

2014年太原经济技术开发区总公司企业债券

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[2020]100341】

评级对象： 2014年太原经济技术开发区总公司企业债券

	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	2020年06月19日
前次跟踪：	AA	稳定	AA	2019年06月28日
首次评级：	AA	稳定	AA	2013年04月10日

主要财务数据

项 目	2017年	2018年	2019年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	0.08	0.08	0.15
刚性债务	12.09	10.58	7.42
所有者权益	67.93	67.56	67.83
经营性现金净流入量	4.22	4.12	5.34
发行人合并数据及指标：			
总资产	105.12	105.93	107.57
总负债	33.27	34.04	34.68
刚性债务	27.80	24.00	18.55
所有者权益	71.85	71.89	72.89
营业收入	3.17	3.44	6.31
净利润	0.19	0.04	1.00
经营性现金净流入量	-1.52	6.03	10.33
EBITDA	0.47	0.38	1.46
资产负债率[%]	31.65	32.14	32.24
长短期债务比[%]	275.73	120.81	62.33
营业利润率[%]	10.15	5.25	19.34
短期刚性债务现金覆盖率[%]	37.86	3.34	43.00
营业收入现金率[%]	98.40	103.04	73.95
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.59	16.46	41.68
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.24	1.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.07

注：发行人数据根据太原经开经审计的2017-2019年财务报表数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
 龚春云 gcy@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”）对太原经济技术开发区总公司（简称“太原经开”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的14太原经开债的跟踪评级反映了2019年以来太原经开在外部环境和负债经营程度等方面保持优势，同时也反映了公司在未来业务来源保障及资产流动性等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**山西省整合成立山西转型综改示范区，经开区作为其八大开发区中规模最大、发展最快的开发区，在山西转型综改示范区中地位突出。跟踪期内，山西转型综改示范区经济快速增长，能够为太原经开提供较好的外部环境。
- **负债经营程度较低。**跟踪期内，太原经开所有者权益保持相对较大规模，负债经营程度仍较低。

主要风险：

- **未来业务不确定。**跟踪期内，经开区尚处于山西转型综改示范区整合阶段，太原经开未来业务有一定不确定性。
- **短期债务压力。**跟踪期内，太原经开存量资金仍较少，短期债务有一定偿付压力。
- **资产流动性较弱。**跟踪期内，太原经开资金主要沉淀于存货和在建工程，易变现资产少。



➤ 未来展望

通过对太原经开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很强，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



2014 年太原经济技术开发区总公司企业债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年太原经济技术开发区总公司企业债券（简称“14 太原经开债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据太原经开提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对太原经开的财务状况、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 2014 年 4 月 24 日发行了人民币 7.00 亿元的企业债券，期限 7 年。本期债券票面利率 7.43%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。14 太原经开债设计本金提前偿还条款，即自存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

截至 2020 年 5 月末，该公司已发行的债券为 14 太原经开债，还本付息情况正常，待偿还债券本金为 1.40 亿元。14 太原经开债募集资金主要用于孵化基地 1-5 号楼工程，募集资金已全部使用完毕。截至 2019 年末，孵化基地 1-5 号楼可出租面积为 27.88 万平方米，已出租面积 25.22 万平方米，已实现出租收入 0.54 亿元。

图表 1. 2019 年末募投项目情况明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	已投资	已使用募集资金	建设内容	项目进程
孵化基地 1 号楼	8.71	29.66	7.00	自主创新科技孵化中心及其他配套附属功能等	已完成竣工验收，尚未完成决算审计
孵化基地 2 号楼	1.15			自主创新及高新成果展示厅、具有地方特色的文化、艺术产品及成果展示厅、专家或艺术家创作室等	已完成竣工验收，尚未完成决算审计
孵化基地 3 号楼	6.38			培训室、教室、研讨室、图书阅览室、会议室、健身活动室及其他配套附属功能等	已完成竣工验收，尚未完成决算审计
孵化基地 4 号楼	14.61			高新技术研发中心及其他配套附属功能等	已完成竣工验收，尚未完成决算审计
孵化基地 5 号楼	4.57			国际化大型企业科技研发基地及其他配套附属功能等	已完成竣工验收，尚未完成决算审计

资料来源：太原经开

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，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。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019年末，我国城镇化率为60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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 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。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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，依法依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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，太原市经济发展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。太原经开区作为山西转型综改示范区内八大开发区中规模最大、发展最快的开发区，能得到山西省政府多方面的支持，未来发展前景向好。

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）。

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。2019年，太原市传统产业增加值同比增长2.1%。

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。2019年，太原市实现地区生产总值4028.51亿元，同比增长6.6%。从三次产业看，太原市三次产业增加值同比分别增长2.1%、5.9%和7.1%，分别拉动地区生产总值增长0.02、2.25和4.33个百分点。2019年全市第三产业实现增加值2467.39亿元，占地区生产总值的比重为61.2%，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。2019年，太原市共接待入境游客25.80万人次，同比增长8.0%；国内游客9626.59万人次，同比增长18.9%；实现旅游总收入1171.83亿元，同比增长17.7%。

图表 2. 2017 年以来太原市主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	3382.18	7.5	3884.48	9.2	4028.51	6.6
规模以上工业增加值（亿元）	631.23	9.0	--	10.8	--	4.5
固定资产投资（亿元）	964.86 ²	6.8	1217.82	26.2	--	10.2
社会消费品零售总额（亿元）	1767.82	6.1	1811.90	8.1	1952.81	7.8
进出口总额	915.25	4.1	1086.29	18.7	1119.56	3.1

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趋势显现，工业结构进一步优化。2019年全市规模以上工业增加值同比增长4.5%，增速较上年下降6.3个百分点，主要系钢铁行业增速大幅下滑所致；其中，非传统产业规模以上工业增加值较上年增长17.8%。在非传统产业中，装备制造业贡献显著，2019年太原市装备制造业规模以上工业增加值较上年增长8.6%，占规模以上工业增加值的比重为29.9%，对规模以上工业增加值增长的贡献率为55.7%。

2019年，太原市固定资产投资同比增长10.2%，增速较上年下降16.0个百分点，主要系工业投资和第三产业投资增速下滑所致。从具体投资构成看，2019年第二产业投资同比增长20.0%，其中工业投资同比增长19.4%，较上年下降33.7个百分点；第三产业投资同比增长8.0%，增速较上年下降14.3个百分点，但房地产开发投资增长较快，当年房地产开发投资同比增长31.3%，拉动全市投资增长13.7个百分点。

2019年，太原市土地市场表现仍较活跃，全市土地出让总面积为1045.33万平方米，同比增长11.30%，其中住宅用地成交面积同比增长24.22%至503.33万平方米，商业/办公用地成交面积同比显著增长294.08%至152.31万平方米；但住宅用地和商业/办公用地出让均价均有所下滑，其中商业/办公用地出让均价同比大幅下降36.19%至0.56万元/平方米。受上述因素综合影响，当年全市实现土地出让总价515.67亿元，同比增长23.01%。

图表 3. 2017-2019 年太原市土地市场出让情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让面积（万平方米）	659.59	939.16	1045.33
其中：住宅用地	326.45	405.19	503.33
商业/办公用地	102.59	38.65	152.31

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。

指标	2017年	2018年	2019年
工业用地	217.73	431.10	328.16
其它用地	12.83	64.22	61.53
土地出让总价（亿元）	291.91	419.21	515.67
其中：住宅用地	240.39	357.34	409.27
商业/办公用地	40.20	33.74	84.85
工业用地	6.68	21.66	14.45
其它用地	4.64	6.48	7.11
土地出让均价（元/平方米）	4425.63	4463.71	4933.10
其中：住宅用地	7363.93	8819.01	8131.27
商业/办公用地	3918.39	8729.30	5570.41
工业用地	306.65	502.35	440.37
其它用地	3620.60	1009.53	1155.03

资料来源：CREIS 中指数据

太原经济技术开发区（以下简称“经开区”）成立于1992年6月，同年11月经山西省人民政府批准为省级经济技术开发区，2001年6月经国务院颁布的《国务院办公厅关于山西太原经济技术开发区的复函》（国办函[2001]33号）文件批准为国家级经济技术开发区。根据山西省委省政府2016年12月17日印发的《关于建设山西转型综改示范区的实施方案》（以下简称“《方案》”）（晋发[2016]51号）文件精神，将太原都市区内的8个主要开发区整合成转型综合改革示范区，建设山西转型综改示范区（以下简称“综改区”），实施体制机制创新和配套措施改革，形成体制优势、创新优势、规模优势、产业优势、环境优势。2017年2月25日，综改区工作委员会、综改区管理委员会（以下简称“综改区管委会”）正式成立，由太原都市区内的太原高新技术产业开发区、经开区、太原武宿综合保税区、晋中经济技术开发区等4个国家级开发区，太原工业园区、山西榆次工业园区、山西科技创新城等3个省级开发区以及山西大学城，共8个产学研园区整合而成，并向南、向北建立扩展区，总规划面积约600平方公里。

