设-景观工程、临汾市尧都区滹沱河生态建设-城市路网工程，截至 2018 年末募集资金已使用完毕。公司于 2015 年 3 月发行了 12 亿元人民币的公司债券，期限为 7 年，募集资金用于临汾市尧都区滹沱河生态建设工程-跨河桥梁及道路工程的建设，截至 2018 年末已使用完毕。公司于 2018 年 9 月发行了 6 亿元人民币的公司债券，期限为 7 年，募集资金用于临汾市尧都区“煤改气”分散式供热工程项目（简称“煤改气工程”）和补充营运资金，截至 2018 年末，已使用 59989.23 万元。

该公司已发行的债券如图表 1 所示，均附提前还本条款，截至 2019 年 5 月末，已偿还“13 尧都债”和“15 尧都债”本金合计 13.80 亿元。根据债券还本付息条款，2019 年公司 will 偿还“13 尧都债”和“15 尧都债”本金共计 5.40 亿元，公司已于 2019 年 3 月兑付 2.4 亿元，其余 3 亿元将于同年 9 月进行兑付。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
13 尧都债	15.00	7	6.99	2013 年 9 月	附提前偿付条款，自存续期第 3 年计息年度末每年分别偿付本金的 20%；已兑付本金 9 亿元
15 尧都债	12.00	7	7.19	2015 年 3 月	附提前偿付条款，自存续期第 3 年计息年度末每年分别偿付本金的 20%；已兑付本金 4.80 亿元
18 尧都债	6.00	7	7.50	2018 年 9 月	附提前偿付条款，自存续期第 3 年计息年度末每年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

资料来源：Wind 资讯（截至 2019 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

临汾市为典型的能源城市，以煤炭、焦炭和冶金为核心产业。跟踪期内，临汾市能源行业供给侧改革深入推行，部分企业限产、停产，地区经济低速增长，在行业产能过剩、环保等限制因素下，临汾市面临较大的工业经济发展和转型压力。

依托丰富的煤炭资源优势，临汾市形成了以煤炭、焦炭和冶金为核心的产业格局。跟踪期内，受环保治理和产业运行承压影响，临汾市经济继续保持增长，但增速有所下滑，2018年经济总量在山西11个地市中排名第5位，较上年下滑1位；全年临汾市实现地区生产总值1440.0亿元，同比增长2.8%，增速较上年下滑2.7个百分点。2018年全市三次产业结构由2017年的7.2:46.3:46.5调整为6.5:45.9:47.6，第三产业比重进一步增加。当年全市完成固定资产投资404.0亿元，较上年下滑30.2%；其中第二产业和第三产业是近年来投资的主要投向，全年完成第二产业投资160.1亿元，完成第三产业投资232.6亿元，分别同比下降30.9%和23.0%。

图表 2. 2016-2018 年临汾市主要经济指标及增速

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1205.2	3.4	1320.1	5.5	1440.0	2.8
第一产业增加值 (亿元)	96.0	3.9	94.7	3.1	93.8	-3.5
第二产业增加值 (亿元)	561.1	0.5	611.2	3.0	660.8	-2.2
第三产业增加值 (亿元)	548.1	6.6	614.2	8.6	685.4	8.8
固定资产投资 (亿元)	1394.3	-0.5	578.9	6.9	404.0	-30.2
三次产业结构	8.0:46.5:45.5		7.2:46.3:46.5		6.5:45.9:47.6	
人均地区生产总值 (元)	27102	--	29534	--	32066	--
规模以上工业增加值 (亿元)	--	-0.4	--	1.0	--	-4.0
社会消费品零售总额 (亿元)	609.4	6.5	653.1	7.2	687.1	7.5
城镇居民人均可支配收入 (元)	27085	6.2	28873	6.6	30692	6.3

资料来源：临汾市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报

注：2017 年开始全市固定资产投资为新口径数据¹。

由于工业投资下滑，转化生产能力有限，导致工业增长新增动力不足，加上行业结构（煤焦冶电等传统工业占比将近 90%）与环保治理的高度关联性，跟踪期内沃特玛、三维等大企业停产，洗煤企业大面积限产，致使临汾市工业发展压力上升。2018 年，临汾市规模以上工业增加值较上年下降 4.0%，增速下滑 5.0 个百分点，其中增加值绝对量上 10 亿元的仅有煤炭、石油煤炭及其他燃料加工业（炼焦）、黑色金属冶炼和压延加工业（炼钢）、电力 4 个行业，占到全部工业的 90.4%，其中煤炭行业占比高达 63.0%。当年，煤炭工业完成增加值 305.0 亿元，同比下降 2.0%，占全市工业的比重 63.0%；炼焦工业完成工业增加值 46.6 亿元，同比增长 4.0%；电力工业完成工业增加值 18.8 亿元，同比增长 19.5%；钢铁工业完成增加值 66.6 亿元，下降 10.3%；化学工业完成增加值 9.6 亿元，下降 28.7%。

由于产业结构“一煤独大”问题较为突出，临汾市产业经济转型压力较大，全市从 2016 年开始推行煤炭行业过剩产能去化，并自 2019 年起焦化行业进入转型升级具体实施阶段，将有利于延伸煤焦产业链、整体提升产业集中度。但产业升级转型尚需时日，临汾市中短期内工业转型仍承压，经济下行压力较大。

跟踪期内，临汾市房地产市场投资热度较高，房屋施工面积有所增长。2018 年，全市房地产开发投资完成 114.8 亿元，同比增长 11.3%，增速较上年提高 5.5 个百分点；全市房屋施工面积 1563.6 万平方米，同比增长 16.3%，增速较上年提高 1.4 个百分点。房地产供给端呈增长态势，但受益于交易市场的活跃，房屋去库存效果仍较为明显。2018 年，全市商品房销售面积 184.7 万平方米，较上年增长 38%，呈高位运行态势，年末全市商品房待售面积 87.6 万平方米，以 2018 年月均商品房销售面积为基数（15.4 万平方米），商品房待售面积去化周期为 5.7 个月，较上年同期缩短 1 个月。

