

2014 年太原市国有投资控股有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【532】号 01

债券简称：14 并国投债
/PR 并国投

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2021 年
03 月 19 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期第
3-7 年每年分别偿还本
金的 20%

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2014 年太原市国有投资控股有限公司¹公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA+ | AA+ |
| 发行主体长期信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2020 年 06 月 24 日 | 2019 年 06 月 24 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对太原国有投资集团有限公司（以下简称“太原国投”或“公司”）及其 2014 年 3 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到太原市具备较好的资源优势及工业基础，2019 年经济继续保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司城中村改造业务未来收入仍较有保障。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，在建及拟建项目尚需资金较多，面临较大资金压力，有息债务规模较大且偿债指标表现较弱，面临较大的短期债务压力等风险因素。

正面：

- 太原市具备较好的资源优势及工业基础，2019 年经济继续保持增长，为公司发展提供了良好基础。太原为山西省省会，地处山西省北部，区位优势明显，区域内煤炭、铁矿等资源储量丰富，工业发展主要以能源、原材料为主，2019 年太原市实现地区生产总值 4,028.51 亿元，同比增长 6.6%，区域经济继续增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司是太原市内从事基础设施建设和城中村改造项目开发的主体之一，城中村改造业务未来收入仍较有保障。截至 2019 年末，公司城中村改造房产项目尚待结转的预收款仍较多，未来收入来源较有保障；且目前在建项目已投资规模较大，未

¹ 2015 年 1 月，公司名称由“太原市国有投资控股有限公司”变更为“太原国有投资集团有限公司”。

来该业务仍有一定持续性。

关注：

- **公司资产以存货及应收款项为主，整体资产流动性偏弱。**2019 年末公司资产中存货及应收款项金额分别为 121.68 亿元和 102.62 亿元，合计占总资产的比重为 52.83%，应收款项回收时间较不确定，且部分已用于质押借款而使用受限，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司面临较大的资金压力。**近年公司经营活动现金流净额表现较差，2019 年净流出 9.79 亿元，截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资 175.21 亿元，已投资 102.01 亿元，尚需投资 73.20 亿元，且自营项目较多，未来存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大且偿债指标表现较弱，面临较大的短期债务压力。**截至 2019 年末，公司有息债务为 210.31 亿元，规模呈增长趋势，其中短期有息债务大幅上升至 106.19 亿元，2019 年末公司现金短期债务比仅 0.29，2019 年 EBITDA 利息保障倍数仅 0.12，公司面临较大的短期债务压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 4,245,295.45 | 4,095,816.16 | 3,820,556.07 |
| 所有者权益合计 | 1,655,920.32 | 1,573,085.54 | 1,663,352.74 |
| 有息债务 | 2,103,146.53 | 1,883,729.78 | 1,765,798.22 |
| 资产负债率 | 60.99% | 61.59% | 56.46% |
| 现金短期债务比 | 0.29 | 2.07 | 2.56 |
| 营业收入 | 170,236.49 | 230,691.80 | 127,414.55 |
| 营业外收入 | 80.36 | 95.26 | 24,917.07 |
| 利润总额 | 11,205.91 | 14,579.97 | 33,535.28 |
| 综合毛利率 | 13.06% | 10.24% | 12.54% |
| EBITDA | 12,042.98 | 15,246.46 | 34,276.41 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.12 | 0.13 | 0.53 |
| 经营活动现金流净额 | -97,940.30 | -61,591.03 | -530,868.06 |
| 收现比 | 0.59 | 1.40 | 1.55 |

资料来源：公司 2017 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年3月19日发行20亿元公司债券，票面利率为7.2%，2016年2月26日，公司发布《关于拟变更“14并国投债”募集资金用途的第二次公告》，变更募集资金用途为：长风西大街棚户区改造新建回迁安置小区项目、蒙山大街（滨河西路至旧晋祠路）道路工程、冶峪南北街道路工程和晋阳湖周边环境综合整治项目工程等项目。截至2020年6月15日，本期债券募集资金专户余额为22.07万元。

