

太原市高速铁路投资有限公司

**2010年20亿元公司债券
2012年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

太原市高速铁路投资有限公司

2010年20亿元公司债券2012年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期债券跟踪信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余期限：94个月

债券剩余规模：20亿元

评级日期：2012年11月12日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余期限：106个月

债券剩余规模：20亿元

评级日期：2011年11月11日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对太原市高速铁路投资有限公司（以下简称“太原高铁”或“公司”）及其2010年9月发行的20亿元公司债券的2012年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

| 项目 | 2011年 | 2010年 | 2009年 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 1,881,434.66 | 1,543,988.92 | 1,193,735.01 |
| 股东权益合计（万元） | 1,368,033.12 | 1,053,798.33 | 916,966.48 |
| 资产负债率 | 27.29% | 31.75% | 23.19% |
| 营业收入（万元） | 100,699.07 | 68,631.64 | 24,523.01 |
| 综合毛利率 | 14.12% | 22.10% | 10.31% |
| 流动比率 | 7.34 | 8.11 | 1.92 |
| 营业外收入（万元） | 16,433.39 | 25,820.63 | 45,810.76 |
| 利润总额（万元） | 25,639.59 | 36,588.49 | 45,983.89 |
| 总资产回报率 | 1.49% | 2.67% | 4.93% |
| 利息保障倍数 | 2.39 | 5.01 | 10.88 |
| 经营活动净现金流净额（万元） | -6,019.52 | 18,244.70 | 32,104.80 |

资料来源：公司提供

基本观点：

- 公司目前主要参与石太客运专线太原南客站的征地、拆迁和安置以及太原铁路枢纽西南环线工程征地拆迁两个项目的投资和建设，在资产注入、项目回购和财政补贴方面继续得到政府的大力支持；
- 公司 2011 年市政工程建设收入规模快速增加，目前在建项目较多，未来收入来源有保障；
- 公司承担保障房建设项目所获得的土地运营预期收益前景较好，大量的土地资源提高了公司的财务弹性。

关注：

- 公司后续投资支出规模和有息债务规模较大，公司存在一定的资金压力和债务压力。

分析师

姓名：李飞宾 刘洪芳

电话：010-66216006

邮箱：lifb@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2010]1966号文件批准，公司于2010年9月6日公开发行20亿元公司债券，票面利率为5.18%。

本期债券每年付息一次，第8、第9、第10个计息年度分期偿还本金。第8个计息年度偿还本金60,000万元，占本期债券发行额的30%；第9个计息年度偿还本金60,000万元，占本期债券发行额的30%；第10个计息年度偿还本金80,000万元，占本期债券发行额的40%。本期债券自2010年9月6日开始计息，在本期债券存续期限内每年的9月6日为该计息年度的起息日。本期债券的计息期限自2010年9月6日起至2020年9月5日止。

本期债券的付息日为2011年至2020年每年的9月6日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券的兑付日为2018年、2019年和2020年每年的9月6日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。

截至2012年10月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

表 1 截至 2012 年 10 月 31 日本期债券本息累计兑付情况

| 本息兑付日期 | 期初本金余额 (亿元) | 本金兑付/回售 金额 (亿元) | 利息支付 (万元) | 期末本金余额 (亿元) |
|-----------|----------------|--------------------|--------------|----------------|
| 2011年9月6日 | 20.00 | 0.00 | 10,360 | 20.00 |
| 2012年9月6日 | 20.00 | 0.00 | 10,360 | 20.00 |

资料来源：公司提供

截至2011年12月31日，本期债券募集资金使用情况如下：

表 2 截至 2011 年 12 月 31 日公司募集资金使用情况（单位：万元）

| 项目名称 | 计划 | | 实施进度 | |
|-------------------|---------|---------------|------------|-------------|
| | 总投资 | 拟使用募集 资金额度 | 已投资 | 已使用 募集资金 |
| 石太客运专线太原南客站拆迁安置项目 | 148,000 | 40,000 | 126,128.45 | 35,240.02 |
| 太原铁路枢纽西南环线工程 | 250,158 | 150,000 | 97,016.88 | 41,812.44 |
| 合计 | 398,158 | 190,000 | 223,145.33 | 77,052.46 |

