信用等级公告

联合〔2019〕2237号

联合资信评估有限公司通过对太原国有投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持太原国有投资集团有限公司的主体长期信用等级为AA^+，维持“19太原国投CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

太原国有投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次级结
19 太原国投 CP001	10.00 亿元	2020/03/20	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.72	52.33	45.19	43.06
资产总额(亿元)	277.08	382.06	419.11	408.52
所有者权益(亿元)	163.52	166.34	166.86	158.58
短期债务(亿元)	39.70	20.42	21.86	22.90
长期债务(亿元)	50.30	131.19	143.50	153.50
全部债务(亿元)	90.00	151.61	165.36	176.40
营业收入(亿元)	11.04	12.74	22.92	1.52
利润总额(亿元)	2.81	3.35	0.81	11.63
EBITDA(亿元)	2.87	3.48	0.87	--
经营性净现金流(亿元)	0.01	-53.09	-6.16	-8.99
应收类款项/资产总额(%)	24.97	22.56	23.92	25.64
营业利润率(%)	8.89	11.93	7.02	-176.32
净资产收益率(%)	1.26	1.81	0.32	--
资产负债率(%)	40.98	56.46	60.19	61.18
全部债务资本化比率(%)	35.50	47.68	49.77	52.66
流动比率(%)	219.31	421.47	333.21	363.09
经营现金流动负债比（%）	0.01	-90.93	-7.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	31.33	43.62	189.52	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

分析师：黄海伦　　李　颖

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

太原国有投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为太原市城市基础设施建设的两大主体之一，负责太原市的基础设施建设及城中村改造工作，在相关业务领域具有一定专营优势。跟踪期内，公司保持其专营优势，业务稳步发展，收入大幅增长，并在财政补贴方面持续得到支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司在建项目资金投入大，资产中应收类款项占比较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着公司业务的不断推进，公司业务收入规模有望继续增长。公司未来业务有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19 太原国投 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，太原市经济持续增长，固定资产投资快速增长，为公司创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司保持其专营优势，并在政府补贴方面获得更大的支持。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目投资规模大，存在一定的资金需求。
2. 跟踪期内，公司资产中应收类款项占比较大，资产流动性受政府回款进度影响大；同时考虑到较大规模的划拨土地资产，公司资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，长期债务负担加重。随着公司承担的项目建设规模的不断扩大，预计公司未来有息债务规模将进一步增长。

声　明

一、本报告引用的资料主要由太原国有投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

太原国有投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于太原国有投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，太原市财政局仍然为公司唯一股，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 134060.00 万元。太原市人民政府为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2019 年 3 月底，公司内设财务管理中心、资本运营中心、内部控制中心、战略投资中心和行政管理中心 5 个部门，并表子公司共计 7 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 419.11 亿元，所有者权益合计 166.86 亿元；2018 年，公司实现营业收入 22.92 亿元，利润总额 0.81 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 408.52 亿元，所有者权益合计 158.58 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.52 亿元，利润总额 11.63 亿元。

公司住所地址：太原市万柏林区和平南路 219 号；法定代表人：兰卫军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 6 月底，联合资信所评公司存续债券为“19 太原国投 CP001”，债券余额 10.00 亿元。“19 太原国投 CP001”募集资金 10.00 亿元，已全部用于偿还公司有息债务。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 太原国投 CP001	10.00	10.00	2019/03/20	366 天

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行

清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务 由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表

	会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

跟踪期内，太原市经济持续增长，固定资产投资快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

公司主要从事太原市范围内的基础设施建设、城中村改造等，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受到基础设施建设行业发展、太原市经济发展和城市建设的影响，并与太原市城市发展规划密切相关。

根据《太原市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，经初步核算，太原市实现地区生产总值3884.48亿元，比2017年增长9.2%。其中，第一产业增加值41.05亿元，增长0.7%；第二产业增加值1439.13亿元，增长10.3%；第三产业增加值2404.30亿元，增长8.8%。2018年，人均地区生产总值88272元，增长8.2%。三次产业比重调整为1.1:37.0:61.9，第三产业比重比2017年下降0.7个百分点。

2018年，太原市规模以上工业增加值比2017年增长10.8%，其中，中央企业增加值增长9.9%，省属企业增加值增长8.5%，市属及以下企业增加值增长19.3%。