二、发行主体概况

2019年公司股东太原市财政局向公司货币增资9.05亿元。截至2019年末，公司注册资本及实收资本均增至22.46亿元，控股股东仍为太原市财政局，持股比例100%，实际控制人为太原市人民政府。

2019年公司新聘任刘冰担任公司董事、副总经理，公司董事会成员由六人变更为七人。

2019年，公司新纳入合并范围内的子公司2家，具体见表1，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共9家。

表1 跟踪期内新增纳入合并范围的子公司情况

| 子公司全称 | 持股比例 | 业务性质 | 纳入合并原因 |
|-----------------|------|-----------------|--------|
| 太原新时代体育发展有限公司 | 100% | 体育文化发展 | 设立 |
| 太原国投新时代体育养老有限公司 | 100% | 食品经营、家政服务、物业管理等 | 设立 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新

兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国

家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号),从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引,并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,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;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围,地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情,债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排,开辟债券发行“绿色通道”,支持参与疫情防控企业债券发行,城投公司作为地方基础设施建设主体,在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作,城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

太原市具备较好的资源优势及工业基础,2019年经济继续保持增长,但工业增长及投资增速放缓,致使经济增速有所下降

太原为山西省省会,地处山西省北部,区位优势明显。山西省煤炭储量丰富,而且煤种齐全,包括焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤、气煤、无烟煤等,煤炭储量居全省第七位。铁矿储量亦较为丰富,且分布较广。2019年太原市经济继续保持增长,实现地区生产总值4,028.51亿元,按可比价格计算,同比增长6.6%,其中,第一产业实现增加值42.48亿元,同比增长2.1%;第二产业实现增加值1,518.64亿元,同比增长5.9%;第三产业实现增加值2,467.39亿元,同比增长7.1%,第二、第三产业仍是太原市经济发展的重要支柱。三次产业比重由2018年的1.1:7.0:61.9调整为1.1:37.7:61.2,2019年三大产业分别拉动经济增长0.02、2.25和4.33个百分点。

表2 太原市主要经济指标及增长速度(单位:亿元)

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|--------|----------|------|----------|------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值 | 4,028.51 | 6.6% | 3,884.48 | 9.2% |

| | | | | |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 第一产业增加值 | 42.48 | 2.1% | 41.05 | 0.7% |
| 第二产业增加值 | 1,518.64 | 5.9% | 1,439.13 | 10.3% |
| 第三产业增加值 | 2,467.39 | 7.1% | 2,404.30 | 8.8% |
| 全年固定资产投资 | - | 10.2% | 1,217.82 | 26.2% |
| 社会消费品零售总额 | 1,952.81 | 7.8% | 1,811.90 | 8.1% |
| 进出口总额 | 1,119.56 | 3.1% | 1,086.29 | 18.7% |
| 存款余额 | 13,117.20 | 6.5% | 12,019.50 | 3.4% |
| 贷款余额 | 14,063.12 | 10.6% | 12,491.74 | 10.1% |
| 人均 GDP（元） | | 90,698.00 | | 88,272 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 127.94% | | 136.55% |

注：“-”代表该数据未取得。

资料来源：太原市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

太原市工业基础较好，工业发展主要以能源、原材料为主，冶金、机械、煤炭、炼焦、化工、电力等六大传统行业占据主导，占全部工业的比重在80%以上，冶金产业、化工产业、装备制造产业为带动经济增长的主要动力。2019年全市规模以上工业增加值比上年增长4.5%，尤其装备制造业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为29.9%，同比增长8.6%，增速较快；此外，战略性新兴产业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为15.5%，同比增长4.1%。规模以上工业企业实现营业收入3,247.83亿元，增长3.8%；利润总额59.72亿元，下降40.1%。总体来看，2019年太原市工业增加值保持增长，但规模以上工业企业利润有所下滑。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，2019年太原市固定资产投资力度有所放缓，同比增速下降至10.2%，增速较上年下降16.0个百分点。分产业来看，第一产业投资增长26.1%；第二产业投资增长20.0%，其中工业投资增长19.4%；第三产业投资增长8.0%，第三产业投资增速低于一、二产业。2019年太原市实现社会消费品零售总额1,952.81亿元，同比增长7.8%，增速同比持平。2019年实现进出口总额1,119.56亿元，同比增长3.1%，其中：进口额467.84亿元，增长10.6%；出口额651.72亿元，下降1.7%，进出口总额增速放缓主要受出口总额下降拖累。另外，2019年太原市金融机构各项存款余额和贷款余额均呈良好增长态势。