跟踪期内，全市住宅用地出让规模有所增长，2018 年，全市土地成交面积为 241.68 万平方米，其中住宅用地成交面积大幅增长 206.26% 至 135.06 万平方米；但住宅用地和

¹ 2017 年国家统计局确定山西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，并以同样的方法对同期基数进行统计，实现投资增速的同口径比较。

商业/办公用地的成交均价都出现下滑，且处于较低水平，2018年分别为1638.58万元/平方米和1039.13万元/平方米，分别同比下滑9.22%和29.16%。综合作用下，2018年，全市土地成交总价较上年大幅增长43.23%至26.69亿元，其中住宅用地出让总价为22.13亿元，对土地市场贡献较为明显。

尧都区是临汾市唯一的市辖区，2018年受益于煤炭行业回暖，经济增速有所加快，但支柱产业结构与全市较为一致，同样仍面临持续的产业转型和经济发展压力。

尧都区是临汾市唯一的市辖区，多年来，得益于资源优势，尧都区形成了以煤炭、焦化、钢铁为支柱的产业结构。跟踪期内，尧都区煤炭行业持续回暖，全年地区生产总值309亿元，同比增速6.6%，较上年提升0.6个百分点。

图表 3. 2016-2018年尧都区主要经济指标及增速

	2016年		2017年		2018年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
地区生产总值(亿元)	261.2	4.5	283	6	309	6.6
全社会固定资产投资(亿元)	252.1	-1.0	131.37	--	108.8	--
社会消费品零售总额(亿元)	239.5	6.0	256.2	7	263.6	7.4
城镇居民人均可支配收入(元)	30371	6.8	32467	6.9	34642	6.7
三次产业结构	3.4:21.8:74.8		2.9:21.9:75.3		2.5:22:75.5	

资料来源：尧都建发

注：2017年全市固定资产投资概况为过渡性新口径数据（与临汾市数据口径一致）。

从工业行业分布结构看，2018年尧都区“煤化冶电”四大行业占工业总量的份额达74.3%，较上年提升0.6个百分点。当年尧都区工业经济增长加快主要是煤炭和电力行业的带动，拉动规模以上工业增加值同比增长6.9%，较上年提升1.3个百分点，全年全区规上工业开工企业41户，开工率77.4%。其中，煤炭行业增加值完成23.8亿元，同比增长3.2%；电力行业增加值完成3.8亿元，同比增长22.7%；黑色金属冶炼及压延加工业增加值完成3.9亿元，同比下降12.9%；化学原料及化学制品制造业增加值完成2.1亿元，同比增长61.4%，增幅较大系因上年同期环保政策导致限产，上年同期基数较低所致。全区代表新动能的高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别完成1.3亿元、1.4亿元和1.1亿元。

固定资产投资方面，2018年尧都区固定资产投资面临企业资金来源受限、要素成本上涨、土地瓶颈等问题，呈现一定下滑。全年全区固定资产投资累计完成95亿元，同比下降17.4%。固定资产投资重心继续向第三产业倾斜，当年第三产业投资87亿元，占比91.58%。分行业固定资产投资中，房地产业完成56.5亿元，占全区固定资产投资额的59.5%。

跟踪期内，尧都区与全市类似，房地产市场活跃度较高。2018年全区房地产开发投资66.4亿元，同比增长5.7%，商品房销售面积大幅回升，全年销售面积112.7万平方米，同比增长21.9%，增速转正；商品房待售面积为53.7万平方米，同比增长4%，较上年小幅增长。全年全区住宅用地出让规模增长幅度较大，2018年，全区土地成交面积为41.66万平方米，其中住宅用地成交面积大幅增长435.80%至29.63万平方米。住宅用地和商业/办公用地的成交均价同样处于较低水平，且较上年下滑较多，2018年

分别为 1055.90 万元/平方米和 1063.63 万元/平方米，分别同比下降 59.40% 和 8.26%。综合作用下，尧都区 2018 年土地出让总价较上年增长 27.97% 至 4.02 亿元，其中住宅用地出让总价为 22.13 亿元，仍是土地市场的重要支撑。

2. 业务运营

该公司作为尧都区核心的投融资主体，目前主要项目为涝洑河生态建设项目，并承建了部分道路及供热工程等项目。跟踪期内，因代建项目未确认收入，公司营业收入规模大幅下降；虽当期回笼了部分前期结算资金，但整体资金回笼仍滞缓，未来结算仍有一定不确定性，考虑到项目后续仍有较大投资需求，公司资金压力将进一步上升。

该公司是尧都区核心的投融资主体，承担着区内土地整理开发、基础设施建设及保障房开发等任务。跟踪期内，受代建工程施工进度以及政府结算要求等因素影响，公司当期未有结转收入，仅有少量房租收入实现，2018 年公司仅实现营业收入 57.14 万元，当期毛利率为 0.10%。

图表 4. 2016-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
营业收入	60733.08	100.00	59642.25	100.00	57.14	100.00
基础建设项目收入	28315.26	46.62	26757.16	44.86	--	--
土地开发收入	32360.67	53.28	32827.95	55.04	--	--
其他	57.14	0.09	57.14	0.10	57.14	100.00
毛利率	10.44		9.60		20.05	
基础建设项目收入	10.43		9.57		--	
土地开发收入	10.43		9.61		--	
其他	20.05		20.05		20.05	

