

2010 年太原市高速铁路投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪

信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2010年太原市高速铁路投资有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【117】号 01

债券简称：10 并高铁/10
并高铁债

债券剩余规模：14 亿元

债券到期日期：2020 年
09 月 06 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期第
8-10 年每年分别偿还本
金的 30%、30%、40%

本期债券信用等级
发行主体长期信用等级
评级展望
评级日期

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

AA+

AA+

AA+

AA+

稳定

稳定

2019 年 05 月 30 日

2018 年 06 月 11 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对太原市高速铁路投资有限公司（以下简称“太原高速”或“公司”）及其 2010 年 9 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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。该评级结果是考虑到，公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，且继续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，政府收回全部土地资产，经营业务盈利能力较弱，以及面临较大的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年太原市实现 GDP3,884.48 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司继续获得外部支持。2018 年，公司获得政府拨付资本金 72,868.88 万元，获得政府补贴 12,970.39 万元，有效提升了公司的资本实力和利润水平。

分析师

姓名：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产以承接及政府划拨的市政工程项目、政府未及时支付的工程款、政府划拨的房屋为主，合计占比达 88.62%，资产流动性较弱。
- **政府收回全部土地资产。**2018 年太原市政府收回原划拨公司的土地使用权，合计账面价值 17.34 亿元，一定程度削弱了公司资本实力。
- **公司经营业务盈利能力依然较弱。**公司营业收入主要来源于市政工程建设，易受当地政府回购资金安排与项目施工进度影响而有所波动。2018 年，公司经营业务的综合毛利率为 1.48%，加上期间费用支出较多，当年营业亏损 10,490.80 万元，盈利能力依然较弱。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 29.73 亿元，其中 2019-2020 年分别需偿还 9.91 亿元和 13.86 亿元，面临较大的集中偿还压力。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,143,855.59	2,271,273.21	2,151,067.34
所有者权益	1,568,861.89	1,666,788.04	1,577,577.23
有息债务	297,268.64	409,064.27	423,372.77
资产负债率	26.82%	26.61%	26.66%
流动比率	1.27	1.50	2.07
营业收入	248,685.22	173,773.32	143,795.12
营业外收入	13,000.23	15,479.96	34,527.29
利润总额	2,259.61	4,622.39	34,782.55
综合毛利率	1.48%	2.12%	4.97%
EBITDA	11,672.68	15,203.26	37,082.58
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.66	1.68
经营活动现金流净额	50,203.47	49,669.48	32,507.60

注：2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数，2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2010年9月6日发行10年期20亿元公司债券，募集资金中1亿元用于补充营运资金，19亿元用于太原铁路枢纽新建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。截至2018年12月26日，本期债券募集资金专项账户余额为0.03万元，全部为利息收入。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人、报表合并范围均未发生变化。截至2019年4月末，公司注册资本仍为10,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为太原市人民政府，持股比例为100.00%。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业服务业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政

减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措

施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年太原市经济发展提速，城市基础设施投资力度较大，为公司发展创建了良好的外部环境

2018年，太原市经济增长较快，实现地区生产总值3,884.48亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，其中，第一产业实现增加值41.05亿元，同比增长0.7%；第二产业实现增加值1,439.13亿元，同比增长10.3%；第三产业实现增加值2,404.30亿元，同比增长8.8%，第二、第三产业仍是太原市经济发展的重要支柱。三次产业比重由2017年的1.2：37.6：61.2调整为1.1：37.0：61.9。

表2 2017-2018年太原市主要经济指标及增长速度（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,884.48	9.2%	3,382.18	7.5%
第一产业增加值	41.05	0.7%	40.82	3.0%
第二产业增加值	1,439.13	10.3%	1,271.42	7.0%
第三产业增加值	2,404.30	8.8%	2,069.94	7.9%
全年固定资产投资	1,217.82	26.2%	964.86	6.8%
社会消费品零售总额	1,811.90	8.1%	1,767.82	6.1%
进出口总额	1,086.29	18.7%	915.25	4.1%
存款余额	12,019.50	3.4%	11,925.96	3.7%
贷款余额	12,491.74	10.1%	11,444.80	12.0%
人均GDP（元）		-		77,536
人均GDP/全国人均GDP		-		129.96%