整合后的综改区从空间上分为3大片区。北部阳曲产业园区，规划面积约104平方公里，其中，原太原工业园区基础区约3平方公里；在阳曲县的扩展区约101平方公里，重点布局新材料、节能环保、绿色食品、文化旅游、健康休闲等产业。中部产业整合区，包括除原太原工业园区外的7个现状园区，规划面积约140平方公里。其中，学府产业园区（原太原高新区）约8平方公里；唐槐产业园区（原经开区）约25平方公里；武宿综合保税区约3平方公里；科技创新城约20平方公里；晋中汇通产业园区（含中鼎物流园）约49平方公里；晋中新能源汽车园区约9平方公里；大学城产业园区约28平方公里。主要是对现有比较成熟的产学研体系以及城市功能进行提档升级，重点布局大数据、物联网、电子信息、高端装备、生物医药、绿色食品、文化创意、跨境电子商务、保税物流、科技研发等产业。南部潇河产业园区，规划面积约343平方公里。其中，太原约205平方公里；晋中约138平方公里，是示范区建设的主战场。重点布局新一代信息技术、先进制造、新能源、新材料、生物医药、节能环保等产业。

2019年，综改区完成地区生产总值524.76亿元，同比增长10.4%；完成固定资产投资222.38亿元，同比增长43.77%。对外贸易方面，2019年全区进出口总额为790.86亿元，同比增长2.67%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司营业收入大幅增长，仍主要来源于土地整理业务。公司项目建设投入资金较大，资金回笼相对滞后，但受综改区整合，公司基本无新增项目，现阶段公司后续项目投资不大，资金压力较小。

该公司是经开区开发建设主体，主要从事园区内土地整理业务、工程建设以及少量的房屋租赁、物业管理等业务。2019年公司实现营业收入6.31亿元，同比大幅增长83.60%，主要系土地整理业务收入大幅增加所致。从收入构成来看，2019年公司实现土地整理收入5.59亿元，占当年营业收入的88.65%；此外，公司其他业务收入较少，由房屋租赁及物业管理业务收入构成，合计0.72亿元，占主营业务收入的11.35%。2019年公司实现毛利1.38亿元，其中土地整理业务仍是公司最主要的毛利来源，当年实现毛利1.01亿元，占公司营业毛利的73.15%；其他业务实现毛利0.37亿元，占营业毛利的26.85%，其他业务毛利较上年增长主要是孵化基地项目出租面积增加、租户入驻率上升所致。

图表4. 2017-2019年公司营业收入及毛利情况³（单位：万元、%）

类别	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入合计	31666.63	100.00	34370.32	100.00	63104.37	100.00
土地整理业务	29221.36	92.28	31746.81	92.37	55944.40	88.65
房屋租赁业务	2302.86	7.27	2604.69	7.58	6634.15	10.51
物业管理业务	142.41	0.45	18.82	0.05	525.82	0.83
营业毛利合计	6869.04	100.00	5185.90	100.00	13765.84	100.00
土地整理业务	5295.29	77.09	5768.89	111.24	10069.99	73.15
房屋租赁业务	1458.31	21.23	-590.60	-11.39	3288.16	23.89
物业管理业务	115.44	1.68	7.61	0.15	407.69	2.96

资料来源：太原经开

（1）土地整理业务

根据太原经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）《关于授权太原经济技术开发总公司土地开发整理职能的意见》（并经管发[2008]200号），该公司被授权代表经开区管委会承担政府收储土地的前期开发整理职能，并获得土地出让的有关收益。公司开发整理的土地经“招、拍、挂”后，太原经开区财政按规定扣除国土部门相关出让规费、土地开发资金等以后，按照当期获取的土地出让金的70%左右返还给公司作为其土地整理业务收入，但2017年后公司土地整理业务已不再采用该模式。2016年公司新设全资子公司太原经开汾东房地产开发有限公司（以下简称“汾东房产”）开展园区内圪塔营、化章堡两村的土地整理项目，采用政府购买服务方式。经开区管委会委

³ 下表中合计数若与各分项加总数差0.01，主要系四舍五入造成。

托汾东房产进行上述两村的土地整理，在购买服务期内按照项目总投资本金回收计划支付购买服务款⁴，即建设期支付汾东房地产实际总投资本金中的自有资本金、本年度购买服务管理费及财务费用，经营期年度支付款项为建设期后总资本金余额分年等额支付部分、本年度购买服务管理费及财务费用，同时公司按上述模式每年度确认收入。综改区管委会成立后，公司项目回款由其拨付。

