

信用评级公告

联合〔2021〕7423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主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 太原国投 MTN001”和“21 太原国投 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

太原国有投资集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
发行人主体	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 太原国投 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 太原国投 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 太原国投 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/12/04
21 太原国投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/02/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“21 太原国投 MTN001”设有投资者回售选择权，下一行权日为 2024/02/26；“20 太原国投 MTN001”设有投资者回售选择权，下一行权日为 2023/12/04

评级时间：2021 年 7 月 29 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

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，公司业务稳步发展，在资本金注入方面得到有力的外部支持。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资金支出压力较大，基础设施建设业务回款滞后以及面临较大的短期偿债压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着太原市基础设施建设及城中村改造工作的稳步推进，公司整体经营有望保持稳定。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“20 太原国投 MTN001”和“21 太原国投 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**2020 年，太原市地区生产总值 4153.25 亿元，较上年同比增长 2.6%；太原市固定资产投资比上年增长 11.3%，一般公共预算收入 378.44 亿元，公司外部发展环境良好。
2. **公司获得有力的外部支持。**跟踪期内，太原市财政局对公司增加注册资本金 10.00 亿元，公司收到财政补贴 0.33 亿元。

关注

1. **资金支出压力较大。**截至 2021 年 3 月底，公司主要在建城中村改造项目尚需投入 68.54 亿元；主要在建自营项目尚需投入 10.23 亿元，未来资金支出压力较大。
2. **基础设施建设业务回款滞后。**截至 2020 年底，公司应收账款 81.63 亿元，全部为应收太原市财政局的项目回购款，规模较大，回款时间存在一

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	F4	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	4	
			现金流量	4	
		资本结构		3	
		偿债能力		4	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				4	

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

定的不确定性。

3. 公司资产流动性较弱。截至 2020 年底，公司存货和应收账款分别占总资产的 30.26%和 18.49%，对公司资金形成占用；公司在晋阳湖片区拥有土地 2449.10 亩，全部为政府划拨土地，公司资产流动性弱。

4. 公司面临较大的短期偿债压力。截至 2020 年底，公司短期债务 71.70 亿元，现金短期债务比 0.30 倍，公司面临较大的短期偿债压力。

分析师：王金磊 李志昂

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	45.19	31.07	21.53	15.36
资产总额（亿元）	419.11	424.53	441.42	444.12
所有者权益（亿元）	166.86	165.59	177.03	176.50
短期债务（亿元）	21.86	107.15	71.70	65.12
长期债务（亿元）	166.51	104.13	155.86	145.47
全部债务（亿元）	188.37	211.28	227.56	210.59
营业收入（亿元）	22.92	17.02	20.14	0.05
利润总额（亿元）	0.81	1.12	1.93	-0.41
EBITDA（亿元）	0.87	1.20	2.91	--
经营性净现金流（亿元）	-6.16	-9.79	-20.64	-4.65
营业利润率（%）	7.02	12.27	10.71	-74.83
净资产收益率（%）	0.32	0.46	0.74	--
资产负债率（%）	60.19	60.99	59.89	60.26
全部债务资本化比率（%）	53.03	56.06	56.24	54.40
流动比率（%）	333.21	172.32	254.56	266.43
经营现金流动负债比（%）	-7.28	-6.37	-19.17	--
现金短期债务比（倍）	2.07	0.29	0.30	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.08	0.11	0.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	215.90	175.44	78.22	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	363.13	379.44	407.34	403.57
所有者权益（亿元）	158.71	166.72	176.63	176.30
全部债务（亿元）	159.86	196.99	204.40	208.08
营业收入（亿元）	11.39	8.70	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.19	0.65	-0.14	-0.20
资产负债率（%）	56.29	56.06	56.64	56.31
全部债务资本化比率（%）	50.18	54.16	53.64	54.13
流动比率（%）	514.50	206.58	314.19	363.28
经营现金流动负债比（%）	-12.11	-16.90	-22.02	--
现金短期债务比（倍）	1.73	0.26	0.29	0.22