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未变更。

截至2011年12月31日，公司资产总额为188.14亿元，所有者权益合计136.80亿元，资产负债率为27.29%；2011年度，公司实现营业收入10.07亿元，净利润2.49亿元，经营活动现金流净额-0.60亿元。

三、地方经济与财政实力

太原市经济保持较快发展，经济实力进一步增强

2011年，太原市经济保持快速发展态势，全市实现地区生产总值 2,080.12 亿元，比上年增长 9.9%；规模以上工业企业达到 404 家，实现规模以上工业增加值 687.23 亿元，同步增长 12.2%；完成全年固定资产投资 1,024.14 亿元，同比增长 25.1%；实现全市社会消费品零售总额 973.29 亿元，同比增长 17.9%。总的看来，2011 年太原市经济保持了较快发展。

目前太原市产业结构以第二、第三产业为主。第二产业中，主要以能源、原材料为主，冶金、机械、煤炭、炼焦、化工、电力等六大传统行业占全部工业的比重在 80%以上，以不锈钢及深加工为龙头的冶金产业、以煤化工为重点的化工产业、以重矿和煤机设备为代表的装备制造产业成为带动经济增长的主要动力。2011 年太原市实现工业增加值 708.47 亿元，同比增长 11.9%；规模以上工业增加值 687.23 亿元，同比增长 12.2%。

表 3 太原市 2011 年规模以上工业十大行业增加值

| 行业 | 增加值（亿元） | 比 2010 年增长（%） |
|--------------------|---------|---------------|
| 煤炭开采和洗选业 | 204.98 | 7.0 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 147.81 | 11.9 |
| 石油加工、炼焦业 | 77.48 | 5.5 |
| 通信设备、计算机及其他电子设备制造业 | 39.40 | 51.6 |
| 专用设备制造业 | 28.08 | 13.2 |
| 烟草制品业 | 23.70 | 17.4 |
| 通用设备制造业 | 22.57 | 19.9 |
| 交通运输设备制造业 | 13.40 | 0.6 |
| 工艺品及其他制造业 | 12.86 | 11.1 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 11.81 | -3.7 |

资料来源：太原市 2011 年国民经济和社会发展统计公报

第三产业保持较快增长，2011 年第三产业增加值占 GDP 的比重达到 52.74%，与第二产业共同构成太原市的核心产业结构。太原市第三产业中，以金融保险业，交通运输、仓储和邮政业，批发零售及住宿餐饮业，房地产业为主，第三产业的快速增长有效地改善了产业结构。

总体来看，太原市近年来经济发展状况良好，未来有望继续保持快速的发展趋势。

依托经济的快速发展，太原市财政实力进一步增强

依托经济的快速发展，太原市财政收入稳步增长。2011 年，全市财政总收入保持快速增长，达到 393.04 亿元，比上年增长 22.1%，一般预算收入达到 174.72 亿元，增长 26.2%，财政实力快速增强。

从太原市本级财政收入结构来看，太原市本级可支配财力主要来源于一般预算收入和政府

性基金收入，两者占可支配财力的比例基本相当；2011年一般预算收入继续保持快速上升势头。依靠不断增长的一般预算收入，太原市本级财政自给能力较强，近三年一般预算收入对一般预算支出的覆盖程度均在80%以上。由于房地产市场发展带动土地开发、招商引资土地出让金收入增长较快，基金预算收入已成为太原市本级财政除一般预算收入外最主要的收入来源，但该项收入在国家加大房地产调控的情况下，存在一定波动；上级补助收入近年来存在一定波动，在本级可支配财力中的占比不大；预算外收入近年来保持下降趋势。

