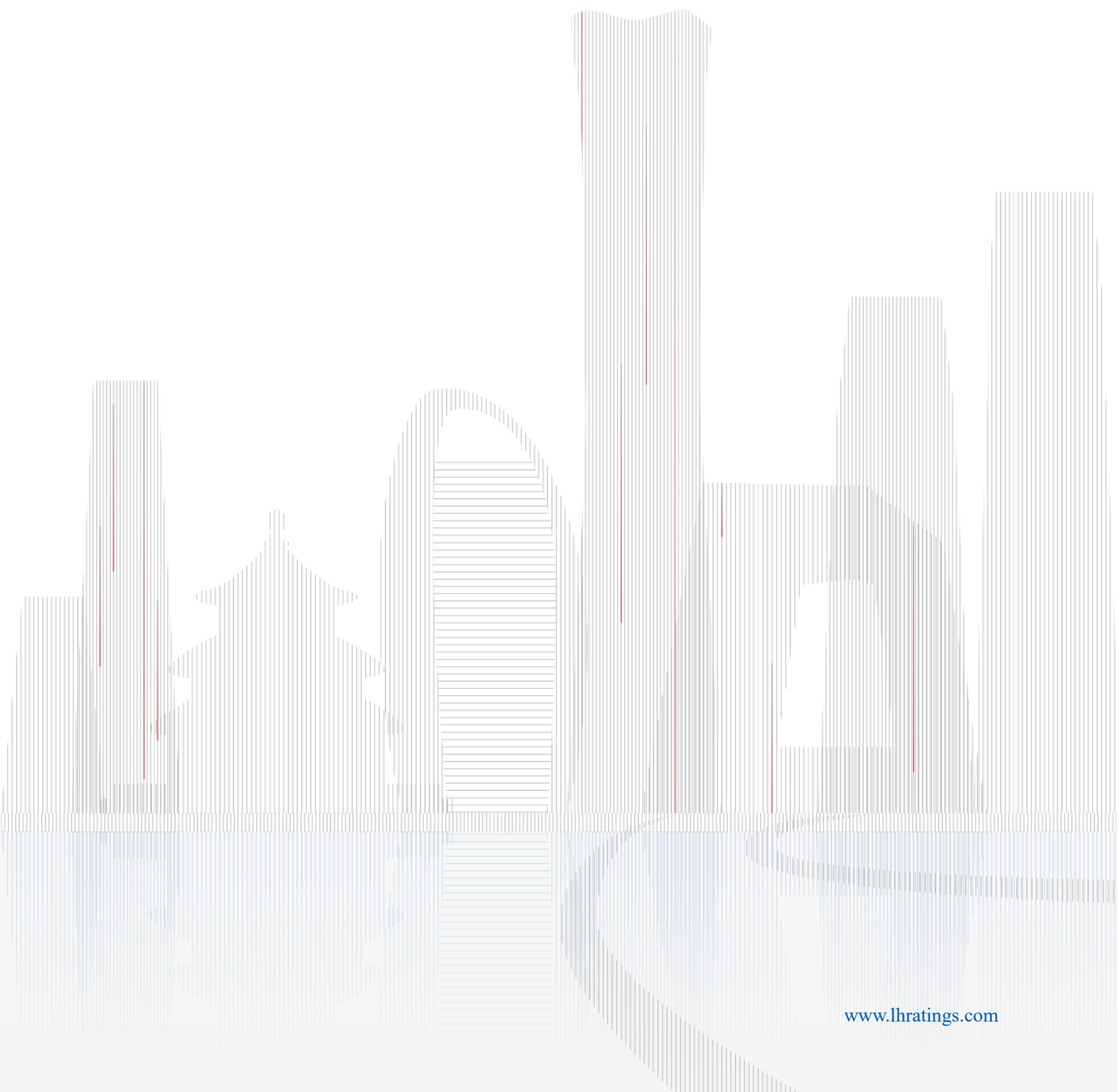


太原市龙城发展投资集团有限公司

2025 年主体跟踪评级报告

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〔2025〕6519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

二〇二五年七月二十五日

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 2025 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

2025 年主体跟踪评级报告

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	2025/07/25

主体概况 太原市龙城发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）于 2008 年 10 月由太原市龙城新区开发建设投资中心（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 2025 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人民政府。

评级观点 跟踪期内，公司仍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，负责太忻一体化经济区（太原区）、保租房等重大项目建设任务。太原市是山西省省会城市，经济财政实力在省内处于绝对领先地位，公司外部发展环境良好。2024 年，公司营业收入主要来自委托代建业务，包含基础设施工程建设、保障房代建工程和保租房工程建设。委托代建类业务在手项目规模较大，存在较大的投资压力，但盈利空间小，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。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。2024 年，公司资产规模随政府回款增加并用于偿还债务而有所下降，债务呈净偿还趋势；公司融资渠道以发行债券和银行贷款为主，债券融资占比较高，债务负担较重，偿债指标表现较弱，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：公司在专项资金拨付、利息补贴等方面可持续获得政府的有力支持。

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）配套基础设施建设项目的稳步推进，公司有望稳定经营并持续得到政府的有力支持。

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，经济财政实力在省内处于绝对领先地位。2024 年，太原市实现地区生产总值 5418.87 亿元，完成一般公共预算收入 440.26 亿元，一般公共预算收入质量较高。
- **公司地位突出，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，在专项资金拨付、利息补贴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 2025 年 3 月底，应收类款项约占全部资产的 60%，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。
- **债券融资占比较高、债务负担较重。**截至 2025 年 3 月底，如将永续债调入长期债务，公司全部债务 524.38 亿元，债券融资占比过半；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 66.85%、61.37%和 56.16%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
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				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于财务风险指标表现优化，公司指示评级结果由上次评级的 aa 调整为 aa；无个体调整因素；故公司的个体信用等级由 aa 调整为 aa。

外部支持变动说明：公司实际控制人综合实力非常强，在专项资金拨付、利息补贴等方面持续给予公司有力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