资料来源：太原市 2017 年国民经济和社会发展统计公报、2018 年太原市经济运行情况汇报，中证鹏元整理

从拉动地区经济增长的三大要素来看，2018年太原市固定资产投资力度加大，实现1,217.82亿元，同比增长26.2%，增速较2017年提升19.4个百分点。分产业来看，三次产业投资比重分别为0.74%、16.82%及82.44%。其中，城市基础设施建设投资336.40亿元，同比增长39.6%，占全市固定资产投资的比重为27.6%，对全市投资增长的贡献率为37.7%，拉动全市投资增长9.9个百分点。2018年，太原市实现社会消费品零售总额1,811.90亿元，同比增长8.1%，增速较2017年提升2.0个百分点；实现进出口总额1,086.29亿元，同比增长18.7%，增速较2017年提升14.6个百分点。另外，2018年太原市各项存款余额和贷款余额均呈良好增长态势。

2018年太原市工业经济发展良好，结构优化升级提速。在煤炭行业增速趋缓、增长贡献率下降的同时，化学原料和化学制品制造业、炼焦行业、汽车制造业等多个行业补位发

力，尤其装备制造业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为31.8%，同比增长19.8%，拉动全市规模以上工业增加值增长5.2个百分点，其中通信及计算机设备制造业同比增长20.8%，拉动规模以上工业增加值增长3.5个百分点。另外，太原市战略性新兴产业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为14.9%，同比增长16.6%，拉动全市规模以上工业增加值增长2.1个百分点。

2018年，太原市实现公共财政收入373.23亿元，同比增长19.7%，其中税收收入296.93亿元，同比增长19.8%，占公共财政收入比重为79.56%；实现政府性基金收入374.26亿元，同比增长26.9%；同期太原市公共财政支出为542.46亿元，同比增长13.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.80%。

四、经营与竞争

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，2018年市政工程建设收入仍为公司主要的收入来源，占营业收入的比重为99.40%。由于公司承接市政工程增多，2018年公司工程建设收入同比增长43.67%，带动当期营业收入同比增长43.11%。另外，2018年公司物业收入同比下降4.88%，主要系公司会计核算方式由收付实现制变更为权责发生制所致。受市政工程毛利率略有下降及物业亏损影响，2018年公司综合毛利率仅为1.48%，较上年下降0.64个百分点。近两年公司营业收入构成及毛利率情况如下所示。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政工程建设	247,184.37	1.92%	172,047.99	2.18%
物业收入	1,421.39	-61.29%	1,494.36	12.18%
租赁及材料销售	79.46	-244.66%	230.97	-108.57%
合计	248,685.22	1.48%	173,773.32	2.12%

资料来源：公司提供

2018年公司工程建设收入增长较快，但盈利能力较弱，且易受当地政府回购资金安排与项目施工进度影响而有所波动

公司工程建设收入主要为两部分：一部分为子公司山西诚信市政建设有限公司（简称“诚信市政”）所获得的市政工程施工收入；另一部分为公司承担太原市政府市政公用建设项目获得的项目回购收入，以上工程建设均按项目进度确认收入。2018年，公司通过市政工程建设取得收入247,184.37万元，同比增长43.67%，其中包括太原南站西广场BT项目的回购收入130,700.00万元、诚信市政的西中环南延（西中环-姚村连接线）工程收入19,924.95

万元及其他零星50余个市政工程项目收入97,059.42万元。

公司与太原市财政局、中国建筑股份有限公司（以下简称“中建”）签订了《太原南站站前西广场基础设施工程BT项目投资回购合同》，公司作为太原市人民政府授权的项目业主，中建作为项目投资及施工方，由太原市财政局履行项目回购义务。该项目预计总投资459,957.00万元，已基本处于完工状态。2018年公司确认该项目收入130,700.00万元，且太原市财政局拨付回购款118,637.4万元。截至2018年末，公司累计确认该项目收入并结转成本均为28.23亿元，后续仍可为公司带来一定收益，但考虑到上述业务收入受政府回购资金安排影响较大，未来收入易呈现一定波动。截至2018年末，公司存货中已完工的其他市政工程项目全部来自诚信市政，账面价值4.26亿元，随着其他市政项目的推进，未来公司仍有一定的市政工程施工收入，但该收入规模易受施工进度影响而呈现一定波动性。