表4 2010-2011年太原市本级财政收入情况（单位：万元）

| 项目 | 2011年 | 2010年 |
|--------------|-----------|-----------|
| 一、一般预算收入 | 880,562 | 731,263 |
| 其中：税收收入 | 730,688 | 596,637 |
| 二、上级补助收入 | 114,892 | 177,184 |
| 其中：返还性收入 | 19,158 | 13,308 |
| 一般性转移支付收入 | 21,354 | 39,231 |
| 专项转移支付 | 74,380 | 161,883 |
| 三、政府性基金收入 | 813,202 | 831,951 |
| 其中：国有土地出让金收入 | 682,609 | 741,808 |
| 四、预算外收入 | 34,562 | 64,383 |
| 五、可支配财力 | 2,061,685 | 1,804,781 |
| 六、一般预算支出 | 1,099,030 | 905,476 |

资料来源：太原市财政局

从太原市本级一般预算收入结构来看，税收是主要来源，近年来占比一直维持在较高水平。税收收入主要来自增值税、营业税、所得税、资源税以及城市建设维护税等五个主体税种，这表明太原市的财政收入基础较好、质量较高。

表5 2010-2011年太原市本级一般预算收入明细情况（单位：万元）

| 年份 | 2011年 | | 2010年 | |
|---------|---------|--------|---------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 一、税收收入 | 730,688 | 82.98% | 596,637 | 81.59% |
| 其中：增值税 | 134,129 | 15.23% | 111,199 | 15.21% |
| 营业税 | 150,159 | 17.05% | 150,028 | 20.52% |
| 个人所得税 | 48,097 | 5.46% | 37,701 | 5.16% |
| 企业所得税 | 147,631 | 16.77% | 130,020 | 17.78% |
| 资源税 | 11,752 | 1.33% | 10,411 | 1.42% |
| 城市建设维护税 | 89,038 | 10.11% | 60,581 | 8.28% |
| 二、非税收入 | 149,874 | 17.02% | 134,626 | 18.41% |
| 其中：专项收入 | 55,803 | 6.34% | 51,739 | 7.08% |
| 行政事业性收费 | 56,613 | 6.43% | 49,690 | 6.80% |

| | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 三、一般预算收入 | 880,562 | 100.00% | 731,263 | 100.00% |
|----------|---------|---------|---------|---------|

资料来源：太原市财政局

综合来看，2011年来太原市本级一般预算收入增长较快，税收是一般预算收入的主要来源，财政收入的基础和质量较高，地方财政实力进一步增强。

四、经营与竞争

公司参与了石太客运专线太原南客站的征地、拆迁和安置以及太原铁路枢纽西南环线工程征地拆迁两个项目的投资和建设，目前上述项目进展顺利

公司作为太原市唯一的高速铁路及相关项目投资和建设主体，在太原市的城市基础设施建设中发挥着重要作用，为太原市城市建设规划的顺利实施提供了有力保障。公司成立以后即开始承担石太（石家庄—太原）客运专线太原南客站的征地、拆迁和安置以及太原铁路枢纽西南环线工程征地拆迁工作和部分工程的投资。

石太客运专线太原南客站工程概算总投资 36.6 亿元，其中拆迁工程费 18.8 亿元。按照山西省政府【2008】11 次会议纪要和并发改工字【2008】352 号，该项目拆迁资金中的 14.8 亿元由公司利用太原市财政局拨付的资本金和外部融资予以解决。太原南站项目涉及拆迁单位共计 17 家、拆迁居民 1,063 户，需拆迁各类建筑 28.5 万平方米，拆迁资金总计需 18.8 亿元。自 2008 年太原南站项目正式启动以来，截至 2011 年 12 月，已累计完成拆迁面积 21.7 万平米，已拆迁单位 16 家，动迁居民 994 户。

公司负责的另一项目太原铁路枢纽西南环线工程，由铁道部和太原市共同筹资建设，太原市政府确定该项目由公司负责投资建设。太原枢纽西南环线全长 53.64 公里，工程总投资 93.8 亿元。太原市政府授权公司负责征地、拆迁工作，并承担太原西至义井段 3.3 公里隧道工程投资的 50%。西南环线工程征地总面积 2,384.54 亩（含晋中市 25 亩），截至目前，该项目已完成先行用地 1,461.63 亩的征地手续，已完成拆迁建筑面积约 13.34 万平米。