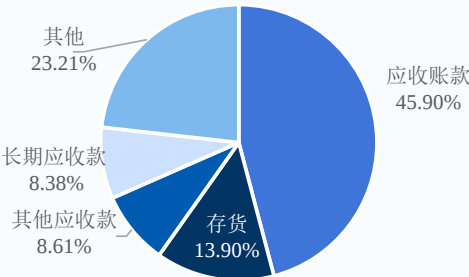
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	79.64	28.87	34.71
资产总额（亿元）	1164.91	1070.82	995.75
所有者权益（亿元）	378.34	371.13	370.04
短期债务（亿元）	159.72	103.02	101.64
长期债务（亿元）	445.77	441.48	382.74
全部债务（亿元）	605.49	544.50	484.38
营业总收入（亿元）	58.46	55.75	13.44
利润总额（亿元）	1.77	0.72	-0.15
EBITDA（亿元）	20.18	19.02	--
经营性净现金流（亿元）	0.93	54.33	72.60
营业利润率（%）	3.86	4.58	1.85
净资产收益率（%）	0.31	0.01	--
资产负债率（%）	67.52	65.34	62.84
全部债务资本化比率（%）	61.54	59.47	56.69
流动比率（%）	279.66	337.97	324.76
经营现金流动负债比（%）	0.28	22.86	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.28	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	0.87	0.76	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.00	28.63	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1064.50	985.19	934.08
所有者权益（亿元）	351.48	345.22	344.61
全部债务（亿元）	486.62	433.65	376.09
营业总收入（亿元）	5.69	4.10	0.16
利润总额（亿元）	1.51	1.27	0.07
资产负债率（%）	66.98	64.96	63.11
全部债务资本化比率（%）	58.06	55.68	52.18
流动比率（%）	240.26	273.54	248.71
经营现金流动负债比（%）	3.41	27.46	--

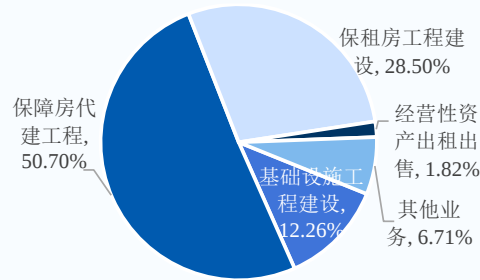
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.本报告将合并口径长期应付款中有息部分计入全部债务核算，公司本部有息债务规模未经调整；3. 2023 年数据采用 2024 年审计报告重述及追溯调整后的期初数/上期数；4.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

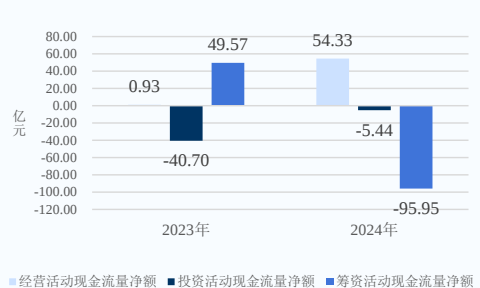
2024 年底公司资产构成



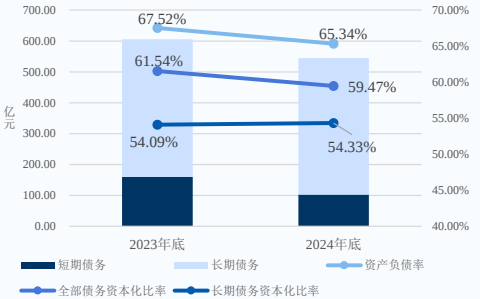
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



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	2024/12/27	孙 婧 胡汉雄	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：孙 婧 sunjing1@lhratings.com

项目组成员：胡汉雄 huhx@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

公司前身为太原市龙城置业开发有限公司，于 2008 年 10 月由太原市龙城新区开发建设投资中心（太原市龙城新区开发建设指挥部办公室）¹出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。历经多次股权划转及增资，截至 2025 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人民政府。

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。截至 2025 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；公司合并范围内子公司 34 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1070.82 亿元，所有者权益 371.13 亿元（含少数股东权益 25.74 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 55.75 亿元，利润总额 0.72 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 995.75 亿元，所有者权益 370.04 亿元（含少数股东权益 23.87 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.44 亿元，利润总额-0.15 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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 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。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释

¹ 已注销

地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2025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，2024 年，太原市地区生产总值同口径保持增长，一般公共预算收入和政府性基金收入均有所下降，GDP 和一般公共预算收入在山西省均排名首位，一般公共预算收入质量较高。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 2024 年底，太原市常住人口 551.47 万人，常住人口城镇化率 89.67%。

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，2024 年，太原市地区生产总值（GDP）小幅下降，按照不变价格计算增长 1.2%，GDP 在山西省排名首位。产业结构方面，太原市产业结构以第二、三产业为主，三次产业增加值分别拉动经济增长 0.03、0.05 和 1.12 个百分点。2024 年，全市规模以上工业增加值增长 0.2%，其中，制造业增加值增长 0.7%，占规模以上工业增加值的比重为 60.4%；采矿业增加值下降 1.2%，占比为 28.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长 1.1%，占比为 11.1%。固定资产投资增长 0.5%，其中，第一产业投资下降 23.8%；第二产业投资增长 24.9%；第三产业投资下降 6.2%。2025 年一季度，太原市全市地区生产总值（GDP）1191.98 亿元，增长 3.5%。固定资产投资平稳增长，全市固定资产投资增长 7.1%。

图表 1 • 太原市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年一季度
GDP（亿元）	5422.72	5494.84	5418.87	1191.98
GDP 增速（%）	3.2	3.7	1.2	3.5
固定资产投资增速（%）	0.2	-18.3	0.5	7.1
三产结构	0.9：44.2：54.9	0.8：42.1：57.1	0.9：30.7：68.4	0.5：26.3：73.2
人均 GDP（万元）	10.29	10.23	9.88	/

注：根据第五次经济普查结果，太原市对 GDP 历史数据进行了修订，2022 年、2023 年 GDP 及 GDP 增速采用 2024 年国民经济和社会发展统计公报数据；“/”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，2024 年，太原市一般公共预算收入有所下降，一般公共预算收入质量较高，财政自给能力一般。同期，太原市政府性基金收入有所下降。截至 2024 年底，太原市政府债务余额为 1422.98 亿元，太原市政府债务负担重。2025 年一季度，太原市实现一般公共预算收入 126.84 亿元，税收收入占比略有下降，一般公共预算收入质量仍较高。