2018年，太原市完成固定资产投资1217.82亿元，比2017年增长26.2%。太原市房地产开发投资531.76亿元，增长11.2%，住宅开发投资399.24亿元，增长19.1%，商业营业用房投资38.81亿元。全年商品房竣工面积383.61万平方米，商品房销售额930.25亿元。启动7个城中村改造，拆除旧村211万平方米，新开工棚户区安置房2.05万套，基本建成5.27万套。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东仍为太原市财政局，实际控制人仍为太原市人民政府；截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 134060.00 万元。

2．外部支持

跟踪期内，太原市一般预算收入有所增长，政府性基金收入快速增长；政府对公司的补贴力度加大。

根据《关于太原市2018年全市和市本级预算执行情况与2019年全市和市本级预算的报告》，2018年，太原市一般公共预算收入373.23亿元，同比增长19.7%，其中税收收入296.93亿元，同比增长19.8%，非税收入76.30亿元，同比增长19.4%。全市一般公共预算支出542.46亿元，同比增长13.2%。财政自给率为68.79%，财政自给能力偏低。同期，全市政府性基金收入374.26亿元，增长26.9%，政府性基金支出424.55亿元，增长34.1%。

截至2018年底，太原市政府债务余额464.82亿元。其中，市本级债务余额445.12亿元（含开发区），县（市、区）债务余额19.70亿元。整体债务水平一般。

2018年，公司收到政府土地返还10.20亿元，其中，83.09万元计入“营业外收入”，10.19亿元计入2019年“营业外收入”。另外，公司还于2019年一季度确认4.30亿元“营业外收入”，为政府土地返还款，但尚未收到该款项。

3．企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良及关注类信贷记录，未发现公司有其他不良信用记录。公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10140109009897506，2012银行版），截至2019年6月19日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2019年6月底，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主要承担太原市城市建设及城中村改造，受2018年开始确认房屋销售收入影响，公司业务结构有所变动；随着公司城中村项目的不断推进，公司未来收入有望继续增长；公司综合毛利率有所下降。

2017年开始，公司开始承担部分城中村改造项目，收入来源于配套商品房建设及销售收入。跟踪期内，公司开始确认房屋销售收入，公司业务结构有所变动，开发收入主要来自于承担太原市的基础设施建设项目开发收入以及房屋销售收入。2018年，公司实现营业收入22.92亿元，同比增长79.86%，主要系房屋销售收入大幅增长所致。其中，开发收入（含房屋销售收入）22.74亿元，同比增长80.61%；物业收入614.80万元，同比下降27.51%；其他业务收入1108.52万元，同比增长73.13%。

毛利率方面，2018年，公司综合毛利率为7.46%，较2017年下降5.08个百分点，主要系由于部分房地产开发业务未到结算期，预提成本，导致房地产业务毛利率低，进而导致开发业务板块毛利率较低。2018年，公司物业管理业务毛利率进一步下降至-15.49%。同期，公司其他业务毛利上升至54.63%。

2019年1~3月，公司实现营业收入1.52亿元，相当于2018年的6.64%，主要系由于部分项目未到结算期，无法确认收入。同期，公司综合毛利率为-175.22%。

表3　2017~2019年3月公司营业收入和毛利率情况表（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
开发收入	125926.01	98.83	12.71	227441.20	99.25	7.30	14683.52	96.43	-183.03

物业收入	847.71	0.67	-11.18	614.80	0.27	-15.49	174.29	1.14	-52.81
其他业务	640.83	0.50	9.86	1108.52	0.48	54.63	368.83	2.42	78.19
合计	**127414.55**	**100.00**	**12.54**	**229164.51**	**100.00**	**7.46**	**15226.64**	**100.00**	**-175.22**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务收入有所下降，毛利率较为稳定；政府对公司应收账款的回购安排执行情况一般；公司未来投资规模较大，存在一定的资金压力。

公司承担的基础设施建设任务主要采取代建及政府购买服务模式。代建模式下，太原市政府授权市财政局与公司签订项目委托代建及回购协议；协议规定市财政局应按照项目总投资额加计项目总投资额8%~15%不等的代建管理费支付项目转让款。财政局按照代建合同中约定的时间节点以及金额支付项目建设资金及代建管理费，公司收入确认时间以收到政府支付函的时间点为依据。政府购买服务模式下，太原市财政局作为服务购买方与公司就项目总投资、建设期等条款进行约定（未对回款时间作出明确约定），项目相关支出纳入政府财政预算；收入（成本+建管费+财务费用）根据项目进度确认。

账务处理方面：工程支出计入“存货-开发成本”，确认收入的同时结转存货中相应成本。现金流量表中反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”以及“购买商品、接受劳务支付的现金”。

