

太原市龙城发展投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6442号

联合资信评估股份有限公司通过对太原市龙城发展投资集团有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持太原市龙城发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受太原市龙城发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 12 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



太原市龙城发展投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
太原市龙城发展投资集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/24

主体概况 公司于 2008 年 10 月由太原市龙城新区开发建设投资中心（现名太原市龙城新区开发建设指挥部办公室）出资设立，初始注册资本 1.00 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 171.63 亿元，唯一股东为太原市财政局，实际控制人为太原市政府。

评级观点 公司是太原市最重要的基础设施建设主体，承担太原市基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设职能，近年来持续承担太忻一体化经济区（太原区）、保租房等重大项目建设任务。2023 年，太原市经济稳步发展，财政实力有所增强。公司营业总收入主要由基础设施工程建设收入、保障房代建工程收入和保租房工程建设收入构成。其中，基础设施及棚改代建类项目盈利空间小，回款进度较为滞后，形成的应收账款账龄较长且部分因质押借款受限，对公司资金占用明显；在手项目规模较大，资金保障程度较好，存在较大的投资压力；保租房项目建设规模较大，回款情况良好。此外，公司拓展经营性资产出租出售、充电桩服务、停车服务、旅游景点运营及产业投资等业务，但整体收入规模较小，其中旅游资源尚处于开发培育阶段，产业投资回收周期较长，资金平衡情况有待关注。随着永续中票的发行，公司权益持续增长，少数股东权益中包括债务性资本投入，将随期限届满而减少。公司有息债务持续增长，债券及非标融资占比较高，债务负担较重且存在一定集中偿付压力。短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在贴息等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望 未来，随着太原市城市更新和太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设工程项目的稳步推进，公司经营业务将稳步发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围缩小，职能定位下降；公司核心资产划出，政府支持程度减弱；融资环境恶化。

优势

- 外部发展环境良好。**太原市是山西省省会城市，2023 年，太原市实现地区生产总值 5573.74 亿元，完成一般公共预算收入 449.24 亿元，分别较上年同比增长 3.80% 和 2.70%，财政收入质量较高，政府性基金收入有所回升。
- 地位突出，持续获得有力的外部支持。**公司是太原市最重要的基础设施建设主体，承担太原市基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设职能，地位突出，在贴息等方面可持续获得有力的外部支持。

关注

- 政府回款进度较为滞后，公司面临较大的投资压力。**委托代建类项目政府回款进度较为滞后，在建项目待投资规模较大，公司面临较大的投资压力。截至 2024 年 3 月底，公司应收类款项占全部资产的 64.37%，对公司资金占用明显。
- 产业投资项目回收周期长，需关注投资风险。**公司围绕太忻一体化经济区（太原区），对重点推进的招商引资项目开展产业投资。公司对高性能电子铜箔新材料生产基地项目投资规模较大，资金回收周期较长，需关注投资风险。
- 债务负担较重、债券及非标融资占比较高。**截至 2024 年 3 月底，公司全部有息债务 613.08 亿元，将永续期债券计入长期债务核算后，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.48% 和 66.38%，公司债务负担较重；债券融资和非标融资合计占比约 69%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

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

主要财务数据

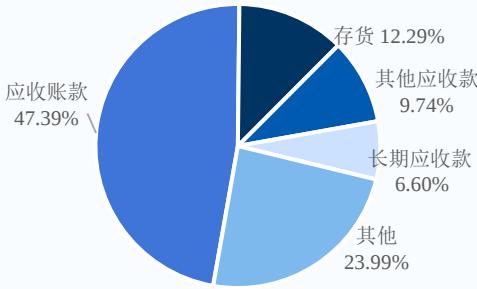
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	96.45	65.91	79.64	66.81
资产总额（亿元）	1020.68	1081.98	1164.91	1168.76
所有者权益（亿元）	347.96	346.67	378.66	378.30
短期债务（亿元）	136.26	100.08	159.72	161.20
长期债务（亿元）	397.79	462.89	445.77	451.88
全部债务（亿元）	534.05	562.97	605.49	613.08
营业总收入（亿元）	59.94	56.18	58.46	2.68
利润总额（亿元）	2.00	2.12	2.09	0.09
EBITDA（亿元）	6.15	3.78	3.43	--
经营性净现金流（亿元）	-43.64	3.94	0.93	-11.80
营业利润率（%）	4.61	2.52	4.42	6.29
净资产收益率（%）	0.39	0.37	0.40	--
资产负债率（%）	65.91	67.96	67.49	67.63
全部债务资本化比率（%）	60.55	61.89	61.52	61.84
流动比率（%）	312.12	331.48	279.92	281.05
经营现金流动负债比（%）	-16.34	1.51	0.28	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.66	0.50	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	0.25	0.35	0.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	86.85	148.76	176.41	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1003.87	1038.63	1064.50	1080.69
所有者权益（亿元）	318.64	321.02	351.81	351.68
全部债务（亿元）	487.87	517.41	486.62	494.72
营业总收入（亿元）	21.29	7.59	5.69	0.38
利润总额（亿元）	1.08	3.76	1.83	0.42
资产负债率（%）	68.26	69.09	66.95	67.46
全部债务资本化比率（%）	60.49	61.71	58.04	58.45
流动比率（%）	285.15	299.40	240.48	236.95
经营现金流动负债比（%）	9.58	8.86	3.42	--

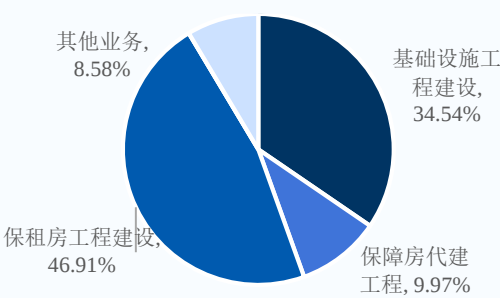
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.本报告将合并口径长期应付款中有息部分计入全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

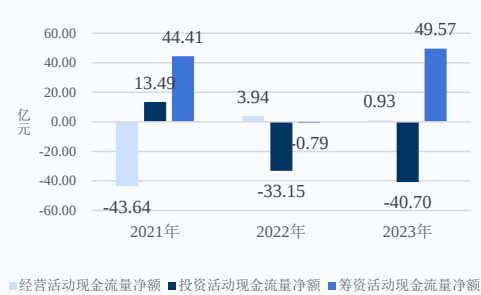
2023 年底公司资产构成



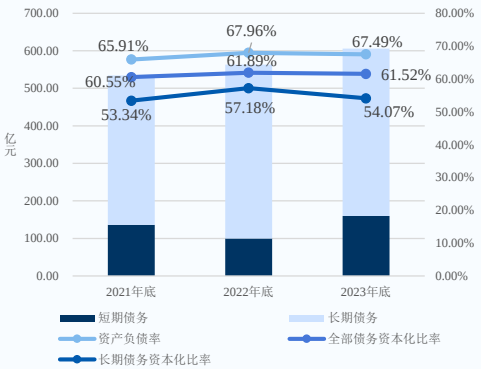
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/12/27	马玉丹 孙婧	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--
AAA/稳定	2022/11/30	马玉丹 孙婧	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：马玉丹 mayd@lhratings.com