截至2018年末，公司自建项目主要有石太客专项目、南站片区项目、西南环隧道工程及南站东广场项目四个项目。具体来看：

石太客专项目和南站片区项目均包含多个细化项目，石太客专项目包含了2012年公司发行债券募投项目太原高铁南站回迁安置小区丽泽佳苑和太原高铁南站回迁安置小区农科新城经济适用住房等项目，南站片区项目包含了2012年公司发行债券募投项目许东佳苑经济适用住房项目和龙城苑棚户区改造安置房项目等项目。石太客专项目和南站片区项目均已于2016年完工，截至2018年末，其账面金额分别为25.05亿元和24.54亿元，分别较上年增加0.02亿元和1.40亿元，主要系结转前期成本所致。考虑到公司保障房项目投入较多，太原市人民政府将南站片区13.25平方公里范围内的土地出让净收益用于补偿公司，但近年公司未获得土地出让收益及商业配套租金收益，未来收益实现方式尚不确定。

西南环隧道项目和南站东广场项目均处于在建状态。西南环隧道项目预计总投资16.44亿元，截至2018年末，已投资16.12亿元，后续尚需投资0.32亿元。南站东广场项目主要包括景观广场、道路及配套管网等，总建筑面积10.86万平方米，预计总投资15.43亿元，相关支出由财政专项资金承担，截至2018年末，已投资7.05亿元，太原市政府累计安排该项目专项资金7.68亿元。考虑到公司暂无其他拟建项目，后续资金压力有所缓解。

表4 截至2018年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工日期
西南环隧道项目	16.44	16.12	2019.06
南站东广场项目	15.43	7.05	2019.06
合计	31.87	23.17	-

注：截至2018年末，公司在建工程科目中西南环工程项目即为西南环隧道项目，账面金额14.02亿元，剔除4.41亿元暂计该科目的其他项目款，加上6.51亿元于2017年转入长期股权投资的项目款，故上表该项目已投资金额为16.12亿元。

资料来源：公司 2018 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得外部支持

由于公司承担的太原市高铁及相关公用事业项目投资规模较大，且短期内无法带来收益，为保障公司正常运营和所承接项目的有效推进，地方政府在资本金注入及财政补贴方面给予公司较大支持。2018年，公司获得政府拨付资本金72,868.88万元，获得政府补贴12,970.39万元，有效提升了公司的资本实力和利润水平，具体如下表所示。

但中证鹏元也注意到，2018年太原市政府收回原划拨的土地使用权，账面价值合计17.34亿元，一定程度削弱了公司的资本实力。

表5 2018 年公司获得的政府支持情况（单位：万元）

项目名称	金额	文件号
太原市财政局《关于下达“迎泽公园改造工程”等项目建设资金预算指标的通知》	1,860.28	并财城[2018]46号
太原市财政局《关于下达太原龙城苑回迁安置小区建设费用的通知》	3,808.60	并财城[2018]61号
太原市财政局《关于下达 2018 年部分置换债券资金的通知》	20,000.00	并财城[2018]93号
太原市财政局《关于下达“东中环北延建设工程”等项目建设资金预算指标的通知》、《关于下达“十号线桥建设工程”等项目建设资金预算指标的通知》	9,700.00	并财城[2018]111号、并财城[2018]357号
太原市财政局《关于下达 2018 年“12 并高铁债”本金及利息预算指标的通知》	22,500.00	并财城[2018]286号
太原市财政局《关于下达 2018 年“10 并高铁债”本金及利息预算指标的通知》	15,000.00	并财城[2018]232号
注入资本金合计	72,868.88	-
石太客运专线拆迁工程贷款贴息	337.29	并财预【2018】1号
10、12 并高铁债贴息	7,952.50	并财城[2018]232号、并财城[2018]286号
西南环项目贷款利息	4,645.84	并财城[2018]49号、并财城[2018]153号、并财城[2018]261号、并财城[2018]444号、并财城[2018]111号、并财城[2018]357号
取暖补贴	34.76	-
财政补贴合计	12,970.39	-

资料来源：公司 2018 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

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审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。其中2017年数据采用2018年审

计报告期初数。2018年，公司合并报表范围未发生变更。

2018年，公司采用追溯重述法对个别科目予以调整，具体如下：

表6 公司追溯重述的主要科目情况（单位：万元）

会计差错更正的内容	处理程序	受影响的各个比较期间报表	累积影响数	会计差错更正的内容
1、调整太原市政府拨付的改善人居环境奖补资金，作为山西诚信市政建设有限公司在晋原东区综合管廊项目的资本金。	2019年4月经董事会议批准。	2018年1月1日	长期股权投资	7,000.00
		2018年1月1日	资本公积	7,000.00
2、调整太原市政府归还国开基金。	2019年4月经董事会议批准。	2018年1月1日	其他非流动负债	8,000.00
		2018年1月1日	资本公积	8,000.00