为保障项目的顺利实施，在太原市政府的大力支持下，2010 年 9 月 3 日，公司成功发行 20 亿元公司债券，其中 19 亿元用于太原铁路枢纽西南环线工程和石太客运专线太原南客站建设拆迁安置项目，这对上述两个项目的顺利实施将起到关键的作用。

截至 2011 年底，石太客运专线太原南客站拆迁安置项目和太原铁路枢纽西南环线工程已完成投资约 22.31 亿元，未来尚需追加投资约 17.50 亿元，公司存在较大资金压力。

表 6 截至 2011 年 12 月 31 日项目进展情况（单位：万元）

| | 总投资 | 已投资 |
|-------------------|---------|------------|
| 石太客运专线太原南客站拆迁安置项目 | 148,000 | 126,128.45 |

| | | |
|--------------|---------|------------|
| 太原铁路枢纽西南环线工程 | 250,158 | 97,016.88 |
| 合计 | 398,158 | 223,145.33 |

资料来源：公司提供

公司 2011 年市政工程建设收入规模快速增加，但由于公司所投资项目短期内无法带来收益，为保证公司的正常运营，政府对公司支持力度较大

随着公司对太原铁路枢纽西南环线工程以及太原南客站拆迁等项目投资的逐步增加，根据工程进度核算后，公司获得的市政工程建设收入快速增加，2011 年达到 9.96 亿元，2009-2011 年合计达到 18.97 亿元。

表 7 公司营业收入情况（单位：万元）

| 项目 | 2011 年 | 2010 年 |
|-------------|------------|-----------|
| 营业收入 | 100,699.07 | 68,631.64 |
| 其中：市政工程建设收入 | 99,590.93 | 67,343.58 |

资料来源：公司提供

由于公司承担的太原南客站以及太原铁路枢纽西南环线工程等项目投资规模大，短期内无法带来收益，为保障公司的正常运营，公司采用投资建设与转让收购（BT）模式开展主要项目建设。2010 年 2 月太原市财政局与公司签署了《太原市太原铁路枢纽西南环线项目投资建设协议书（BT 方式）》，根据协议太原市财政局应于 2011 年至 2022 年分期回购公司先期投入的工程投资款并支付一定的建设管理费，合计 28.64 亿元。另外，公司于 2011 年 6 月与太原市财政局签署了《太原铁路南站枢纽地区道路工程投资建设协议书（BT 方式）》，协议约定自 2013 年至 2020 年由市财政每年拨付工程建设款及管理费，合计约 31.38 亿元。回购资金确保了公司未来的现金流入，有效覆盖了投资成本支出，对公司的正常运营将起到积极作用。

另外，公司承担的其他部分城市基础设施建设项目也采用了投资建设与转让收购（BT）模式。公司于 2010 年 2 月与太原市财政局分别就太原城市道路建设项目和太原市晋祠环境综合整治项目签署了《项目投资建设协议书（BT 方式）》，约定自 2011 年至 2022 年分期拨付工程代建投资款并支付一定的建设管理费，合计约 16.96 亿元。

资产注入方面，依据中共太原市委办公厅、太原市人民政府办公厅关于成立南站片区开发建设指挥部的通知（并办发【2011】78 号），太原市政府将农科北路 64 号、农科南路及农科北路合计 721,256.62 平方米的土地注入公司所致，注入土地性质全部为商住用地，根据山西华诚地产评估有限公司出具的土地估价报告（晋华土评报字[2011]第 012 号），上述土地资源评估总价为 289,346.83 万元，极大地提升了公司的资本实力。

财政补贴方面，2011 年公司获得政府补贴收入 1.64 亿元，对公司的盈利水平贡献较大。

整体来看，我们认为，公司作为太原市城市交通等基础设施建设运营的国有独资公司，在太原市城市基础设施建设中发挥着重要作用，获得了山西省、太原市两级政府的多重政策支持，

具备良好的外部运营环境，为公司的长期发展提供了有力地保障。

公司承担保障房建设项目所获得的土地运营预期收益前景较好

公司承担了太原高铁南站回迁安置小区丽泽佳苑项目、太原高铁南站回迁安置小区许东佳苑经济适用住房项目和太原高铁南站回迁安置小区农科新城经济适用住房项目三个保障性住房建设工程，三个工程项目总投资 15.17 亿。