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；已将长期应付款中有息部分计入长期债务和全部债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 太原国投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/02/01	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
20 太原国投 MTN001	AA ⁺	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

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

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2020 年 12 月 23 日，根据《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》及《关于下达太原市城区联社化险改制资金预算指标的通知》，太原市财政局对公司增加注册资本金 100000.00 万元，截至 2021 年 3 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 2021 年 3 月底，公司本部内设财务管理中心、内部控制中心、战略投资中心和行政管理中心等职能部门，一级子公司共计 8 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 441.42 亿元，所有者权益 177.03 亿元（少数股东权益 0.02 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 20.14 亿元，利润总额 1.93 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 444.12 亿元，所有者权益合计 176.50 亿元（少数股东权益 0.02 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.05 亿元，利润总额-0.41 亿元。

公司注册地址：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。

三、跟踪债券概况与募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月底，联合资信所评公司存续债券为“20 太原国投 MTN001”和“21 太原国投 MTN001”。“20 太原国投 MTN001”募集资金已使用 13.62 亿元，“21 太原国投 MTN001”募集资金已使用 1.78 亿元，以上债券的募集资金均已按照募集资金用途用于偿还有息债务。“20 太原国投 MTN001”和“21 太原国投 MTN001”均尚未到首次付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日	期限
20 太原国投 MTN001	20.00	20.00	2020/12/04	2025/12/04	3+2
21 太原国投 MTN001	10.00	10.00	2021/02/26	2026/02/26	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%—6%），第二产

业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以

来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善**。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同

年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动PPI持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末,社融存量同比增速为12.30%,较上年末下降1个百分点,信用扩张放缓;2021年一季度新增社融10.24万亿元,虽同比少增0.84万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至2021年一季度末,M2余额227.65万亿元,同比增长9.40%,较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元,同比增长7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元,同比增长24.20%,是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元,占一般公共预算收入的85.31%,同比增长24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元,同比增长6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元,缺口较2020年和2019年同期值有所收窄,可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元,同比增长47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出1.73万亿元,同比减少12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而3月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021年一季度,全国居民人均可支配收入9730.00元,扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强

势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(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，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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施投资建设重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20% 的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，

缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3 2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

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

根据《太原市2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，经初步核算，太原市实现地区生产总值4153.25亿元，较上年同比增长2.6%。其中，第一产业增加值32.24亿元，增长3.7%；第二产业增加值1504.19亿元，增长3.0%；第三产业增加值2616.82亿元，增长2.3%。三次产业比重为0.8:36.2:63.0，分别拉动经济增长0.03%、1.15%和1.42%。

2020年，太原市固定资产投资比上年增长11.3%；分产业看，第一产业投资增长14.7%，第二产业投资增长40.1%，第三产业投资增长4.8%，工业投资增长39.5%。规模以上工业增加值同比上年增长3.2%。建筑企业房屋建筑竣工面积12783.41万平方米，竣工面积3159.55万平方米。

2020年，太原市一般公共预算收入378.44亿元，较上年下降2.1%；其中，税收收入285.25亿元，下降5.5%；非税收入93.18亿元，增长9.8%。一般公共预算支出647.35亿元，较上年增长6.0%，财政自给率58.46%。太原市政府性基金收入455.63亿元。

六、基础素质分析

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；跟踪期内，公司收到太原市财政局增加的注册资本金及财政补贴，获得有力的外部支持。

跟踪期内，公司仍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。

2020年12月，公司收到太原市财政局注入的资本金100000.00万元，全部计入“实收资本”。

2020年，公司收到政府划拨的长风回迁小区城中村改造补贴0.33亿元，全部计入“其他收益”。

根据公司提供的《企业信用报告》（中证码：1401010001137606），截至2021年7月29日，公司无不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度和高级管理人员方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要开展太原市城市建

设及城中村改造工作；公司收入有所增长，综合毛利率有所下降。

跟踪期内，公司整体收入结构变化较小，主要以开发收入为主。2020年，公司营业收入同比增长18.32%。其中，开发收入（含房屋销售收入）同比增长19.01%。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率较2019年下降1.34个百分点。其中，公司开发业务毛利率变动不大，其他业务毛利率波动较大。

表4 公司营业收入和毛利率情况表（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
开发业务	227441.20	99.25	7.30	166001.85	97.51	12.92	197563.33	98.08	12.20
物业管理	319.97	0.14	-26.98	278.84	0.16	-65.28	299.43	0.15	-17.52
文旅票务	--	--	--	2374.57	1.39	21.87	1990.95	0.99	-35.56
其他业务	1403.35	0.61	42.52	1581.22	0.93	27.61	1567.80	0.78	17.09
合计	229164.52	100.00	7.46	170236.49	100.00	13.06	201421.51	100.00	11.72

注：公司无法提供2021年一季度数据
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增长，毛利率较为稳定；项目回款情况较差，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、政府购买服务和自营模式。代建模式下，太原市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，公司根据签订的协议合同约定，在每年12月31日根据各工程实际发生成本，按照协议约定的8%-15%代建管理费确认工程收入。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。政府购买服务模式，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，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）根据项目进度进行确认。

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”。

2020年，公司实现基础设施建设收入6.35亿元，收入主要来自晋阳湖周边环境综合治理工程。2020年，公司共收到项目回款2.71亿元，回款情况较差。截至2020年底，公司主要的基础设施项目晋阳湖周边环境综合治理工程基本进入收尾阶段。

表5 截至2020年底公司主要的在建项目情况

（单位：年、亿元）

项目名称	建设期间	回款期间	总投资额	已投资额	拟回款额
晋阳湖周边环境综合治理项目	2015-2022	2019-2026	41.67	52.69	60.59
合计	--	--	41.67	52.69	60.59

注：已投资额超过总投资额系晋阳湖综合治理二期工程建设投入，该项目目前处于办证阶段
资料来源：公司审计报告

公司自营项目主要包括晋阳湖水上游文旅创意项目、太原市晋阳湖晋阳里项目和太原锅

炉集团旧厂区工业遗址保护项目（国投体育运动中心项目）等，总投资规模 37.01 亿元，已投资 26.78 亿元，2021 年和 2022 年分别计划投资 8.92 亿元和 0.83 亿元。公司未来存在一定的资金压力。

表6 截至2020年底公司主要的自营项目

(单位: 亿元、年)

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间	未来投资计划	
				2021	2022
晋阳湖水上文旅创意项目	3.00	2.52	2018-2020	--	--
太原市晋阳湖晋阳里项目	31.79	22.97	2018-2021	8.82	--
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	1.29	2017-2022	0.10	0.83
合计	37.01	26.78	--	8.92	0.83

资料来源：公司审计报告

(2) 城中村改造项目

跟踪期内，公司城中村改造项目回款情况较好，未来存在较大的投资压力。

根据山西省政府《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），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，公司承担太原市内部分棚户区改造项目的建设任务。目前在建项目包括东社村城中村改造项目和义井城中村改造项目。由公司下属全资子公司太原国投房地产开发有限公司（以下简称“国投地产”）作为建设主体，独自开发。

该板块业务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）；房屋销售价格由政府指导确定，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），售房收入每年年底根据交房情况确定。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”。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”。

2020 年，房地产开发业务实现收入 13.41 亿元，截至 2020 年底，该板块确认收入的金額均已收到回款。

东社城中村改造建设项目分为五期，项目总计建筑面积 77.19 万平米。截至 2020 年底，项目一期、二期已交房，三期处于交房中，四期及五期计划 2021 年中期交房。截至 2020 年底，该项目实现累计销售额 40.07 亿元。