图表 2 • 太原市主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年一季度
一般公共预算收入（亿元）	437.48	449.24	440.26	126.84
一般公共预算收入增速（%）	8.10	2.70	-2.00	3.60
税收收入（亿元）	332.34	336.34	308.94	82.00
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.97	74.87	70.17	64.65
一般公共预算支出（亿元）	715.90	777.26	744.38	183.10
财政自给率（%）	61.11	57.80	59.14	69.27
政府性基金收入（亿元）	139.03	196.22	154.49	/
地方政府债务余额（亿元）	983.15	1167.48	1422.98	/

注：“/”表示数据未获取
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，跟踪期内，公司定位及主营业务未发生重大变化，作为太原市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，区域专营优势明显。

根据企业信用报告，截至 2025 年 7 月 15 日，公司本部无不良类信贷记录，未结清信贷记录含关注类账户数 73 个，余额 64.42 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，均于 2018 年之前正常还款。

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，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 24 日，公司本部因建设工程施工合同纠纷被列入被执行人，被执行总金额 1962.14 万元。联合资信未发现公司本部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以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入规模基本保持稳定，仍以基础设施工程建设、保障房代建工程和保租房工程建设收入为主；综合毛利率小幅上升。2025 年一季度，公司实现营业总收入 13.44 亿元，综合毛利率 2.24%。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	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	0.004	20.19	34.54	-0.42	6.83	12.26	0.67
棚户区改造/保障房代建工程	18.56	33.05	5.67	5.83	9.97	7.17	28.27	50.70	1.58
保租房工程建设	0.00	0.00	--	27.42	46.91	5.54	15.89	28.50	8.80
经营性资产出租出售	1.07	1.90	41.04	1.08	1.85	46.49	1.02	1.82	39.93
商品销售	2.60	4.63	9.21	1.08	1.85	12.30	1.00	1.79	11.97
其他业务	2.26	4.02	-1.11	2.85	4.88	16.87	2.74	4.92	21.68
合计	56.18	100.00	3.04	58.46	100.00	5.08	55.75	100.00	5.40

注：其他业务收入主要包括物业管理服务、旅游景点运营、停车服务、充电桩等业务收入；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

公司基础设施建设工程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：公司承接太原市城市建设发展公司（以下简称“城建发公司”）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 2025 年 3 月底，公司主要 BT 项目均已完工，城建发公司投资额分别为 121.82 亿元和 56.54 亿元，拟回购金额合计为 192.63 亿元，已回购金额为 133.05 亿元。模式二：公司 2013 年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%²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。待工程全部竣工

² 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%。

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太原市海信资产管理有限公司负责，公司基础设施建设业务以存量项目为主。截至 2024 年底，公司以模式二开展的主要已完工委托代建基础设施项目累计已投资 340.09 亿元，已回款金额为 167.81 亿元。

截至 2025 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”）³，项目计划总投资 289.79 亿元，已投资 195.55 亿元，累计获得财政资金（含专项债）89.13 亿元。

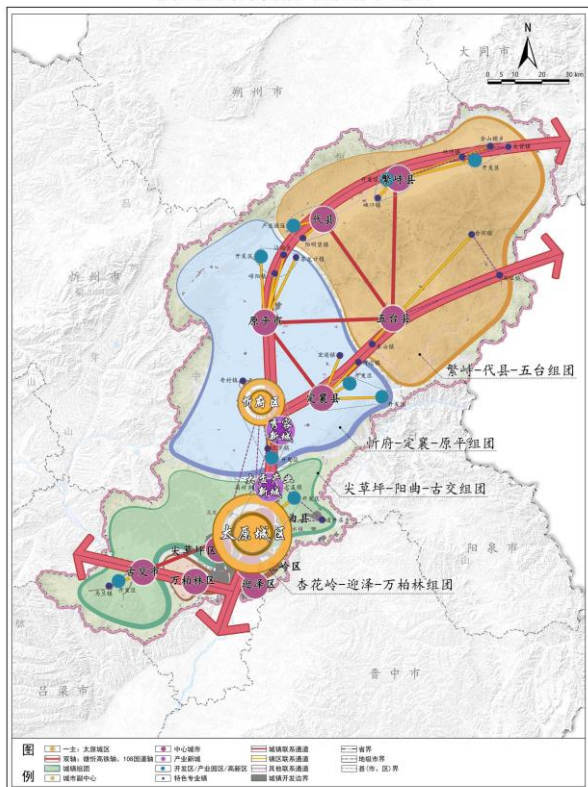
太原机场空港配套工程采取 PPP 模式建设。公司和中铁二十二局集团有限公司（以下简称“中铁二十二局”）作为社会资本方与政府方出资代表太原高铁投资公司成立项目公司太原空港枢纽投资建设有限公司（公司、中铁二十二局和太原高铁投资公司分别持股 62.00%、18.00%和 20.00%，以下简称“空港枢纽公司”）负责项目投资、融资、建设、运营、管理和移交。项目计划总投资 133.85 亿元，其中项目资本金 26.77 亿元，由空港枢纽公司股东按持股比例出资，其他资金由项目公司通过银行贷款、发行债券等方式融资解决。截至 2025 年 3 月底，太原机场空港配套工程累计已投资 70.50 亿元。该项目合作期限为 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 2025 年 3 月底，合计已投资 125.05 亿元，已获包括专项债券在内的财政资金 89.13 亿元。

图表 4· 太忻一体化经济区规划图

太忻一体化经济区国土空间专项规划

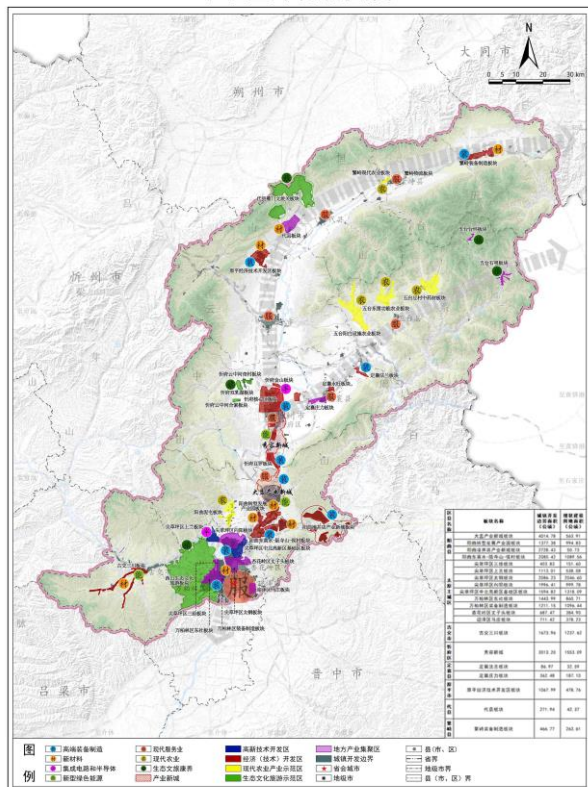
国土空间开发格局规划图(远期)