为加快石太客运专线太原南客站项目的建设拆迁安置工程及保障性住房建设的进度，根据太原市政府《太原市人民政府办公厅会议纪要》（【2010】第 78 期），公司负责对太原南客站片区 13.25 平方公里（东过境高速公路以西，太榆路以东，龙城大街以北，学府街以南）范围内的土地实行封闭运行，公司享有对太原南站片区商业配套设施的运营收益。根据太原市政府《太原市人民政府办公厅会议纪要》（【2011】第 197 期），太原南站片区东起东山过境高速公路、西至太榆公路、北起学府街、南至南环高速公路，规划总用地面积 13.25 平方公里范围内的所有国土收益全部进入高铁公司收入，土地运营预期收益具备较好前景。同时公司享有对该片区商业配套设施的运营收益。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010-2011 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

财务分析

公司资产规模和收入规模增长较快，盈利水平有所下降；投资支出规模较大，负债水平依然较高，资产负债率大幅降低

随着公司对太原南客站拆迁安置等建设项目的持续投入，以及太原市政府的资产注入，公司资产规模保持较快增长。2009-2011 年公司总资产复合增长率达到 25.54%，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产达 188.14 亿元。公司资产目前主要分布于固定资产和在建工程等非流动资产。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2011 年 | | 2010 年 | |
|------|------------|-------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 179,466.16 | 9.54% | 299,981.14 | 19.43% |

| | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 应收账款 | 64,744.19 | 3.44% | 14,155.26 | 0.92% |
| 其他应收款 | 158,113.72 | 8.40% | 122,248.52 | 7.92% |
| 流动资产合计 | 426,629.54 | 22.68% | 440,060.74 | 28.50% |
| 固定资产 | 360,178.75 | 19.14% | 360,001.59 | 23.32% |
| 在建工程 | 783,597.54 | 41.65% | 720,358.67 | 46.66% |
| 无形资产 | 289,346.83 | 15.38% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动资产合计 | 1,454,805.12 | 77.32% | 1,103,928.18 | 71.50% |
| 资产总计 | 1,881,434.66 | 100.00% | 1,543,988.92 | 100.00% |

资料来源：公司提供

流动资产中，货币资金主要以银行存款为主，该部分资金流动性高，为公司项目投资和日常运营提供了较大的便利。2011年，随着项目投入的快速增加，货币资金大幅减少。应收账款主要为应收太原市财政局的市政工程建设款。其他应收款近年来增加较快，主要是与太原市财政局的往来款项增加。

公司固定资产主要为房屋建筑物。截至2011年底，公司的在建工程余额为78.36亿元，主要为政府将城市基础设施建设项目，包括市政道路建设、环境综合整治、污水处理等在建项目注入公司所致（划拨资产文件号：并政函【2008】108号并政函、【2008】109号、并政函【2009】93号，并财资【2009】91号），截至2011年底金额达到62.01亿元，该类资产的社会效益较高，但变现能力较差，缺乏流动性；其他在建工程主要是石太客运专线项目的投入。2011年无形资产大幅增加，主要是太原市政府将农科北路64号、农科南路及农科北路合计721,256.62平方米的土地注入公司所致。注入土地性质全部为商住用地，根据山西华诚地产评估有限公司出具的土地估价报告（晋华土评报字[2011]第012号），南站片区土地评估总价289,346.83万元，单位地价评估值平均约为267万/亩。

表9 公司在建工程构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2011年年末余额 |
|-------------|------------|
| 自建工程 | 163,499.71 |
| 其中：石太客运专线项目 | 158,365.72 |
| 南站片区项目 | 5,133.99 |
| 政府划拨 | 620,097.83 |
| 合计 | 783,597.54 |