项目组成员：孙 婧 sunjing1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）关于太原市龙城发展投资集团有限公司（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

公司成立于 2008 年 10 月，前身为太原市龙城置业开发有限公司，初始注册资本为 1.00 亿元。历经多次股权划转及增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 171.63 亿元，唯一股东为太原市财政局，实际控制人为太原市政府。

公司是太原市最重要的基础设施建设主体，承担太原市基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设职能。跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。截至 2024 年 3 月底，公司本部内设财务部、资产管理部、招投标管理部、融资管理部等职能部门（详见附件 1-2）；公司合并范围内子公司 34 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1164.91 亿元，所有者权益 378.66 亿元（含少数股东权益 25.68 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 58.46 亿元，利润总额 2.09 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1168.76 亿元，所有者权益 378.30 亿元（含少数股东权益 25.66 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.68 亿元，利润总额 0.09 亿元。

公司注册地址：太原市迎泽区王家峰南街龙投大厦 13 层-16 层；法定代表人：孙炜。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2024 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

太原市是山西省省会城市，2023 年，太原市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长，财政收入质量较高，政府性基金收入有所回升。整体看，公司经营发展的外部环境良好。

太原市地处山西省北部，全市总面积 6988 平方千米，下辖 6 区、3 县、1 市，拥有太原经济技术开发区、太原高新技术产业开发区和太原武宿综合保税区 3 个国家级经济功能区以及太原工业园区、太原不锈钢产业园区和山西清徐经济开发区 3 个省级开发区。截至 2022 年底，太原市常住人口 543.50 万人，常住人口城镇化率 89.34%。

太原市聚焦建设“国家先进制造业重要承载地”，围绕工业高质量发展“百千万亿”工程，打造“一高两先、三特三新”重点产业链发展体系。其中，“一高”指高端金属材料产业链；“两先”包括先进碳基材料产业链、先进生物材料及生物制药产业链；“三特”包括矿山与工程特种机械、交通与航空特种装备、节能与环保特种设备三条产业链；“三新”包括新一代半导体产业链、新一代信息技术与智能终端产业链、新能源产业链。

根据太原市人民政府公开披露数据，2023 年，太原市地区生产总值（GDP）小幅增长，GDP 在山西省各市排名首位。产业结构方面，太原市产业结构以第二、三产业为主，2023 年，服务业增加值增势良好，同比增长 4.8%。工业经济平稳发展，2023 年全市规模以上工业增加值增长 1.7%，其中，制造业增加值占比为 65.4%。固定资产投资同比下降 18.30%，其中工业投资下降 8.8%，占全市投资的比重为 22.4%；房地产开发投资占全市投资的比重为 38.7%，同比下降 5.6%，降幅同比收窄 13.0 个百分点。

图表 1 • 太原市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	5121.61	5571.17	5573.74
GDP 增速（%）	9.20	3.30	3.80
固定资产投资增速（%）	7.90	0.20	-18.30
三产结构	0.9: 41.2: 57.9	0.9: 44.2: 54.9	0.8: 42.1: 57.1
人均 GDP（万元）	9.56	10.29	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据太原市预算执行情况和预算草案的报告，2023 年，太原市一般公共预算收入持续增长，财政收入质量较好，财政自给能力尚可。同期，太原市政府性基金收入有所增长。截至 2023 年底，太原市政府债务余额 1167.48 亿元，其中专项债务余额 824.21 亿元，一般债务余额 343.27 亿元，太原市政府债务负担较重。

图表 2 • 太原市主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	423.44	437.48	449.24
一般公共预算收入增速（%）	11.90	8.10	2.70
税收收入（亿元）	336.07	332.34	336.34
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	79.37	75.97	74.87
一般公共预算支出（亿元）	628.99	715.90	777.26
财政自给率（%）	67.32	61.11	57.80
政府性基金收入（亿元）	263.64	139.03	196.22
地方政府债务余额（亿元）	799.12	983.15	1167.48

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，太原市主要的基础设施建设主体情况详见下表。公司作为太原市最重要的基础设施建设主体，区域专营优势明显。

图表 3 • 太原市主要城市基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
公司	太原市财政局	太原最重要的基础设施建设主体，主要承担基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设	1164.91	378.66	58.46	2.09	67.49
太原国有投资集团有限公司	太原市财政局	太原市西山、晋阳湖等地区的土地开发整理、基础设施建设、棚户区改造以及物业管理等	536.76	209.97	19.68	1.92	60.88
海信资产	太原市地方金融投资管理有限公司	太原市 2016 年后新增的城市道路等基础设施建设项目	/	/	/	/	/
太原高铁投资公司	太原市政府	太原市南站及相关环线铁路的建设	/	/	/	/	/

注：上表财务数据时间节点为 2023 年（底）；海信资产由太原市地方金融投资管理有限公司持股 99.9671%、太原市财鑫风险投资公司持股 0.0317%、太原市常青大厦有限责任公司持股 0.0012%，太原市地方金融投资管理有限公司和太原市财鑫风险投资公司均由太原市财政局全额持股

资料来源：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91140100680238214K），截至 2024 年 5 月 21 日，公司本部无不良信贷记录，未结清信贷记录含关注类账户数 73 个，余额 64.59 亿元，根据国家开发银行山西省分行出具的说明，上述贷款因还款计划调整后被认定为重组贷款，相应调整为关注类，未发生贷款本息逾期等情况；已结清信贷记录含关注类账户数 29 个，根据公司提供的说明，上述借款系公司承接太原市城市建设发展公司（以下简称“太原城建”）道路相关项目产生，由于提前偿还债务，银行将该类别债务全部转为关注类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，公司历史履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 22 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司对资产管理，商业资产租赁，建设项目工程材料、设备及专业工程暂估价采购和建设工程质量检测等管理制度进行了完善和修订，主要管理制度未发生重大变化。2024 年 5 月，太原市财政局出具《关于对太原市龙城发展投资集团有限公司变更董事会成员的股东决定》（并财金函〔2024〕20 号），周靖华担任公司董事、副董事长、总经理职务；郭强不再担任公司副总经理、董事职务；张建军不再担任公司副总经理、董事职务；2024 年 6 月，太原市财政局出具《关于对太原市龙城发展投资集团有限公司变更董事会成员的股东决定》（并财金函〔2024〕24 号），马杰担任公司董事、副总经理职务，同时修改并通过了新的公司章程。截至 2024 年 6 月底，公司董事会成员 8 人，均已到位。