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产仍以市政工程项目和政府未及时支付的工程款为主，资产流动性较弱

受政府收回全部划拨地影响，截至2018年末，公司总资产规模有所下降，同比回落5.61%，从资产构成来看，以在建工程为主的非流动资产占比仍较高，为82.52%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	134,237.59	6.26%	179,372.69	7.90%
应收票据及应收账款	169,801.38	7.92%	205,430.36	9.04%
存货	43,349.60	2.02%	29,053.31	1.28%
流动资产合计	374,663.76	17.48%	438,449.24	19.30%
长期股权投资	80,063.80	3.73%	80,063.80	3.53%
固定资产	359,859.76	16.79%	360,437.03	15.87%
在建工程	1,326,832.05	61.89%	1,213,150.28	53.41%
非流动资产合计	1,769,191.83	82.52%	1,832,823.97	80.70%
资产总计	2,143,855.59	100.00%	2,271,273.21	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货。截至2018年末，公司货币资金以银行存款为主，无冻结或受限资金。公司应收票据及应收账款主要为应收太原市财政局的太原铁路枢纽西南环线工程及西广场基础设施工程的回购款，截至2018年末，公司应收票据及应收账款同比下降17.34%，占总资产的比重为7.92%。其中应收太原市财政局的回购款9.92亿元，账龄较长，未来款项回收对太原市财政状况存在一定依赖。公司

存货主要为子公司诚信市政负责的其他市政工程项目。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产及在建工程。截至2018年末，公司长期股权投资为对太原铁路枢纽西南环线有限责任公司（以下简称“西南环公司”）和太原市晋原东区综合管廊建设管理有限公司的投资。截至2018年末，公司对西南环公司的持股比例达49%，未产生投资收益。截至2018年末，公司固定资产中房屋建筑物占比99.12%，房屋建筑物中政府划拨的市政基础设施资产占固定资产的比重为98.80%，该部分资产质量与流动性较弱。截至2018年末，公司在建工程账面金额为132.68亿元，同比增长9.37%，占总资产的比重为61.89%，主要系西南环隧道项目、南站东广场项目、石太客专项目以及南站片区项目持续投入所致。另外，近几年在建工程中政府直接划拨的城市道路建设项目、机场项目等一直尚未验收，账面价值合计62.01亿元，占总资产的比重为28.92%，考虑到在建工程项目存在较强的公益性，流动性较弱，且随着后续转固，公司面临较大的运营压力。

总体来看，公司资产以承接及政府划拨的市政工程项目、政府未及时支付的工程款、政府划拨的房屋资产为主，合计占比达88.62%，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入增长较快，补贴收入有助于提升公司的利润水平，但自身盈利能力依然较弱

2018年，公司营业收入仍主要来源于市政工程建设，受益于市政工程项目结转力度较大，公司营业收入增长较快，为24.87亿元，同比增长43.11%。另外，公司有少量物业收入，受会计核算方式变更影响，规模略有下滑。毛利率方面，受市政工程建设及物业毛利率均有所下降影响，2018年公司综合毛利率下降0.64个百分点，仅为1.48%。叠加公司有息债务及利息支出规模较大，使得近年公司营业利润持续亏损。太原市政府在工程补贴、财政贴息等方面继续给予公司支持，2018年公司获得政府补助12,970.39万元，占利润总额的比重为574.01%，补贴收入有助于提升公司的利润水平，但自身盈利能力依然较弱。

表8 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	248,685.22	173,773.32
营业利润	-10,490.80	-10,270.84
政府补助	12,970.39	15,399.05
利润总额	2,259.61	4,622.39

净利润	2,572.30	4,546.91
综合毛利率	1.48%	2.12%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金流表现变差，且考虑到未来债务集中到期，仍面临较大资金压力

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入主要系市政工程收入、财政补贴款、与其他单位的往来款及保证金。公司经营活动现金流出主要系相应业务的成本支出、工程保证金以及与其他单位的往来款。2018 年，公司经营活动现金净流入 50,203.47 万元，收现比为 0.63，受太原南站站前西广场基础设施工程 BT 项目的回购款由太原市财政直接拨付中建影响，业务回款情况变差。