资料来源：公司提供

随着公司对太原南客站、太原铁路枢纽西南环线工程及其他市政工程的持续投资，公司获得市政工程建设收入快速增加，2011年达到10.07亿元，较2010年增长46.72%。另外，由于公司承担了太原市部分市政工程项目，太原市政府在政策补贴、财政贴息等方面对公司提供大力支持，2011年公司获得政府补贴收入1.64亿元，对公司的盈利水平贡献较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2011年 | 2010年 |
|--------|------------|-----------|
| 营业收入 | 100,699.07 | 68,631.64 |
| 营业利润 | 9,209.39 | 10,773.96 |
| 补贴收入 | 16,432.78 | 25,820.17 |
| 利润总额 | 25,639.59 | 36,588.49 |
| 总资产回报率 | 1.49% | 2.67% |

资料来源：公司提供

2011年来公司销售商品、提供劳务收到的现金规模同比有较大幅度下降，而购买商品、接受劳务支付的现金规模同比大幅提升，使得2011年公司经营活动现金流表现为净流出。目前公司在建石太客运专线等基础设施项目较多，投资支出规模较大，公司经营现金流水平与投资所需的资金总量存在较大的资金缺口，公司经营对筹资活动有较大依赖。2011年公司筹资活动净现金流有较大规模下滑，主要系公司2010年成功发行20亿元公司债券所致。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2011年 | 2010年 |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 41,709.75 | 78,076.92 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 34,013.78 | 43,697.19 |
| 经营活动现金流入小计 | 75,723.53 | 121,774.11 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 75,166.30 | 47,926.83 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 4,749.76 | 54,206.76 |
| 经营活动现金流出小计 | 81,743.05 | 103,529.40 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -6,019.52 | 18,244.70 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -64,267.12 | -7,425.81 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -50,228.35 | 186,569.34 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -120,514.98 | 197,388.24 |

资料来源：公司提供

由于公司目前所负责的石太客运专线太原南客站拆迁安置和西南环线工程等项目投资额较大，公司的负债规模快速上升，截至2011年底，负债总额达到51.34亿元。2011年，除少量其他应付款外，公司负债主要是长期借款和应付债券。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2011年 | | 2010年 | |
|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 其他应付款 | 38,773.02 | 7.55% | 27,623.04 | 5.64% |
| 流动负债合计 | 58,095.56 | 11.32% | 54,283.91 | 11.07% |
| 长期借款 | 257,380.00 | 50.13% | 238,220.00 | 48.60% |
| 应付债券 | 197,925.99 | 38.55% | 197,686.68 | 40.33% |

| | | | | |
|---------|------------|---------|------------|---------|
| 非流动负债合计 | 455,305.99 | 88.68% | 435,906.68 | 88.93% |
| 负债合计 | 513,401.54 | 100.00% | 490,190.59 | 100.00% |

资料来源：公司提供

截至 2011 年底公司长期借款余额为 25.74 亿元，对象为国家开发银行、晋商银行和山西省信托投资公司（具体情况如下表所示）。截至 2011 年底，公司长期借款和应付债券规模合计达到 45.53 亿元，规模较大，公司面临的偿债压力进一步增加。但其中公司对国家开发银行的贷款由山西省发改委进行全额贴息，这在一定程度上减轻了公司面临的利息偿付压力。

表 13 截至 2011 年 12 月 31 日公司长期借款项目明细（单位：万元）

| 贷款行 | 贷款金额 | 贷款时间 | 借款方式 |
|------------|------------|-----------------------|----------|
| 晋商银行 | 30,000.00 | 2011.08.26-2016.08.25 | 保证 |
| 山西信托投资有限公司 | 16,461.00 | 2009.11.30-2012.11.29 | 保证 |
| 山西信托投资有限公司 | 3,539.00 | 2009.12.23-2012.12.20 | 保证 |
| 国家开发银行 | 110,000.00 | 2009.06.22-2019.06.21 | 保证 |
| 国家开发银行 | 81,400.00 | 2004.06.16-2019.06.15 | 土地出让收益质押 |
| 国家开发银行 | 15,980.00 | 2004.12.29-2019.12.29 | 垃圾处理费质押 |
| 合计 | 257,380.00 | - | - |

资料来源：公司提供

由于政府持续的资产注入，公司资本公积和资产规模较大且持续增加，截至 2011 年底，公司的负债与所有者权益比率仅为 0.38，资产负债率仅为 27.29%。但由于公司的资产部分主要为市政道路等基础设施，流动性和资产质量一般，因此公司资产和所有者权益对债务的实际保障程度不高。