资料来源：联合资信根据公开资料整理

太忻一体化经济区国土空间专项规划

产业空间布局规划图



³ 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。

(2) 棚户区改造/保障房代建工程

公司棚户区改造项目回款进度较为滞后；建设资金保障程度较高，在建项目待投资规模较大，公司存在较大的投资压力。

公司为太原市保障房建设和棚户区改造等项目建设实施主体。建设模式方面，2017 年前承接项目采用委托代建模式，2017 年（含）及以后新增项目主要采用政府购买服务模式。公司棚户区改造项目承建主体主要为子公司太原市龙城南部置业有限公司（以下简称“南部置业”）、太原市龙城北部置业有限公司（以下简称“北部置业”）和太原市龙城东部置业有限公司（以下简称“东部置业”）。委托代建模式下，棚户区改造项目资本金部分由太原市政府在建设期内足额拨付，其余部分由公司向国家开发银行（以下简称“国开行”）申请中长期项目贷款；太原市政府承诺安排足额资金用于列支代建资金，分年向公司支付。该模式下，代建费率为 3%⁴。政府购买服务模式下，根据“省级统贷、市县购买”原则，由山西省城镇建设投资有限公司（以下简称“城镇建设公司”）作为贷款主体，太原市房产管理局作为购买主体，太原市财政局作为资金监管主体，公司作为用款主体及项目投资主体，签订四方协议。具体操作中，城镇建设公司作为统贷平台向国开行借款，按项目的预计用款计划通过太原市财政局划拨给公司，由公司按实际的工程审核结果支付工程款项；国开行借款偿付资金由太原市财政局拨付至城镇建设公司进行偿付。该模式下，业务费率为 8%。

截至 2025 年 3 月底，公司主要已完工的棚户区改造项目累计已投资 136.45 亿元，应由太原市财政局承担的回款为 147.37 亿元，累计已实现回款 83.41 亿元；主要在建棚户区改造项目计划总投资 555.60 亿元，累计已投资 286.54 亿元，公司预计应由太原市财政局承担的回款为 302.37 亿元，实际已回款 250.93 亿元；主要拟建棚改项目为面粉二厂、程家村西等，计划总投资合计为 44.80 亿元，已于 2018 年 7 月前纳入政府购买服务项目，已发生前期费用合计约 7.78 亿元。

图表 5 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建棚户区改造项目（单位：亿元）

项目名称	预算总投资额	实际已投资额	拟回购金额	已回购金额	建设模式
凯旋街	75.39	26.52	28.46	29.45	政府购买
迎宾路	84.49	49.32	52.67	47.04	政府购买
民政园	76.96	47.14	49.86	23.58	委托代建
天地坛	20.47	5.27	5.64	4.53	委托代建
大东门一期	3.23	2.05	2.21	1.07	委托代建（政府专项债）
晋阳街东段	6.02	2.29	2.47	1.62	委托代建（政府专项债）
五龙口	13.26	10.02	10.70	4.87	委托代建（政府专项债）
南江	7.34	3.61	3.90	2.46	委托代建
铜厂	9.95	8.89	9.60	6.39	委托代建
桥东街	35.33	34.57	37.26	25.24	委托代建
市建一公司	4.82	2.49	2.67	3.31	委托代建（政府专项债）
晋东二期	23.53	24.21	24.99	25.29	委托代建
太铁二队	2.62	1.27	1.38	0.43	委托代建（政府专项债）
成套局	8.20	3.55	3.81	1.54	委托代建（政府专项债）
大东关货场	4.18	1.11	1.20	0.25	委托代建（政府专项债）
38 号院	11.21	4.07	4.18	3.65	委托代建（政府专项债）
电建公司	18.45	2.33	2.28	3.65	委托代建（政府专项债）
九院沙河	2.60	1.43	1.49	0.68	委托代建（政府专项债）
交警宿舍	1.53	0.78	0.83	0.78	委托代建（政府专项债）
双塔南巷	5.83	3.31	3.51	15.76	政府购买
自来水宿舍	3.03	2.30	2.42	-	政府购买
青年东街	16.61	10.35	11.18	5.81	委托代建

⁴ 2016 年营改增后提高到 8%。

双良水泥厂	28.57	12.27	12.27	11.19	委托代建（政府专项债）
横河	26.00	6.16	6.16	7.71	委托代建（政府专项债）
机场东部	31.99	9.31	9.31	10.31	委托代建（政府专项债）
机场北部	33.99	11.92	11.92	14.32	委托代建（政府专项债）
合计	555.60	286.54	302.37	250.93	-

资料来源：公司提供

（3）保租房工程建设

2024 年，公司保租房建设工程持续确认收入，项目整体回款情况良好。

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⁵。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⁶。截至 2025 年 3 月底，公司已投资 62.61 亿元，累计确认收入 44.07 亿元，并实际取得回款 34.17 亿元。

（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。

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。2024 年及 2025 年一季度，公司分别实现经营性资产出租收入 1.02 亿元和 0.23 亿元。

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 2025 年 3 月底，公司共建设充电桩 10276 个，累计投入 0.70 亿元；变压器容量 26.5 万 KVA，数量 171 台，累计投入 2.50 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—2024 年及 2025 年一季度，公司分别实现充电桩服务收入 0.45 亿元、0.46 亿元、0.39 亿元和 0.21 亿元，毛利率分别为 23.73%、7.24%、13.18%和 22.50%。其中 2022 年受电费结算方式变动影响当期毛利率较高。