资料来源：尧都建发

涝洑河相关项目是该公司近年来最主要的在建项目，具体包含河道治理工程、景观工程、城市路网工程跨河桥梁及道路等细分工程，另有部分周边土地整理。根据公司与尧都区人民政府就涝洑河相关项目签订的协议，项目交工验收合格后，由公司向尧都区政府提交工程决算文件，尧都区政府收到完整的决算文件后指定有资质的审计机构进行审计后，确定工程成本。涝洑河相关工程成本包括料工费、资本化利息支出等，项目收入为经核定的工程成本的 112%，涉及的土地整理业务也适用该结算模式。该项目预计总投资 57.64 亿元（不含土地整理）²，截至 2018 年末已投资 30.03 亿元（含土地整理），已结算收入 23.22 亿元，其中土地整理累计确认收入 12.05 亿元，2018 年项目未有结转收入，项目累计回笼资金 3.76 亿元，均为 2018 年取得。

除涝洑河外，近年来公司还承接了一些道路及供热工程等项目，并承担了尧都区内公用设施及棚户区改造等项目的部分出资任务。公司承担的滨河东路南延道路工程（简称“滨河南延”）和滨河北路北延道路工程（简称“滨河北延”）均与尧都区政府签订合同，由区政府在项目竣工验收并移交后支付公司项目投资成本及 12% 的投资成本作为收益。此外，公司还为东外环和尧都区东城老工业区体育馆两个项目，以及临汾市尧都区

² 公司土地整理根据区政府每年安排进行，未计入涝洑河相关项目计划总投资额。

翟庄棚户区改造和临汾市尧都区西王棚户区改造两个棚改项目提供部分资金支持，共计需出资 1.21 亿元³。截至 2018 年末，公司承建项目中除涝汭河相关项目已结算部分收入，滨河南延项目和滨河北延项目均已完工，尚未有收入形成；公司承担出资任务的棚改项目已投入资金 1.01 亿元，待项目实施进度后续再出资 0.20 亿元；

此外，该公司还承接了尧都区“煤改气”分散式供热工程项目（简称“煤改气工程”），该工程于 2017 年开工建设，预计于 2019 年末完工。截至 2018 年末，煤改气工程已基本完成管道铺设，共计完成改造天然气改造取暖 38311 户。煤改气工程的收入来源于燃气费收入和设备改造建设收入，但目前煤改气工程尚在建设期，未来收益实现或有不确定性。

图表 5. 截至 2018 年末公司主要建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	已结算收入	备注
临汾市尧都区涝汭河生态建设-河道治理工程	2.15	30.03	23.22	--
临汾市尧都区涝汭河生态建设-景观工程	11.98			
临汾市尧都区涝汭河生态建设-城市路网工程	15.37			
临汾市尧都区涝汭河跨河桥梁及道路	28.14			
滨河东路南延道路工程	7.66	8.19	--	已完工，尚未移交
滨河东路北延道路工程	8.70	3.48	--	已完工，尚未竣工决算
东外环	0.30	0.30	--	已完工，公司仅承担项目部分出资
尧都区东城老工业区体育馆	0.07	0.07	--	主体已完工，公司仅承担项目部分出资
临汾市尧都区翟庄棚户区改造	0.69	0.54	--	公司仅承担项目部分出资
临汾市尧都区西王棚户区改造	0.15	0.10	--	公司仅承担项目部分出资
临汾市尧都区“煤改气”分散式供热工程	6.09	6.91	--	完成管道铺设，
合计	81.30	49.62	--	--

资料来源：尧都建发

- 注：1、以前年度涝汭河相关项目累计已结算收入统计中包含应交税费，本次提供数据已剔除。
 2、涝汭河相关项目累计已投资额小于上年系因 2017 年数据子公司统计有误所致。
 3、涝汭河相关项目计划总投资额中不包含土地整理相关费用。

管理

跟踪期内，该公司新增小股东国开基金，实际控制人仍为尧都区住建局。2019 年公司董事长变更，但公司的法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司新增小股东国开发展基金有限公司（简称“国开基金”），但实际控制人未发生变更，仍为临汾市尧都区住房保障和城乡建设管理局（简称“尧都区住建局”）。国开基金于 2015 年和 2016 年累计向公司注入资金 1.21 亿元，公司于 2018 年将其其中 0.21 亿元转增注册资本，因此公司股权结构变更为尧都区住建局和国开基金分别

³ 投资款由国开基金提供，国开基金共拨付公司 1.21 亿元，入账“长期借款”科目。

持股 98.7% 和 1.3%。截至 2019 年 5 月末，公司注册资本为 16210 万元，实收资本为 16000 万元⁴。公司产权状况见附录一。

2019 年 6 月，根据该公司《公司章程》的规定，经区政府任命及股东会讨论决定，同意韩小龙辞去公司董事长职务，选举景忠民为公司董事长，并担任公司法定代表人。景忠民先生历任尧都区政府办公室副主任、尧都区政府副秘书长及治超办主任、尧都区农村财经监督管理局局长，现任公司董事长。以上变动不会影响公司正常生产经营活动。跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司关联事项主要为与参股子公司之间形成的少量的非经营性资金往来，2018 年末应收关联方临汾润州园建筑工程项目管理有限公司 472.94 万元，计入“其他应收款”；应付关联方临汾润州园建筑工程项目管理有限公司 350 万元、临汾市尧都区创投基金合伙企业（有限公司）300 万元和临汾市东方诚创工程项目管理有限公司 518.62 万元，均计入“其他应付款”。