周靖华先生，1971 年出生，中央党校大学，中共党员；曾任迎泽区文庙街道党工委副书记、办事处主任，迎泽区副区长，万柏林区委常委、政法委书记、三级调研员，尖草坪区委常委、副区长、三级调研员；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司新增保租房工程建设收入，营业总收入保持增长，主要由基础设施工程建设收入、保障房代建工程收入和保租房工程建设收入构成，综合毛利率有所提升。2024 年一季度收入确认规模较小，综合毛利率小幅上升。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
基础设施工程建设	31.68	56.40	0.00	20.19	34.54	-0.42	1.51	56.49	0.59
保障房代建工程	18.56	33.05	5.67	5.83	9.97	7.17	0.18	6.85	7.33
保租房工程建设	0.00	0.00	--	27.42	46.91	5.54	0.21	7.83	11.65
其他业务	5.93	10.55	11.01	5.02	8.58	22.25	0.77	28.84	23.25
合计	56.18	100.00	3.04	58.46	100.00	5.08	2.68	100.00	8.45

注：公司其他业务收入主要包括经营性资产出租出售、商品销售、物业管理服务、旅游景点运营等业务收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）基础设施工程建设

公司基础设施建设业务以存量完工待结算项目为主，回款进度较慢；在建项目待投资规模较大，通过 PPP 模式或政府出资方式投资，公司存在较大的投资压力。

公司经太原市政府授权从事城市基础设施建设业务，业务模式分为两种。

模式一：公司承接太原城建的 89 个 BT 项目，并与太原市财政局签订了相应的 BT 回购协议，约定太原市财政局对上述项目进行回购，回购款按工程建设成本加成 3% 进行结算。截至 2024 年 3 月底，BT 模式下的 89 个项目均已完工并确认收入，其中主要项目合计投资额为 178.36 亿元，拟回购金额为 192.63 亿元，已回购金额 133.05 亿元。

模式二：自 2011 年起，公司新开工的基础设施建设业务均遵循与太原市财政局签订的委托建设框架协议开展。该模式下，太原市财政局预付 30% 的前期工程款，剩余 70% 的项目资金由公司自筹；公司在已确认成本的基础上按 3%¹ 的委托代建费确认应收政府工程款，同时冲抵财政局已付的预付款（合同负债）。待工程全部竣工后，由审核部门出具最终的工程审核结果并进行财务决算，对已结转的项目价款进行调整，同时由太原市财政局在 5 年内等比例将未支付的工程款支付完毕。自 2016 年起，太原市基础设施建设业务主要由海信资产负责，公司基础设施建设业务以存量项目为主。截至 2024 年 3 月底，公司以模式二开展的基础设施建设项目已全部完工，主要为路网项目，均进入结算阶段；公司主要已完工委托代建基础设施项目累计已投资 337.50 亿元，拟回款 364.50 亿元，已回款金额为 130.50 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司主要的在建基础设施建设项目包括太原武宿（国际）机场空港配套工程（太原区域）PPP 项目（以下简称“太原机场空港配套工程”）、太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设项目（一期）（以下简称“太忻一期项目”）和太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设项目（二期）（以下简称“太忻二期项目”）²，项目计划总投资 289.79 亿元，已投资 140.46 亿元。

太原机场空港配套工程采取 PPP 模式建设。公司和中铁二十二局集团有限公司（以下简称“中铁二十二局”）作为社会资本方与政府方出资代表太原高铁投资公司成立项目公司太原空港枢纽投资建设有限公司（公司、中铁二十二局和太原高铁投资公司分别持股 62.00%、18.00% 和 20.00%，以下简称“空港枢纽公司”）负责项目投资、融资、建设、运营、管理和移交。项目计划总投资 133.85 亿元，其中项目资本金 26.77 亿元，由空港枢纽公司股东按持股比例出资，其他资金由项目公司通过银行贷款、发行债券等方式融资解决。截至 2024 年 3 月底，太原机场空港配套工程累计已投资 62.83 亿元。该项目合作期限为 25 年，其中建设期 4 年。项目建设内容主要为机场配套建设道路 14.7 公里、安置区与城市衔接的配套建设道路 18.4 公里等。该项目进入运营期后，由山西省财政厅支付可用性服务费和运维绩效服务费，根据《太原武宿（国际）太原机场空港配套工程（太原区域）PPP 项目实施方案》，项目公司运营期预计可实现营业收入合计 230.44 亿元。

太忻一体化经济区（太原区）范围包括阳曲县、古交市、尖草坪区、万柏林区、杏花岭区、迎泽区共 6 个县（市、区），规划面积 4433 平方公里，定位为山西省重要的先进制造业集聚地、具有国际影响力的文化旅游目的地、高品质宜居宜业宜游区。太忻一期项目计划建设期为 2022—2026 年，主要建设内容包括道路工程、中央绿轴工程、污水处理厂、环境卫生综合基地、人才公寓、标准化厂房、停车场等，计划总投资 74.04 亿元。太忻二期项目计划建设期为 2022—2026 年，主要建设内容包括道路工程、企业孵化基地、标准化厂房和配套服务中心等，计划总投资 81.90 亿元。太忻一期、二期项目资金来源主要为专项债和市财政资金，截至 2024 年 3 月底，合计已投资 107.42 亿元，其中包括专项债券在内的财政资金约 78 亿元。