2019年，太原市实现公共财政收入386.62亿元，同比增长3.6%，其中税收收入301.77亿元，增长1.6%。

四、经营与竞争

公司是太原市内从事基础设施建设和城中村改造项目开发的主体之一，收入仍主要来自项目开发业务，2019年实现开发收入合计为16.60亿元，其中工程项目开发和城中村改

造项目实现收入分别为8.70亿元和7.90亿元；物业费收入、供水和出租等其他业务收入规模仍较小。毛利率水平方面，2019年公司综合毛利率为13.06%，由于开发板块毛利略有提高且新增毛利率较高的文化旅游业收入，使得整体毛利率小幅提高。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 开发板块收入 | 166,001.85 | 12.92% | 228,968.49 | 10.10% |
| 物业板块收入 | 278.84 | -65.28% | 319.97 | -26.98% |
| 供水收入 | 421.30 | -27.76% | 771.29 | 57.02% |
| 出租收入 | 905.46 | 41.43% | 601.98 | 32.85% |
| 新能源供热收入 | 254.46 | 70.08% | 30.08 | -135.97% |
| 文化旅游业收入 | 2,374.57 | 21.87% | 0.00 | - |
| 合计 | 170,236.48 | 13.06% | 230,691.81 | 10.24% |

注：物业费收入的毛利率波动较大，主要受物业费结算时间不一致影响。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程项目开发收入维持一定规模，但目前工程建设基本完成，未来可持续性较不确定

公司主要承担太原市内基础设施建设任务，太原市政府授权太原市财政局就各项基础设施项目与公司签订项目委托建设回购协议，协议约定太原市财政局应按照项目总投资额加计15%（保障性住房项目按8%）的建设管理费支付项目转让款，项目回购金额与成本的差异，作为公司项目的转让收益。2019年公司通过太原市晋阳湖周边环境综合治理工程项目实现开发收入8.70亿元。由于该部分项目以成本加成模式核算，公司开发收入毛利率相对稳定。太原市晋阳湖周边环境综合治理工程项目按完工进度每年确认收入，项目建设已接近完成。

表 4 2019 年公司工程项目开发收入明细情况（单位：万元）

| 项目名称 | 收入 |
|--------------------|------------------|
| 太原市晋阳湖周边环境综合治理工程项目 | 86,731.14 |
| 城郊森林公园绿化供水工程 | 245.58 |
| 合计 | 86,976.72 |

资料来源：公司提供

近年公司城中村改造项目预售情况尚可，在建项目预计总投资规模较大，未来可对公司收入形成较大支撑

近年公司推进的主要是万柏林区东社赞城城中村改造项目及晋源区义井道邦城中村改造项目，此两个项目均以销售形式实现收益，2019年公司城中村改造项目实现收入7.90亿元，主要来自万柏林区东社赞城城中村改造项目二期。

万柏林区东社赞城城中村改造项目分为一期、二期、C区、D区，可售面积为60.69万平方米，截至2019年末已预售面积为59.45万平方米，累计预售房款39.14亿元，一期及二期均已交房。截至2019年末，该项目C区、D区预收房款仍有一定规模，未来随着该部分逐渐交房，收入仍较有保障。晋源区义井道邦城中村改造项目二期于2017年开始预售，截至2019年末，累计收到预售款10.11亿元；一期项目仍然在建，尚未开始预售。