根据该公司本部提供的 2019 年 6 月 10 日的《企业信用报告》，公司本部除有一笔 2012 年已正常结清的关注类贷款外，其他信用记录正常。

根据 2019 年 6 月 8 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，该公司本部不存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司财务杠杆尚处于较低水平。但公司资产质量有限，其中作为主要资产构成的政府划入土地使用权大多已抵押，基建项目结算款和应收区政府及下属单位的款项回收规模很大。当年公司主要依赖于财政资金拨付和前期项目资金回笼来保障项目投入和到期债务偿付，但随着企业债券陆续进入偿付期，未来公司仍持续面临较大的债务偿付压力。

1. 公司财务质量

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 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、企业会计制度及其补充规定，跟踪期内，根据财政部 2018 年发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号），公司对财务报表格式进行了修订。

跟踪期内，该公司注销了 2 家未开展业务的子公司临汾市尧都区宇兴源房地产开发有限公司和临汾市尧都区稷王农业开发有限公司，截至 2018 年末纳入合并范围的子公司共 4 家。

⁴ 因国开行对公司注资为明投实债，审计未将国开行资金入账实收资本。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，该公司负债规模增大，财务杠杆水平进一步上升。由于 2018 年公司未有收入结算，经营亏损，未分配利润减少，致使年末公司所有者权益下降 0.09% 至 93.41 亿元，同期末负债总额较上年末增长 12.16% 至 57.64 亿元，资产负债率较上年末增加 2.69 个百分点至 38.18%。随着存续项目的持续推进，未来公司仍面临较大的资金投入压力，届时财务杠杆存在进一步上升可能。

跟踪期内，该公司主要通过财政局拨款用于弥补项目建设及日常经营资金缺口。其他应付款和长期应付款是当年公司负债主要增量来源，年末占到负债总额的比重分别为 33.46% 和 7.60%。公司当期收到区财政局拨付的 6.58 亿元，其他应付款余额较上年末增长 12.35% 至 19.29 亿元，年末主要包括财政局拨款 16.86 亿元，以及与临汾市投资集团有限公司、临汾市保障性安居工程投资有限公司和临汾润州园建筑工程项目管理公司的往来款 2.06 亿元；长期应付款当年新增来自煤改气项目的基建拨款 4.38 亿元。此外，公司应付账款余额为 5.21 亿元，占负债总额的比重为 9.04%，随着项目建设推进，较上年末小幅增长 0.77%，主要为应付滹沱河相关项目、滨河南延及滨河北延项目的工程款。

跟踪期内，因银行借款以及债券的逐步到期偿还，该公司刚性债务规模有所下降，2018 年末为 27.38 亿元，占负债总额的比重为 47.50%。公司刚性债务主要形成于公开发行债券和金融机构借款，2018 年末分别占比为 77.47% 和 19.61%。受银行贷款政策收紧、融资环境趋严影响，公司银行贷款规模呈现压缩趋势，2018 年末，银行借款余额为 3.16 亿元，较上年末减少 21.39%，融资成本一般在 4.90%-7.50% 区间，另有融资成本为 1.2% 的国开基金借款 1.21 亿元和融资成本为 6.95% 的临汾市尧都区创投基金合伙企业（有限合伙）借款 1.00 亿元。从借款方式看，以抵押借款、信用借款和质押借款为主。2018 年末，公司抵押借款余额为 3.08 亿元，占借款总额的 57.36%，抵押物主要为公司有权处分的应收账款和土地；信用借款余额为 2.21 亿元，占借款总额的 41.15%，系国开基金和临汾市尧都区创投基金合伙企业（有限合伙）的投资款，属于明投实债；质押借款余额为 0.08 亿元，占借款总额的 1.49%，质押物为子公司应收账款。此外，2018 年末公司应付债券余额为 21.21 亿元，随着“13 尧都债”和“15 尧都债”的逐年偿付以及新发“18 尧都债”，年末仍有小幅增长 1.53%。公司年末应付利息为 7994.64 万元，主要为债券利息。

跟踪期内，该公司刚性债务仍以中长期为主，但随着前期借款的陆续到期以及企业债券进入分期还本阶段，公司仍面临持续的债务偿付压力。2018 年末短期刚性债务余额为 1.81 亿元，较上年末下降 1.02%，占刚性债务的比重为 6.61%。2019-2023 年，公司分别需偿付本金 5.95 亿元、5.89 亿元、4.06 亿元、4.06 亿元和 1.66 亿元，未来几年内公司债务偿付压力相对较大；其中 2019 年公司需要兑付债券本金 5.40 亿元，公司已于 2019 年 3 月兑付 2.4 亿元，其余 3 亿元将于同年 9 月进行兑付。

跟踪期内，该公司对外担保规模有所下降。年末对外担保总额为 13.08 亿元，较上年同期下降 52.25%，担保比率为 14.02%，担保对象分别为临汾市投资集团有限公司（3.76 亿元，抵押物为土地）、临汾市尧都区汾东经济建设投资有限公司（1.30 亿元）、临汾市

保障性安居工程投资有限公司（4.52 亿元）和临汾润州园建筑工程项目管理有限公司（3.50 亿元）。尽管公司主要担保对象为临汾市下属重点企业，主要从事基建和公用事业等业务，但目前公司对外担保绝对金额较大，且集中度高，存在一定的或有风险。