东社城中村赞城项目五期总投资预计 18.11 亿元，截至 2020 年底，项目累计投资 6.32 亿元，预计 2024 年 12 月完成建设。

晋源区义井道邦一、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 2021 年年底完工。截至 2020 年底，项目累计销售 10.59 亿元，累计确认收入 10.58 亿元，预计未来可实现收入 0.20 亿元。

晋阳湖项目中董茹村等五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。

截至 2020 年底，公司在建城中村项目总投资合计 209.35 亿元，已投资 140.81 亿元，尚需投入 68.54 亿元，未来存在较大的投资压力。

表 7 截至 2020 年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	已投资额	未来投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
东社城中村赞城项目一期二期	2016.02—2019.06	20.96	33.05	--	--	--
东社城中村赞城项目三期四期	2016.10—2021.06	20.67		8.58	--	--
晋源区义井道邦（一期）城中村改造项目	2016.03—2021.12	2.55	10.56	0.31	--	--
晋源区义井道邦（二期）城中村改造项目	2016.03—2021.12	9.46		1.14	--	--
董茹村等五村城中村改造项目	2017.07—2021.03	137.60	90.88	0.50	0.50	0.50
东社城中村赞城项目五期	2021.01—2024.12	18.11	6.32	5.00	4.00	2.00
合计	--	209.35	140.81	15.53	4.50	2.50

资料来源：公司提供

（3）物业板块

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。

公司物业管理业务按业主缴纳的一年物业管理费分摊至每月确认收入。2020 年，公司物业板块实现收入 299.43 万元，较 2019 年有所增长，毛利率为-17.52%，主要系物业费的收缴难度较大，但较上年度有所好转。

（4）文旅票务板块

公司文旅票务业务主要由子公司太原国投商业运营管理有限公司负责晋阳湖景区水上文旅创意项目。

2020 年，文旅票务业务实现收入 0.20 亿元，较上年小幅下降，毛利率为-35.36%，较 2019 年有所下降，系受疫情影响经营受限所致。

（5）其他业务板块

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。2020 年，其他业务实现收入 0.16 亿元，毛利率为 17.09%，较 2019 年有所下降，主要系受疫情影响所致。

3. 未来发展

未来，随着太原市基础设施建设及城中村改造工作的稳步推进，公司整体经营有望保持稳定，公司将在继续推动基础设施建设及城中村改造工作之外，重点打造自营项目的建设。

公司主要在建城中村改造项目尚需投入 68.54 亿元；在建自营项目尚需投入 10.23 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 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 2021 年 1—3 月财务数据未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围一级子公司 8 家，较上年底新增 1 家子公司太原国投长城基金管理有限公司，考虑到跟踪期内变动较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，应收类款项占比较大，受政府回款进度影响大，存货变现时间存在一定的不确定性；同时考虑到公司存在较大规模的划拨用地，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 3.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	264.74	62.36	273.98	62.07	275.55	62.04
货币资金	31.07	7.32	21.53	4.88	15.36	3.46
应收账款	76.77	18.08	81.63	18.49	81.34	18.32
其他应收款	25.85	6.09	33.83	7.66	35.91	8.09
存货	121.68	28.66	133.59	30.26	139.19	31.34
非流动资产	159.79	37.64	167.44	37.93	168.57	37.96
在建工程	21.67	5.10	25.18	5.70	26.48	5.96
无形资产	129.86	30.59	129.81	29.41	129.82	29.23
资产总额	424.53	100.00	441.42	100.00	444.12	100.00

资料来源: 根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2020 年底, 公司流动资产较上年底增长 3.49%, 主要系存货、其他应收款和应收账款增长所致。

截至 2020 年底, 公司货币资金较上年底下降 30.69%, 主要系经营支出较多所致。货币资金受限比例很低。

截至 2020 年底, 公司应收账款较上年底增长 6.33%, 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。应收账款全部为应收太原市财政局的款项。

截至 2020 年底, 公司其他应收款较上年底增长 30.84%, 主要系公司新增往来款所致。公司其他应收款主要为与政府、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 83.22%, 集中度很高。截至 2020 年底, 公司累计计提坏账准备 0.09 亿元。