表 5 公司商品房销售业务情况（单位：万平方米、万元）

| 项目名称 | | 可售面积 | 已售面积 | 预售房款 | 预计完工时间 |
|-------------------|----|--------------|--------------|-------------------|--------|
| 万柏林区东社赞城城中村改造建设项目 | 一期 | 20.36 | 20.24 | 119,216.71 | 已交房 |
| | 二期 | 13.42 | 13.19 | 81,977.09 | 已交房 |
| | C区 | 14.33 | 13.69 | 93,542.34 | 2020.8 |
| | D区 | 12.58 | 12.33 | 96,702.97 | 2021.6 |
| 小计 | | 60.69 | 59.45 | 391,439.11 | - |
| 晋源区义井道邦城中村改造项目 | 一期 | - | - | - | - |
| | 二期 | 14.04 | 13.76 | 101,110.04 | 2020.1 |
| 小计 | | 14.04 | 13.76 | 101,110.04 | - |
| 合计 | | 74.73 | 73.21 | 492,549.15 | - |

资料来源：公司提供

2017年公司承接了董茹村等五村城中村改造征地拆迁项目，该项目采用政府购买服务模式，公司与政府签署政府购买服务协议，协议约定公司负责城中村项目的前期拆迁工作，相关成本支出包括土地整理费、拆迁补偿费用、基本预备费等相关成本费用。拆迁完成后由政府根据协议约定，未来由政府进行回购，该项目仍在建设中，截至2019年末已投资为80.91亿元。考虑到公司目前待回购项目已投资规模较大，未来城中村改造业务收入仍有一定的持续性。

公司在建项目未来存在较大资金压力

公司未完工项目较多，董茹村等五村城中村改造征地拆迁项目尚需投资规模较大；此外，2019年公司大力建设了晋阳湖相关的晋阳湖晋阳里及水上文旅创意项目，预计总投资为31.79亿元，建设内容包括晋阳湖景区绿化、铺装、水体工程，南扩湖驳岸工程及晋阳湖水上文旅创意看台及演员用房，截至2019年末已投资19.86亿元。

截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资175.21亿元，已投资102.01亿元，尚需投资73.20亿元，且自营项目较多，未来存在较大的资金压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 收益方式 |
|-------------------|--------|-------|------|
| 董茹村等五村城中村改造征地拆迁项目 | 141.20 | 80.91 | 回购 |
| 晋阳湖晋阳里 | 31.79 | 17.35 | 自营 |

| | | | |
|-------------------|---------------|---------------|----|
| 晋阳湖水上文旅创意项目 | | 2.51 | 自营 |
| 太原锅炉集团旧厂区工业遗址保护项目 | 2.22 | 1.24 | 自营 |
| 小计 | 175.21 | 102.01 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增文化旅游业收入2,374.57万元，主要来自晋阳湖周边配置停车场、电瓶车、售卖机等设施设备运营收入，以及公司打造的“如梦晋阳”水上演出门票收入，该部分业务收入规模仍较小，但未来公司拟结合晋阳湖晋阳里项目的建设，将文化旅游产业作为公司发展的新板块，未来该板块收入有望增加。

公司获得一定的外部支持

2019年公司股东太原市财政局向公司货币增资9.05亿元，提升了公司的资本实力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。公司2019年审计报告中对前期会计差错进行了更正²，以下财务分析中2018年数据采用2019年审计报告期初数。2019年公司新纳入合并范围子公司2家，截至2019年末，公司合并范围内子公司为9家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，仍以存货、应收款项及土地资产为主，整体资产流动性偏弱。截至2019年末，公司资产总额为424.53亿元，同比继续增加，流动资产占总资产比重为62.36%，较2018年末有所下降。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|---------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 310,687.70 | 7.32% | 451,871.88 | 11.03% |
| 应收账款 | 767,707.14 | 18.08% | 767,392.00 | 18.74% |
| 其他应收款 | 258,536.25 | 6.09% | 235,126.63 | 5.74% |
| 存货 | 1,216,825.58 | 28.66% | 1,222,248.91 | 29.84% |
| 流动资产合计 | 2,647,415.98 | 62.36% | 2,722,540.22 | 66.47% |