¹ 2016 年 5 月 1 日以后签订的工程代建项目代建费率提高至 8%

² 太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设项目（一期）、（二期）暂未签署正式委托代建协议

自来水宿舍	2020—2023	2022—2028	3.03	2.24	0.00	政府购买
小计	--	--	168.74	80.61	92.25	--
民政园	2015—2023	2019—2028	76.96	46.17	0.95	委托代建
天地坛	2017—2023	2019—2028	20.47	5.22	2.97	委托代建
大东门一期	2016—2023	2020—2028	3.23	2.05	1.07	委托代建（政府专项债）
晋阳街东段	2017—2021	2022—2028	6.02	2.29	1.62	委托代建（政府专项债）
五龙口	2017—2020	2021—2028	13.26	9.91	4.87	委托代建（政府专项债）
南江	2014—2020	2020—2028	7.34	3.61	2.46	委托代建
铜厂	2016—2023	2020—2028	9.95	8.89	2.42	委托代建
桥东街	2014—2023	2021—2028	35.33	34.50	5.98	委托代建
市建一公司	2018—2021	2022—2028	4.82	2.47	3.31	委托代建（政府专项债）
晋东二期	2015—2021	2021—2028	23.53	23.14	1.27	委托代建
太铁二队	2017—2020	2021—2028	2.62	1.27	0.43	委托代建（政府专项债）
成套局	2018—2021	2020—2028	8.2	3.53	1.54	委托代建（政府专项债）
大东关货场	2018—2021	2020—2028	4.18	1.11	0.25	委托代建（政府专项债）
38 号院	2018—2021	2020—2028	11.21	3.87	3.43	委托代建（政府专项债）
电建公司	2018—2021	2020—2028	18.45	2.11	3.65	委托代建（政府专项债）
九院沙河	2018—2021	2022—2028	2.6	1.38	0.68	委托代建（政府专项债）
交警宿舍	2018—2021	2022—2028	1.53	0.77	0.78	委托代建（政府专项债）
青年东街	2014—2023	2018—2028	16.61	10.35	5.81	委托代建
小计	--	--	266.31	162.64	43.49	--
合计	--	--	435.05	243.25	135.74	--

注：政府购买服务模式下，自有资金比例为 0%

资料来源：公司提供

（3）保租房工程建设

公司 2023 年新增保租房建设工程收入，项目规模较大，回款情况良好，未来尚需投资规模较大。

太原市是国家首批住房租赁市场发展试点城市，公司受太原市政府委托承担太原市 18 个保租房项目建设任务，具体由子公司太原市龙城置业发展有限公司、北部置业及太原空港枢纽置业有限公司负责实施，业务范围按照项目建设地域分配，项目建成后交由太原市房产管理局下属公司运营。上述业务实施主体分别与太原市租赁住房建设投资有限公司（以下简称“租建投公司”）下属子公司签署《商品房买卖合同》，合同金额合计 76.85 亿元，总建筑面积约 119 万平方米，总建设套数 2.6 万余套。

公司将建设项目投入通过存货科目核算，每月根据预决算评审中心处出具的工程计量报告所确认的工程款确认成本和收入，租建投公司按照项目开发建设进度向公司支付购房款⁴。公司在建保租房项目建设周期为 2022—2025 年，总建筑面积 155.64 万平方米，可供销售面积 124.08 万平方米，计划总投资 109.98 亿元⁵。截至 2024 年 3 月底，公司已投资 38.83 亿元，累计确认收入 27.63 亿元，并实际取得回款 31.77 亿元。公司保租房项目规模较大，回款情况良好。

（4）其他业务

公司拓展了经营性资产出租出售、充电桩服务、停车服务和旅游景点运营等业务，整体收入规模仍较小；此外，公司旅游资源尚处于开发培育阶段，资金平衡情况有待关注。

⁴ 认购协议签订后，租建投公司支付认购定金（购房总价款的 10%）至公司账户；《商品房买卖合同》签订后，租建投公司支付购房总价款的 30%（含认购定金）；项目达到建筑物主体工程 1/3（需租建投公司、公司双方及第三方监理认可），支付至购房总价款的 50%；项目达到建筑物主体工程封顶阶段（需租建投公司、公司双方及第三方监理认可），支付至购房总价款的 70%；租建投公司完成小区内服务于本项目的基础设施配套工程，项目综合竣工验收备案并将租建投公司所购房屋精装交付，并由租建投公司将所购房屋抵押给贷款银行后，支付至购房总价款的 100%。

⁵ 项目计划总投资金额为预估的立项金额，会在预计实际投资基础上有一定上浮，以防止建设过程中因成本上浮或方案修订导致超过总投资的一定限额后项目建设手续办理需重新调整。《商品房买卖合同》签订时尚未完成保租房建设手续，合同约定总建筑面积为暂估数据，与实际情况存在差异，此外底商面积未包含在合同总建筑面积中。

① 租赁业务

公司房屋出租业务由公司本部开展，租赁资产主要为长风商务区国贸六馆、府城片区-五一路古建筑院落及其他经营性商铺。长风商务区国贸六馆整体租赁给山西省国贸投资集团有限公司；府城五一路古建项目按院落分别出租给山西宝源老醋坊有限公司等实体企业。2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现租金收入 0.90 亿元、0.92 亿元和 0.13 亿元。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月底公司部分出租情况（单位：万平方米、元/月·平方米）

项目名称	可供出租面积	已出租面积	出租率（%）	租金标准	出租率（%）	取得方式
长风商务区国贸六馆	4.10	4.10	100.00%	99.75	100.00	无偿划拨
府城片区-五一路古建筑院落	1.05	0.62	59.05%	73.52	59.05	划拨及自建

资料来源：公司提供

② 停车及充电桩服务

公司充电桩服务业务由子公司太原市龙城智迅停车资源管理有限公司经营。截至 2024 年 3 月底，公司共建设充电桩 8502 个，累计投入 0.70 亿元；变压器容量 26.95 万 KVA，数量 157 台，累计投入 1.80 亿元。充电桩收费价格按不同时段在一般大工业电价的基础上加计 0.31 元/度的服务费收取。2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现充电桩服务收入 0.45 亿元、0.46 亿元和 0.08 亿元，毛利率分别为 23.73%、7.24%和 16.67%。其中 2022 年受电费结算方式变动影响当期毛利率较高，2023 年恢复至近年平均水平。

公司停车场主要由各相关子公司自建，少部分为政府划拨所得，以市场化经营为主。截至 2024 年 3 月底，公司拥有的停车场共 481 处，停车位数量合计为 64616 个。2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别取得停车费收入 0.44 亿元、0.42 亿元和 0.10 亿元，毛利率分别为 8.33%、15.11%和 12.80%。

③ 旅游景点开发业务

公司子公司太原市龙城文化旅游发展有限公司与社会资本方成立合资公司，共同运营旅游板块业务。太原市政府将青龙古镇等旅游资源无偿划拨给公司，由公司负责后续的开发和经营管理工作。公司拟通过政府补贴和企业自筹资金的形式，完成旅游景区开发建设，通过景区运营收益实现资金平衡。2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现旅游景点运营收入 0.28 亿元、0.65 亿元和 0.09 亿元，公司旅游资源尚处于开发阶段，收入规模较小。截至 2024 年 3 月底，公司正在开发的旅游项目为华夏文明文化产业园项目和太原古县城项目。

华夏文明文化产业园项目总规划用地面积为 3862 亩，可分为华夏历史文明传承园、青龙古镇区域建设及配套区域，建设内容包括国际度假景区、游乐体验区、公寓商业区及配套路网工程，主要为景点周边提供休闲娱乐及生活的场所。根据华夏文明文化产业园立项报告，该项目建设期预计为 4 年，运营期预计为 20 年。项目原计划总投资 126.25 亿元，由于征拆迁等因素影响，实际建设周期预计超过 4 年，且国际度假景区、公寓商业区正在调整规划。截至 2024 年 3 月底，青龙古镇及方特乐园（华夏历史文明传承园）已累计投入 27.22 亿元，其中财政局扶持资金为 6.00 亿元。