表9 截至2020年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

欠款单位	金额	占比
太原农村商业银行	15.00	44.22
太原迎泽国有投资有限公司	7.00	20.63
太原万科国投滨湖置业有限公司	6.09	17.96
太原市财政局	0.09	0.26
太原市国有资产经营公司	0.05	0.15
合计	28.23	83.22

资料来源: 公司审计报告

截至 2020 年底, 公司存货较上年底增长 9.78%, 主要系太原市晋阳湖综合治理和城中

村改造征地拆迁等项目的投资增加所致。存货主要由开发成本 130.95 亿元和开发产品 2.64 亿元构成。

截至 2020 年底, 公司非流动资产较上年底增长 4.79%, 公司非流动资产主要由在建工程和无形资产构成。

截至 2020 年底, 公司在建工程较上年底增长 16.18%, 主要系晋阳湖晋阳里项目本期新增投入所致。

截至 2020 年底, 公司无形资产较上年底下降 0.04%, 较上年底变化不大。公司无形资产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 2021 年 3 月底, 公司合并资产总额较上年底增长 0.61%, 规模及资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底, 公司受限资产 25.38 亿元。其中, 受限货币资金 0.02 亿元, 受限应收账款 25.38 亿元, 主要用于贷款质押。受限资产占总资产比重为 5.71%, 受限比例低。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较强。公司债务以长期债务为主，债务负担尚可，未来持续面临较大的集中偿付压力。

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 177.03 亿元，较上年底增长 6.91%，主要系实收资本增长所致。在所有者权益中，实收资本（32.46 亿元）、资本公积（125.95 亿元）和未分配利润（18.11 亿元）分别占 18.33%、71.14%和 10.23%。所有者权益稳定性较强。截至 2020 年底，公司实收资本较上年底增长 10.00 亿元，主要系股东注资所致。

(2) 负债

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 2.10%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底下降 29.94%，主要系一年内到期的非流动负债及预收款项下降所致。

截至 2020 年底，公司短期借款较上年底增长 750.00%，其中信用借款 14.00 亿元、抵押借款 2.00 亿元和保证借款 1.00 亿元。

截至 2020 年底，公司预收款项较上年底下

降 39.44%，预收款项余额主要为全资子公司国投地产的预售房款和预收的拆迁补偿款，本期下降主要系部分住宅交房结算结转收入所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 48.05%，其中一年内到期的应付债券 29.94 亿元、一年内到期的长期借款 12.35 亿元和一年内到期的长期应付款 11.83 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 48.86%，主要系应付债券及长期应付款增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款较上年底下降 27.76%；其中质押借款 26.00 亿元，信用借款 21.00 亿元和抵押借款 2.70 亿元，其中重分类到一年内到期的长期借款 12.35 亿元。

截至 2020 年底，公司应付债券较上年底增长 124.84%，主要系新发行债券所致，其中企业债券（银行间）94.73 亿元、中期票据 19.90 亿元和美元债 13.34 亿元，重分类到一年内到期部分的应付债券 29.95 亿元。2020 年新发行“20 太原国投 PPN003”15.00 亿元、“20 太原国投 MTN001”19.88 亿元、“20 太原国投 PPN002”14.94 亿元、“20 太原国投 PPN001”9.92 亿元和美元债 10.81 亿元。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	153.64	59.33	107.63	40.71	103.43	38.65
短期借款	2.00	0.77	17.00	6.43	15.40	5.75
预收款项	31.66	12.23	19.17	7.25	19.87	7.42
一年内到期的非流动负债	104.19	40.24	54.13	20.47	49.39	18.46
非流动负债	105.30	40.67	156.76	59.29	164.20	61.35
长期借款	51.70	19.97	37.35	14.13	37.35	13.96
应付债券	43.60	16.84	98.03	37.08	108.12	40.40
长期应付款	8.83	3.41	20.48	7.75	0.00	0.00
负债总额	258.94	100.00	264.39	100.00	267.63	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2020 年底，公司长期应付款较上年底增长 131.99%，全部为融资租赁款。