表 14 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2011 年 | 2010 年 |
|------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 27.29% | 31.75% |
| 负债与所有者权益比率 | 0.38 | 0.47 |
| 流动比率 | 7.34 | 8.11 |
| 速动比率 | 7.34 | 8.10 |
| 利息保障倍数 | 2.39 | 5.01 |

资料来源：公司提供

六、评级结论

跟踪期内，公司承担的石太客运专线太原南客站的征地、拆迁和安置以及太原铁路枢纽西南环线工程征地拆迁两个项目的投资和建设工作开展顺利，并在资产注入、项目回购和财政补贴方面得到政府较大力度的支持；2011 年公司市政工程建设收入规模快速增加，目前在建项目规模较大，未来收入来源有保障；2011 年公司资产负债率有所降低，大量的土地资产提高了公司的财务弹性。同时我们也关注到，公司在建项目较多，未来资金需求较大，同时有息债务规

模较大，存在一定的债务压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 **AA+**，本期债券信用等级 **AA+**，评级展望为稳定。

附录一 资产负债表（万元）

| | 2011年 | 2010年 | 2009年 |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 流动资产： | | | |
| 货币资金 | 179,466.16 | 299,981.14 | 102,592.90 |
| 应收账款 | 64,744.19 | 14,155.26 | 10,775.19 |
| 预付款项 | 24,013.24 | 3,474.42 | 55,881.58 |
| 其他应收款 | 158,113.72 | 122,248.52 | 29,025.95 |
| 存货 | 292.23 | 201.40 | 403.04 |
| 流动资产合计 | 426,629.54 | 440,060.74 | 198,686.33 |
| 非流动资产： | | | |
| 长期股权投资 | 4,930.00 | 4,900.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 360,178.75 | 360,001.59 | 358,549.27 |
| 在建工程 | 783,597.54 | 720,358.67 | 616,022.07 |
| 无形资产 | 289,346.83 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税资产 | 772.00 | 687.92 | 497.35 |
| 其他长期资产 | 15,980.00 | 17,980.00 | 19,980.00 |
| 非流动资产合计 | 1,454,805.12 | 1,103,928.18 | 995,048.68 |
| 资产总计 | 1,881,434.66 | 1,543,988.92 | 1,193,735.01 |
| 流动负债： | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 82,000.00 |
| 应付账款 | 2,363.29 | 2,650.76 | 2,797.56 |
| 预收款项 | 6,027.00 | 16,285.59 | 0.00 |
| 应付职工薪酬 | 26.38 | 27.84 | 28.67 |
| 应交税费 | 7,452.54 | 4,243.34 | 1,722.56 |
| 应付利息 | 3,453.33 | 3,453.33 | 0.00 |
| 其他应付款 | 38,773.02 | 27,623.04 | 16,959.74 |
| 流动负债合计 | 58,095.56 | 54,283.91 | 103,508.53 |
| 非流动负债： | | | |
| 长期借款 | 257,380.00 | 238,220.00 | 173,260.00 |
| 应付债券 | 197,925.99 | 197,686.68 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 455,305.99 | 435,906.68 | 173,260.00 |
| 负债合计 | 513,401.54 | 490,190.59 | 276,768.53 |
| 股东权益： | | | |
| 股本 | 10,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 资本公积 | 1,236,016.84 | 946,675.07 | 845,713.45 |
| 盈余公积 | 11,758.86 | 9,493.53 | 6,109.38 |
| 未分配利润 | 110,257.41 | 87,629.73 | 55,143.65 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 1,368,033.12 | 1,053,798.33 | 916,966.48 |

| | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 股东权益合计 | 1,368,033.12 | 1,053,798.33 | 916,966.48 |
| 负债和股东权益总计 | 1,881,434.66 | 1,543,988.92 | 1,193,735.01 |

附录二 利润表（万元）

| | 2011年 | 2010年 | 2009年 |
|---------------------|------------|-----------|-----------|
| 一、营业收入 | 100,699.07 | 68,631.64 | 24,523.01 |
| 减：营业成本 | 86,481.44 | 53,467.02 | 21,994.58 |
| 营业税金及附加 | 3,266.65 | 2,156.06 | 670.50 |
| 管理费用 | 1,556.64 | 1,542.66 | 1,357.93 |
| 财务费用 | -151.34 | -70.38 | -53.46 |
| 资产减值损失 | 336.30 | 762.31 | 379.73 |
| 二、营业利润（亏损以“-”号填列） | 9,209.39 | 10,773.96 | 173.73 |
| 加：营业外收入 | 16,433.39 | 25,820.63 | 45,810.76 |
| 减：营业外支出 | 3.18 | 6.10 | 0.60 |
| 三、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 25,639.59 | 36,588.49 | 45,983.89 |
| 减：所得税费用 | 746.58 | 718.26 | 76.03 |
| 四、净利润（净亏损以“-”号填列） | 24,893.01 | 35,870.23 | 45,907.85 |

附录三 现金流量表（万元）

| | 2011年 | 2010年 | 2009年 |
|--------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量： | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 41,709.75 | 78,076.92 | 22,464.00 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 34,013.78 | 43,697.19 | 45,586.37 |
| 经营活动现金流入小计 | 75,723.53 | 121,774.11 | 68,050.37 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 75,166.30 | 47,926.83 | 19,251.98 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 924.53 | 850.79 | 918.04 |
| 支付的各项税费 | 902.45 | 545.02 | 496.48 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 4,749.76 | 54,206.76 | 15,279.06 |
| 经营活动现金流出小计 | 81,743.05 | 103,529.40 | 35,945.57 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -6,019.52 | 18,244.70 | 32,104.80 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 64,267.12 | 2,525.81 | 63,624.83 |
| 投资支付的现金 | 0.00 | 4,900.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 64,267.12 | 7,425.81 | 63,624.83 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -64,267.12 | -7,425.81 | -63,624.83 |
| 三、筹资活动产生的现金流量： | | | |
| 取得借款收到的现金 | 40,345.00 | 278,000.00 | 132,935.35 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 28.91 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 40,345.00 | 278,028.91 | 132,935.35 |
| 偿还债务支付的现金 | 40,840.00 | 82,000.00 | 14,120.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 19,733.35 | 7,037.57 | 0.00 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 30,000.00 | 2,422.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流出小计 | 90,573.35 | 91,459.57 | 14,120.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -50,228.35 | 186,569.34 | 118,815.35 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | -120,514.98 | 197,388.24 | 87,295.32 |
| 加：期初现金及现金等价物余额 | 299,981.14 | 102,592.90 | 15,297.58 |
| 五、期末现金及现金等价物余额 | 179,466.16 | 299,981.14 | 102,592.90 |

附录四 主要财务指标计算公式

| | | |
|------------|---------------|--|
| 盈利能力 | 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 销售净利率 | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| | 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| | 管理费用率 | $\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 销售费用率 | $\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 财务费用率 | $\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营运效率 | 总资产周转率 (次) | $\text{营业收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$ |
| | 固定资产周转率 (次) | $\text{营业收入} / ((\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2)$ |
| | 应收账款周转率 | $\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$ |
| | 存货周转率 | $\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$ |
| | 应付账款周转率 | $\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$ |
| | 净营业周期 (天) | $\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$ |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| | 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| | 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| | 长期债务 | $\text{长期借款} + \text{应付债券}$ |
| | 短期债务 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$ |
| | 总债务 | $\text{长期债务} + \text{短期债务}$ |
| | 金融负债 | $\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$ |
| 现金流 | EBIT | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$ |
| | EBITDA | $\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| | 自由现金流 | $\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$ |
| | 利息保障倍数 | $\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| | EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债券安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债券安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债券安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债券安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债券无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| 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。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，太原市高速铁路投资有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，太原市高速铁路投资有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与太原市高速铁路投资有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如太原市高速铁路投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至太原市高速铁路投资有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对太原市高速铁路投资有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准

的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送太原市高速铁路投资有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司
证券评级评审委员会
2012年11月12日