2018 年，根据太原市政府《关于确定晋源区乡村农耕文化保护工程已完工项目日常管理机构有关事宜的请示》（编号 J160694），太原古县城项目内除土地外所有资产划归公司并由公司统一建设及运营管理。该项目计划总投资 34.53 亿元，截至 2024 年 3 月底已投入 25.19 亿元，太原古县城十字街等部分已于 2021 年 5 月交付并投入试运行。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司自营项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	项目进展
华夏文明文化产业园-青龙古镇	13.75	9.98	于 2019 年 10 月开园
华夏文明文化产业园-方特乐园（华夏历史文明传承园）	18.67	17.24	于 2021 年 7 月开园
太原古县城项目	34.53	25.19	部分已于 2020 年 5 月开园
合计	66.95	52.41	--

注：青龙古镇已投资额大于在建工程期末余额（5.09 亿元），项目存在部分投入金额计入无形资产、开发成本等科目；华夏文明产业园发生的整体项目成本已从青龙古镇项目剥离，待整体项目完工后进行分摊；国际度假景区、公寓商业区由于正在调整规划未在上表体现；太原古县城项目所使用土地由公司自行购入

资料来源：公司提供

2 未来发展

未来，公司将继续围绕“做强做大城市产业、助推太原高质量发展”为中心，聚焦城市建设和服务，在城市建设、城市服务、文化旅游、智慧城市和产业投资 5 大板块进一步发展。公司在承担太原市重点工程太忻一体化经济区（太原区）建设任务的基础上，拓展业务领域，实现全方位多元化高质量发展。对投资回报率高、化解风险措施可靠且有市场前景的产业采取独资、合资、股份等方式投资经营，拓

展投资经营项目，优化产业结构，提高核心竞争力，成为自主经营、独立运营的市场主体。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季度财务报表未经审计。受 2023 年签订的租赁补充协议减免 2022 年部分租金、子公司因所得税汇算清缴差异、子公司山西太忻一体化经济区龙投电子产业有限公司（简称“龙投电子”）对太原惠科新材料有限公司的投资不具有重大影响调整长期股权投资科目列报等因素影响，公司 2023 年审计报告对前期差错事项进行了追溯调整。

2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司 34 家；2023 年，公司新设 6 家子公司，2024 年一季度公司一级子公司未发生变化。公司差错更正及新设子公司规模均小，公司财务数据可比性较强。

图表 9 • 2023 年底公司合并财务报表追溯调整情况（单位：万元）

受影响报表项目	2022 年期末余额/2022 年度本期金额	2023 年期初余额/2023 年度上期金额	调整数
应收账款	5402288.22	5401839.35	-448.86
其他流动资产	16732.89	17382.02	649.13
长期股权投资	82594.04	67594.04	-15000.00
其他权益工具投资	--	15000.00	15000.00
应交税费	12003.48	12183.89	180.41
盈余公积	38673.11	38635.76	-37.35
未分配利润	326210.93	326268.15	57.21
营业收入	561753.68	561326.19	-427.49
税金及附加	2933.60	2879.73	-53.86
所得税费用	8490.22	8096.74	-393.49
归属于母公司所有者的净利润	16006.42	16026.28	19.86

资料来源：公司提供

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

公司资产构成以应收太原市财政局代建项目款和对棚户区改造项目投入成本为主，公司应收账款规模大、账龄较长且部分因质押借款受限，基建、棚改等项目投资规模较大，资金回收周期较长，整体资产质量一般。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	867.60	80.19	931.91	80.00	931.40	79.69
货币资金	65.82	6.08	76.09	6.53	66.26	5.67
应收账款	540.23	49.93	552.06	47.39	556.44	47.61
预付款项	12.72	1.18	36.31	3.12	37.27	3.19
其他应收款（合计）	85.00	7.86	113.62	9.75	115.00	9.84
存货	157.65	14.57	143.12	12.29	148.25	12.68
非流动资产	214.37	19.81	233.00	20.00	237.36	20.31
长期应收款	62.94	5.82	76.90	6.60	80.84	6.92
固定资产	75.69	7.00	68.21	5.86	68.11	5.83
在建工程	39.94	3.69	42.14	3.62	42.68	3.65
资产总额	1081.98	100.00	1164.91	100.00	1168.76	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2023 年底，公司资产总额较上年底增长 7.66%，资产结构仍以流动资产为主。2023 年底，公司货币资金主要由银行存款构成，其中因司法诉讼冻结而受限 0.18 亿元。应收账款账龄主要分布于 3 年以上（占比 78.48%），整体账龄较长；应收太原市财政局的代建项目回款占全部应收账款的 97.44%，集中度很高，应收账款质押 159.51 亿元。预付款项较上年底增长 185.43%，主要系预付购买政府公租房款所致⁶，此外主要为按施工合同约定支付给施工单位的预付资金。其他应收款主要以公司垫付拆迁款、工程款和保证金及暂借款等为主，较上年底增长 33.68%，系购买项目建设用地支付的土地竞买保证金增加所致；部分其他应收款账龄较长，3 年以上占比 34.77%；前五大欠款单位合计占全部其他应收款期末余额的 40.59%，集中度较低，未计提坏账准备。存货较上年底下降 9.21%，主要为基础设施项目确认收入结转成本所致；公司存货主要由开发成本 69.06 亿元（棚户区改造、保租房工程项目的投入成本）、土地储备资产 34.08 亿元（公司为项目建设购置的土地，使用面积合计 57.31 万平方米）和开发产品 39.82 亿元（公司自营的棚户区改造项目商业配套和停车场）构成。

2023 年底，公司长期应收款较上年底增长 22.18%，主要系子公司龙投电子投入高性能电子铜箔新材料项目⁷资本金增加所致，期末龙投电子已投入 33.50 亿元，其中 31.11 亿元因合作方深圳惠科新材料公司负有股权回购义务，故计入长期应收款；其余主要为太原机场空港配套工程的投资。公司固定资产较上年底下降 9.88%，主要系方特项目资产出租转入投资性房地产所致，固定资产主要为政府划拨公产房、长风商务区 1/2 号馆和青龙污水处理厂一期等资产，累计计提折旧 5.66 亿元。公司在建工程较上年底增长 5.52%，主要系太原古县城、青龙污水处理厂工程和充电基础设施购置与更新项目一期投资增加所致，在建工程主要包括太原古县城、青龙古镇等项目。