截至 2021 年 3 月底，公司负债较上年底

增长 1.30%，以非流动负债为主。

截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 7.70%。债务结构方面，短期债务占

31.51%，长期债务占 68.49%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 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较上年底分别下降 1.10 个百分点、提高 0.18 个百分点和提高 8.21 个百分点。公司债务负担尚可。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	107.15	71.70	65.12
长期债务	104.13	155.86	145.47
全部债务	211.28	227.56	210.59
资产负债率	60.99	59.89	60.26
全部债务资本化比率	56.06	56.24	54.40
长期债务资本化比率	38.61	46.82	45.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底下降 7.46%。债务结构方面，短期债务占 30.92%，长期债务占 69.08%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，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较上年底分别提高 0.37 个百分点、下降 1.84 个百分点和下降 1.64 个百分点。

从有息债务期限分布看，2021 年 4—12 月、2022 年和 2023 年，公司需偿付的有息债务规模分别为 64.79 亿元、63.05 亿元和 67.78 亿元。公司 2021—2023 年持续面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，受房地产业务收入确认加快影响，公司业务收入有所增长。

公司的营业收入主要来自基础设施建设收入和房屋销售收入，2020 年，公司营业收入同比增长 18.32%；营业成本同比增长 20.14%；营业利润率同比下降 1.56 个百分点。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	17.02	20.14	0.05
营业成本	14.80	17.78	0.08
期间费用	0.86	0.65	0.35
其他收益	0.00	0.04	0.37
利润总额	1.12	1.93	-0.41
营业利润率	12.27	10.71	-74.83
总资产收益率	0.20	0.50	--
净资产收益率	0.46	0.74	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年，公司费用总额同比下降 24.14%，主要系销售费用及财务费用下降所致。2020 年，公司期间费用率为 3.23%，同比下降 1.81 个百分点。

2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高 0.30 个百分点和 0.28 个百分点。公司盈利能力有所改善。

2021 年 1—3 月，公司营业收入规模很小，利润总额出现亏损。

5. 现金流分析

受项目投入增加影响，2020 年公司经营活动现金净流出额大幅增长，整体收入实现质量较差；公司投资活动现金净流出规模较小；随着公司融资规模的增长，公司筹资活动现金流入及流出规模均较大。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。2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 4.08 亿元，主要为收到的房屋预收款及晋阳湖项目回款。公司收到其他与经营活动有关的现金 7.11 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 15.23 亿元，同比大幅增长主要为加大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，2020 年为 16.33 亿元。2020 年，公司经营活动产生的现

金流量净额为-20.64 亿元，净流出规模大幅增加。从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比率为 20.25%，收入实现质量较 2019 年大幅下滑。

公司投资活动现金流入规模小，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。2020 年公司投资活动产生的现金流量净额为-3.31 亿元。

公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金及收到的股东注资款；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。2020 年，公司筹资活动现金流入包括股东注资 10.00 亿元、取得借款收到的现金 125.48 亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务 107.12 亿元和偿付利息 11.93 亿元。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 15.07 亿元，净流入规模有所下降。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-4.65 亿元。公司投资活动较少，投资活动现金流量净额为-0.31 亿元。公司筹资活动现金流量净额为-1.21 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	16.03	11.44	1.69
经营活动现金流出小计	25.82	32.07	6.34
经营活动现金流量净额	-9.79	-20.64	-4.65
投资活动现金流入小计	0.00	0.18	0.00
投资活动现金流出小计	23.90	3.49	0.31
投资活动现金流量净额	-23.90	-3.31	-0.31
筹资活动现金流入小计	72.65	135.48	20.00
筹资活动现金流出小计	53.51	120.41	21.21
筹资活动现金流量净额	19.14	15.07	-1.21
现金收入比	59.33	20.25	2193.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，考虑到公司地位及股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