圪塔营村土地整理项目分为一期和二期，包括整村既有建筑的拆迁和土地整理，其中一期计划总投资 7.41 亿元，项目购买服务款总额为 9.03 亿元，购买服务期 9 年（1 年建设期，8 年经营期），于 2016 年开工；二期计划总投资 5.61 亿元，项目购买服务款总额为 6.90 亿元，购买服务期 5 年（1 年建设期，4 年经营期），于 2017 年开工。截至 2019 年末，圪塔营村土地整理项目已完工，累计投资 16.55 亿元⁵。截至 2019 年末该项目实现收入 4.45 亿元，结转成本 3.64 亿元，其中 2019 年该项目实现收入 0.93 亿元，结转成本 0.76 亿元。化章堡村土地整理项目亦分为一期和二期，包括整村既有建筑的拆迁和土地整理，其中一期计划总投资 7.43 亿元，项目购买服务款总额为 9.05 亿元，购买服务期 9 年（1 年建设期，8 年经营期），于 2016 年开工；二期计划总投资 4.84 亿元，项目购买服务款总额为 5.94 亿元，购买服务期 5 年（1 年建设期，4 年经营期），于 2017 年开工。截至 2019 年末，化章堡村土地整理项目已完工，累计投资 12.13 亿元。截至 2019 年末该项目实现收入 10.35 亿元，结转成本 8.46 亿元，其中 2019 年该项目实现收入 4.67 亿元，结转成本 3.83 亿元。2019 年公司结转土地整理业务收入 5.59 亿元⁶，收到的土地款回款金额为 1.77 亿元。截至 2019 年末，圪塔营村和化章堡村的土地整理项目已收到政府购买服务款 10.62 亿元，为支付计划 13.17 亿元的 80.64%，均未能按计划全额支付，土地整理业务回款偏缓。

图 5. 圪塔营村、化章堡村土地整理项目一期购买服务款支付计划表（单位：亿元）

年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计
圪塔营村土地整理一期项目购买服务款	1.58	1.04	1.00	0.95	0.91	0.87	0.83	0.79	0.74	0.32	9.03
化章堡村土地整理一期项目购买服务款	1.60	1.04	1.00	0.95	0.91	0.87	0.83	0.79	0.74	0.32	9.05
合计	3.18	2.08	2.00	1.90	1.82	1.74	1.66	1.58	1.48	0.64	18.08

资料来源：太原经开

图 6. 圪塔营村、化章堡村土地整理项目二期购买服务款支付计划表（单位：亿元）

年数	1	2	3	4	5	合计
圪塔营村土地整理二期项目购买服务款	2.10	1.77	1.61	0.74	0.67	6.90
化章堡村土地整理二期项目购买服务款	1.81	1.52	1.39	0.64	0.58	5.94
合计	3.91	3.29	3.00	1.38	1.25	12.84

资料来源：太原经开

⁴ 购买服务款包括项目总投资、购买服务管理费及财务费用。其中购买服务管理费=（受托方年初项目总投资本金余额+本年度投资额）×1%，逐年提取，如委托方提前还款，费率由双方协商适时增加；财务费用暂按年利率 5.05% 进行估算，项目实施过程中据实计算。

⁵ 圪塔营村土地整理项目累计已投资超过购买服务款总额的部分由财政承担。

⁶ 2019 年该公司结转收入的土地整理项目包括圪塔营一期土地整理项目、化章堡村的一期和二期土地整理项目。

杨庄拆迁项目⁷总投资 13.39 亿元，该项目采用 BT 模式建设，项目计划工期为 2015 年 7 月至 2017 年 12 月，该项目已完工，累计投资 8.67 亿元。未来，杨庄拆迁项目回款将由经开区管委会按照 BT 项目协议提供资金，截至 2019 年末已收到政府回款 3.06 亿元。

(2) 其他业务

工程建设业务方面⁸，园区孵化基地项目是本期债券的募投项目，2019 年园区孵化基地 1-5 号楼均已完成竣工验收，尚未完成审计决算。该项目计划总投资 20.80 亿元，累计投资 29.66 亿元⁹，通过出租逐步实现投资回款，回收期长。

物业租赁业务方面，2019 年该公司可租赁房产主要为办公和商业用房，具体包括梧桐大厦、孵化基地（1-5 号楼）、金枫会议中心、综合楼、中小园区（城改办）、蒙牛厂房 6 座房产物业、停车位和会议室租赁等。截至 2019 年末，公司可租赁面积共计 36.43 万平方米，实际已出租面积为 33.62 万平方米，出租率为 92.28%，较上年大幅上升 54.98 个百分点，主要系 2018 年完工的孵化基地（1-5 号楼）于 2019 年实现大规模租赁，当年出租面积大幅增加所致。2019 年公司房产出租对象主要为经开区管委会、国网山西省电力公司、工商银行股份有限公司太原经济技术开发区支行、山西碧桂园房地产开发有限公司、山西三合盛节能环保技术股份有限公司、中国银行股份有限公司太原经济技术开发区支行、山西省设备安装集团有限公司、山西琦安人力资源管理有限公司和蒙牛集团等，当年公司房屋租赁收入为 0.66 亿元¹⁰，较上年大幅增加 0.40 亿元，主要系公司新增物业出租规模上升所致。