图表 11 • 截至 2023 年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	期末余额（亿元）	占比（%）	款项性质
太原市财政局	21.04	17.68	保障房贷款利息
太原市龙城新区开发建设投资中心	11.98	10.08	借款
太原市小店区西温庄乡人民政府	6.04	5.09	借款
太原市小店区住房和城乡建设局	5.19	4.37	借款
太原市杏花岭区住房和城乡建设局	4.00	3.37	借款
合计	48.25	40.59	--

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司资产结构和规模较上年底变化不大；公司应收类款项（包括应收账款、其他应收款和长期应收款）合计占资产总额的 64.37%。截至 2024 年 3 月底，公司受限资产均为应收账款，账面价值 150.95 亿元，占资产总额的 12.92%，公司资产受限比例一般。

（2）资本结构

2023 年公司所有者权益增长主要来自永续中票的发行，构成仍以实收资本和资本公积为主，少数股东权益中包括债务性资本投入，将随期限届满减少。有息债务规模持续增长，债券及非标融资占比较高，公司整体债务负担较重，于 2024 及 2025 年存在一定集中偿付压力。

2023 年底，公司所有者权益 378.66 亿元，较上年底增长 9.23%，主要系公司发行永续中票计入其他权益工具所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和其他权益工具分别占 45.33%、26.16%和 11.88%，构成仍以实收资本和资本公积为主。2023 年底，公司实收资本、资本公积较上年底均未发生变化，分别为 171.63 亿元和 99.07 亿元；实收资本为股东历年增资的货币资金，资本公积主要为太原市政府注入的直管公房（77.25 亿元）和太原古县城资产（16.47 亿元）等，其他权益工具 45.00 亿元，为公司发行的 7 支永续中票。此外，公司少数股东权益 25.68 亿元，其中国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司对南部置业出资 7.76 亿元存在附加条件，约定了投资期限以及投资期限内的投资收益和回收权，实际为债务性资本。2024 年 3 月底，公司所有者权益 378.30 亿元，较上年底变化很小。

2023 年底，随着公司融资规模扩大，负债较上年底增长 6.93%。公司经营性负债主要体现在对太原市政公用设施建设中心、太原市政建设开发处、太原市建管中心、太原市基础设施工程处等政府部门的未结算工程款，以及太原市财政局预拨的工程款为主的合同负债。

⁶ 公司 2023 年投资设立了太原龙投保障性住房经营管理有限公司（以下简称“龙投保障房公司”），注册资本 10.00 亿元，龙投保障房公司购买了政府公租房用于后续经营管理，由于手续暂未办理完成，未确认为资产。

⁷ 该项目为太原市重点推进的招商引资项目，计划总投资 90.59 亿元，计划建设年产 20 万吨高性能电子铜箔新材料生产基地。项目公司为太原惠科新材料有限公司，由龙投电子和深圳惠科投资有限公司（以下简称“深圳惠科公司”）子公司深圳惠科新材料有限公司（以下简称“惠科新材料”）共同出资设立，注册资本 70 亿元，龙投电子出资 63 亿元占股 90%，惠科新材料出资 7 亿元占股 10%。根据有关合作协议，龙投电子将分 4 期出资，除首次出资 7 亿元之外剩余 56 亿元对应股权由惠科新材料在项目投产后 10 年内按照龙投电子出资原值进行回购，最终使龙投电子持股比例降至 10%；深圳惠科公司对惠科新材料出资及上述回购义务提供连带责任保证。回购期未届满或惠科新材料持有项目公司股权未达到 90%前，项目公司所有利润由惠科新材料享有；回购期届满或惠科新材料持有项目公司股权达到 90%后，按股权比例分配利润。公司对项目公司无实际控制权，未将其纳入报表合并范围。

图表 12 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

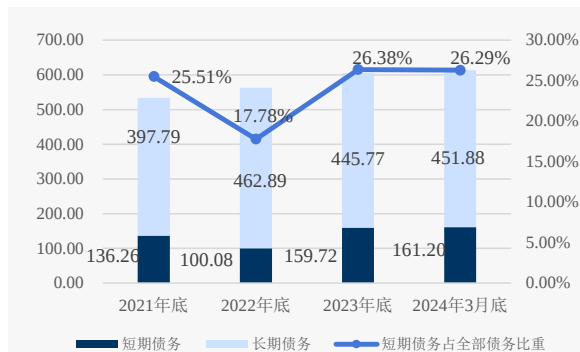
科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	261.74	35.60	332.91	42.34	331.40	41.92
应付账款	54.52	7.42	52.98	6.74	52.79	6.68
一年内到期的非流动负债	97.66	13.28	157.47	20.03	159.30	20.15
合同负债	80.57	10.96	94.30	11.99	101.15	12.80
非流动负债	473.57	64.40	453.34	57.66	459.07	58.08
长期借款	200.17	27.22	211.97	26.96	231.13	29.24
应付债券	262.62	35.72	220.41	28.03	208.61	26.39
负债总额	735.31	100.00	786.25	100.00	790.46	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务方面，截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 613.08 亿元，较 2022 年底增长 8.90%，如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 658.08 亿元，短期债务占比为 24.50%。从融资渠道看，银行借款、债券融资（含永续债）及非标类借款分别为 188.23 亿元、327.92 亿元和 90.23 亿元，其中债券及非标融资占比约为 69%；从融资成本看，银行借款利率集中在 3%~5%，2023 年至 2024 年 6 月底，公司债券发行利率集中在 2.39%~4.29%，非标类借款利率集中在 3.5%~6%。从债务期限结构看，公司 1 年内到期、1~2 年内及 2~3 年内到期债务规模分别约占全部债务的 26%、25%和 19%。

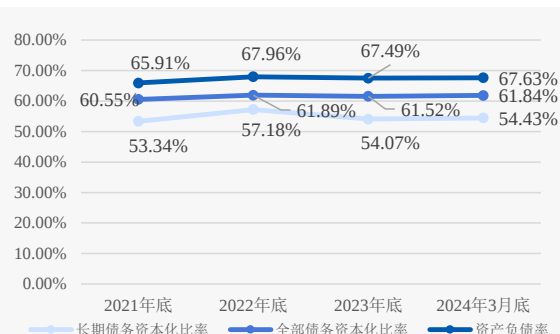
从债务指标来看，2024 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2022 年底保持相对稳定，长期债务资本化比率略有下降；若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.48%、66.38%和 59.85%，公司整体债务负担较重。

图表 13 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 14 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