² 主要涉及将以前年度确认为营业外收入的土地返还款调整冲减开发成本，调整合计影响期初未分配利润-95,523.57万元，影响上期主营业务收入1,527.29万元、主营业务成本-4,994.01万元。

| | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 可供出售金融资产 | 14,309.55 | 0.34% | 0.00 | 0.00% |
| 在建工程 | 216,715.77 | 5.10% | 16,577.75 | 0.40% |
| 无形资产 | 1,298,593.11 | 30.59% | 1,299,079.33 | 31.72% |
| 非流动资产合计 | 1,597,879.47 | 37.64% | 1,373,309.27 | 33.53% |
| 资产总计 | 4,245,295.45 | 100.00% | 4,095,816.16 | 100.00% |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至2019年末为31.07亿元，其中银行汇票保证金0.44亿元使用受限。2019年末公司应收账款为76.77亿元，绝大部分为应收太原市财政局款项。2019年末公司其他应收款为25.85亿元，主要为应收政府部门及其下属企业款项，其中应收太原万科国投滨湖置业有限公司8.74亿元，该公司为公司与太原万科房地产有限公司共同投资成立的合营企业，公司持股比例为50%，该公司主要从事房地产开发业务。截至2019年末，公司应收账款及其他应收款中应收政府部门款项、关联方款项规模仍较大，该部分应收款项回收时间受财政资金安排影响，具有一定的不确定性。截至2019年末，公司存货121.68亿元，主要为公司承担的回迁安置项目和城中村改造项目的开发成本。

截至2019年末，公司可供出售金融资产为1.43亿元，系公司于2019年7月购入的晋商银行股票10,240万股，购入成本347,79.14万元，截至2019年末公允价值为14,309.55万元，购入成本与期末公允价值的差额，公司确认为公允价值变动损失并计入其他综合收益。截至2019年末，公司在建工程21.67亿元，同比大幅增加，系公司自建的晋阳湖晋阳里项目和晋阳湖水文创意项目持续投入所致。公司无形资产主要为公司持有的土地使用权，截至2019年末，公司土地使用权账面价值1,299,058.67万元，该部分土地均未抵押。

整体来看，随着相关项目的不断推进，公司资产规模持续增长，但资产中存货、应收款项及无形资产规模较大，资金占用明显，且回收时间较不确定，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

公司营业收入及利润均有所下降

公司营业收入主要来源于工程项目开发收入以及城中村改造项目收入，2019年公司实现营业收入17.02亿元，同比下降，工程项目及城中村改造项目收入均有所减少。但考虑到公司目前在建待回购项目已投资规模较大，未来公司收入具有较好的持续性。

盈利能力方面，公司开发业务收入以成本加成模式核算，毛利率较保持稳定；2019年公司综合毛利率为13.06%，由于开发板块毛利略有提高，公司整体毛利率小幅提高。利润方面，由于收入下降，毛利减少，公司2019年利润水平有所下降。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|-------|------------|------------|
| 营业收入 | 170,236.49 | 230,691.80 |
| 营业利润 | 11,252.02 | 14,519.05 |
| 利润总额 | 11,205.91 | 14,579.97 |
| 综合毛利率 | 13.06% | 10.24% |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金持续表现为净流出状态，在建项目资金需求较大，仍面临较大的资金压力

2019年公司经营收现比为0.59，有所下降。2019年公司城中村改造项目投资力度有所下降，经营活动现金流出规模亦收缩，但经营现金流入减少幅度更大，使得经营活动现金净流出扩大至9.79亿元。

2019年公司投资活动现金流入为处置固定资产发生的零星流入，投资活动现金流出主要为在建工程等投资支出，随着自有工程建设项目投入的加大，2019年公司投资活动现金大幅净流出23.90亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入规模较上年显著增加，同时筹资活动现金流出规模变化不大，筹资活动现金表现为净流入19.14亿元，净流入规模同比显著增加。

整体来看，公司经营活动现金持续净流出，且在建项目资金需求较大，仍面临较大资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|----------------------|--------------------|-------------------|
| 收现比 | 0.59 | 1.40 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 100,999.62 | 321,920.30 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 59,302.86 | 17,576.76 |
| 经营活动现金流入小计 | 160,302.49 | 339,497.06 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 220,343.82 | 331,360.08 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 32,335.61 | 47,656.36 |
| 经营活动现金流出小计 | 258,242.78 | 401,088.09 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -97,940.30 | -61,591.03 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -239,004.41 | -14,260.55 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 191,437.89 | 4,426.79 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -145,553.40 | -71,424.78 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且偿债指标表现较弱，面临较大的短期债务压力