图表 6. 截至 2018 年末公司对外担保明细情况（单位：亿元）

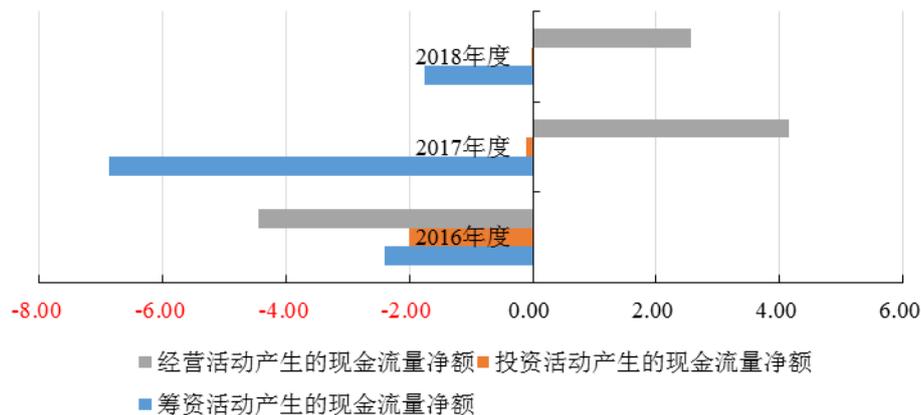
被担保单位	担保金额	担保有效期	担保方式
临汾市投资集团有限公司	3.76	2012/6/29 -2022/6/28	抵押物担保
临汾市尧都区汾东经济建设投资有限公司	1.30	2016/2/3 -2029/2/2	连带责任担保
临汾市保障性安居工程投资有限公司	0.83	2017/1/18-2030/1/17	连带责任保证
临汾市保障性安居工程投资有限公司	0.99	2017/1/18-2032/1/16	连带责任保证
临汾市保障性安居工程投资有限公司	2.70	2017/4/10-2037/4/9	连带责任保证
临汾润州园建筑工程项目管理有限公司	3.50	2017/4/19-2024/12/24	连带责任保证
合计	13.08	--	--

资料来源：尧都建发

（2）现金流分析

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系主业回笼资金，跟踪期内，公司收到前期确认滹沱河项目款回笼 3.77 亿元，加之收到政府债务置换资金以及往来资金流入，当期经营活动现金流入 10.89 亿元，同期公司因滹沱河、煤改气工程项目投入以及往来支出，经营活动现金流出 8.33 亿元，较上年有所减少。当期公司经营性现金流量净额为 2.56 亿元，较上年有所收窄。2018 年，公司投资性现金净流量为-114.39 万元，呈净流出状态。因当期新增债券融入资金规模小于到期偿还银行借款及债券本息，导致公司筹资活动现金流量呈净流出状态，净额为-1.75 亿元。随着未来项目建设继续推进，公司非筹资性现金流仍会有一定净流出，需关注未来筹资环节现金补充情况。

图表 7. 2016-2018 年公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：尧都建发

因 2018 年该公司未结算收入，当年 EBITDA 仅有 0.04 亿元，受此影响，公司 EBITDA 对刚性债务及利息的偿付提供的保障程度大幅下滑。公司经营性现金流对债务的覆盖情况持续波动，但仍处于较低程度。

图表 8. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.23	0.28	0.02
EBITDA/刚性债务(倍)	0.09	0.02	0.001
经营性现金流净流入量(亿元)	-4.45	4.16	2.56
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-33.42	20.85	9.62
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-10.20	8.72	4.69

资料来源：尧都建发

(3) 资产质量分析

跟踪期内，随着项目投入的逐步推进，该公司资产规模继续扩大。2018 年末，公司资产总额较上年末增长 4.25% 至 150.95 亿元，其中流动资产总额为 123.99 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，分别占同年末流动资产总额的 1.60%、19.08%、7.57% 和 53.88%。年末货币资金为 2.41 亿元，随着滂汜河相关项目款项的部分回笼，同比增长 40.09%；应收账款基本系应收尧都区财政局的基建项目结算款，因收到部分滂汜河相关项目结算款，较上年末下降 11.57% 至 28.80 亿元；其他应收款 11.42 亿元，较上年末增长 1.63%，主要系应收尧都区其他区属企事业单位和项目部的往来款项，已对公司形成较大的资金占用压力，包括应收临汾市尧都区秦蜀路南延拓宽改造工程建设项目部 2.09 亿元、临汾市尧都区土地储备中心 1.78 亿元、临汾市尧都区北外环拓宽改造项目部 1.02 亿元、临汾市尧都区二中路拓宽改造项目部 1.23 亿元和临汾海姿供气供热有限公司委托贷款 1.11 亿元⁵等；存货 81.33 亿元，其中土地使用权账面价值 68.66 亿元，占比达 84.42%，但绝大部分已用于债券抵押而受限，实质流动性偏弱，其余主要系滨河北延和滨河南延项目开发成本，以及公司对部分市政项目和棚户区项目的出资等，因项目投入而较上年末增加 0.18 亿元至 12.68 亿元。同期末，公司非流动资产余额为 26.96 亿元，较上年末增长 61.28%，主要来自在建工程新增投入。其中公司在建工程主要系滂汜河相关项目和煤改气工程项目的建设投入，较上年末增加 70.64% 至 24.74 亿元；年末公司可供出售金融资产较上年增长 0.51% 至 2.12 亿元，增量来自投资临汾市尧都区海姿清洁取暖热力有限公司 0.01 亿元，其余可供出售金融资产包括公司 2016 年投资的山西星景滂汜河建筑工程合伙企业（有限合伙）2 亿元和临汾润州园建筑工程项目管理有限公司 0.01 亿元，该投资实际上系在尧都区政府安排下进行的 PPP 项目投入⁶，以及 2017 年投资的临汾市尧都区创投基金合伙企业 0.10 亿元，主要投向为尧都区政府项目。

⁵公司 2017 年通过晋商银行对临汾海姿供气供热有限公司提供委托贷款，该笔委托贷款用于清洁取暖工程建设，贷款总额为 1.42 亿元，贷款利率为 9%，从 2017 年 10 月开始分批放款，截至 2018 年 5 月底已全部发放完毕，合同约定还款期限 6 个月，如延期还款，利率不变。2019 年 1 月，公司已偿还该笔款项。