投资活动现金流方面，2018 年公司投资活动现金流入主要系安置房款、项目租赁收入（南站西广场项目产生，该项目尚在试运营期，政府批示在在建工程中核算）及保证金等。公司投资活动现金流出主要系公司支付石太客专、西南环隧道及南站片区等的项目款。2018 年，公司投资活动现金净流出 36,448.93 万元。随着公司在建项目相继完工以及财政专项资金扶持，未来项目资金压力将有所缓解。筹资活动现金流方面，受公司取得借款、融资租赁款、收到财政拨付资金及偿还债务共同影响，2018 年公司筹资活动现金净流出 58,889.64 万元。

总体来看，2018 年公司现金流表现变差，且考虑到未来公司债务集中到期，公司仍存在较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.63	0.95
销售商品、提供劳务收到的现金	155,475.08	165,211.08
收到的其他与经营活动有关的现金	27,517.59	36,896.28
经营活动现金流入小计	182,992.67	202,107.36
购买商品、接受劳务支付的现金	106,934.72	133,993.51
支付的其他与经营活动有关的现金	14,821.17	9,485.63
经营活动现金流出小计	132,789.19	152,437.88
经营活动产生的现金流量净额	50,203.47	49,669.48
投资活动产生的现金流量净额	-36,448.93	-42,021.15
筹资活动产生的现金流量净额	-58,889.64	42,541.12
现金及现金等价物净增加额	-45,135.10	50,189.45

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下降，但短期内债务偿还较为集中，偿债压力仍较大

受公司偿还债务支出较多影响，截至2018年末，公司负债规模为57.50亿元，同比回落4.88%，同时受政府收回原划拨公司的土地影响，公司所有者权益为156.89亿元，同比下降5.88%。综合使得，2018年末公司产权比率为36.65%，较上年变化不大，所有者权益对负债的保障程度依然较好。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
负债总额	574,993.70	604,485.17
所有者权益	1,568,861.89	1,666,788.04
产权比率	36.65%	36.27%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为应付票据及应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司应付票据及应付账款主要为应付其他单位的工程款10.79亿元，其中28.96%的款项账龄超过1年；应交税费主要为应交营业税及企业所得税；其他应付款主要为应付代收款项、往来款项、保证金及押金，其中账龄超过1年的重要其他应付款包括山西太兴铁路有限责任公司3,000万元和太原铁路局太原枢纽建设指挥部6,700万元的拆迁资金；公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款0.95亿元、一年内到期的应付债券8.29亿元和一年内到期的融资租赁款0.52亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款。截至2018年末，公司长期借款（含一年内到期的长期借款）包括质押借款8.70亿元和保证借款0.20亿元，其中质押借款以公司应收账款提供质押，保证借款的保证人为太原市人民政府。公司应付债券发行总额合计35亿元，分别为本期债券20亿元及2012年发行的15亿元公司债券，截至2018年末，公司已偿还本金15.00亿元。截至2018年末，公司长期应付款为8.28亿元，系太原市财政局拨付的专项用于南站东广场及配套路网工程的资金及融资租赁款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	107,892.97	18.76%	84,406.42	13.96%
应交税费	17,256.41	3.00%	16,430.87	2.72%
其他应付款	70,185.52	12.21%	64,193.95	10.62%
一年内到期的非流动负债	97,512.01	16.96%	113,592.78	18.79%

流动负债合计	296,147.73	51.50%	291,933.58	48.29%
长期借款	79,496.30	13.83%	93,677.00	15.50%
应付债券	116,574.76	20.27%	199,322.37	32.97%
长期应付款	82,774.91	14.40%	19,552.22	3.23%
非流动负债合计	278,845.97	48.50%	312,551.59	51.71%
负债合计	574,993.70	100.00%	604,485.17	100.00%
有息债务	297,268.64	51.70%	409,064.27	67.67%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款中有息部分在内的有息债务规模为29.73亿元，同比下降27.33%，占负债总额的比重为51.70%。但从偿债安排来看，2019-2020年公司偿还债务规模均较大，仍面临较大的集中偿还压力。

表12 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
短期借款	流资贷款	2,000.00	-	-	-
长期借款（含一年内到期的长期借款）	西南环改线段项目交行贷款	7,500.71	19,400.00	24,250.00	35,846.29
	垃圾发电项目开行贷款	1,980.00	-	-	-
应付债券	10 并高铁债	60,000.00	80,000.00	-	-
	12 并高铁债	22,500.00	37,500.00	-	-
长期应付款	融资租赁款	5,163.86	1,685.58	-	-
合计		99,144.57	138,585.58	24,250.00	35,846.29