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 2025 年 3 月底，公司拥有的停车场共 377 处，停车位数量合计为 60050 个。2022—2024 年及 2025 年一季度，公司分别取得停车费收入 0.44 亿元、0.42 亿元、0.60 亿元和 0.18 亿元，毛利率分别为 8.33%、15.11%、33.32%和 17.19%。

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。截至 2025 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，现阶段以项目运营为主，待投资规模不大。2022—2024 年及 2025 年一季度，公司分别实现旅游景点运营收入 0.28 亿元、0.65 亿元、0.44 亿元和 0.14 亿元，业务毛利率分别为-138.73%、11.12%、-4.90%和-37.22%，2024 年起持续亏损主要系青龙古镇因建筑修缮而闭园未营业所致。

⁵ 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%。

⁶ 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。

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 2025 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 27.80 亿元，2024 年公司收入主要来自方特乐园。

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 2025 年 3 月底，已投入 25.94 亿元。

图表 6 • 截至 2025 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	10.25	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	17.55	于 2021 年 7 月开园
太原古县城项目	34.53	25.94	部分已于 2020 年 5 月开园
府城片区历史文化街区项目	10.08	5.86	部分已于 2022 年 10 月开始运营
合计	77.03	59.60	--

注：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 2024 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，并出具了标准无保留意见的审计结论。受公司本部补缴 2011 年至 2023 年土地使用税及房产税调整以前年度损益等因素影响，公司 2024 年审计报告对前期差错事项进行了追溯调整。合并范围方面，2024 年，公司合并范围内子公司 34 家，较上年底未发生变化。2022 年、2023 年数据分别采用 2023 年、2024 年审计报告重述及追溯调整后的期初数/上期数，公司财务数据可比性较强。

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。2024 年，随着政府回款规模增加并用于偿还公司债务，公司资产规模有所下降，整体资产质量一般。

图表 7 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	867.62	80.19	931.91	80.00	803.37	75.02	722.68	72.58
货币资金	65.82	6.08	76.09	6.53	28.84	2.69	34.66	3.48
应收账款	540.18	49.92	552.06	47.39	491.51	45.90	417.82	41.96
预付款项	12.72	1.18	36.31	3.12	38.58	3.60	38.13	3.83
其他应收款（合计）	85.00	7.86	113.62	9.75	92.22	8.61	86.05	8.64

存货	157.65	14.57	143.12	12.29	148.79	13.90	142.54	14.32
非流动资产	214.37	19.81	233.00	20.00	267.45	24.98	273.07	27.42
长期应收款	62.94	5.82	76.90	6.60	89.73	8.38	93.32	9.37
固定资产	75.69	7.00	68.21	5.86	72.16	6.74	72.02	7.23
在建工程	39.94	3.69	42.14	3.62	41.31	3.86	42.02	4.22
资产总额	1082.00	100.00	1164.91	100.00	1070.82	100.00	995.75	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司资产结构以流动资产为主。2024 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，受限规模小。应收账款主要为应收太原市财政局的代建项目款（占 95.66%），随着政府代建项目回款，较上年年底下降 10.97%；账龄主要分布于 3 年以上，整体账龄较长；应收太原市财政局的代建项目款项占全部应收账款的 95.66%，集中度很高。公司预付款项主要为预付购买政府公租房款⁷及按施工合同约定支付给施工单位的预付资金。其他应收款较上年底较明显下降，主要系原购买项目建设用地支付的保证金确认为项目建设成本所致；构成以应收太原市财政局保障房贷款利息及区域内国企事业单位暂借款等为主；部分其他应收款账龄较长，3 年以上占比近半。存货主要由开发成本 83.85 亿元（棚户区改造、公租房工程项目的投入成本）、开发产品 36.39 亿元（公司自营的棚户区改造项目商业配套和停车场）和土地储备资产 28.13 亿元（政府无偿划拨及公司外购的土地资产）构成。

图表 8 • 截至 2024 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（%）	账龄	款项性质
太原市财政局	23.41	25.39	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上	保障房贷款利息
太原市龙城新区开发建设投资中心	11.98	12.99	3 年以上	拆迁款
太原市小店区西温庄乡人民政府	6.04	6.55	2~3 年、3 年以上	拆迁改造款
太原市小店区住房和城乡建设局	5.45	5.90	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上	拆迁改造款
太原市杏花岭区住房和城乡建设局	4.00	4.34	3 年以上	拆迁改造款
合计	50.88	55.17	--	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底，公司长期应收款较上年底较快增长，主要为太原武宿（国际）机场空港配套工程（太原区域）PPP 项目资产及高性能电子铜箔新材料项目⁸投资成本的增加；期末实际投入惠科新材料 26 亿元，其中 2.89 亿元确认为其他权益工具投资，23.11 亿元确认为长期应收款；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小幅增长，主要系在建项目转入所致；构成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，累计折旧 6.16 亿元。公司在建工程主要为对太原古县城、青龙古镇等项目投资。截至 2025 年 3 月底，随着太原市财政局委托代建款回款用于偿还公司债务，公司资产总额较上年底下降 8.08%，仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产主要为应收账款，账面价值 100.80 亿元，占资产总额的 9.41%，公司资产受限比例一般。

（2）资本结构

2024 年，受公司分配现金股利及永续债务规模下降影响，公司所有者权益有所下降。所有者权益构成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。跟踪期内，公司有息债务规模持续下降，融资渠道以发行债券和银行贷款为主，债券融资占比较高，公司整体债务负担较重。

2024 年底，公司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和太原古县城资产等；少数股东权益中，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。2024 年，受公司分配现金股利（2.43 亿元）及永续债务规模下降影响，公司所有者权益有所下降。

⁷ 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。

⁸ 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（以下简称“惠科新材料”），由公司子公司山西太忻一体化经济区龙投电子产业有限公司（以下简称“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 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 9 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	171.63	49.51	171.63	45.36	171.63	46.25	171.63	46.38
其他权益工具	15.00	4.33	45.00	11.89	40.00	10.78	40.00	10.81
资本公积	99.07	28.58	99.07	26.19	99.37	26.78	99.37	26.85
未分配利润	32.63	9.41	32.97	8.71	30.31	8.17	29.76	8.04
归属于母公司所有者权益	322.19	92.94	352.66	93.21	345.39	93.06	346.18	93.55
少数股东权益	24.48	7.06	25.68	6.79	25.74	6.94	23.87	6.45
所有者权益	346.67	100.00	378.34	100.00	371.13	100.00	370.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底，公司负债较上年底有所下降。公司经营负债主要包括未结算工程款、与施工单位往来款为主的其他应付款，以及太原市财政局预拨的工程款为主的合同负债。同期末，公司专项应付款 14.48 亿元，较上年底增加 12.63 亿元，均为太原市财政局拨付的专项资金。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