⁶因尧都区政府决定以 PPP 方式建设山西省临汾市滂汜河生态建设项目（润州园），该公司作为政府方出资代表与上海星景股权投资管理有限公司（普通合伙人，出资 0.01 亿元）、兴业国际信托有限公司（优先级有限合伙人，出资 2 亿元）合伙设立了山西星景滂汜河建筑工程合伙企业（有限合伙）（简称“山西星景”），公司作为劣后级有限合伙人出资 2 亿元，优先级合伙人投资收益的年化比率为 7.9%/年。同时，公司（出资 100 万元）与山西星景（出资 20000 万元）和星景生态建设投资（苏州）有限公司（出资 30 万元）联合设立临汾润州园建筑工程项目管理有限公司（简称“项目公司”），以负责该项目的投资、融资、建设、运营和管理，项目投资总额暂定为 7.51 亿元，山西星景以其余实缴出资资金向项目公司发放委托贷款，项目公司的应付款项纳入尧都区财政局跨年度财政预算、且尧都区财政局支付能力不足时由临汾市财政局提供流动性支持。

(4) 流动性/短期因素

跟踪期内，在流动负债规模上升的同时，该公司流动性指标有所减弱，2018 年流动比率较上年下降 54.21 至 447.89%。但公司大量资金沉淀于以项目投入为主的存货、应收区财政项目款，其他区属企事业单位和项目部对公司资金占用规模也较大，变现能力受项目建设结算进度及地方政府财政安排等因素影响，实际资产流动性存在较大不确定性，且从近年的表现来看，快速变现能力较弱。公司货币资金存量规模仍较小，对即期债务的保障程度较低。

图表 9. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	850.86	502.10	447.89
现金比率 (%)	30.83	6.75	8.71

资料来源：尧都建发

该公司资产中政府划拨土地规模较大，且绝大部分已抵押，受限资产比例较高。2018 年末公司持有土地合计 330.17 万平方米，土地资产账面价值为 68.66 亿元，其中抵押土地规模 219.06 万平方米，账面金额 54.01 亿元，占资产的比重为 35.78%。此外，公司受限货币资金为 103.30 万元，全部为定期存单。从近年来尧都区的经济状况及土地、房产市场情况看，市场新增需求不足，土地价格处于低位，未来仍有可能进一步下跌，或对公司资产价值及变现能力产生一定负面影响。

图表 10. 截至 2018 年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
货币资金	0.01	4.28	定期存单
存货 (土地资产)	54.01	66.41	债券、借款抵押等

资料来源：尧都建发

3. 公司盈利能力

跟踪期内，由于该公司项目未结算收入，加之持续的费用负担，公司产生一定规模的净亏损。2018 年，公司仅有租赁业务实现营业毛利 11.45 万元。公司期间费用总体规模较小，主要由财务费用构成，由于利息支出主要采取资本化，公司财务费用不能完全反映利息负担，2018 年为 762.59 万元。同年公司收到政府补助 350.00 万元，因补贴煤改气工程形成。受当期项目未结算影响，公司仅有利润总额为-880.66 万元，净利润为-884.41 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司成立以来承接的基建项目均为尧都区政府项目，项目回款缓慢，造成公司融资压力较大。得益于政府前期注入大量土地资产，公司账面负债率较低，但公司资产实际流动性一般，对债务的保障程度有限。

2. 外部支持因素

该公司作为尧都区核心的基础设施建设主体，承担了区内的基础设施建设任务，尧都区政府多次为公司划拨资产、提供补贴。截至 2018 年末，公司资本公积中政府无偿划入的土地资产 69.26 亿元，政府拨款为 6.62 亿元。跟踪期内，政府拨入资金 4.38 亿元支持煤改气工程项目建设（暂计入“长期应付款”）。

截至 2018 年末，该公司获得的银行授信总额为 9.16 亿元，已使用 3.16 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 抵质押

该公司以 190.95 万平方米的出让土地用于 13 尧都债的抵押⁷，上述地块于 2012 年经临汾四方地价评估咨询有限公司评估，评估价值为 30.39 亿元⁸。2017 年山西信誉地产评估咨询有限公司对上述地块重新进行评估，评估价值为 31.41 亿元，较前次评估价增值 1.02 亿元。跟踪期内，由于 2016-2017 年进行共计 6 亿元的本息偿付，公司于 2017 年 10 月解押 8 宗土地，总评估价值为 10.72 亿元，13 尧都债剩余抵押土地资产总评估价值为 20.69 亿元。

该公司以 94.95 万平方米的土地用于 15 尧都债的抵押⁹。该部分地块于 2014 年经山西儒林资产评估事务所评估，评估价值为 30.43 亿元¹⁰。2017 年山西信誉地产评估咨询有限公司对上述地块重新进行评估，评估价值为 31.95 亿元，较前次评估增值 1.52 亿元。

尧都区土地市场规模很小，2018 年全年土地成交金额仅 4.02 亿元，且后续仍存在波动可能。公司用于抵押的土地规模很大，若公司偿债资金出现困难，一次性变现难度会很大。本评级机构将持续关注尧都区土地市场波动及其对抵押土地价值的影响。

2. 外部担保

该公司“18 尧都债”由晋商信用增进投资股份有限公司（简称“晋商信用增进”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

晋商信用增进投资股份有限公司（以下简称“晋商信用增进”）成立于 2016 年 9 月，由山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控集团”）联合山西能源交通投资有限公司（以下简称“能交投公司”）、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司（以下简称“路桥集团”）、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司（以下简称“山西高速集团”）等 6 家省属重点非煤炭行业国有企业共同出资组建，股东均以货币资金出资，于