注：应付债券仅列示本金偿还安排，不考虑实际溢折价摊销情况，导致表中合计数与有息债务总额略有差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司资产负债率为26.82%，处于较低水平。但考虑到公司资产主要以市政工程项目和政府未及时支付的工程款为主，公司偿债仍主要依赖于太原市财政给予的资金支持。随着公司收回部分应收欠款，公司流动资产规模下降，而同期流动负债规模略有上升，使得公司流动比率及速动比率均有所下降，短期债务压力增大。伴随公司利润规模大幅下降以及利息支出小幅下滑，公司EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所下降。从银行授信情况来看，截至2018年末，公司共获得银行授信10.00亿元，剩余授信规模0.33亿元，融资弹性较小。考虑到公司有息债务偿还较为集中，公司仍面临较大的偿债压力。

表13 公司主要偿债能力指标

项目	2018年	2017年
资产负债率	26.82%	26.61%
流动比率	1.27	1.50
速动比率	1.12	1.40
EBITDA（万元）	11,672.68	15,203.26
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.66
有息债务/EBITDA	27.95	28.52

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年，公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，且继续获得外部支持。

同时我们也关注到，公司资产以公司承接及政府划拨的市政工程项目、政府划拨的房屋、政府未及时支付的工程款为主，资产流动性较弱；政府收回全部土地资产，一定程度削弱了公司的资本实力；公司市政工程建设业务收入易受当地政府回购资金安排与项目施工进度影响而有所波动，盈利能力依然较弱；公司有息债务规模虽有所下降，但短期债务偿还较为集中，短期偿债压力较大。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	134,237.59	179,372.69	129,183.24
应收票据及应收账款	169,801.38	205,430.36	217,513.89
固定资产	359,859.76	360,437.03	361,723.36
在建工程	1,326,832.05	1,213,150.28	1,187,386.55
总资产	2,143,855.59	2,271,273.21	2,151,067.34
短期借款	2,000.00	-	1,400.00
应付票据及应付账款	107,892.97	84,406.42	82,741.31
其他应付款	70,185.52	64,193.95	46,904.11
一年内到期的非流动负债	97,512.01	113,592.78	46,338.89
长期借款	79,496.30	93,677.00	85,537.00
应付债券	116,574.76	199,322.37	281,431.00
长期应付款	82,774.91	19,552.22	665.87
总负债	574,993.70	604,485.17	573,490.11
有息债务	297,268.64	409,064.27	423,372.77
所有者权益	1,568,861.89	1,666,788.04	1,577,577.23
营业收入	248,685.22	173,773.32	143,795.12
营业利润	-10,490.80	-10,270.84	261.10
营业外收入	13,000.23	15,479.96	34,527.29
净利润	2,572.30	4,546.91	34,735.90
经营活动产生的现金流量净额	50,203.47	49,669.48	32,507.60
投资活动产生的现金流量净额	-36,448.93	-42,021.15	-76,638.84
筹资活动产生的现金流量净额	-58,889.64	42,541.12	83,729.26
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	1.48%	2.12%	4.97%
收现比	0.63	0.95	0.79
产权比率	36.65%	36.27%	36.35%
资产负债率	26.82%	26.61%	26.66%
流动比率	1.27	1.50	2.07
速动比率	1.12	1.40	1.91
EBITDA（万元）	11,672.68	15,203.26	37,082.58
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.66	1.68
有息债务/EBITDA	27.95	28.52	11.42

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	级别	注册资本	持股比例	主营业务
山西诚信市政建设有限公司	二级	20,969.00	100%	市政建设
太原高铁置地有限公司	二级	1,000.00	100%	房地产开发与销售等
太原高铁翔天物业管理有限公司	二级	2,720.00	100%	物业管理，房屋租赁等
太原高铁汇锦房屋租赁有限公司	二级	500.00	100%	房屋租赁；酒店管理；住宿服务等
太原市安泰和劳务有限公司	三级	310.00	100%	建筑劳务分包
山西隆诚基础设施养护维修管理有限公司	三级	5,000.00	100%	市政公用工程施工等

注：公司根据政府划拨文件将山西诚信市政建设有限公司纳入合并范围，但截至2018年末，尚未办理工商变更登记。

资料来源：公司2018年审计报告及国家企业信用信息公示系统查询整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

附录四 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体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（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。

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。