受益于公司新增保租房建设工程收入，公司 2023 年营业总收入同比有所增长，营业利润率有所提升，但整体盈利指标表现较弱。

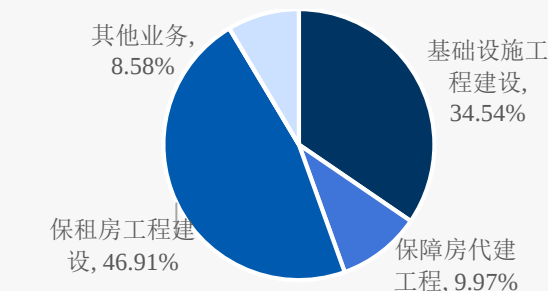
2023 年，受益于公司新增保租房建设工程收入，公司营业总收入同比增长 4.06%，营业利润率有所提升。公司期间费用规模不大，2023 年期间费用率 1.99%，财务费用-0.61 亿元，系公司已完工基础设施项目在金融机构借款到期后续借产生的融资费用由委托方承担并直接冲减财务费用所致。非经营性损益方面，2023 年公司持有债权产生的利息收益（投资收益）、衍生金融负债的公允价值变动收益及政府补贴合计占当年利润总额的 70.45%，非经营性损益为公司利润总额的重要来源。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	56.18	58.46	2.68
营业成本	54.47	55.49	2.45
期间费用	0.80	1.17	0.19
其他收益	0.27	0.30	0.07
投资收益	0.54	0.35	0.09
公允价值变动收益	0.99	0.83	0.00
利润总额	2.12	2.09	0.09
营业利润率（%）	2.52	4.42	6.29
总资本收益率（%）	0.14	0.15	--
净资产收益率（%）	0.37	0.40	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 16 • 2023 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（4）现金流

公司经营业务回款及投资规模受政府计划影响有所波动；受土地资产购置、在建工程投资及股权投资影响，投资活动现金保持净流出；筹资活动现金大规模净流入。考虑存量债务还本付息及在建项目投资需求，公司对外融资需求较大。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	136.08	90.20	2.82
经营活动现金流出小计	132.14	89.27	14.61
经营活动现金流量净额	3.94	0.93	-11.80
投资活动现金流入小计	24.32	15.33	8.04
投资活动现金流出小计	57.47	56.03	6.97
投资活动现金流量净额	-33.15	-40.70	1.07
筹资活动前现金流量净额	-29.21	-39.77	-10.72
筹资活动现金流入小计	204.49	199.26	42.11
筹资活动现金流出小计	205.28	149.69	41.20
筹资活动现金流量净额	-0.79	49.57	0.90
现金收入比（%）	172.87	148.39	83.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司经营活动现金流入主要包括收到太原市财政局项目回款、专项资金和收到的往来款，受 2022 年收到太忻一体化项目建设的专项资金规模较大影响，2023 年公司经营活动现金流入规模下降，公司经营活动现金小幅净流入，现金收入比维持在较高水平。公司投资活动现金主要由理财产品的申购与赎回、土地资产购置、在建工程投资及股权投资等形成，投资活动现金持续净流出。2023 年，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款及债券融资；同期，公司偿还债务支付的现金 123.38 亿元，规模有所下降，筹资活动现金大幅净流入。考虑存量债务还本付息及在建项目投资需求，公司对外融资需求较大。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	331.48	279.92	281.05
	速动比率（%）	271.25	236.93	236.32

长期偿债指标	现金短期债务比（倍）	0.66	0.50	0.41
	EBITDA（亿元）	3.78	3.43	--
	全部债务/EBITDA（倍）	148.76	176.41	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.35	0.57	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，2023 年底，公司流动比率、速动比率较上年底均有所下降，2024 年 3 月底，流动比率和速动比率变动不大；2024 年 3 月底，公司现金短期债务比 0.41 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 略有下降，EBITDA 对全部债务覆盖程度下滑，EBITDA 利息倍数有所上升，整体上看，公司长期偿债指标表现弱。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 14.00 亿元，担保比率为 3.70%，担保比率较低，被担保对象包括太原市迎泽资产经营管理有限公司和太原市政建设集团有限公司，均为太原市国有企业，经营情况正常。公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2024 年 6 月底，金额在 1000 万以上的应诉案件的涉诉金额合计 1.25 亿元，主要为建设工程施工合同纠纷。

截至 2024 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 597.78 亿元，尚未使用授信额度 330.55 亿元，公司间接融资渠道通畅。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、负债和所有者权益主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大。公司业务主要由子公司展开，公司本部对子公司管控力度强。

（五）ESG 方面

环境方面，公司基础设施、保障房建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。根据公司提供的有关情况说明和公开信息查询，公司过去一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与保租房等民生项目建设，体现了国企社会责任和担当。

公司治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司管控能力强，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

六、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为太原市最重要的基础设施建设主体，可在贴息等方面持续获得太原市政府的有力支持。

公司实际控制人系太原市人民政府。太原市是山西省省会城市，2023 年，太原市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长。截至 2023 年底，太原市地方政府债务余额为 1167.48 亿元，地方政府债务限额为 1167.48 亿元。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

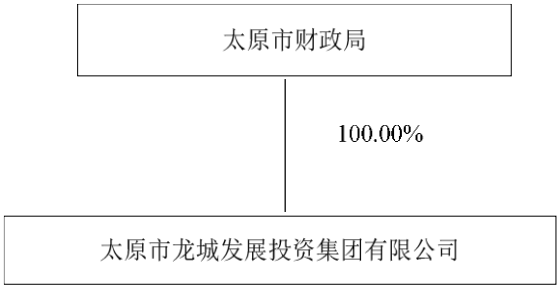
公司是太原市最重要的基础设施建设主体，承担太原市基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设职能。公司已完工基础设施项目在金融机构借款到期后续借产生的融资费用由委托方承担，在利息补贴等方面可持续获得政府的有力支持。

整体看，公司的国资背景、区域地位和业务的专营性有利于其获得政府支持。

七、跟踪评级结论

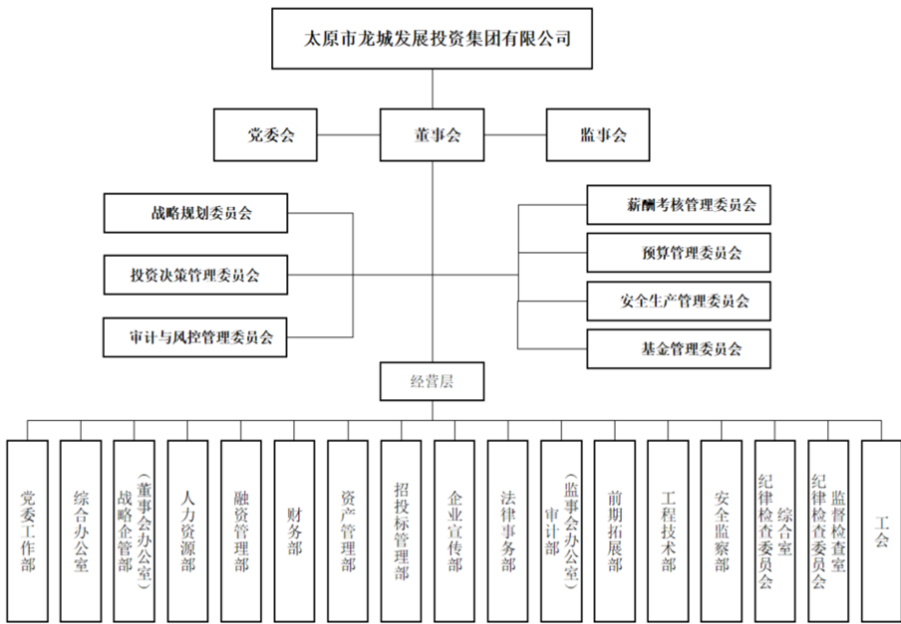
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
太原市龙城南部置业有限公司	78431.37	房地产开发及销售，保障性住房的建设	100.00	--	投资设立
太原市龙城北部置业有限公司	115294.12	房地产开发及销售，保障性住房的建设	100.00	--	投资设立
太原市龙城东部置业有限公司	13000.00	房地产开发及销售，保障性住房的建设	--	90.00	投资设立
太原市明城旅游开发有限公司	10000.00	旅游景区建设开发、旅游景区拆迁范围内安置房及配套基础设施的开发建设	100.00	--	投资设立
太原空港枢纽投资建设有限公司	267691.00	以自有资金从事投资活动、公路管理与养护、市政设施管理等	62.00	--	投资设立
太原市太忻一体化经济区建设投资有限公司	500000.00	以自有资金从事投资活动、自有资金投资的资产管理、建设工程施工、工程管理服务	100.00	--	投资设立
太原龙投保障性住房经营管理有限公司	100000.00	物业管理、土地使用权租赁、非居住房地产租、房地产咨询、园林绿化工程施工	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	96.45	65.91	79.64	66.81
应收账款（亿元）	514.86	540.23	552.06	556.44
其他应收款（亿元）	57.09	85.00	113.42	115.00
存货（亿元）	145.88	157.65	143.12	148.25
长期股权投资（亿元）	6.80	8.26	6.55	6.55
固定资产（亿元）	76.34	75.68	68.20	68.11
在建工程（亿元）	36.83	39.94	42.14	42.68
资产总额（亿元）	1020.68	1081.98	1164.91	1168.76
实收资本（亿元）	171.63	171.63	171.63	171.63
少数股东权益（亿元）	26.70	24.48	25.68	25.66
所有者权益（亿元）	347.96	346.67	378.66	378.30
短期债务（亿元）	136.26	100.08	159.72	161.20
长期债务（亿元）	397.79	462.89	445.77	451.88
全部债务（亿元）	534.05	562.97	605.49	613.08
营业总收入（亿元）	59.94	56.18	58.46	2.68
营业成本（亿元）	56.90	54.47	55.49	2.45
其他收益（亿元）	0.11	0.27	0.30	0.07
利润总额（亿元）	2.00	2.12	2.09	0.09
EBITDA（亿元）	6.15	3.78	3.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	29.95	97.11	86.75	2.24
经营活动现金流入小计（亿元）	47.25	136.08	90.20	2.82
经营活动现金流量净额（亿元）	-43.64	3.94	0.93	-11.80
投资活动现金流量净额（亿元）	13.49	-33.15	-40.70	1.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	44.41	-0.79	49.57	0.90
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.12	0.11	0.11	--
存货周转次数（次）	0.38	0.36	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.05	--
现金收入比（%）	49.97	172.87	148.39	83.63
营业利润率（%）	4.61	2.52	4.42	6.29
总资本收益率（%）	0.47	0.14	0.15	--
净资产收益率（%）	0.39	0.37	0.40	--
长期债务资本化比率（%）	53.34	57.18	54.07	54.43
全部债务资本化比率（%）	60.55	61.89	61.52	61.84
资产负债率（%）	65.91	67.96	67.49	67.63
流动比率（%）	312.12	331.48	279.92	281.05
速动比率（%）	257.50	271.25	236.93	236.32
经营现金流动负债比（%）	-16.34	1.51	0.28	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.66	0.50	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	0.25	0.35	0.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	86.85	148.76	176.41	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将合并口径长期应付款中有息部分计入全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	54.60	23.07	31.21	29.21
应收账款（亿元）	495.67	520.30	526.32	530.98
其他应收款（亿元）	172.56	218.04	221.02	233.15
存货（亿元）	56.93	51.86	51.27	52.15
长期股权投资（亿元）	63.87	78.71	86.59	87.15
固定资产（亿元）	64.07	63.95	63.83	63.83
在建工程（亿元）	36.83	39.28	40.37	40.79
资产总额（亿元）	1003.87	1038.63	1064.50	1080.69
实收资本（亿元）	171.63	171.63	171.63	171.63
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	318.64	321.02	351.81	351.68
短期债务（亿元）	94.50	99.21	146.37	149.77
长期债务（亿元）	393.37	418.19	340.25	344.95
全部债务（亿元）	487.87	517.41	486.62	494.72
营业总收入（亿元）	21.29	7.59	5.69	0.38
营业成本（亿元）	19.95	6.99	5.20	0.32
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.02	0.01
利润总额（亿元）	1.08	3.76	1.83	0.42
EBITDA（亿元）	4.44	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	26.24	14.67	22.05	0.79
经营活动现金流入小计（亿元）	38.98	47.10	23.21	1.16
经营活动现金流量净额（亿元）	27.77	24.96	12.23	-0.99
投资活动现金流量净额（亿元）	13.39	-15.44	-13.27	2.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	-19.88	-40.79	5.49	0.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.05	0.01	0.01	--
存货周转次数（次）	0.36	0.13	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	123.24	193.31	387.41	211.16
营业利润率（%）	5.82	7.37	8.17	13.02
总资本收益率（%）	0.44	2.14	2.16	--
净资产收益率（%）	0.22	0.95	0.45	--
长期债务资本化比率（%）	55.25	56.57	49.16	49.52
全部债务资本化比率（%）	60.49	61.71	58.04	58.45
资产负债率（%）	68.26	69.09	66.95	67.46
流动比率（%）	285.15	299.40	240.48	236.95
速动比率（%）	265.51	280.99	226.15	222.84
经营现金流动负债比（%）	9.58	8.86	3.42	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.23	0.21	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	109.93	/	/	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.未获取公司本部部分数据，相关指标未计算，用“/”标示

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持