截至2020年底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所提高。截至2021年3

月底，公司流动比率与速动比率分别较上年底提高11.87个百分点和提高1.4个百分点，现金短期债务比较上年底有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1 —3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	172.32	254.56	266.43
速动比率	93.12	130.44	131.84
现金短期债务比	0.29	0.30	0.24
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.11	0.24	--
全部债务/EBITDA	175.44	78.22	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年，公司 EBITDA 为 2.91 亿元，同比增长 141.58%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 7.11%）、计入财务费用的利息支出（占 25.01%）、利润总额（占 66.20%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.11 倍提高至 0.24 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA 大幅下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信额度 103.00 亿元，尚未使用的授信额度为 33.00 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财分析

母公司主要负责基础设施建设业务，公司资产主要分布在母公司。母公司所有者权益稳定性较强，债务负担尚可，存在较大短期偿付压力。

截至 2020 年底，母公司资产总额 407.34 亿元，较上年底增长 7.35%。其中，流动资产占比为 62.10%，非流动资产占比 37.90%。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为

176.63 亿元，较上年底增长 5.95%。其中，实收资本占比 18.37%、资本公积占比 71.29%、未分配利润占比 10.05%、盈余公积占比 1.13%。

截至 2020 年底，母公司负债总额 230.71 亿元，较上年底增长 8.46%。

截至 2020 年底，母公司全部债务 204.40 亿元。其中，短期债务占 33.77%、长期债务占 66.23%。截至 2020 年底，母公司短期债务为 69.03 亿元，存在较大短期偿付压力。母公司资产负债率为 56.64%，全部债务资本化比率 53.64%，债务负担尚可。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 403.57 亿元，所有者权益为 176.30 亿元，负债总额 227.26 亿元；母公司资产负债率 56.31%；全部债务 208.08 亿元，全部债务资本化比率 54.13%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 0.00 亿元，利润总额-0.20 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月底，公司存续债券余额154.00亿元，一年内到期债券43.00亿元，2023年公司将达到存续债券偿还本金峰值40.00亿元。2020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11.44亿元、-20.64亿元和2.91亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖能力较弱，经营活动现金净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	保障情况
截至 2021 年 6 月底一年内剩余应到期债券金额	43.00
截至 2021 年 6 月底未来待偿债券本金峰值	40.00
2020 年底现金类资产/本年度剩余到期债券金额	0.50
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.29
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.07

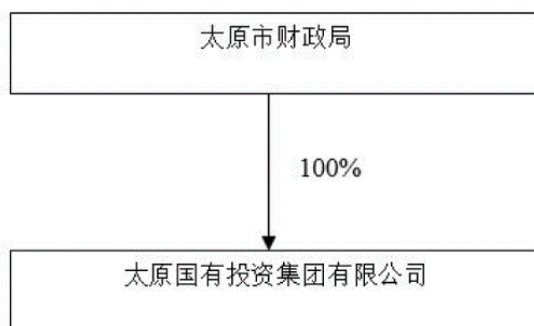
资料来源：联合资信整理

综合以上分析，考虑到公司地位及股东对公司的支持力度较大，公司对存续债券的偿还能力很强。

十一、 结论

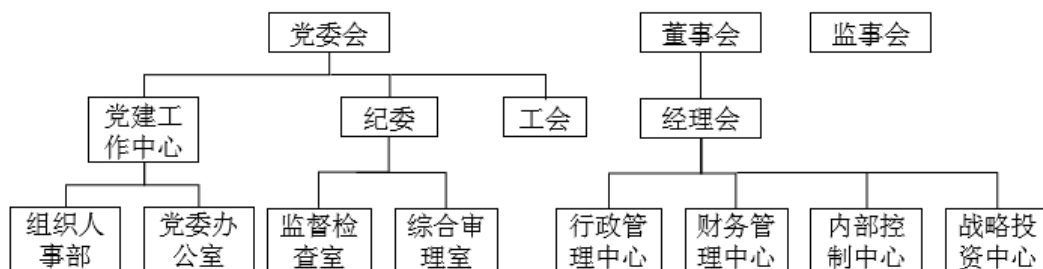
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20太原国投MTN001”和“21太原国投MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	主营业务	注册资本（万元）	设立方式
太原国投房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	成立
太原国投物业服务有限公司	物业管理	110.00	成立
太原芳苑企业管理有限公司	物业管理	110.00	成立
太原国投产业发展有限公司	基础设施建设	50000.00	成立
太原国投晋源投资有限公司	政策性项目投资	100000.00	成立
太原国投晋源房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	成立
太原国投商业运营管理有限公司	经营性项目管理	50000.00	成立
太原国投长城基金管理有限公司	基金运作	500.00	股权转让

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	45.19	31.07	21.53	15.36
资产总额（亿元）	419.11	424.53	441.42	444.12
所有者权益（亿元）	166.86	165.59	177.03	176.50
短期债务（亿元）	21.86	107.15	71.70	65.12
长期债务（亿元）	166.51	104.13	155.86	145.47
全部债务（亿元）	188.37	211.28	227.56	210.59
营业收入（亿元）	22.92	17.02	20.14	0.05
利润总额（亿元）	0.81	1.12	1.93	-0.41
EBITDA（亿元）	0.87	1.20	2.91	--
经营性净现金流（亿元）	-6.16	-9.79	-20.64	-4.65
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.32	0.22	0.25	--
存货周转次数（次）	0.18	0.12	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.04	0.05	--
现金收入比（%）	140.48	59.33	20.25	2,193.17
营业利润率（%）	7.02	12.27	10.71	-74.83
总资本收益率（%）	0.15	0.20	0.50	--
净资产收益率（%）	0.32	0.46	0.74	--
长期债务资本化比率（%）	49.95	38.61	46.82	45.18
全部债务资本化比率（%）	53.03	56.06	56.24	54.40
资产负债率（%）	60.19	60.99	59.89	60.26
流动比率（%）	333.21	172.32	254.56	266.43
速动比率（%）	177.33	93.12	130.44	131.84
经营现金流动负债比（%）	-7.28	-6.37	-19.17	--
现金短期债务比（倍）	2.07	0.29	0.30	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.08	0.11	0.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	215.90	175.44	78.22	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分计入长期债务和全部债务核算；

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.87	26.87	20.15	13.65
资产总额(亿元)	363.13	379.44	407.34	403.57
所有者权益(亿元)	158.71	166.72	176.63	176.30
短期债务(亿元)	21.36	101.69	69.03	62.61
长期债务(亿元)	138.50	95.30	135.38	145.47
全部债务(亿元)	159.86	196.99	204.40	208.08
营业收入(亿元)	11.39	8.70	0.00	0.00
利润总额(亿元)	1.19	0.65	-0.14	-0.20
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-5.09	-18.21	-17.73	-6.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.16	0.11	0.00	--
存货周转次数（次）	0.14	0.09	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	100.00	--	--
营业利润率（%）	12.64	12.67	--	--
总资本收益率（%）	0.28	0.13	-0.04	--
净资产收益率（%）	0.57	0.29	-0.08	--
长期债务资本化比率（%）	46.60	36.37	43.39	45.21
全部债务资本化比率（%）	50.18	54.16	53.64	54.13
资产负债率（%）	56.29	56.06	56.64	56.31
流动比率（%）	514.50	206.58	314.19	363.28
速动比率（%）	312.23	129.96	190.37	213.22
经营现金流动负债比（%）	-12.11	-16.90	-22.02	--
现金短期债务比（倍）	1.73	0.26	0.29	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 公司无法提供母公司资本化利息金额故 EBITDA 相关指标无法计算；3. 2020 年母公司无收入确认故相关指标无法计算

附件 5 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%
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
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%
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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。