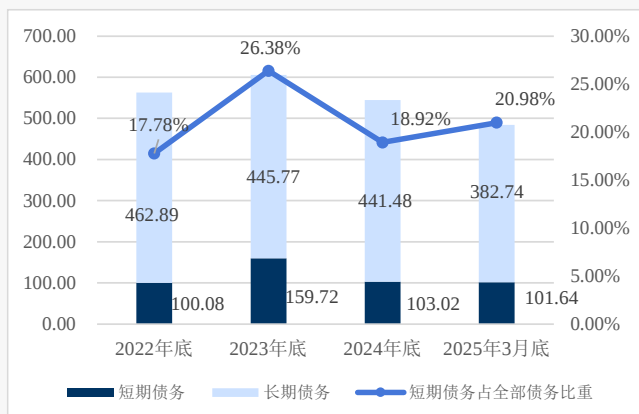
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	261.75	35.60	333.23	42.37	237.71	33.97	222.53	35.56
短期借款	0.00	0.00	1.90	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	54.52	7.41	52.98	6.74	53.41	7.63	51.73	8.27
其他应付款（合计）	17.76	2.42	15.50	1.97	13.22	1.89	8.37	1.34
一年内到期的非流动负债	97.66	13.28	157.47	20.02	102.43	14.64	101.30	16.19
合同负债	80.57	10.96	94.30	11.99	61.00	8.72	54.79	8.76
非流动负债	473.57	64.40	453.34	57.63	461.98	66.03	403.18	64.44
长期借款	200.17	27.22	211.97	26.95	189.40	27.07	174.20	27.84
应付债券	262.62	35.71	220.41	28.02	240.61	34.39	198.71	31.76
长期应付款（合计）	5.02	0.68	15.23	1.94	25.94	3.71	24.30	3.88
负债总额	735.31	100.00	786.25	100.00	699.69	100.00	625.71	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，本报告将长期应付款中有息部分计入长期债务。随着业务回款用于偿还债务规模的增加，跟踪期内公司全部债务持续下降，结构上以长期债务为主。如将永续债（40.00 亿元）调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 524.38 亿元，长期债务占 80.62%。从融资渠道看，银行贷款、债券融资及非标类借款分别约占公司全部债务的 37%、52%和 2.5%，债券融资占比较高；公司发行债券品种较为丰富，公司债、短期融资券、中期票据、定向工具等均有所涉及；公司银行借款主要为国家开发银行的政策贷款，利率集中在 3%~5%；非标类借款利率集中在 3%~8%。从债务指标来看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率持续下降。如将永续债调入长期债务，截至 2025 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分别为 66.85%、61.37%和 56.16%，较调整前分别上升 4.02 个百分点、4.68 个百分点和 5.31 个百分点。公司整体债务负担较重。

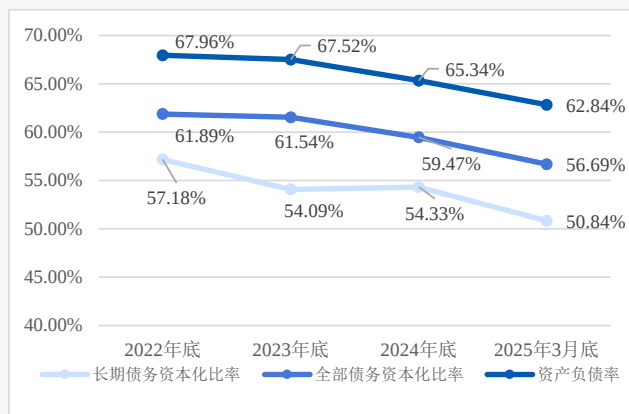
从债务期限结构看，截至 2025 年 7 月 13 日公司债券（含永续债）余额为 347.05 亿元，假设含权债券在下一个行权日均全额回售，2025 年、2026 年和 2027 年到期债券本金分别为 42.00 亿元、140.05 亿元和 80.00 亿元。

图表 11 • 公司债务结构



注：上表数据未对永续债进行调整
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 12 • 公司债务杠杆水平



注：上表数据未对永续债进行调整
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入随着基础设施工程建设业务收入规模下降而有所下降，整体盈利指标表现较弱。

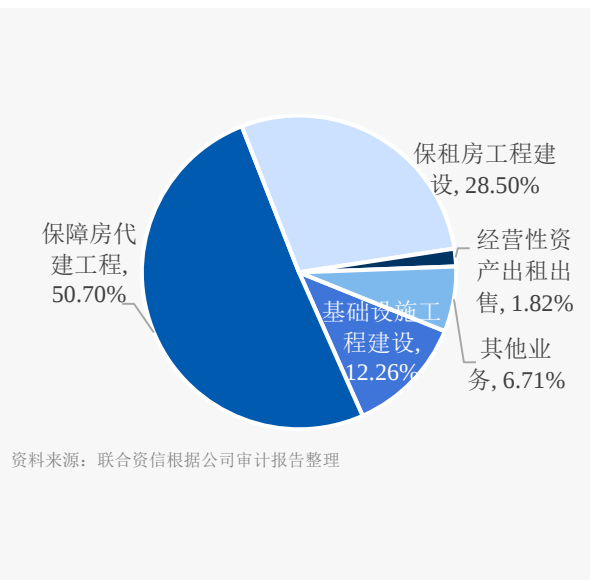
2024 年，公司基础设施工程建设业务收入规模下降，营业总收入同比下降 4.63%。公司已完工基础设施项目在金融机构借款到期后续借产生的融资费用由委托方承担并直接冲减财务费用，2022 及 2023 年财务费用分别为-1.19 亿元和-0.61 亿元，2024 年，公司利息收入规模下降，财务费用为 0.17 亿元，期间费用率（期间费用/营业总收入）升至 3.94%，期间费用以管理费用为主。非经营性损益方面，2024 年公司持有债权产生的利息收益（投资收益）及政府补贴合计占当年利润总额的 50.82%，非经营性损益为公司利润总额的重要来源。同期，公司各项盈利指标均处于较低水平。2025 年一季度，公司营业总收入占 2024 年全年的 24.10%，营业利润率较上年同期下降 4.44 个百分点。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	56.13	58.46	55.75	13.44
营业成本	54.47	55.49	52.74	13.14
期间费用	0.80	1.17	2.19	0.47
其他收益	0.27	0.30	0.35	0.07
投资收益	0.54	0.35	0.37	0.03
公允价值变动收益	0.99	0.83	0.00	0.00
利润总额	2.09	1.77	0.72	-0.15
营业利润率（%）	2.45	3.86	4.58	1.85
总资本收益率（%）	1.79	1.86	1.85	--
净资产收益率（%）	0.37	0.31	0.01	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 14 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(4) 现金流