得益于股东增资，2019年末公司所有者权益增加至165.59亿元；但负债亦有所增长，2019年末为258.94亿元；由于权益增加较快，2019年末公司产权比率为156.37%，有所降低。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 2,589,375.12 | 2,522,529.98 |
| 所有者权益 | 1,655,920.32 | 1,573,085.54 |
| 产权比率 | 156.37% | 160.36% |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，2019年末公司流动负债占比59.33%，占比显著提高。截至2019年末，公司短期借款为2.00亿元，均为信用借款。截至2019年末，公司预收账款余额为31.66亿元，主要是预收售房款，较上年末下降，系预收拆迁款减少及城中村改造项目结转收入影响。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，2019年末达104.19亿元。

2019年末，公司长期借款为51.70亿元，其中大部分为质押借款，质押物为应收太原市财政局工程项目款。2019年末公司应付债券为43.60亿元，较上年末有所下降，系公司多期债券将于2020年到期或分期还本，调整至一年内到期的非流动负债科目列示。公司长期应付款主要为应付融资租赁款。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 20,000.00 | 0.77% | 53,562.90 | 2.12% |
| 预收账款 | 316,611.35 | 12.23% | 494,910.17 | 19.62% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,041,891.33 | 40.24% | 165,062.50 | 6.54% |
| 流动负债合计 | 1,536,363.01 | 59.33% | 845,670.99 | 33.52% |
| 长期借款 | 517,000.00 | 19.97% | 708,375.00 | 28.08% |
| 应付债券 | 435,978.11 | 16.84% | 726,613.60 | 28.80% |
| 长期应付款 | 88,277.09 | 3.41% | 230,115.78 | 9.12% |
| 非流动负债合计 | 1,053,012.12 | 40.67% | 1,676,858.99 | 66.48% |
| 负债总额 | 2,589,375.12 | 100.00% | 2,522,529.98 | 100.00% |
| 其中：有息负债 | 2,103,146.53 | 81.22% | 1,883,729.78 | 74.68% |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为210.31亿元，占负债总额的81.22%，其中短期有息债务106.19亿元，占有息债务的50.49%，考虑到公司有息债务规模较大且短期债务占比上升，公司仍面临较大的短期债务压力。

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为60.99%，较上年末基本持平；现金短期债务比大幅降低至0.29，表现较差；受利润水平下降影响，2019年公司EBITDA为1.20亿元，同比有所下降，EBITDA利息保障倍数仅0.12，对有息债务利息偿付的保障能力较弱。

表 12 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 60.99% | 61.59% |
| 现金短期债务比 | 0.29 | 2.07 |
| EBITDA（万元） | 12,042.98 | 15,246.46 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.12 | 0.13 |
| 有息负债/EBITDA | 174.64 | 123.55 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额合计30,000万元，占所有者权益的比重为1.81%，被担保方为国有企业，有反担保措施。

表 13 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保余额 | 是否有反担保 |
|------------------|-----------|--------|
| 太原市万柏林城乡建设投资有限公司 | 30,000.00 | 是 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