2018年，公司基础设施建设实现收入11.39亿元，同比下降9.53%，毛利率为12.73%，收入主要来自晋阳湖周边环境综合治理工程、长风西大街打通工程、西山农村旅游及森林防火公路工程等，收入规模受工程确认进度影响较大。截至2019年3月底，公司累计收到晋阳湖周边环境综合治理工程项目回款5.20亿元。

截至2019年3月底，公司主要在建的基础设施建设项目为晋阳湖周边环境综合治理项目，项目总投资41.66亿元，已完成投资30.81亿元，未来仍需投资10.85亿元，有一定的资金压力。

表4　截至2019年3月底公司在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	截至2019年3月已投资额
晋阳湖周边环境综合治理项目	2015.12-2019.08	41.66	30.81
合计		**41.66**	**30.81**

资料来源：公司提供

2015年，太原市财政局出具《关于太原国有投资集团有限公司所属项目投资回购的函》，对截至2014年底应付公司账款共计35.83亿元进行分批回购清理（见下表）。截至目前，公司尚未收到上述回购款，政府出具的回款安排执行情况一般。

（2）城中村改造项目

跟踪期内，公司城中村改造项目开始确认收入，回款情况较好，随着城中村项目陆续完工确认收入，公司收入规模将继续增长。

根据山西省政府文件《关于印发山西省棚户区改造工作实施方案的通知》（晋政发〔2014〕22号），太原市政府文件《太原市人民政府关于进一步规范城中村改造的若干意见》（并政发〔2013〕12号）精神指导，公司作为太原市主要的投融资平台之一，承担太原市市内部分棚户区改造项目的建设任务。

2017年开始，公司经营投资重心转向城中村改造，目前在建项目包括东社村城中村改造项目、义井城中村改造项目以及太原市晋阳湖项目（晋阳湖周边环境综合治理工程配套的棚户区改造部分）。由公司下属全资子公司太原国投房地产开发有限公司作为建设主体，独自

开发。

该板块业务操作模式为：公司与项目所在地居民委员会以及当地政府监管等部门签订多方合作框架协议；按照协议规定，公司负责项目规划、支付包干费（包括但不限于拆迁安置补偿费、拆迁安置过渡费、社会保障费等）以及投入资金购买土地并实施项目建设，当地各级政府监督部门负责监督项目进展及协助办理相关手续。项目建设完成后，房屋产权全部归公司所有。资金平衡模式为：公司缴纳土地出让金的 85%将由项目所在地居民委员会以及当地政府监管等部门负责协调返还（摘牌一个月以内基本到账）；项目建成后房屋的销售收入归公司所有，用于平衡项目资金。

账务处理方面：工程支出（主要包括拆迁补偿、购地款、建安费、规费四部分）计入“存货-开发成本”，确认售房收入的同时结转存货中相应成本（不包括 85%购地款）。现金流量表中反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”以及“购买商品、接受劳务支付的现金”。售房收入每年年底根据交房情况确定。

2018 年，房地产开发业务实现收入 11.35 亿元，毛利率为 1.94%，毛利率较低系由于房地产开发业务部分工程未到结算期，预提成本所致。截至 2018 年底，该板块累计收到回款 50.61 亿元。

土地返还款到账后以补贴的形式计入“营业外收入”，同时反映在“收到其他与经营活动有关的现金”。

东社城中村改造建设项目分为四期，项目占地约 230.1 亩，建筑面积约为 70 万平方米，总投资预计 41.63 亿元。截至 2019 年 3 月底，项目一期交房、二期主体封顶、三期已开工，四期项目预计 2022 年结束。该项目预计可共实现收入超过 55 亿元，截至 2018 年底，该项目实现累计销售额 38.29 亿元，2018 年确认收入 11.35 亿元，毛利率较低主要系预先计提了部分尚未结算收入的项目成本。

义井逍邦一、二期项目总投资预计 12.10 亿元，占地 59 亩，建筑面积 24 万平米左右，计划 2020 年完工。截至 2018 年底，项目累计销售 9.89 亿元，2018 年未确认收入；预计将实现收入超过 11 亿元（2020 年开始确认）。

截至 2019 年 3 月底，上述项目已经投入 133.32 亿元用于项目建设，未来项目收入为配套商业住宅及商业的销售收入及物业管理收入。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在建城中村项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	截至 2019 年 3 月已投资额	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
东社城中村赞城项目一期二期	2016.2-2019.6	20.96	31.30	--	--	--
东社城中村赞城项目三期四期	2016.10-2020.1	20.67		2.16	2.16	
晋源区义井逍邦（一期）城中村改造项目	2016.3-2019.6	2.55	10.36	--	--	--
晋源区义井逍邦（二期）城中村改造项目	2016.3-2020.3	9.46		0.08	0.08	--
董茹村等五村城中村改造项目	2017.07-2021.03	81.45	91.66	0.50	0.50	0.50
合计	**--**	**135.09**	**133.32**	**2.24**	**2.24**	**0.50**

资料来源：公司提供

（3）物业板块

跟踪期内，公司物业板块收入规模有所下降，对公司收入规模影响较小。

公司物业管理业务由子公司太原国投物业服务有限公司（以下简称“国投物业”）负责，主要为对长风西大街小区回迁房项目提供房屋建筑及其设备的维护、修缮和整治服务。

的房屋建筑及其设备、绿化保洁等管理项目进行维护、修缮和整治服务。公司物业管理业务的收入确认方式为按业主缴纳的一年物

业管理费分摊至每月确认收入。2018 年，公司物业板块实现收入 614.80 万元，较 2017 年下降 27.48%，毛利率为-15.49%，主要系物业费的收缴难度较大，且随着公司物业管理范围的扩大，成本增长较快。

（4）其他业务板块

公司其他业务板块收入稳步增长，但整体规模较小，对公司收入规模影响较小，毛利率较高。

公司其他业务板块收入规模小，主要包括租金收入与供水收入等。2018 年，其他业务实现收入 1108.52 万元，毛利率为 54.63%，较 2017 年大幅增长，系由于公司于 2015 年开始供水业务，开展前期供水系统建设及运营管理投入规模较大，导致 2017 年其他业务毛利率较低，2018 年，前期建设陆续投入使用，公司供水业务逐步实现盈利，致其他业务毛利率大幅提升。

3. 未来发展

公司未来收入将以政府性项目建设收入以及房地产销售收入为主；在建项目投资额较大，未来存在一定的资金需求。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目包括太原市晋阳湖周边环境综合治理工程、东社城中村改造项目以及董茹村等五村城中村改造项目等，计划总投资为 176.75 亿元，已完成投资 164.13 亿元，未来存在一定的资金需求。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

2018 年，公司合并范围新增 1 家投资设立的子公司，太原国投商业运营管理有限公司。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 7 家，新增子公司由公司 100%持股，考虑到新纳入合并范围的子公司规模较小，跟踪期内财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产中应收类款项占比较大，资产流动性受政府回款进度影响大；同时考虑到较大规模的划拨土地资产，公司资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 419.11 亿元，同比增长 9.70%。公司资产结构同比变化不大，仍以流动资产为主。

表7　2017~2019年3月公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.33	13.70	45.19	10.78	43.06	10.54
应收账款	65.30	17.09	76.74	18.31	81.04	19.84
其他应收款	20.90	5.47	23.51	5.61	23.72	5.81
存货	105.24	27.55	131.82	31.45	116.67	28.56
流动资产	**246.06**	**64.41**	**281.78**	**67.23**	**268.84**	**65.81**
长期股权投资	5.43	1.42	5.43	1.29	5.43	1.33
无形资产	129.96	34.02	129.91	31.00	132.23	32.37
非流动资产	**135.99**	**35.59**	**137.33**	**32.77**	**139.69**	**34.19**
资产总额	**382.06**	**100.00**	**419.11**	**100.00**	**408.52**	**100.00**

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致。
资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动资产合计 281.78 亿元，同比增长 14.52%，主要来自于存货的增

长。

截至2018年底，公司货币资金45.19亿元，同比下降13.65%，主要为银行存款。公司货币资金中无使用权受限制情况。

截至2018年底，公司应收账款76.74亿元，同比增长17.52%，主要系随着项目建设的不断推进，应收太原市财政局的项目回购款不断增长；根据2015年太原市财政局出具的《关于太原国有投资集团有限公司所属项目投资回购的函》，对截至2014年底应付公司账款共计35.83亿元，从2016年开始进行分批回购清理，2016~2018年未收到上述回购款。公司未计提坏账准备。

截至2018年底，公司其他应收款23.51亿元，同比增长12.51%，主要为与政府、关联方及其他公司往来款，前五名欠款单位占其他应收款总额的94.62%。截至2018年底，公司累计计提坏账准备0.05亿元。应收账款中有28.53亿元用于银行借款质押。

表8　2018年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况

（单位：亿元、%）

欠款客户	款项性质	金额	占比	账龄
太原迎泽国有投资有限公司	往来款	10.65	45.22	1-2年
太原万科国投滨湖置业有限公司	土地出让及交易服务费	6.41	27.20	1年以内
太原市西山地区综合整治办公室	往来款	5.00	21.22	1-2年
东社项目-太原市住房公积金管理中心	保证金	0.08	0.35	1-2年
太原市国有资产经营有限公司	往来款	0.15	0.62	2-3年
合计	--	**22.29**	**94.62**	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司存货131.82亿元，同比增长25.25%，主要系新增董茹村等五村城中村改造征地拆迁项目的投资31.11亿元所致；公司存货主要为对董茹村等五村城中村改造征地拆迁项目投90.07亿元、长风西街回迁安置小区一期项目投资10.00亿元（已完工）、东社城中村改造项目投资21.66亿元、义井城中村改造项目投资10.09亿元。截至2018年底，公司未计提存货跌价准备。

截至2018年底，公司其他流动资产4.16亿元，同比增长88.70%，增长部分主要来自于预缴增值税及预缴所得税。

截至2018年底，公司非流动资产合计137.33亿元，同比增长0.98%，构成主要以无形资产为主。

截至2018年底，公司长期股权投资5.43亿元，同比下降0.04%，全部为对太原迎泽国有投资有限公司的股权投资。

截至2018年底，公司无形资产账面价值129.96亿元，主要是政府划入公司的土地资产。公司名下土地使用权总面积为2830.08亩，均未抵押。公司在晋阳湖片区拥有土地2449.10亩，土地用途主要是商业用地，全部为政府划拨土地；在义井片区拥有土地145.52亩，其中86.27亩为划拨用地，用途为住宅兼商业，59.25亩为出让用地，用途为城镇住宅用地；在东社片区拥有土地235.46亩，土地用途主要是城镇住宅，全部为出让用地。公司土地资产规模较大，土地资产价值易受国家政策、经济发展状况影响，存在不确定性。

截至2018年底，应收类款项100.25亿元，同比增长16.30%，应收类款项占资产总额的23.92%，占比较2018底增加1.36个百分点。

截至2019年3月底，公司资产总额408.52亿元，较2018年底下降2.53%，主要系存货下降所致。截至2019年3月底，公司存货116.67亿元，较2018年底下降11.49%，主要系由于公司将东社和义井账面价值约22亿元土地资产由“存货”科目调整至“无形资产”科目。同期，公司无形资产132.23亿元，较2018年底增加2.32亿元，系由于移出并政地国用〔2011〕第60036号等四块账面价值20亿元的土地。

截至2019年3月底，公司受限资产账面价值合计28.53亿元，全部为用于银行借款质

押的应收账款。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定，权益质量一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 166.86 亿元，同比增长 0.32%，主要系未分配利润增长所致。

截至 2018 年底，公司实收资本和资本公积仍为 13.41 亿元和 125.94 亿元；公司未分配利润 25.58 亿元，同比增长 1.73%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 158.58 亿元，较 2018 年底下降 4.96%，系资本公积所致。其中，资本公积 106.03 亿元，较 2018 年底减少 19.91 亿元，系由于公司于 2019 年一季度移出并政地国用〔2011〕第 60036 号等四块账面价值约 20 亿元的土地，同时减少“无形资产”和“资本公积”，划出原因系应国土资源部要求，对不符合条件土地进行整改。

表9　2017~2019年3月公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	13.41	8.06	13.41	8.03	13.41	8.45
资本公积	125.94	75.71	125.94	75.47	106.03	66.86
盈余公积	1.85	1.11	1.94	1.16	1.94	1.22
未分配利润	25.14	15.11	25.58	15.33	37.21	23.46
所有者权益合计	**166.34**	**100.00**	**166.86**	**100.00**	**158.58**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司债务规模有所增长，长期债务负担加重。随着公司承担的项目建设规模的不断扩大，预计公司未来有息债务规模将进一步增长。

截至 2018 年底，公司负债合计 252.25 亿元，同比增长 16.94%。公司负债结构仍然以非流动负债为主。

表10　2017~2019年3月公司主要负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.21	1.95	5.36	2.12	11.69	4.68
应付账款	2.74	1.27	7.23	2.87	7.70	3.08
预收款项	29.39	13.62	49.49	19.62	38.34	15.34
一年内到期的非流动负债	16.21	7.51	16.51	6.54	11.21	4.48
流动负债	**58.38**	**27.06**	**84.57**	**33.52**	**74.04**	**29.62**
长期借款	80.34	37.24	70.84	28.08	70.84	28.34
应付债券	50.85	23.57	72.66	28.80	82.66	33.07
长期应付款	24.97	11.58	23.01	9.12	22.40	8.96
非流动负债	**157.34**	**72.94**	**167.69**	**66.48**	**175.90**	**70.38**
负债总额	**215.72**	**100.00**	**252.25**	**100.00**	**249.94**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至2018年底，公司流动负债84.57亿元，同比增长44.85%，主要系预收账款增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 5.36 亿元，同比增长 27.18%%，全部为信用借款。同期，公司应付账款 7.23 亿元，同比增长 164.31%，主要为未到结算期的工程款。

截至2018年底，公司预收款项49.49亿元，同比增长68.42%，主要系新增东社项目预售房

款 7.46 亿元及预收的拆迁补偿款 10.19 亿元。预收款项余额主要为全资子公司太原国投房地产开发有限公司的预售房款和预收的拆迁补偿款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.51 亿元，同比增长 1.85%；其中一年内到期的长期借款 12.51 亿元、一年内到期的应付债券 4.00 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 167.69 亿元，同比增长 6.58%，主要系应付债券增长所致。

截至 2018 年底，公司长期借款 70.84 亿元，同比下降 11.83%，系部分借款到期偿还所致。其中以太原市财政局的工程项目作质押向银行借款 28.53 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券 72.66 亿元，同比增长 42.90%，主要系当年公司发行了 10.00 亿元“18 并国投 PPN001”、6.00 亿元“18 并国投 PPN002”和 10.00 亿元“18 并国投 PPN003”，同时偿还合计 4.00 亿元的债券本金。

截至 2018 年底，公司长期应付款 23.01 亿元，同比下降 7.85%，全部为融资租赁款。

截至 2018 年底，公司全部债务 165.36 亿元，同比增长 9.07%，其中短期债务占 13.22%，长期债务占 86.78%。从偿债能力指标来看，2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别 60.19%、46.24%和 49.77%，均较上年底有所增长。若将长期应付款中有息债务计入全部债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 188.37 亿元，调整后全部债务资本化比率 53.03%。从债务分布情况来看，2019~2021 年，公司分别需要偿还到期债务 40.65 亿元、93.60 亿元和 36.62 亿元，公司面临一定短期偿债压力。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 249.94 亿元，较 2018 年底下降 0.92%，仍然以非流动负债为主。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 176.40 亿元，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 61.18%、49.19%和 52.66%；若将长期应付款中有息债务计入全部债务核算，公司调整后全部债务 197.62 亿元，调整后全部债务资本化比率 55.48%。

4. 盈利能力

跟踪期内，受房地产业务开始确认收入影响，公司业务收入大幅增长；公司营业利润率有所下降，整体盈利能力弱。

公司的营业收入主要来自承担的太原市范围内的基础设施建设收入和房屋销售收入，2018 年，公司实现营业收入 22.92 亿元，同比增长 79.86%；同期，公司营业成本 21.21 亿元，同比增长 90.29%，增幅高于营业收入。2018 年，公司实现营业利润 0.79 亿元，同比下降 8.28%。

2018 年，公司的期间费用 0.86 亿元，同比增长 33.80%。其中，管理费用 0.50 亿元，同比增长 42.69%，主要系随着承建的项目增加，管理费用有所增加；销售费用 0.41 亿元，同比增长 59.03%，主要系随着东社、义井项目的不断销售，销售费用有所增加。2018 年，公司期间费用占营业收入的比例为 3.73%，同比上升 1.29 个百分点。公司期间费用控制能力强。

2018 年，公司实现利润总额 0.81 亿元，同期，公司营业外收入大幅下降，为 178.35 万元，较 2017 年减少 2.47 亿元。公司营业外收入主要包括收到政府补助 83.09 万元以及受到的捐赠 54.26 万元。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 7.02%、0.16%和 0.32%，公司盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.52 亿元，相当于 2018 年全年的 6.63%，主要系部分开发业务及房地产业务均未达到收入确认条件所致，营业成本 4.19 亿元。2019 年 1~3

月，公司期间费用为348.05万元，公司营业利润率为-176.32%。

5. 现金流分析

跟踪期内，受房地产业务回款影响，2018年公司经营活动现金净流出额大幅减少；公司投资活动产生的现金流规模较小；随着公司融资规模的下降，公司筹资活动现金流净流入大幅减少。公司目前在建项目投资规模较大，未来存在较大的融资压力。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助和往来及拆借款等。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金32.19亿元，主要为收到的房屋预收款。公司收到其他与经营活动有关的现金1.76亿元，主要为往来款及政府补助等。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金33.16亿元，同比大幅增长主要为对城中村改造项目的投资；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的期间费用以及往来款，2018年为4.77亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.16亿元，净流出规模大幅下降。从收入实现质量看，2018年，公司现金收入比率为140.48%，收入实现质量较2017年有所下滑。

公司投资活动现金支出主要是配置固定资产、无形资产和对子公司的投资支出。2018年公司投资活动产生的现金流量净额为-1.43亿元。

公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。2018年，公司筹资活动现金流入49.94亿元，包括取得借款收到的现金44.82亿元和筹资活动有关的现金（主要为融资租赁款）5.13亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息49.18亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为0.44亿元，净流入规模大幅下降。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-8.99亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金0.64亿元；购买商品、接受劳务支付的现金8.09亿元，主要为对城中村改造项目的投资。2019年1~3月，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额为-0.04亿元。2019年1~3月，公司筹资活动主要为取得借款19.97亿元和偿付债务本息13.07亿元，筹资活动现金流量净额为6.90亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务支付能力较强；长期偿债支付能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，分别为333.21%和177.33%。2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为363.09%和205.51%。2018年，公司经营现金流动负债比为-7.28%。同时，考虑到公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA大幅下降，为0.87亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA快速上升，为215.90倍，EBITDA对全部债务的保障能力弱。

截至2019年6月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为126.00亿元，其中，已使用额度107.75亿元，未使用授信额度为18.25亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年6月底，公司对外担保余额6.60亿元，担保比率为3.96%，被担保方为太原市万柏林城乡建设投资有限公司，为国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险相对可控。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年6月底，公司存续债券余额83.00亿元，一年内到期的应付债券14.00亿元，公司存续债券短期支付压力较小，未来集中偿

付压力大。

截至2019年6月底，公司一年内到期应付债券本金14.00亿元。2018年底，公司现金类资产45.19亿元；公司现金类资产对一年内到期的债券本金保障倍数为3.23倍，保障能力较强。公司存续债券将分别于2019年和2020年达到待偿本金峰值34.00亿元。2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.95亿元、-6.16亿元和0.87亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	14.00
未来待偿债券本金峰值	34.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.23
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.00
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.18
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.03

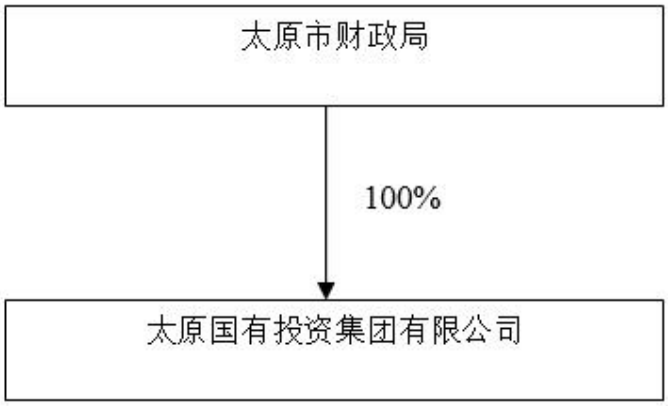
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券短期支付压力较小，未来集中偿付压力大。

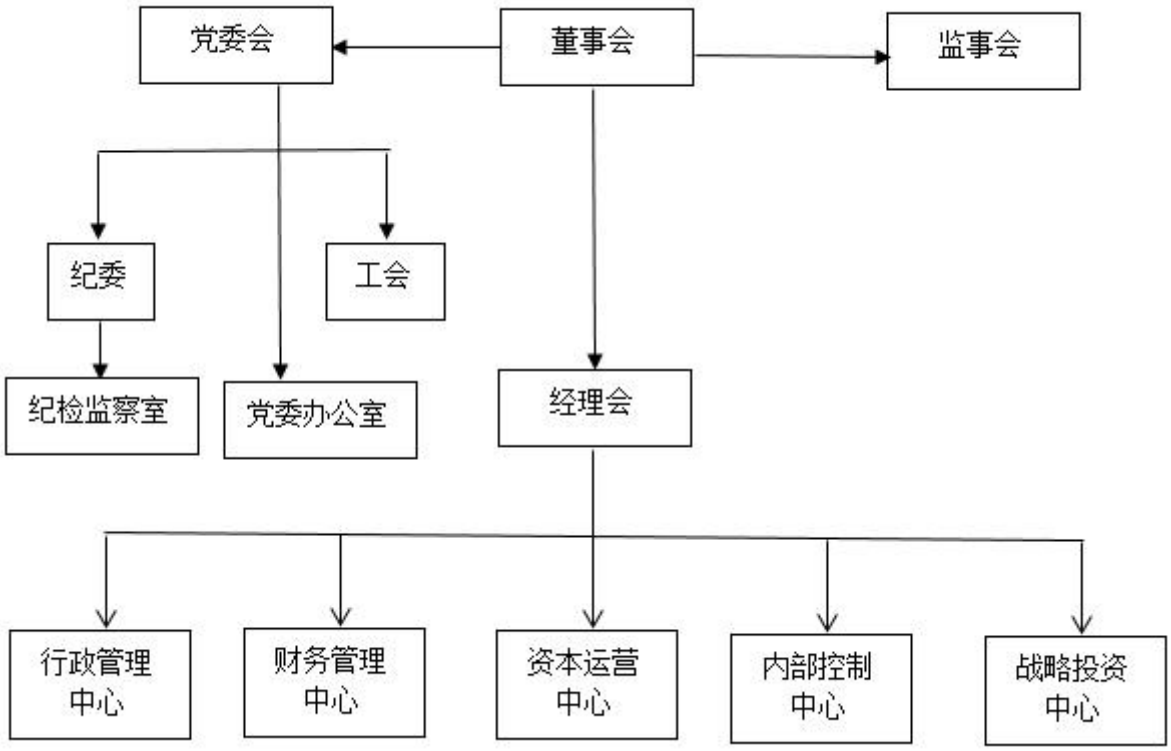
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“19 太原国投 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）	取得方式
太原国投房地产开发有限公司	太原市	房地产的开发及销售	100.00	设立
太原国投物业服务有限公司	太原市	物业管理	100.00	设立
太原芳苑企业管理有限公司	太原市	物业管理	100.00	设立
太原国投产业发展有限公司	太原市	基础设施及配套工程建设管理	100.00	设立
太原国投晋源投资有限公司	太原市	房地产开发、筹融资	100.00	设立
太原国投晋源房地产开发有限公司	太原市	房地产的开发及销售	100.00	设立
太原国投商业运营管理有限公司	太原市	商业运营管理	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.72	52.33	45.19	43.06
资产总额(亿元)	277.08	382.06	419.11	408.52
所有者权益(亿元)	163.52	166.34	166.86	158.58
短期债务(亿元)	39.70	20.42	21.86	22.90
长期债务(亿元)	50.30	131.19	143.50	153.50
调整后长期债务(亿元)	50.30	156.16	166.51	174.72
全部债务(亿元)	90.00	151.61	165.36	176.40
调整后全部债务(亿元)	90.00	176.58	188.37	197.62
营业收入(亿元)	11.04	12.74	22.92	1.52
利润总额(亿元)	2.81	3.35	0.81	11.63
EBITDA(亿元)	2.87	3.48	0.87	--
经营性净现金流(亿元)	0.01	-53.09	-6.16	-8.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.21	0.21	0.32	--
存货周转次数(次)	0.32	0.16	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.06	--
现金收入比(%)	144.19	154.99	140.48	42.03
应收类款项/资产总额(%)	24.97	22.56	23.92	25.64
营业利润率(%)	8.89	11.93	7.02	-176.32
总资本收益率(%)	0.81	0.96	0.16	--
净资产收益率(%)	1.26	1.81	0.32	--
长期债务资本化比率(%)	23.52	44.09	46.24	49.19
调整后长期债务资本化比率(%)	23.52	48.42	49.95	52.42
全部债务资本化比率(%)	35.50	47.68	49.77	52.66
调整后全部债务资本化比率(%)	35.50	51.49	53.03	55.48
资产负债率(%)	40.98	56.46	60.19	61.18
流动比率(%)	219.31	421.47	333.21	363.09
速动比率(%)	160.08	241.21	177.33	205.51
经营现金流动负债比(%)	0.01	-90.93	-7.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	31.33	43.62	189.52	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	31.33	50.81	215.90	--

注：1.2019 年 1~3 月财务数据未经审计

2. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务部分

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变