跟踪期内，随着公司代建项目回款规模增加以及项目投入规模的缩减，经营活动现金净流入规模大幅扩大，收入实现质量高。同时，投资活动现金净流出规模明显收窄，筹资活动前现金呈现大规模净流入，债务呈净偿还趋势。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	136.08	90.20	105.00	86.15

经营活动现金流出小计	132.14	89.27	50.67	13.55
经营活动现金流量净额	3.94	0.93	54.33	72.60
投资活动现金流入小计	24.32	15.33	8.63	0.00
投资活动现金流出小计	57.47	56.03	14.07	1.17
投资活动现金流量净额	-33.15	-40.70	-5.44	-1.17
筹资活动前现金流量净额	-29.21	-39.77	48.89	71.44
筹资活动现金流入小计	204.49	199.26	206.55	20.88
筹资活动现金流出小计	205.28	149.69	302.50	86.51
筹资活动现金流量净额	-0.79	49.57	-95.95	-65.63
现金收入比 (%)	173.00	148.39	181.05	638.45

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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，2024 年，公司收到政府代建项目回款规模增加，销售商品、提供劳务收到的现金 100.94 亿元，同比增长 16.36%。2024 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降 46.74%，经营活动现金净流入规模扩大，现金收入比保持在高水平。2024 年，公司投资活动现金主要由理财产品的申购与赎回、资产购置、在建工程投资等形成，公司理财产品申购与赎回规模下降，投资活动现金流入及流出规模均有所减少；公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅下降 86.50%至 4.07 亿元，投资活动现金净流出规模明显收窄。2024 年，公司取得借款收到的现金 205.93 亿元，偿还债务支付的现金 275.00 亿元，筹资活动现金大幅净流出。2025 年 1—3 月，公司持续收到代建项目回款，销售商品、提供劳务收到的现金 85.80 亿元，经营活动现金大额净流入，债务持续呈净偿还趋势。

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现较弱，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 3 月（底）
短期偿债指标	流动比率 (%)	331.46	279.66	337.97	324.76
	速动比率 (%)	271.24	236.71	275.37	260.70
	现金短期债务比 (倍)	0.66	0.50	0.28	0.34
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	17.48	20.18	19.02	--
	全部债务/EBITDA (倍)	32.21	30.00	28.63	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	0.67	0.87	0.76	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

从短期偿债指标看，2024 年底，公司流动比率、速动比率较上年底均有所上升，现金短期债务比下降至 0.28 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱，短期偿债压力较大。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 小幅下降，对全部债务的覆盖程度较弱，对利息覆盖程度一般，整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额 35.705 亿元，担保比率为 9.62%，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、太原市政建设集团有限公司和太原国有投资集团有限公司，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 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信额度 610.76 亿元，尚未使用授信额度 382.05 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、所有者权益及债务主要集中在公司本部，具体业务主要由子公司展开，公司本部对子公司管控力度强。截至 2024 年底，公司本部资产总额 985.19 亿元，以流动资产为主；所有者权益 345.22 亿元，实收资本和资本公积分别占 49.72%和 28.79%；全部债务 433.65 亿元，其中短期债务为 89.22 亿元，现金短期债务比为 0.10 倍，公司本部短期偿债能力较弱；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.96%和 55.68%，公司本部债务负担较重。2024 年，公司本部营业总收入 4.10 亿元，利润总额 1.27 亿元，

其中投资收益 0.37 亿元，其他收益 0.05 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司本部资产总额 934.08 亿元，所有者权益 344.61 亿元；全部债务 376.09 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.17%和 52.18%，现金短期债务比为 0.10 倍。公司本部营业总收入为 0.16 亿元，利润总额为 0.07 亿元。

（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。根据公司提供的相关情况说明和公开信息查询，近一年来公司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。近一年来，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，可在专项资金拨付、利息补贴等方面持续获得太原市政府的有力支持。

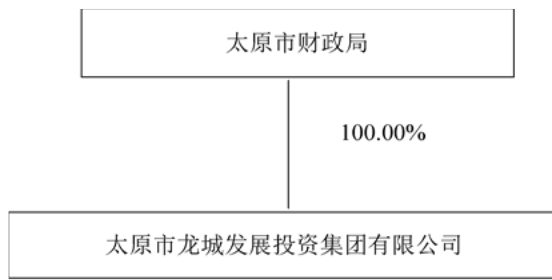
太原市是山西省省会城市，经济财政实力在省内处于绝对领先地位。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。公司是太原市最重要的基础设施建设主体，承担太原市基础设施、保障性住房及棚户区改造项目的建设职能。公司已完工基础设施项目在金融机构借款到期后续借产生的融资费用由委托方承担；截至 2024 年底，公司收到太原市财政局拨付专项资金 14.48 亿元。公司在专项资金拨付、利息补贴等方面可持续获得政府的有力支持。