此外，该公司还从事物业管理业务，是对公司所持物业进行物业管理，2019 年实现物业管理收入 52.58 万元，较上年显著增加 50.70 万元，主要是公司的物业资产出租率大幅上升所致。

管理

跟踪期内，该公司经营范围发生变更。公司在产权状况、治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

截至 2019 年末，该公司注册资本仍为 15.89 亿元，由经开区管委会和中国农发重点建设基金建设有限公司（以下简称“农发基金”）分别持股 98.74%和 1.26%，公司实际控制人为经开区管委会。跟踪期内，公司经营范围新增代收水电费业务。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。

⁷ 杨庄拆迁项目土地整理部分已于 2015 年完工，根据经开区管委会最新规划，该项目基础设施建设部分将委托外部房地产开发企业进行建设，近年该项目发生的投资支出实际为对村民的安置费等过渡费用和资本化利息。

⁸ 综改区处于成立初期，其相关建设尚处于规划之中，故该公司未来拟建工程建设项目暂未确定。

⁹ 该项目实际投资超过计划投资。

¹⁰ 2019 年，该公司将孵化基地 2 号楼和 3 号楼整租给政府部门，面积合计 74430.88 平方米，因租赁给政府部门，不确认租赁收入，后续会申请租赁补贴。2019 年实际收到租赁补贴约 450 万元，尚有部分未收回，预计 2020 年可收到租赁补贴约 4000 万元。

根据该公司提供的本部及子公司太原经开汾东房地产开发有限公司 2020 年 4 月 7 日的《企业信用报告》，自发行 14 太原经开债以来，公司无银行信贷违约、迟付利息等重大情况。根据 2020 年 6 月 10 日的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，公司无异常记录。

财务

跟踪期内，该公司毛利仍主要来源于土地整理业务，但房屋租赁业务扭亏为盈，整体盈利能力有所提升。公司刚性债务有所下降，负债经营程度仍维持在较低水平。但公司现金存量较少，面临一定的即期债务偿付压力。公司资金主要沉淀于存货和在建工程，资产流动性较弱。

1. 公司财务质量

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司仍共 2 家，较上年末无变化。

(1) 债务分析

2019 年，该公司主要通过往来款支持来满足项目建设资金以及偿还债务需要，年末负债总额为 34.68 亿元，较上年末略增 1.87%。当年末公司资产负债率为 32.24%，较上年末上升 0.10 个百分点，负债经营程度仍维持在较低水平。从负债结构来看，2019 年末公司长短期债务比为 62.33%，较上年末显著下降 58.48 个百分点，主要系部分长期债务即将到期转入一年内到期的非流动负债，以及其他应付款中往来款大幅增加所致。当年末公司刚性债务为 18.55 亿元，较上年末减少 5.45 亿元，主要由长期借款（包括一年内到期的长期借款）、应付债券和应付利息构成，其中长期借款余额 11.91 亿元，主要为质押借款 11.36 亿元，长期借款较上年末下降 24.71%，主要系当年 3.69 亿元债务即将到期转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券余额为 1.40 亿元，为 2014 年 4 月发行的 7 年期 14 太原经开债余额，较上年末减少 50.00%，主要系按照该债券提前偿还条款，1.40 亿元应付债券转至一年内到期的非流动负债科目。

受部分债务即将到期以及应付往来款增加影响，该公司流动负债余额显著增长，2019 年末为 21.36 亿元，较上年末增长 38.56%，主要由其他应付款¹¹、一年内到期的非流动负债和预收账款构成。其中，其他应付款余额为 12.41 亿元，主要为应付山西转型综改示范区成果转化有限公司¹²（以下简称“示范区成果转化公司”）借款 6.36 亿元、太原领恒房地产开发有限公司（以下简称“领恒房开”）土地保证金¹³2.00 亿元、山西转型综合

¹¹ 不含应付利息，下同。

¹² 山西转型综改示范区成果转化有限公司原名太原高新区建设投资有限公司，成立于 2003 年 5 月，注册资本 26.73 亿元，示范区投控集团为其唯一股东。公司主要从事土地开发、基础设施的投资、项目开发、房屋出租等业务。

¹³ 综改区管委会与领恒房开签订合作开发协议，协商由该公司缴纳保证金，待安置房工程开工后返还。

改革示范区管理委员会财政管理运营部（以下简称“综改管委会财管部”）往来款 1.87 亿元和山西转型综合改革示范区投资开发控股集团有限公司¹⁴（以下简称“示范区投控集团”）往来款 0.98 亿元，当年末其他应付款余额较上年末大幅增长 43.00%，主要系新增应付领恒房开和综改管委会财管部相关款项，以及应付示范区成果转化公司借款增加所致；一年内到期非流动负债余额为 5.09 亿元，与上年末持平，包括一年内到期的长期借款 3.69 亿元和一年内到期的应付债券 1.40 亿元；预收账款余额 1.90 亿元，较上年末增加 1.89 亿元，全部为预收示范区成果转化公司房租¹⁵1.90 亿元。此外，同期末应交税费 1.75 亿元，较上年末增长 34.97%，主要为应交的增值税、企业所得税和城市维护建设税增加以及新增房产税所致。

2015 年 8 月，该公司为山西晋能千禧置业有限公司（以下简称“晋能千禧”）向深圳平安大华汇通财富管理有限公司（以下简称“平安大华公司”）借款 2.30 亿元提供连带保，因晋能千禧未能如期全额偿还本息，平安大华公司向法院提起诉讼，诉晋能千禧及公司等担保人偿还相关借款本金及逾期的罚息。根据 2019 年 8 月 25 日广东省深圳市中级人民法院执行裁定书（（2019）粤 03 执 253 号之一），该案件的当事人之间自愿达成执行和解，被执行人已经依和解协议履行完毕，该案件已依法执行结案，解除了对包括晋能千禧、公司在内的被执行人名下财产采取的查封、冻结措施。截至 2019 年末，公司对外担保余额为 2.00 亿元，仍系公司对太原晨煜置业发展有限公司（以下简称“晨煜置业”）的担保，担保期限为 2016 年 1 月 27 日至 2021 年 1 月 26 日，年末公司担保比率为 2.74%。截至 2019 年末，晨煜置业注册资本和实收资本仍均为 6.57 亿元，由示范区投控集团持股 100%，最终控制人为综改区资管中心。晨煜置业经营范围为以企业自有资金进行项目投资（不含金融业务）；道路工程施工、管理、服务；房地产开发经营；房屋租赁及配套服务；土地整理。目前晨煜置业经营正常。

2. 公司偿债能力

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流主要反映土地整理等业务的现金收支及与其他单位的往来款。2019 年，公司收到土地整理业务部分回款和租赁物业业务预收到成果转化公司 1.90 亿元租金等，其他单位的往来款净收入，同时化章堡和圪塔营两村土地整理项目完工，建设资金投入大幅下降，受上述因素综合影响，经营活动现金流净流入额为 10.33 亿元，净流入量同比增长 71.46%。当年公司营业收入现金率为 73.95%，同比下降 29.09 个百分点，公司主业获现能力有所减弱。同期，受公司孵化基地项目工程的借款利息和内部装修等投入 1.05 亿元，以及公司增加对太原经浦企业管理服务中心（有限合伙）（以下简称“经浦企管中心”）的投资 1.00 亿元影响，投资活动现金净流出 1.46 亿元。2019 年公司无新增融资，仅偿付债务本息支付现金 6.74 亿元，当期筹资活动现金净流出 6.74 亿元，公司主要通过往来借款来支持经营性及投资性资金需求。

¹⁴ 示范区投控集团原名山西综改示范区投资开发控股集团有限公司，成立于 2016 年 8 月，注册资本 100 亿元，山西转型综合改革示范区资产经营管理服务中心（以下简称“综改区资管中心”）持有其 100% 的股权，主要从事基础设施开发、企业管理服务、房屋租赁、物业管理等业务。

¹⁵ 示范区成果转化公司计划租赁该公司孵化基地 1-5 号楼运营，租赁期为 2020 年 1 月至 2020 年 12 月，因涉及较多租户合同变更，因此又取消租赁，示范区成果转化公司已将该笔预收房租款于 2019 年末调整至其他应收款科目，公司将于 2020 年 3 月末调整至其他应付款科目。

2019年，该公司EBITDA为1.46亿元，同比大幅增加1.08亿元，主要系利润总额大幅增长所致。当年EBITDA对利息支出的保障程度尚可，但由于刚性债务规模相对较大，故EBITDA对刚性债务和利息支出的保障程度弱，2019年公司EBITDA对利息支出和刚性债务的比率分别为1.02倍和0.07倍。得益于主营业务回款和往来款支持，公司经营净现金流呈净流入，可对到期债务偿付提供一定保障，2019年经营性现金净流入量与刚性债务和负债总额的比率分别为55.70%和29.79%。

(3) 资产质量分析

2019年，受益于子公司汾东房产净资产增加，该公司少数股东权益增加，公司年末所有者权益为72.89亿元，较上年末略增1.40%。其中，实收资本及资本公积合计占比84.65%，资本稳定性较高。

截至2019年末，该公司资产总额为107.57亿元，较上年末略增1.55%。当年末公司资产仍以流动资产为主，占总资产的比重为64.21%。从具体构成看，2019年末公司资产主要由存货和在建工程构成，两者分别占资产总额的50.99%和27.58%。其中，存货余额为54.85亿元，主要系尚未办理土地使用权证的土地资产34.01亿元、化章堡和圪塔营两村土地整理项目开发成本12.16亿元以及杨庄城中村改造项目开发成本8.67亿元，较上年末下降4.83%，主要是化章堡和圪塔营两村土地整理项目部分地块实现收入所致；在建工程余额为29.66亿元，全部为在建的孵化基地项目，较上年末增长4.43%，主要系该项目尚未完成审计决算，资本化利息金额和内部装修工程仍计入在建工程所致。此外，当年末公司货币资金余额为2.25亿元，较上年末增加2.07亿元，主要系公司以前年度对外担保的企业晋能千禧违约，2018年公司相关账户被冻结，2019年晋能千禧违约事件已处理完毕，公司银行账户正常使用；应收账款余额为3.81亿元，较上年末增长0.60%，主要是应收综改区管委会项目款3.19亿元；其他应收款余额为8.14亿元，较上年末增长8.19%，主要是与太原市经济开发区财政局（以下简称“区财政局”）的往来款6.24亿元和晨煜置业往来款1.25亿元，账龄均在5年以内；山西转型综改示范区建设投资开发有限公司借款0.26亿元，账龄在1年以内。固定资产余额2.84亿元，较上年末下降14.58%，主要系综改区管委会收回公司创隆地块¹⁶所致；其他非流动资产余额3.93亿元，系公司对经浦企管中心的投资，较上年末增长34.19%，主要系对经浦企管中心的投资增加所致。

(4) 流动性/短期因素

截至2019年末，该公司受限资产余额为12.19亿元，占总资产的11.33%，其中在建工程受限余额为9.01亿，为孵化基地4#楼的土地及地上建筑物，系为山西晋能移动能源有限公司和山西转型综改示范区股权投资有限公司提供诉前保全担保¹⁷；应收账款受限余额为3.19亿元，系应收综改区管委会的工程款。此外，公司还以委托代建和政府购买服务合同项下的应收账款14.83亿元用于银行借款质押。

¹⁶ 根据综改区管委会会议纪要，为进一步完善园区配套功能，同意收回该公司取得的创隆地块国有土地使用权，收回补偿价格为5827.13万元，补偿款已全部收回。

¹⁷ 根据山西转型综合改革示范区资产经营管理服务中心文件（晋综示财资【2020】3号），同意该公司为上述两家公司提供诉前保全担保。

2019 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 323.32% 和 66.46%，由于流动性较弱的存货占比较高，公司资产变现易受项目进度及政府支付项目回购款及时程度的影响较大。同期末，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 10.54% 和 43.00%，公司短期债务偿付能力一般。

3. 公司盈利能力

2019 年，该公司实现毛利 1.38 亿元，同比增加 0.86 亿元，主要系当年土地整理收入增加以及房屋租赁出租率大幅增加使得租赁毛利大幅增加所致；当年公司毛利率为 21.81%，较上年上升 6.73 个百分点，主要系租赁收入增加，其毛利率扭亏为盈所致。同期，公司期间费用仍由管理费用和财务费用构成，其中财务费用为 0.07 亿元，同比增长 43.56%，主要系本期因经营性需要，费用化利息增加所致；管理费用为 0.18 亿元，同比下降 22.38%。2019 年公司期间费用为 0.26 亿元，期间费用率为 4.05%，公司期间费用控制较好。同期，公司获得政府补助 0.03 亿元，实现净利润 1.00 亿元，同比增加 0.97 亿元，主要系当年营业毛利增加所致。其中，归属于母公司所有者的净利润为 0.45 亿元，扭亏为盈。2019 年，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 1.39% 和 1.24%，分别较上年上升 1.34 个百分点和 1.02 个百分点，但资产获利能力仍较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司营业收入大幅增长，仍主要来源于土地整理业务。公司项目往期建设投入资金较大，资金回笼相对滞后，但受综改区整合，公司基本无新增项目，现阶段公司后续项目投资不大，资金压力较小。公司毛利仍主要来源于土地整理业务，但房屋租赁业务扭亏为盈，整体盈利能力有所提升。公司刚性债务有所下降，负债经营程度仍维持在较低水平。但公司现金存量较少，面临一定的即期债务偿付压力。公司资金主要沉淀于存货和在建工程，资产流动性较弱。

2. 外部支持因素

该公司作为经开区基础设施投建主体，得到了政府在业务方面的大力支持，跟踪期内公司主要进行的化章堡村和圪塔村土地整理项目的投资支出，均由政府以购买服务资金支付。

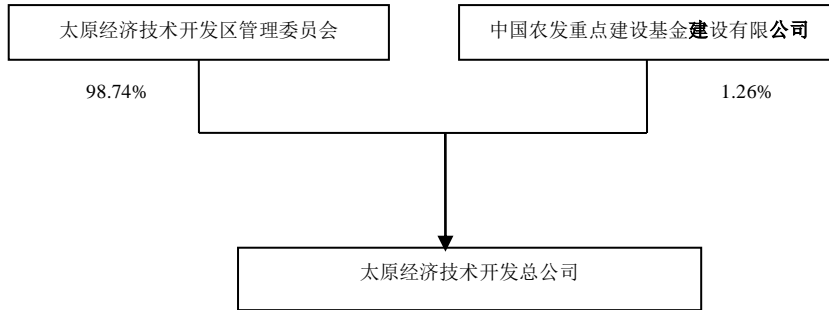
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司营业收入大幅增长，仍主要来源于土地整理业务。公司项目往期建设投入资金较大，资金回笼相对滞后，但受综改区整合，公司基本无新增项目，现阶段公司后续项目投资不大，资金压力较小。公司毛利仍主要来源于土地整理业务，但房屋租赁业务扭亏为盈，整体盈利能力有所提升。公司刚性债务有所下降，负债经营程度

仍维持在较低水平。但公司现金存量较少，面临一定的即期债务偿付压力。公司资金主要沉淀于存货和在建工程，资产流动性较弱。

附录一：

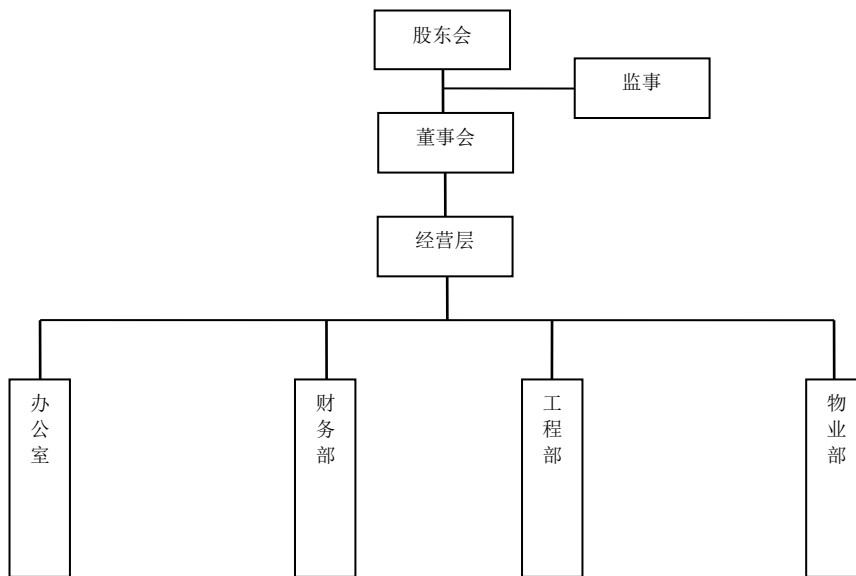
公司股权结构图



注：根据太原经开提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据太原经开提供的资料绘制（截至 2019 年末）

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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	105.12	105.93	107.57
货币资金 [亿元]	1.28	0.18	2.25
刚性债务[亿元]	27.80	24.00	18.55
所有者权益 [亿元]	71.85	71.89	72.89
营业收入[亿元]	3.17	3.44	6.31
净利润 [亿元]	0.19	0.04	1.00
EBITDA[亿元]	0.47	0.38	1.46
经营性现金净流入量[亿元]	-1.52	6.03	10.33
投资性现金净流入量[亿元]	-1.84	-1.76	-1.46
资产负债率[%]	31.65	32.14	32.24
长短期债务比[%]	275.73	120.81	62.33
权益资本与刚性债务比率[%]	258.48	299.53	392.98
流动比率[%]	794.01	448.36	323.32
速动比率[%]	132.23	74.52	66.46
现金比率[%]	14.46	1.16	10.54
短期刚性债务现金覆盖率[%]	37.86	3.34	43.00
利息保障倍数[倍]	0.22	0.15	0.93
有形净值债务率[%]	46.31	47.35	47.57
担保比率[%]	2.78	2.78	2.74
毛利率[%]	21.69	15.09	21.81
营业利润率[%]	10.15	5.25	19.34
总资产报酬率[%]	0.31	0.22	1.24
净资产收益率[%]	0.27	0.05	1.39
净资产收益率*[%]	-0.15	-0.41	0.65
营业收入现金率[%]	98.40	103.04	73.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.76	49.65	56.18
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.69	23.27	48.56
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-50.35	35.13	48.22
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.59	16.46	41.68
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.24	1.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.07

注：表中数据依据太原经开经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初刚性债务合计+期末刚性债务合计]/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年12月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。