太原市具备较好的资源优势及工业基础，2019年经济继续保持增长，为公司发展提供

了良好基础；公司城中村改造房产项目预售情况尚可，目前在建项目已投资规模较大，未来收入来源及业务持续性仍较有保障。

同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；公司有息负债规模较大，偿债指标表现较弱，面临较大的短期债务压力。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019年 | 2018年 （调整期初） | 2018年 （期末数） | 2017年 |
|---------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|
| 货币资金 | 310,687.70 | 451,871.88 | 451,871.88 | 523,296.66 |
| 应收账款 | 767,707.14 | 767,392.00 | 767,392.00 | 652,984.48 |
| 其他应收款 | 258,536.25 | 235,126.63 | 235,126.63 | 208,990.57 |
| 存货 | 1,216,825.58 | 1,222,248.91 | 1,318,170.93 | 1,052,422.17 |
| 其他流动资产 | 43,666.17 | 42,242.33 | 41,609.91 | 22,050.76 |
| 无形资产 | 1,298,593.11 | 1,299,079.33 | 1,299,079.33 | 1,299,555.64 |
| 总资产 | 4,245,295.45 | 4,095,816.16 | 4,191,139.09 | 3,820,556.07 |
| 短期借款 | 20,000.00 | 53,562.90 | 53,562.90 | 42,114.50 |
| 应付账款 | 83,750.38 | 72,529.56 | 72,328.92 | 27,364.99 |
| 预收款项 | 316,611.35 | 494,910.17 | 494,910.17 | 293,859.02 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,041,891.33 | 165,062.50 | 165,062.50 | 162,062.50 |
| 长期借款 | 517,000.00 | 708,375.00 | 708,375.00 | 803,437.50 |
| 应付债券 | 435,978.11 | 726,613.60 | 726,613.60 | 508,476.24 |
| 长期应付款 | 88,277.09 | 230,115.78 | 230,115.78 | 249,707.48 |
| 总负债 | 2,589,375.12 | 2,522,529.98 | 2,522,529.98 | 2,157,203.33 |
| 有息债务 | 2,103,146.53 | 1,883,729.78 | 1,883,729.78 | 1,765,798.22 |
| 所有者权益 | 1,655,920.32 | 1,573,085.54 | 1,668,609.11 | 1,663,352.74 |
| 营业收入 | 170,236.49 | 230,691.80 | 229,164.51 | 127,414.55 |
| 营业利润 | 11,252.02 | 14,519.05 | 7,914.67 | 8,628.77 |
| 营业外收入 | 80.36 | 95.26 | 178.35 | 24,917.07 |
| 净利润 | 7,686.98 | 10,882.80 | 5,256.37 | 30,159.82 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -97,940.30 | -61,591.03 | -61,591.03 | -530,868.06 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -239,004.41 | -14,260.55 | -14,260.55 | -1,997.69 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 191,437.89 | 4,426.79 | 4,426.79 | 788,947.34 |
| 财务指标 | 2019年 | 2018年 （调整期初） | 2018年 （期末数） | 2017年 |
| 综合毛利率 | 13.06% | 10.24% | 7.46% | 12.54% |
| 收现比 | 0.59 | 1.40 | 1.40 | 1.55 |
| 产权比率 | 156.37% | 160.36% | 151.18% | 129.69% |
| 资产负债率 | 60.99% | 61.59% | 60.19% | 56.46% |
| 现金短期债务比 | 0.29 | 2.07 | 2.07 | 2.56 |
| EBITDA（万元） | 12,042.98 | 15,246.46 | 8,725.17 | 34,276.41 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.12 | 0.13 | 0.08 | 0.53 |
| 有息债务/EBITDA | 174.64 | 123.55 | 215.90 | 51.52 |

资料来源：公司 2017 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司纳入合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 取得方式 | 业务性质 |
|-----------------|------|------|-----------------|
| 太原国投房地产开发有限公司 | 100% | 设立 | 房地产的开发及销售 |
| 太原国投物业服务有限公司 | 100% | 设立 | 物业管理 |
| 太原芳苑企业管理有限公司 | 100% | 设立 | 物业管理 |
| 太原国投产业发展有限公司 | 100% | 设立 | 基础设施及配套工程建设管理 |
| 太原国投晋源投资有限公司 | 100% | 设立 | 房地产开发、筹融资 |
| 太原国投晋源房地产开发有限公司 | 100% | 设立 | 房地产的开发及销售 |
| 太原国投商业运营管理有限公司 | 100% | 设立 | 商业运营管理 |
| 太原新时代体育发展有限公司 | 100% | 设立 | 体育文化发展 |
| 太原国投新时代体育养老有限公司 | 100% | 设立 | 食品经营、家政服务、物业管理等 |

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| EBITDA | 利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | 负债总额/所有者权益 $\times 100\%$ |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总额 $\times 100\%$ |
| 现金类资产 | 货币资金+应收票据 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期有息债务 |
| 有息债务 | 短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款 |

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 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 | 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 | 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 | 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。 |
| BB | 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 | 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 | 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 | 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 | 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。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |