

信用评级公告

联合〔2021〕404号

联合资信评估股份有限公司通过对太原国有投资集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定太原国有投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，太原国有投资集团有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年二月一日



太原国有投资集团有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 不超过 10.00 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式: 采用固定利率, 每年付息一次, 到期一次还本; 最后一期利息随本金一起兑付

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2021 年 2 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风 险 因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产质量	4
			资本结构	2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

太原国有投资集团有限公司(以下简称“公司”)是太原市城市基础设施建设的两大主体之一, 主要负责太原市范围内的基础设施建设、城中村改造等业务。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司外部发展环境良好, 在基础设施建设及城中村改造业务方面具有较强的区域专营优势, 并持续获得大力度的外部支持。同时, 联合资信关注到, 公司资产质量一般、债务结构有待优化、自营项目收益情况有待关注等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小; 公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖能力尚可。

近年来, 太原市作为山西省省会城市, 经济持续增长, 财政实力不断增强, 公司外部发展环境向好。随着项目陆续完工确认收入, 公司收入预计将保持一定规模。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险很低, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

- 1. 外部发展环境良好。**近年来, 太原市经济持续增长。2017—2019 年, 太原市全市实现地区生产总值分别为 3382.2 亿元、3884.48 亿元和 4028.51 亿元, 固定资产投资增速分别为 6.8%、26.2%和 10.2%, 为公司提供了良好的外部发展环境。
- 2. 较强的区域专营优势。**公司作为太原市城市基础设施建设的两大主体之一, 在太原市范围内基建及城中村改造业务方面具有较强的专营优势。
- 3. 持续获得大力的外部支持。**2017—2019 年, 公司在资金注入、政府补贴等方面持续获得大力的外部支持, 合计获得资金注入 9.17 亿元、政府补贴 2.53 亿元。

分析师：闫蓉 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

关注

1. **资产质量一般。**截至2020年9月底，公司资产中应收类款项、存货合计占比55.20%，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。
2. **债务结构有待优化。**近年来，公司债务规模不断增长，截至2020年9月底，短期债务规模占比49.51%，债务结构有待优化；2020年10—12月以及2021年，公司分别需要偿还到期债务60.00亿元和53.00亿元，面临的集中偿付压力大。
3. **关注自营项目收益情况。**截至2020年9月底，公司文娱类、新能源类以及公用收费设施等类型自营项目计划总投资55.80亿元，已投资28.01亿元。联合资信将对上述自营项目收益情况保持关注。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	52.33	45.19	31.07	27.67
资产总额(亿元)	382.06	419.11	424.53	431.22
所有者权益(亿元)	166.34	166.86	165.59	164.66
短期债务(亿元)	20.42	21.86	107.15	110.19
长期债务(亿元)	156.16	166.51	104.13	112.39
全部债务(亿元)	176.58	188.37	211.28	222.58
营业收入(亿元)	12.74	22.92	17.02	0.35
利润总额(亿元)	3.35	0.81	1.12	-0.78
EBITDA(亿元)	3.48	0.87	1.20	--
经营性净现金流(亿元)	-53.09	-6.16	-9.79	-4.82
营业利润率(%)	11.93	7.02	12.27	-2.83
净资产收益率(%)	1.81	0.32	0.46	--
资产负债率(%)	56.46	60.19	60.99	61.82
全部债务资本化比率(%)	51.49	53.03	56.06	57.48
流动比率(%)	421.47	333.21	172.32	176.08
经营现金流负债比(%)	-90.93	-7.28	-6.37	--
现金短期债务比(倍)	2.56	2.07	0.29	0.25
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.08	0.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	50.81	215.90	175.44	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	337.39	363.13	379.44	389.43
所有者权益(亿元)	157.81	158.71	166.72	166.09
全部债务(亿元)	145.61	159.86	196.99	207.73
营业收入(亿元)	12.59	11.39	8.70	0.00
利润总额(亿元)	1.35	1.19	0.65	-0.47
资产负债率(%)	53.23	56.29	56.06	57.35
全部债务资本化比率(%)	47.99	50.18	54.16	55.57
流动比率(%)	702.91	514.50	206.58	213.48
经营现金流负债比(%)	-157.73	-12.11	-16.90	--

注: 公司 2020 年三季报未经审计; 长期债务包含长期应付款中付息项

主体评级历史:

信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/11/25	闫蓉 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/08/28	闫蓉 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

太原国有投资集团有限公司（原太原市国有投资控股有限公司，以下简称“公司”）是根据《关于成立太原市国有投资控股有限公司的决定》（〔2008〕141 号），于 2008 年 8 月 7 日成立的国有独资公司，初始注册资本 500 万元。2011 年 6 月，太原市人民政府下发《关于变更市国有投资控股有限公司股东的通知》，公司股东由太原市国有资产经营公司变更为太原市西山地区综合整治办公室（以下简称“西山办”），后经西山办以无形资产（土地使用权）和货币资金等形式多次为公司增资，截至 2012 年底，公司注册资本为 134060.00 万元；2014 年，根据太原市人民政府《太原市人民政府关于太原市国有投资控股有限公司名称、股东、经营范围等变更的批复》（并政函〔2014〕103 号），公司名称更为现名，控股股东变为太原市财政局。2019 年，根据太原市财政局文件《关于为太原国有投资集团有限公司出具股东决定的通知》（并财金〔2019〕64 号），太原市财政局向公司增加货币资本 90500 万元。2020 年 12 月 23 日，根据《太原市财政局关于下达太原国有投资集团有限公司注册资本预算指标的通知》（并财金〔2020〕152 号）和《关于下达太原市城区联社化险改制资金预算指标的通知》（迎财预〔2020〕31 号），太原市财政局向公司增加注册资本 10.00 亿，并实际到位；截至 2020 年 12 月底，公司注册资本及实收资本均为 324560.00 万元，太原市财政局为公司唯一股东，太原市人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：受太原市人民政府委托负责政策性项目投资、以企业自有资金进行项目

投资。从事土地整理、基础设施建设及管理；保障性住房工程、棚户区改造、城中村改造；房地产开发经营、物业管理、建材贸易；国有资本运营、股权投资，发起设立股权投资基金及基金管理公司（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年 9 月底，公司本部内部 9 个职能部门，包括财务管理中心、资本运营中心、内部控制中心和战略投资中心等，并表子公司共计 7 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 424.53 亿元，所有者权益合计 165.59 亿元；2019 年，公司实现营业收入 17.02 亿元，利润总额 1.12 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 431.22 亿元，所有者权益合计 164.66 亿元；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额-0.78 亿元。

公司住所：太原市晋源区西中环路南段 199 号国投大厦。法定代表人：兰卫军。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册 50.00 亿元的中期票据额度，本次计划发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过 10.00 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；采用固定利率，公司有权决定在本期中期票据存续期内的第 3 年末是否调整本期中期票据后 2 年的票面利率；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。本期中期票据募集资金计划用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 近年来我国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长

0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资转正，制造业投资降幅收窄。2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）

显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量

方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控

制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速

或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情境下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设主要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，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、加强区域交流与合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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

2. 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理,并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年,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变化和调整,政府及监管部门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。

2019 年以来,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文,旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方

政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。项目储备方面,2019 年 9 月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019 年 9 月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外,2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月,财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元,对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看,上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时一定程度上缓

解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	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	严格规范 PPP 项目合规性,对于规范合规的 PPP 项目,纳入财政支出预算;对于不合规的 PPP 项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	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	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

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,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性

风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的

现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

4. 区域经济

公司主要从事太原市范围内的基础设施建设、土地整理等工作，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。

太原市作为山西省省会城市，近年来经济持续增长，规模以上工业增加值和固定资产投资保持增长态势，为公司创造了良好的外部发展环境。

2017—2019年，太原市全市实现地区生产总值（GDP）分别为3382.2亿元、3884.48亿元和4028.51亿元，2019年同比增长6.6%。分产业看，2019年，第一产业增加值42.48亿元，增长2.1%；第二产业增加值1518.64亿元，增长5.9%；第三产业增加值2467.39亿元，增长7.1%。2017—2019年，人均地区生产总值不断增长，2019年为90698元，同比增长5.6%。2019年，太原市三次产业比重为1.1%、37.7%、61.2%，第三产业比重比上年下降0.7个百分点。

2017—2019年，太原市规模以上工业增加值持续增长，三年增速分别为9.0%、10.8%和4.5%。2019年，战略性新兴产业增加值增长4.1%，占全市规模以上工业增加值的比重为15.5%。高技术产业增加值增长5.3%，占全市规模以上工业增加值的比重为11.4%。

2017—2019年，太原市完成固定资产投资持续增长，三年投资增速分别为6.8%、26.2%和10.2%。2019年全年房地产开发投资698.25亿元，增长31.3%。其中：住宅投资538.17亿元，增长34.8%；商业营业用房投资47.56亿元，增长22.5%。全年商品房竣工面积459.66万平方米，商品房销售额829.45亿元。2020年1—9月，太原市实现地区生产总值2909.60亿元，同比增长0.1%，分产业看，第一产业实现增加值21.10亿元，增长2.2%，拉动GDP增长0.02个百分点；第二产业实现增加值1040.59亿元，增长1.2%，拉动GDP增长0.50个百分点；第三产业（服务业）实现增加值1847.91亿元，下降0.6%，下拉GDP速度0.42个百分点。全市规模以上工业增加值增长0.7%。全市固定资产投资增长10.2%。同期，太原市城市基础设施建设投资同比增长10.5%，比前8个月（9.7%）加快0.8个百分点；拉动全市投资增长2.2个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 12 月底，公司股东为太原市财政局，实际控制人为太原市人民政府；公司注册资本及实收资本均为 32.46 亿元。

2. 企业规模及竞争力

公司作为太原市两大城市建设主体之一，在太原市范围内从事基建及城中村改造业务，具有较强的专营优势。

公司是太原市两大城市建设主体之一（另一家为太原市龙城发展投资集团有限公司，主

要负责太原市保障房建设、城中村改造和棚户区改造等业务），受太原市人民政府委托对太原市西山、晋阳湖等地区的土地实施开发整理，同时负责区域内的基础设施建设、城中村改造以及物业管理等。

表 3 太原市主要市级平台 2019 年数据对比（单位：亿元）

公司名称	股东	总资产	净资产	营业收入	利润总额
太原市龙城发展投资集团有限公司	太原市财政局	927.98	336.50	70.32	2.24
公司	太原市财政局	424.53	165.59	17.02	1.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司现拥有太原国投房地产开发有限公司（以下简称“国投房地产”）、太原国投物业服务有限公司（原太原市国投和祥物业管理有限公司）、太原芳苑企业管理有限公司、太原国投产业发展有限公司（原太原大西山投资管理有限公司，以下简称“国投产业”）、太原国投晋源投资有限公司和太原国投晋源房地产开发有限公司等 10 家全资子公司。公司在太原市基础设施建设、城中村改造等方面具有较强业务专营优势。

3. 人员素质

公司高管人员管理及相关从业经验丰富，员工整体素质较高，能够满足公司经营需求。

截至 2020 年 9 月底，公司拥有董事长兼总经理 1 人，党委书记兼副董事长 1 人，副董事长兼副总经理 1 人，监事会主席兼纪委书记 1 人，董事兼副总经理 4 人。

兰卫军先生，1974 年 12 月生，本科学历，中级工程师；历任山西冶金建设集团技术员、项目经理，山西神剑监理公司总监代表，山西飞云房地产开发有限公司工地代表、项目经理，山西鸿泰房地产开发有限公司项目经理，山西宝洁房地产开发有限公司工程部经理、常务副总，山西海天世纪房地产开发有限公司总经理，公司董事、副总经理、总经理；现任公

司董事长兼总经理。

文剑锋先生，1974 年 8 月生，本科学历，高级工程师；1998 年 7 月参加工作，曾任太原市政工程设计研究院助理工程师、工程师、高级工程师、副所长；现任公司副董事长兼副总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司在职人员 186 人，从学历看，本科及以上学历 155 人，大、中专及以下学历 31 人；从年龄分布看，50 岁及以上 5 人，30~50 岁 136 人，30 岁以下 45 人；从职称看，拥有高级职称人员 5 人，拥有中级职称人员 28 人。公司员工学历水平较高，年龄结构合理。

4. 外部支持

近年来，太原市一般预算收入持续增长，政府性基金收入快速增长；公司作为太原市重要的城市建设主体，获得太原市人民政府在资金投入、财政补贴等方面的大力支持。

2017—2019 年，太原市一般预算收入持续增长，分别为 311.85 亿元、341.52 亿元和 386.62 亿元。2019 年实现税收收入 301.77 亿元，同比增长 1.6%，非税收入 84.85 亿元，同比增长 11.2%。2017—2019 年，全市一般公共预算支出分别为 479.06 亿元、542.46 亿元和 610.55 亿元。同期，财政自给率分别为 65.09%、62.96% 和 63.32%，财政自给能力一般。2017—2019 年，太原市政府性基金收入快速增长，分别为 295.04 亿元、374.26 亿元和 492.77 亿元，其中，国有土地出让收入分别为 280.25 亿元、363.64 亿元和 481.29 亿元。截至 2019 年底，太原市政府债务余额 565.33 亿元。其中，市本级债务余额 548.02 亿元（含开发区），县（市、区）债务余额 17.31 亿元。整体债务水平一般。

2020 年 1—9 月，太原市实现一般预算收入 281.40 亿元，同比下降 8.7%，其中税收收入 209.65 亿元，同比下降 11.7%；实现一般预算支出 489.44 亿元，同比增长 1.9%。

资金注入

资金保障方面，2017 年，太原市财政局下

达《关于下达 2017 年西山绿化供水工程供水运行费补助资金预算指标的通知》（并财城〔2017〕46 号）、《关于下达 2017 年西山农村旅游及森林防火公路交通安全设施及绿化养护经费预算指标的通知》（并财城〔2017〕47 号）、《关于下达 2017 年西山农村旅游及森林防火公路养护经费预算指标的通知》（并财城〔2017〕48 号）等文件，向公司划款共计 1161.95 万元。2019 年，太原市财政局下达《关于下达国投公司有关资金的通知》，向公司增资 9.05 亿元，计入实收资本。

财政补贴

2017—2018 年，公司收到太原市财政局拨付的财政补贴款 2.49 亿元和 83.09 万元，计入营业外收入，2019 年收到财政补贴款 354.10 万元，计入其他收益。

债务置换

根据《2017 年太原市本级政府债券置换存量债务协议》，太原市财政局对公司代建的晋阳湖公园建设项目（晋阳湖周边环境综合治理工程项目（一期）的子项目）应付二级业单位及施工单位工程款 38148.60 万元，通过 2017 年山西省政府置换债券资金进行置换。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：911401006802132368），截至 2021 年 2 月 1 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 2021 年 2 月 1 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善，董事会及监事会成员均已到位。

公司不设股东会。公司设董事会，董事会

成员为 7 人，由国有资产监督管理机构委派，董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人，由国有资产监督管理机构从董事会成员中指定，公司法定代表人由董事长担任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设监事会，监事会成员为 5 人，1 人由国有资产监督管理机构委派，职工监事 4 人由职工代表大会选举产生，监事任期 3 年，任期届满，可连选连任。监事会设监事会主席 1 人，由国有资产监督管理机构从监事会成员中指定。截至报告出具日，公司董事会实际到位 6 人。

近年来，公司重大事项通过举行董事会进行决议；监事会一年举行一次，以履行对公司经营、财务等情况的监督职责；另外，股东每月通过党政联系会议对公司经营及投资计划进行了解与指示。

2. 管理体制

公司管理规范，制度执行情况良好，有助于推动公司运行效率的提升。

公司依据《公司法》等相关法律法规要求制定了《公司章程》，并结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

财务管理方面，公司对日常各项费用支出、工程项目费用支出等资金支出方面做出明确规定。各项经费支出、项目资金支出、资金调动等涉及支出的资金全部由公司经理和执行董事审批，未经审批的，公司财务管理中心一律不得拨出资金。

资金管理方面，公司实行集中统一的资金管理，财务管理中心统一调度和管理公司内的资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高了资金在整个公司内的利用效率。

项目管理方面，公司对工程项目施工、管理部门建立了一系列工程管理制度，有效提高

了公司工程建设过程中的各项管理水平，使各项工程建设工作有序进行。

招标投标管理方面，公司主办部室具体负责组织有关招投标业务管理工作，主办部室根据项目需要，提出招投标书面方案，合同预算部（内部控制中心）审核。报分管领导审核，提交监事会与董事会审批确定后，确定招标代理公司。招标代理公司的确定经董事会公开评审确定。主办部室对接招标代理公司，制定具体招标计划方案，合同预算部审核，报分管领导审核，提交监事会与董事会审批确定后，发布招标公告。资格预审确定后，主办部室提交监事会与董事会审批。主办部室开展招投标工作，监事会与合同预算部配合并监督。中标方确定后，主办部室将中标通知书送达合同预算部备案，并逐级上报。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担太原市城市基建及城中村改造任务，收入规模近年来呈现波动上升趋势。基建项目投资回报已与政府提前约定，毛利率较为稳定；2018年公司开始确认城中村改造项目销售收入，业务毛利率受会计处理影响变动较大。

2017—2019年，公司营业收入主要来自开发收入（包括基础设施代建业务收入和城中村项目销售收入），整体呈波动上升态势，三年分别为12.59亿元、22.74亿元和16.60亿元，占营业收入比重均在97%以上。2014年开始，公司旗下物业公司负责管理的国兴小区高层住宅等项目陆续交付使用，物业费收入成为公司收入补充；2017—2019年，公司分别实现物业费收入847.71万元、319.97万元和278.84万元，其中2018、2019年收入大幅下降，系出租业务带来的水电、垃圾清运费从物业收入调整至其他业务收入。公司其他业务规模较小，主要包括供水收入、出租收入、新能源供热等自营业务收入。

2017—2019年，公司综合毛利率水平波动上升，主要系收入占比较大的城中村改造项目销售板块毛利变动较大所致。同期，由于成本相对固定，物业管理业务毛利率水平随收入下降而快速下滑。公司其他业务毛利率波动较大，主要系收入构成比例变化以及自2018年供水板块开始实现盈利所致。

2020年1—9月，公司营业收入3488.06万元，占2019年收入的2.05%，规模较小主要系公司开发收入确认具有周期性同时叠加疫情影响所致。同期，公司综合毛利率为4.62%。

表4 近年来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			2020年1—9月		
	收入	占比	毛利率	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	166001.85	97.51	14.84	765.66	21.95	35.56
物业收入	847.71	0.67	-11.18	319.97	0.14	-26.98	278.84	0.16	-39.50	452.02	12.96	-4.43
其他业务	640.83	0.50	9.86	1403.35	0.61	42.52	3955.79	2.32	31.85	2270.38	65.09	-4.01
合计	127414.55	100.00	12.54	229164.51	100.00	7.46	170236.48	100.00	13.06	3488.06	100.00	4.62

注：尾差系四舍五入所致；其他业务收入包括供水、出租、新能源供热、文旅票务等业务收入

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

近年来，公司基础设施建设收入持续下

降，回款情况一般；该板块未来拟投资规模较大，待结算项目规模尚可，对未来收入形成支撑。

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，太原市人民政府授权太原市财政局与公司签订项目委托代建及回购协议；协议规定太原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。太原市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”。

公司近年主要承建了长风西大街打通工程、长风西大街道路红线外30米绿化带景观工程和西山城郊森林公园绿化供水工程（一期）、太原西山农村旅游及森林防火公路等工程，主要在建项目为太原市晋阳湖周边环境综合治理工程。2017—2019年，公司分别实现基础设施建设收入12.59亿元、11.39亿元和8.40亿元；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。2017—2018年，公司未收到项目回款。2019年，公司共收到项目回款8.69亿元（冲减“应收账款”）。2020年前三季度，该板块未实现收入和回款，系公司集中于年底结算所致。

截至2020年9月底，公司基础设施项目基本进入收尾阶段，拟建项目包括晋阳湖周边环境综合治理工程二期等，总投资规模超过46亿元（项目协议尚未签订）；公司待确认收入

的基础设施建设项目主要为晋阳湖周边环境综合治理等项目，账面待结转成本12.49亿元。

（2）城中村改造项目

2018年开始，公司城中村改造项目陆续确认收入；项目预售情况良好，随着项目陆续完工确认收入，公司收入预计将保持一定规模。

根据山西省人民政府《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）和太原市人民政府《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），公司作为太原市主要的投融资平台之一，承担太原市市内部份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城中村改造部分），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。土地返还款到账后冲减成本，同时反映在“收到其他与经营活动有关的现金”。

2018年，公司该板块确认收入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。2019年及2020年前三季度分别确认收入8.20亿元和0.08亿元。上述收入基本来自东社城中村改造项目。

截至2020年9月底，公司主要在建/在售城中村改造项目包括东社城中村改造项目、义井道邦项目以及晋阳湖董茹村等六村改造项目。

东社城中村改造建设项目分为四期，项目总计建筑面积77.19万平米，包括住宅59.53万平米，配套及商业5.00万平米，地下室（含人防工程）9.30万平米；总投资预计41.63亿元。截至2020年9月底，项目一期、二期已交房、三期计划处于交房中、四期计划2021

年交房。该项目预计可实现收入超过55亿元，截至2020年9月底，该项目实现累计销售额39.83亿元（2019年及2020年前三季度共实现销售额约1.54亿元），收到返还购地款7.03亿元（按约定全部到位）。

义井道邦一、二期项目总投资预计12.01亿元，占地59亩，建筑面积24万平方米左右，计划2020年完工。截至2020年9月底，项目累计销售10.12亿元（2019年及2020年前三季度合计销售额0.23亿元），收到返还购地款3.09亿元（按约定全部到位）。项目预计于2020年年底开始确认收入。

晋阳湖项目中董茹村等六村城中村改造项目总投资规模暂定为137.60亿元（一级开发成本）；截至2020年9月底，上述子项目已经投入超过90亿元用于前期拆迁及一级开发，拆迁工作已基本完成，计划于2021年开始供地。

表5 截至2020年9月底公司主要城中村项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	截至2020年9月已投资额	未来投资计划		
				2020年	2021年	2022年
东社城中村赞城项目一期二期	2016.02—2019.06	20.96	31.30	0.00	0.00	0.00
东社城中村赞城项目三期四期	2016.10—2020.01	20.67		2.16	2.16	0.00
晋源区义井道邦（一期）城中村改造项目	2016.03—2019.06	2.55	10.36	0.00	0.00	0.00
晋源区义井道邦（二期）城中村改造项目	2016.03—2020.03	9.46		0.08	0.08	0.00
董茹村等六村城中村改造项目	2017.07—2021.03	137.60	91.74	0.50	0.50	0.50
合计	--	191.24	133.40	2.74	2.74	0.50

资料来源：公司提供

（3）其他业务板块

公司其他业务板块收入稳步增长，但规模较小，对公司整体收入规模影响较小；该部分业务毛利率较高。

公司其他业务板块收入规模小，主要包括文旅票务收入、租金收入与供水收入等。近三年，公司其他业务收入分别为640.83万元、1403.35万元和3955.79万元。其中2018年毛利率为42.52%，较2017年大幅增长，系公司前期开展的供水业务实现盈利所致。2019年收

入规模同比大幅增长主要系新增文旅票务收入2374.57万元；毛利率同比有所下降主要系新增文旅票务毛利率相对较低，同时供水业务成本增长，导致毛利率降低所致。2020年1—9月，公司其他业务收入合计2270.38万元，其中文旅票务收入1882.06万元，租金收入264.02万元；同期毛利率较上年下降主要受疫情影响收入下滑但固定支出无法相应缩减所致。

供水业务由公司下属子公司国投产业作

为经营主体。根据太原市人民政府办公厅的《关于西山城郊森林公园现场观摩会会议纪要》，太原市人民政府指定公司负责西山城郊森林公园绿化供水和保障工程，各公园绿化用水统一按照 1.80 元/立方米的价格结算。2017—2019 年，公司供水业务收入分别为 347.62 万元、771.29 万元和 421.30 万元。2020 年 1—9 月，公司实现供水收入 5.25 万元。由于西山城郊森林公园为事业单位，供水采购根据当年政府拨款情况存在一定的波动，公司在现金流入时确认收入，故公司供水业务收入存在一定的波动。

2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司出租业务收入分别为 253.83 万元、601.98 万元、905.46 万元和 264.02 万元。出租业务主要由公司下属子公司国投房地产作为经营主体，主要为东社城中村项目一期、二期商铺出租和义井道邦项目商铺出租收入。

文旅票务板块收入主要来自于晋阳湖景区水上文旅创意项目，该项目系公司自筹资金

建设的自营类项目，项目总投资 2.51 亿元（暂时反映在“在建工程”科目）。

2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司新能源供热业务收入分别为 39.39 万元、30.08 万元、254.46 万元和 101.79 万元。新能源供热项目由公司下属子公司国投产业作为经营主体，主要为太原西山生态产业区国家新能源示范园区玉泉山居新能源供热项目和国信能源站运营管理项目，利用地热为用户提供供暖服务。

（4）自营业务板块

在承接政府委托的土地整理及城中村改造等业务过程中，公司根据自身发展及盈利需要，开展部分自营类项目。目前主要包括文娱类、新能源类以及公用收费设施等类型项目。截至 2020 年 9 月底，上述项目计划总投资 55.80 亿元，已投资 28.01 亿元。上述项目主要通过后期运营或项目出让方式平衡投入资金。联合资信将对上述自营项目收益情况保持关注。

表 6 截至 2020 年 9 月底公司在建自营项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	2020 年投资计划	2021 年投资计划	自有资本金	资本金到位情况
晋阳湖水文创意项目	3.00	2.51	--	--	0.90	已到位
太原市晋阳湖晋阳里项目	31.79	17.48	3.00	--	9.54	已到位
太原锅炉集团旧厂区工业遗址保护项目（国投体育运动中心项目）	2.22	1.24	0.29	0.10	0.67	已到位
太原西山生态产业区北区供水泵站新能源微电网（风电、光伏、储能及配套）项目	0.43	0.36	--	--	0.13	已到位
太原西山生态产业区国家新能源示范园区玉泉山居新能源供热项目	0.21	0.14	--	--	0.06	已到位
太原市晋阳湖晋阳里新能源汽车充电设施项目	0.05	0.03	--	--	0.02	已到位
东社城中村赞城项目五期	18.10	6.25	--	6.00	18.10	已到位
合计	55.80	28.01	3.29	6.10	29.42	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来仍将在着力发展城中村改造项目的同时，拓展经营性业务，扩大公司资产规模，提升公司整体竞争实力。

公司未来将从以下几个方面开展工作：

（1）致力于城中村改造项目。完成东社、义

井城中村改造项目，重点开展晋阳湖项目，将所属房地产公司打造成为太原本土知名房地产企业。（2）积极探讨资本运作。着力于创新融资渠道，争取政府经营性、易变现的优质资产注入，采取多种有效形式做实公司净资产，扩充公司资本金，增强公司可持续融资能

力。同时提高资本运作能力，将资金更多投向具有显著经济效益的行业和领域，实现公司的可持续发展。（3）积极服务于生态园林城市建设，着重于西山城市防护区，晋阳湖西南部生态区建设，积极推进西山生态产业区新能源示范产业园区规划建设。（4）积极实践国有企业改革，实现国有企业同市场经济深度融合，增强公司竞争实力。

总体来看，公司将继续提升资源整合和市场化运作的的能力，进一步扩大资产规模，增强公司实力，努力打造成为市场化程度较高、持续发展能力较强的国有企业。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—9 月财务数

据未经审计。

2017 年，公司合并范围新增 2 家投资设立的子公司，分别为太原国投晋源投资有限公司和太原国投晋源房地产开发有限公司；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；上述公司规模较小。2019 年以及 2020 年 1—9 月，公司合并范围未发生变动。整体来看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产中应收类款项和存货占比较大，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。

2017—2019 年末，公司资产总额有所增长，年均复合增长 5.41%。截至 2019 年底，公司资产总额 424.53 亿元，较上年底增长 1.29%。公司资产结构以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.33	13.70	45.19	10.78	31.07	7.32	27.67	6.42
应收账款	65.30	17.09	76.74	18.31	76.77	18.08	76.79	17.81
其他应收款	20.90	5.47	23.51	5.61	25.85	6.09	20.56	4.77
存货	105.24	27.55	131.82	31.45	121.68	28.66	140.68	32.62
流动资产	246.06	64.41	281.78	67.23	264.74	62.36	271.46	62.95
长期股权投资	5.43	1.42	5.43	1.29	5.58	1.31	5.64	1.31
在建工程	0.22	0.06	1.66	0.40	21.67	5.10	20.12	4.67
无形资产	129.96	34.01	129.91	31.00	129.86	30.59	129.82	30.11
非流动资产	135.99	35.59	137.33	32.77	159.79	37.64	159.76	37.05
资产总额	382.06	100.00	419.11	100.00	424.53	100.00	431.22	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.73%。截至 2019 年底，公司流动资产 264.74 亿元，较上年底下降 6.05%，系货币资金和存货下降所致。

截至 2019 年底，公司货币资金 31.07 亿元，较上年底下降 31.24%。公司货币资金主要为银

行存款，其中，受限货币资金 0.44 亿元。

2017—2019 年末，公司应收账款有所增长，年均复合增长 8.43%。截至 2019 年底，公司应收账款 76.77 亿元，较上年底增长 0.04%；基本全部为应收太原市财政局的工程款，集中度高；公司未计提坏账准备。

2017—2019 年末，公司预付款项大幅增长，年均复合增长 647.21%，截至 2019 年底，公司预付款项 5.00 亿元，较上年底增加 4.63 亿元，系子公司太原国投房地产开发有限公司（以下简称“国投地产”）预付的土地款。

2017—2019 年末，公司其他应收款不断增长，年均复合增长 11.22%。截至 2019 年底，公司其他应收款 25.85 亿元，较上年底增长 9.96% 系往来款增长所致。公司其他应收款主要为与政府、关联方往来款，前五名欠款单位占其他应收款总额的 76.76%。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，2 年以内的其他应收款占比为 8.72%、2~3 年的占比为 24.66%、3 年以上占比为 66.62%。截至 2019 年底，公司累计计提坏账准备 0.09 亿元。

表 8 截至 2019 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
太原迎泽国有投资有限公司	往来款	10.69	41.15
太原万科国投滨湖置业有限公司	往来款	8.74	33.65
太原市国有资产经营公司	往来款	0.15	0.56
平安国际融资租赁（天津）有限公司	保证金	0.26	1.00
重庆鈺渝金融租赁股份有限公司	保证金	0.11	0.40
合计	--	19.94	76.76

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 7.53%。截至 2019 年底，公司存货 121.68 亿元，较上年底下降 7.69%，主要系部分项目结算所致；公司存货基本为开发成本，主要为公司对董茹村等六村城中村改造征地拆迁项目、东社村城中村改造项目（赞城一至四期）、长风西街回迁安置小区一期项目以及东社、晋源区义井城中村改造项目（逍邦）的投资。截至 2019 年底，公司未计提存货跌价准备。

2017—2019 年末，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 40.72%。截至 2019 年底，公司其他流动资产 4.37 亿元，较上年底增长 4.94%。公司其他流动资产主要由预缴企业所得税和增值税留抵税额构成。

2017—2019 年末，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 8.40%。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 159.79 亿元，较上年底增长 16.35%，构成主要以无形资产和在建工程为主。

2017—2019 年末，公司长期股权投资保持相对稳定。截至 2019 年底，公司长期股权投资 5.58 亿元，主要为对太原迎泽国有投资有限公司的股权投资。

2017—2019 年末，公司在建工程大幅增长，截至 2019 年底，公司在建工程 21.67 亿元，较上年底大幅增加 20.01 亿元，系公司新增对晋阳湖晋阳里项目的投资 17.35 亿元、晋阳湖水上文旅创意项目的投资 2.51 亿元所致。

2017—2019 年末，公司无形资产保持相对稳定。截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 129.86 亿元，主要是政府划入公司的土地资产，未来计划逐步通过其他资产进行置换。公司名下土地使用权总面积为 191.69 万平方米，均未抵押。公司晋阳湖片区拥有土地面积为 163.27 万平方米，土地用途主要是商业用地，全部为政府划拨土地，其余土地位于长风西大街片区，有 3.08 万平方米的土地用途为工业用地，土地性质为出让用地；25.34 万平方米土地用途为住宅用地，土地性质为划拨用地。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 2020 年 9 月底，公司资产总额 431.22 亿元，较 2019 年底变动不大。其中，货币资金 27.67 亿元，较 2019 年底下降 10.95%；存货 140.68 亿元，较 2019 年底增长 15.62%，系公司晋源六村项目投入增长所致。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产合计 26.75 亿元，全部为用于质押借款的应收账款。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益保持相对稳定，以资本公积为主。

2017—2019 年末，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合下降 0.22%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 165.59 亿元，较上年底下降 0.76%，主要系未分配利润下降所致。

截至 2019 年底，公司实收资本 22.46 亿元，较上年底增加 9.05 亿元，系公司收到太原市财政局向公司的增资所致。2017—2019 年，公司

资本公积（划拨土地）保持稳定，为 125.94 亿元；同期，公司未分配利润波动下降，年均复合下降 18.39%，截至 2019 年底，公司未分配利润 16.75 亿元，较上年底下降 34.53%，系子公司国投地产将 2015 年确认为营业外收入的土地返还款进行调整，冲减了开发成本所致。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 164.66 亿元，较 2019 年底下降 0.57%，系未分配利润小幅下降所致。

表9 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		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	13.41	8.06	13.41	8.03	22.46	13.56	22.46	13.64
资本公积	125.94	75.71	125.94	75.47	125.94	76.05	125.94	76.48
未分配利润	25.14	15.11	25.58	15.33	16.75	10.11	15.96	9.70
所有者权益合计	166.34	100.00	166.86	100.00	165.59	100.00	164.66	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

公司债务规模不断增长，其中，短期债务占比快速上升，债务结构有待优化。随着公司晋阳湖等项目不断投入，预计公司未来有息债务规模将进一步增长。2021 和 2022 年公司面临的集中偿付压力大。

2017—2019 年末，公司负债规模有所增长，年均复合增长 9.56%。截至 2019 年底，公司负债合计 258.94 亿元，较上年底增长 2.65%。公司负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

表10 公司主要负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.21	1.95	5.36	2.12	2.00	0.77	25.00	9.38
应付账款	2.74	1.27	7.23	2.87	8.38	3.23	7.25	2.72
预收款项	29.39	13.62	49.49	19.62	31.66	12.23	32.09	12.04
一年内到期的非流动负债	16.21	7.51	16.51	6.54	104.19	40.24	84.48	31.69
流动负债	58.38	27.06	84.57	33.52	153.64	59.33	154.17	57.84
长期借款	80.34	37.24	70.84	28.08	51.70	19.97	37.40	14.03
应付债券	50.85	23.57	72.66	28.80	43.60	16.84	63.76	23.92
长期应付款	24.97	11.58	23.01	9.12	8.83	3.41	11.23	4.21
非流动负债	157.34	72.94	167.69	66.48	105.30	40.67	112.39	42.16
负债总额	215.72	100.00	252.25	100.00	258.94	100.00	266.56	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 62.22%。截至 2019 年底，公司流动负债 153.64 亿元，较上年底增长

81.67%，系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截至 2019 年底，公司短期借款 2.00 亿元，

全部为信用借款。

2017—2019 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 74.94%。截至 2019 年底，公司应付账款 8.38 亿元，较上年底增长 15.79%。公司应付账款全部为未完工结算的工程款。

预收款项全部为子公司国投地产的预收房款。2017—2019 年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长 3.80%。截至 2019 年底，公司预收款项 31.66 亿元，较上年底下降 36.03%，系部分房地产项目结转所致。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 153.55%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 104.19 亿元，较上年底大幅增长 531.21%；其中一年内到期的长期借款 44.14 亿元、一年内到期的应付债券 53.00 亿元、一年内到期的长期应付款 7.05 亿元。

2017—2019 年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 18.19%。截至 2019 年底，公司非流动负债 105.30 亿元，较上年底下降 37.20%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款大幅下降所致。

截至 2019 年底，公司长期借款 51.70 亿元，较上年底下降 27.02%，系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款以质押借款和信用借款为主。

2017—2019 年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降 7.40%。截至 2019 年底，公司应付债券 43.60 亿元，较上年底下降 40.00%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。2019 年，公司发行了 10.00 亿元“19 国投 CP001”、10.00 亿元“19 国投 PPN001”，和 3.84 亿元的美元债。

2017—2019 年末，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 40.54%。截至 2019 年底，公司长期应付款 8.83 亿元，较上年底下降 61.64%，系部分长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款全部为

融资租赁款。

将长期应付款中有息债务计入长期债务核算，2017—2019 年末，公司有息债务持续增长，年均复合增长 9.39%。截至 2019 年底，公司全部债务 211.28 亿元，较上年底增长 12.16%，其中短期债务占 50.72%，长期债务占 49.28%。从偿债能力指标来看，近年来公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续上升，长期债务资本化比率波动下降，2019 年底，上述指标分别为 60.99%、56.06%和 38.61%。

截至 2020 年 9 月底，公司负债合计 266.56 亿元，较 2019 年底增长 2.94%。其中，短期借款 25.00 亿元，较 2019 年底大幅增加 23.00 亿元；一年内到期的非流动负债 84.48 亿元，较 2019 年底下降 18.91%；长期借款 37.40 亿元，较 2019 年底下降 27.66%；应付债券 63.76 亿元，较 2019 年底增长 46.25%，系部分债券到期未行权，从一年内到期的非流动负债重分类到应付债券以及新发行债券所致。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 222.58 亿元，较 2019 年底增长 5.35%；其中短期债务 110.19 亿元、长期债务 112.39 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.48%和 40.57%。2020 年 10—12 月以及 2021—2023 年，公司分别需要偿还到期债务 60.00 亿元、53.00 亿元、57.00 亿元和 31.00 亿元，未来两年公司面临的集中偿付压力大。

4. 盈利能力

近年来公司收入规模波动增长，随着房屋销售收入的逐步确认，公司收入规模有望继续提升；公司整体盈利能力较弱。

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代建业务收入和城中村项目销售收入，2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 15.59%，三年分别为 12.74 亿元、22.92 亿元和 17.02 亿元；同期，公司营业成本年均复合增长 15.25%，三

年分别为 11.14 亿元、21.21 亿元和 14.80 亿元。2017—2019 年，公司营业利润分别为 0.86 亿元、0.79 亿元和 1.13 亿元。

2017—2019 年，公司的期间费用快速增长，分别为 0.64 亿元、0.86 亿元和 0.86 亿元。2018 年以来，公司期间费用大幅增长，主要系承建的项目增加，导致管理费用增加以及东社、义井项目房屋销售，导致销售费用增加。2019 年，公司期间费用占营业收入的比例为 5.04%，同比上升 1.31 个百分点。公司期间费用率虽有所上升，但是总体占比较低，对公司的利润水平影响不大。

2017—2019 年，公司实现利润总额分别为 3.35 亿元、0.81 亿元和 1.12 亿元。2017 年，公司营业外收入 2.49 亿元，系公司收到的财政补助。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润有所波动，三年分别为 11.93%、7.02%和 12.27%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降，2019 年分别为 0.21%和 0.46%，公司盈利能力较弱。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额-0.78 亿元，公司营业利润率为-2.83%。

5. 现金流分析

受公司对城中村改造项目投入的快速增长，近年来公司经营活动现金流持续表现为净流出，同时导致公司筹资规模较大。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。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-53.09 亿元、-6.16 亿元和-9.79 亿元。2017—2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，2019 年为 10.10 亿元，主要为收到的房屋预收款及基建回款；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补助

和往来及拆借款，2019 年为 5.93 亿元。2017—2019 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速下降，年均复合下降 41.16%，2019 年为 22.03 亿元，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及拆借款，2019 年为 3.23 亿元。从收入实现质量看，2017—2019 年，公司现金收入比率分别为 154.99%、140.48%和 59.33%，公司收现质量大幅下降。

近年来公司投资活动现金流入规模较小；2019 年，公司投资活动现金支出 23.90 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 20.17 亿元，主要是对自建项目晋阳湖晋阳里项目和晋阳湖水文旅创意项目投资支出。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.20 亿元、-1.43 亿元和-23.90 亿元。

公司筹资活动现金流入主要是取得借款及发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。2019 年，公司筹资活动现金流入 72.65 亿元，同比增长 45.47%，包括取得借款收到的现金 39.92 亿元和发行债券收到的现金 23.68 亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息 42.05 亿元以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金 11.12 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 78.89 亿元、0.44 亿元和 19.14 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为-4.82 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 0.89 亿元；购买商品、接受劳务支付的现金 11.14 亿元。同期，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额为-0.69 亿元。同期，公司筹资活动主要为取得借款 24.97 亿元、发行债券收到的现金 35.56 亿元、偿还债务支付的现金 56.10 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 8.55 亿元，筹资活动现金流量净额为 2.28 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力显著增大，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率均不断下降，流动比率三年分别为421.47%、333.21%和172.32%，速动比率三年分别为241.21%、177.33%和93.12%。同期，公司经营现金流动负债比均为负值。2017—2019年以及2020年9月底，公司现金类资产分别为52.33亿元、45.19亿元、31.07亿元和27.67亿元，现金短期债务比分别为2.56倍、2.07倍、0.29倍和0.25倍，现金类资产对短期债务的保障能力显著下降。总体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动下降，三年分别为3.48亿元、0.87亿元和1.20亿元；同期，公司全部债务/EBITDA波动增长，近三年分别为50.81倍、215.90倍和175.44倍，EBITDA利息倍数分别为0.76倍、0.08倍和0.11倍，长期偿债能力弱。

截至2020年9月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为144.00亿元，其中，已使用额度86.00亿元，未使用授信额度为58.00亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2020年9月底，公司对外担保余额2.00亿元，担保比率为1.21%，被担保方为太原市万柏林城乡建设投资有限公司，被担保方为国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险相对可控。

考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

公司资产及债务主要集中在母公司，母公司资产以流动资产为主，有息债务中短期债务占比高，短期偿债压力大。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额379.44亿元（占合并口径的89.38%），主要由应收账款、存货和无形资产构成。同期，母公司资产负债率56.06%，全部债务196.99亿元（占合并口径的97.30%），其中，短期债务101.69亿元。截至2019年底，母公司现金类资产26.87亿元，现金短期债务比为0.26倍，母公司短期偿债压力大。2019年，母公司实现营业收入8.70亿元（占合并口径的51.12%），实现利润总额0.65亿元（占合并口径的58.04%）。

截至2020年9月底，母公司资产总额389.43亿元，所有者权益合计166.09亿元；2020年1—9月，母公司未实现营业收入，利润总额-0.47亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小；公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖能力尚可。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行规模不超过10.00亿元，分别相当于2019年底公司长期债务和全部债务的9.60%和4.73%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.99%、56.06%和38.61%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据以上限金额发行后，上述指标将分别升至61.89%、57.20%和40.80%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据全部用于偿还利息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 28.26 亿元、33.95 亿元和 16.03 亿元，为本期中期票据发行金额上限的 2.83 倍、3.40 倍和 1.60 倍，对本期中期票据的保障能力尚可。2017—2019 年，公司经营活动现金净流量均为负值，对本期中期票据无保障能力；2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 3.48 亿元、0.87 亿元和 1.20 亿元，为本期中期票据发行金额的 0.35 倍、0.09 倍和 0.12 倍，对本期中期票据的保障能力弱。

集中兑付方面，若本期中期票据于 2021 年按发行金额上限发行，于 2024 年回售或于 2026 年到期兑付，考虑到公司于 2024 年及 2026 年均无其他债券需要兑付，公司面临的集中兑付压力小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

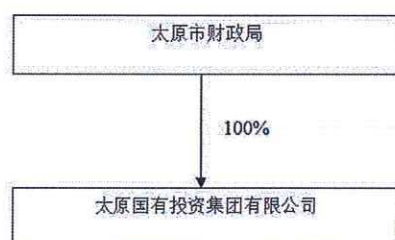
十、结论

公司作为太原市城市基础设施建设两大主体之一，在基础设施建设和城中村改造业务方面具有较强的专营优势；同时，公司在资金注入、财政补贴、债务置换等方面获得了太原市人民政府持续的大力支持。近年来，太原市经济持续增长，为公司可持续发展提供了良好的外部环境。同时，联合资信对公司债务结构以及自营项目后续资金平衡情况保持关注。

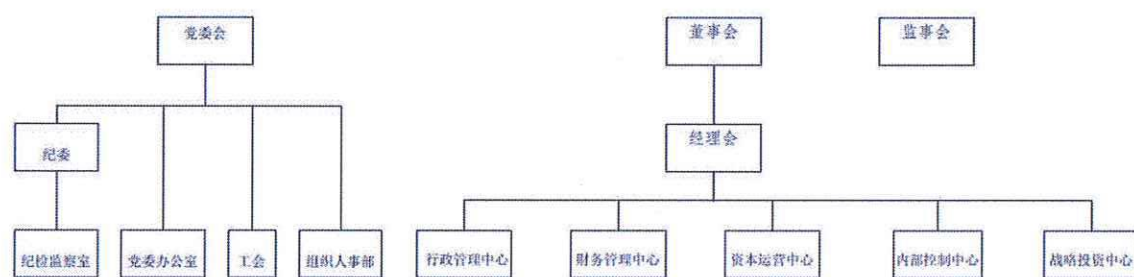
近年来，公司资产规模有所增长，但资产流动性受政府回款进度影响大；同时考虑到较大规模的划拨土地资产，公司资产质量一般。所有者权益保持相对稳定，权益质量一般；债务规模不断增长，其中短期债务占比快速上升，债务结构有待优化，集中偿付压力大。随着项目陆续完工确认收入，公司收入预计将保持一定规模。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小；公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖能力尚可。

附件 1-1 截至 2020 年 12 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 公司合并范围子公司情况（截至 2020 年 9 月底）

序号	子公司名称	主营业务	注册资本金 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
1	太原国投房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100	设立
2	太原国投物业服务有限公司	物业管理	110.00	100	设立
3	太原芳苑企业管理有限公司	物业管理	110.00	100	设立
4	太原国投产业发展有限公司	基础设施建设	50000.00	100	设立
5	太原国投晋源投资有限公司	政策性项目投资	100000.00	100	设立
6	太原国投晋源房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100	设立
7	太原国投商业运营管理有限公司	经营性项目管理	50000.00	100	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.33	45.19	31.07	27.67
资产总额(亿元)	382.06	419.11	424.53	431.22
所有者权益(亿元)	166.34	166.86	165.59	164.66
短期债务(亿元)	20.42	21.86	107.15	110.19
长期债务(亿元)	156.16	166.51	104.13	112.39
全部债务(亿元)	176.58	188.37	211.28	222.58
营业收入(亿元)	12.74	22.92	17.02	0.35
利润总额(亿元)	3.35	0.81	1.12	-0.78
EBITDA(亿元)	3.48	0.87	1.20	--
经营性净现金流(亿元)	-53.09	-6.16	-9.79	-4.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.21	0.32	0.22	--
存货周转次数(次)	0.16	0.18	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	154.99	140.48	59.33	254.15
营业利润率(%)	11.93	7.02	12.27	-2.83
总资本收益率(%)	0.96	0.16	0.21	--
净资产收益率(%)	1.81	0.32	0.46	--
长期债务资本化比率(%)	48.42	49.95	38.61	40.57
全部债务资本化比率(%)	51.49	53.03	56.06	57.48
资产负债率(%)	56.46	60.19	60.99	61.82
流动比率(%)	421.47	333.21	172.32	176.08
速动比率(%)	241.21	177.33	93.12	84.83
经营现金流动负债比(%)	-90.93	-7.28	-6.37	--
现金短期债务比(倍)	2.56	2.07	0.29	0.25
全部债务/EBITDA(倍)	50.81	215.90	175.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.08	0.11	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款中付息项

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.73	36.87	26.87	27.03
资产总额(亿元)	337.39	363.13	379.44	389.43
所有者权益(亿元)	157.81	158.71	166.72	166.09
短期债务(亿元)	19.92	21.36	101.69	106.57
长期债务(亿元)	125.69	138.50	95.30	101.16
全部债务(亿元)	145.61	159.86	196.99	207.73
营业收入(亿元)	12.59	11.39	8.70	0.00
利润总额(亿元)	1.35	1.19	0.65	-0.47
EBITDA(亿元)	1.35	1.19	0.65	--
经营性净现金流(亿元)	-44.29	-5.09	-18.21	-3.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.20	0.16	0.11	--
存货周转次数(次)	0.35	0.14	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	0.20	0.16	0.11	--
营业利润率(%)	0.35	0.14	0.09	--
总资本收益率(%)	0.33	0.28	0.13	--
净资产收益率(%)	0.64	0.57	0.29	--
长期债务资本化比率(%)	44.34	46.60	36.37	37.85
全部债务资本化比率(%)	47.99	50.18	54.16	55.57
资产负债率(%)	53.23	56.29	56.06	57.35
流动比率(%)	702.91	514.50	206.58	213.48
速动比率(%)	496.81	312.23	129.96	131.81
经营现金流动负债比(%)	-157.73	-12.11	-16.90	--
现金短期债务比(倍)	2.40	1.73	0.26	0.25
全部债务/EBITDA(倍)	107.98	134.68	301.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.30	0.12	0.06	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；EBITDA=利润总额+财务费用

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-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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

联合资信评估股份有限公司关于 太原国有投资集团有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

太原国有投资集团有限公司公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

太原国有投资集团有限公司公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对太原国有投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，太原国有投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注太原国有投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现太原国有投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对太原国有投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如太原国有投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对太原国有投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与太原国有投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。