⁷ 该公司与主承销商签署的《抵押资产监管协议》约定：中德证券有限责任公司作为抵押资产的监管人根据约定计算的抵押比率低于 1 时，应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达公司。公司应当在收到《追加抵押资产通知书》后 1 个月内完成抵押资产追加工作。

⁸ 土地资产按照取得时价值作为入账成本，评估增值，账面价值不作调整。

⁹ 该公司与兴业银行股份有限公司临汾分行银行签署的《抵押资产监管协议》约定：兴业银行股份有限公司临汾分行银行抵押资产的监管人根据约定计算的抵押比率低于 1.5 时，应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达公司。公司应当在收到《追加抵押资产通知书》后 1 个月内完成抵押资产追加工作。

¹⁰ 土地资产按照取得时价值作为入账成本，评估增值，账面价值不作调整。

2016年9月26日前一次缴足。2017年12月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会山西省财政厅关于划转晋商信用增进投资股份有限公司国有股权的通知》（晋国资产权函[2017]484号），山西省国资委和财政厅将山西金控集团持有的公司所有股份，划转至山西省国资委，由山西省国资委注入山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投运营公司”）。将山西金控集团对应负债21亿元，同步划归山西国投运营公司承担。上述划转事宜已于2017年12月底完成工商变更。截至2018年末，晋商信用增进注册资本为40.00亿元，目前股权结构如图表1所示。

图表 11. 晋商信用增进股东情况（单位：亿元，%）

序号	股东名称	出资金额	持股比例
1	山西金融投资控股集团有限公司	17.15	42.86
2	山西省高速公路集团有限责任公司	8.16	20.41
3	山西能源交通投资有限公司	4.90	12.24
4	山西省黄河万家寨水务集团有限公司	4.90	12.24
5	山西路桥建设集团有限公司	2.04	5.10
6	山西建设投资集团有限公司	1.63	4.08
7	山西省交通开发投资集团有限公司	1.22	3.06
合计：		40.00	100.00

资料来源：晋商信用增进

晋商信用增进是山西省政府为了更好地支持全省实体经济、特别是省属重点国有企业¹¹的发展、降低省属重点国有企业的融资压力、推动山西国有企业转型发展、支持省属重点国有企业通过金融市场持续融资、完善山西金融风险防范体系而设立的国有信用增进机构，同时也是全国首家省级信用增进公司。晋商信用增进经营范围主要包括债券和非债券信用增进业务，债券、股权和理财产品投资业务。其中：债券增信业务包括信用债产品、投资类产品、境外产品的信用增进业务，非债券增信业务包括理财产品、信托计划、资产管理计划和结构化产品的信用增进业务以及信用风险缓释工具。投资业务方面，2017年，晋商信用增进取得银行间债券市场乙类户资格，未来将围绕山西省22家省属重点国有企业开展债券投资业务。此外，2017年，晋商信用增进参与发起设立两家功能性子公司，未来将通过参/控股子公司开展不良资产的批量收购处置、投资和基金管理等业务。

图表 12. 截至 2018 年末，晋商信用增进并表子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	成立时间
晋阳资产管理股份有限公司	晋阳资管	30.00	37.00	不良资产收购处置	2017.03
晋信资本投资管理有限公司	晋信投资	2.00	50.00	私募基金管理	2017.03

资料来源：晋商信用增进

晋商信用增进立足于支持省属重点国有企业，通过债券信用增进业务和债务重组、债转股及信用风险缓释工具交易业务，积极与股东及省属重点国有企业开展业务合作，

¹¹ 主要山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”）、大同煤矿集团公司（以下简称“同煤集团”）、山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）、阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“阳煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）、山西晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）、山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）等22家山西省省属重点国有企业。

降低省属重点国有企业融资压力。通过借鉴行业标杆公司中债增的风险管理经验，晋商信用增进建立了适合自身的风险管理体系。晋商信用增进处于业务上升阶段，目前无代偿发生，但经营情况和风险管理能力仍有待检验。资金业务方面，晋商信用增进目前将资金主要用于服务省属国有企业，并通过成立平稳基金、流动性支持、债券投资等形式支持省属重点国有企业发展，在一定程度上提升了资产的收益能力。目前，晋商信用增进增信业务处于起步阶段，资本充足度仍处于较高水平。随着投资业务的发展，晋商信用增进负债经营程度不断上升。

晋商信用增进营业收入主要来源于信用增进服务收入及投资业务收益。由于晋商信用增进处于业务上升期，增信业务收入有待拓展，目前投资业务收益较高，可对收入形成较好补充。

截至 2018 年末，晋商信用增进经审计的合并口径资产总额为 176.67 亿元，净资产为 62.74 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 44.14 亿元）；2018 年，晋商信用增进实现营业总收入 6.00 亿元，投资收益 9.29 亿元，实现净利润 4.34 亿元。

跟踪评级结论

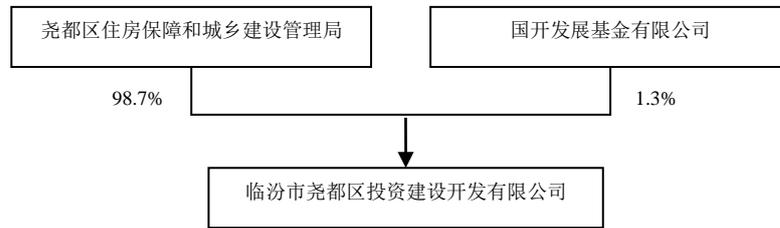
跟踪期内，临汾市能源行业供给侧改革深入推行，部分企业停产、限产，地区经济低速增长，在行业产能过剩、环保等限制因素下，临汾市面临较大的工业经济发展和转型压力。尧都区是临汾市唯一的市辖区，2018 年在煤炭和电力支柱产业发展推动下，经济增速有所加快，但支柱产业结构与全市较为一致，同样仍面临持续的产业转型和经济发展压力。跟踪期内，公司仍是尧都区核心的投融资主体，目前主要项目为滹沱河生态建设项目，并承建了部分道路及供热工程等项目。跟踪期内，因代建项目未确认收入，公司营业收入规模大幅下降；虽当期回笼了部分前期结算资金，但整体资金回笼仍滞缓，未来结算仍有一定不确定性，考虑到项目后续仍有较大投资需求，公司资金压力将进一步上升。

跟踪期内，该公司财务杠杆尚处于较低水平。但公司资产质量有限，其中作为主要资产构成的政府划入土地使用权大多已抵押，基建项目结算款和应收区政府及下属单位的款项回收规模很大。当年公司主要依赖于财政资金拨付和前期项目资金回笼来保障项目投入和到期债务偿付，但随着企业债券的陆续分期偿付，未来公司仍持续面临较大的债务偿付压力。

同时，我们仍将持续关注：（1）临汾市及尧都区经济发展情况；（2）尧都区房地产市场、土地市场的波动及其对该公司业务及土地资产价值的影响；（3）公司营业收入的稳定性；（4）公司项目建设进度及资金压力；（5）公司应收尧都区财政局项目结算款和其他区属单位的往来款回收情况；（6）公司刚性债务到期及偿付情况；（7）公司政府补助规模变动；（8）公司资产流动性欠佳且债务负担较大的状态下，债务融资环境的变化对公司的影响；（9）公司对外担保风险。

附录一：

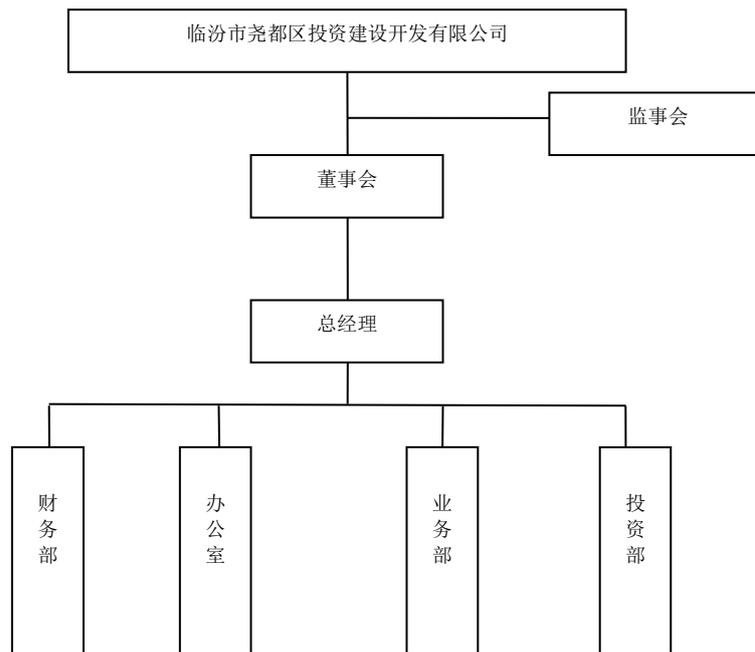
公司与实际控制人关系图



注：根据尧都建发提供的资料绘制（截至 2019 年 5 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据尧都建发提供的资料绘制（截至 2019 年 5 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	137.02	144.79	150.95
货币资金 [亿元]	4.43	1.72	2.41
刚性债务[亿元]	32.54	27.67	27.38
所有者权益 [亿元]	93.08	93.41	93.32
营业收入[亿元]	6.07	5.96	0.01
净利润 [亿元]	2.28	0.22	-0.09
EBITDA[亿元]	2.78	0.57	0.04
经营性现金净流入量[亿元]	-4.45	4.16	2.56
投资性现金净流入量[亿元]	-2.01	-0.10	-0.01
资产负债率[%]	32.06	35.49	38.18
长短期债务比[%]	205.81	101.45	108.19
权益资本与刚性债务比率[%]	286.02	337.56	340.84
流动比率[%]	850.86	502.10	447.89
速动比率 [%]	286.77	183.92	154.09
现金比率[%]	30.83	6.75	8.71
利息保障倍数[倍]	1.22	0.27	0.02
有形净值债务率[%]	47.20	55.02	61.76
担保比率[%]	15.58	29.33	14.02
毛利率[%]	10.44	9.60	20.04
营业利润率[%]	4.88	6.10	-2153.69
总资产报酬率[%]	2.04	0.40	0.02
净资产收益率[%]	2.48	0.24	-0.09
净资产收益率*[%]	2.48	0.24	-0.09
营业收入现金率[%]	56.65	0.16	66062.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-33.42	20.85	9.62
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.20	8.72	4.69
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-48.55	20.33	9.58
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.82	8.50	4.67
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	0.28	0.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.02	--

注：表中数据依据尧都建发经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录四：
担保方主要财务数据及指标表

项目	2016 年	2017 年末	2018 年末
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	40.17	60.48	62.74
风险准备金（亿元）	0.00	0.59	1.13
总资产（亿元）	47.87	111.12	176.67
营业收入（亿元）	0.13	1.69	2.38
营业利润（亿元）	0.09	4.29	6.12
净利润（亿元）	0.07	3.22	4.34
营业利润率（%）	69.62	90.22	51.78
增信放大倍数（倍）	--	3.53	5.63
资本充足率（%）	--	28.34	17.76
代偿保障率（%）	113.53	35.09	36.55
现金类资产比率（%）	47.43	18.95	12.41
增信业务：			
增信业务发生额（亿元）	49.10	232.34	353.35
增信业务责任余额(亿元)	0.10	213.44	166.75

注：表中数据依据晋商信用增进经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录五：

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除AAA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。