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

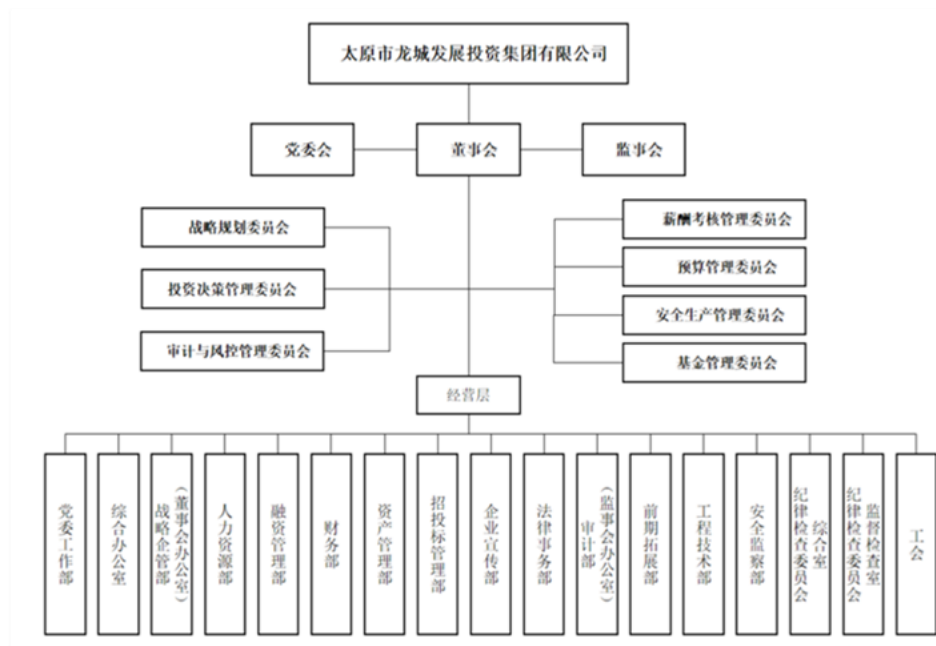
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 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 2025 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
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	90.00	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司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	65.91	79.64	28.87	34.71
应收账款（亿元）	540.18	552.06	491.51	417.82
其他应收款（亿元）	85.00	113.62	92.22	86.05
存货（亿元）	157.65	143.12	148.79	142.54
长期股权投资（亿元）	8.26	6.55	6.55	6.54
固定资产（亿元）	75.69	68.21	72.16	72.02
在建工程（亿元）	39.94	42.14	41.31	42.02
资产总额（亿元）	1082.00	1164.91	1070.82	995.75
实收资本（亿元）	171.63	171.63	171.63	171.63
少数股东权益（亿元）	24.48	25.68	25.74	23.87
所有者权益（亿元）	346.67	378.34	371.13	370.04
短期债务（亿元）	100.08	159.72	103.02	101.64
长期债务（亿元）	462.89	445.77	441.48	382.74
全部债务（亿元）	562.97	605.49	544.50	484.38
营业总收入（亿元）	56.13	58.46	55.75	13.44
营业成本（亿元）	54.47	55.49	52.74	13.14
其他收益（亿元）	0.27	0.30	0.35	0.07
利润总额（亿元）	2.09	1.77	0.72	-0.15
EBITDA（亿元）	17.48	20.18	19.02	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	97.11	86.75	100.94	85.80
经营活动现金流入小计（亿元）	136.08	90.20	105.00	86.15
经营活动现金流量净额（亿元）	3.94	0.93	54.33	72.60
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.15	-40.70	-5.44	-1.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.79	49.57	-95.95	-65.63
财务指标				
现金收入比（%）	173.00	148.39	181.05	638.45
营业利润率（%）	2.45	3.86	4.58	1.85
总资本收益率（%）	1.79	1.86	1.85	--
净资产收益率（%）	0.37	0.31	0.01	--
长期债务资本化比率（%）	57.18	54.09	54.33	50.84
全部债务资本化比率（%）	61.89	61.54	59.47	56.69
资产负债率（%）	67.96	67.52	65.34	62.84
流动比率（%）	331.46	279.66	337.97	324.76
速动比率（%）	271.24	236.71	275.37	260.70
经营现金流动负债比（%）	1.51	0.28	22.86	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.50	0.28	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	0.87	0.76	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.21	30.00	28.63	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 2022 年、2023 年数据分别采用 2023 年、2024 年审计报告重述及追溯调整后的期初数/上期数；4. 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
 资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.07	31.21	9.02	8.94
应收账款（亿元）	520.25	526.32	457.78	386.16
其他应收款（亿元）	218.04	221.02	228.54	248.64
存货（亿元）	51.86	51.27	45.80	45.98
长期股权投资（亿元）	78.71	86.59	86.45	86.46
固定资产（亿元）	63.95	63.83	68.19	68.14
在建工程（亿元）	39.28	40.37	39.56	39.92
资产总额（亿元）	1038.59	1064.50	985.19	934.08
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）	320.98	351.48	345.22	344.61
短期债务（亿元）	99.21	146.37	89.22	89.17
长期债务（亿元）	418.19	340.25	344.43	286.92
全部债务（亿元）	517.41	486.62	433.65	376.09
营业总收入（亿元）	7.55	5.69	4.10	0.16
营业成本（亿元）	6.99	5.20	3.63	0.06
其他收益（亿元）	0.00	0.02	0.05	0.01
利润总额（亿元）	3.72	1.51	1.27	0.07
EBITDA（亿元）	19.23	18.63	17.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.67	22.05	82.76	76.02
经营活动现金流入小计（亿元）	47.10	23.21	83.79	76.08
经营活动现金流量净额（亿元）	24.96	12.23	77.02	74.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.44	-13.27	1.67	-0.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	-40.79	5.49	-97.47	-73.92
财务指标				
现金收入比（%）	194.41	387.41	2019.57	46539.72
营业利润率（%）	6.92	2.40	10.15	59.86
总资本收益率（%）	2.14	2.12	2.07	--
净资产收益率（%）	0.94	0.35	0.25	--
长期债务资本化比率（%）	56.58	49.19	49.94	45.43
全部债务资本化比率（%）	61.71	58.06	55.68	52.18
资产负债率（%）	69.09	66.98	64.96	63.11
流动比率（%）	299.39	240.26	273.54	248.71
速动比率（%）	280.99	225.94	257.20	232.74
经营现金流动负债比（%）	8.86	3.41	27.46	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.21	0.10	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	26.90	26.11	25.26	--

注：1. 公司 2025 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，公司本部有息债务未经调整，实际债务负担或高于指标值；4. 2022 年、2023 年数据分别采用 2023 年、2024 年审计报告重述及追溯调整后的期初数/上期数

资料来源：联合资信根据公司财务数据及提供资料整理

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+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