



内部编号: 2025060287

太原市龙城发展投资集团有限公司

2022 年面向专业投资者

公开发行公司债券(第一期)(品种二)

跟踪评级报告

项目负责人: 王静茹 王静茹 wjr@shxsj.com
谢思源 谢思源 xiesiyuan@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025)100218】

评级对象: 太原市龙城发展投资集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)

	主体评级	评级展望	债项评级	评级时间
本次跟踪:	AAA	稳定	AAA	2025年6月26日
前次跟踪:	AAA	稳定	AAA	2024年6月27日
首次评级:	AAA	稳定	AAA	2022年1月14日

评级观点

主要优势:

- 外部环境较好。太原市为山西省省会城市,具有资源及人口集聚优势,产业转型升级逐步推进,跟踪期内经济水平保持发展,能够为龙城发展的业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位突出。跟踪期内,龙城发展仍为太原市主要的城市建设及开发主体,业务地位突出,可获得大力度的外部支持。

主要风险:

- 债务偿付压力。龙城发展在基础设施建设、棚户区改造、保租房建设等方面沉淀了大额资金,且产业投资项目投资体量大,资金回收期预计较长。跟踪期内受益于大额政府代建项目回款,公司刚性债务有所压降,但整体负债经营程度仍偏高,且中短期内到期债务规模较大,面临一定的即期偿付压力。
- 盈利能力偏弱。跟踪期内,龙城发展营业收入及毛利仍主要来自委托代建业务,该业务盈利空间有限,其他经营性业务目前收益规模不大,公司业务盈利能力总体偏弱。

评级结论

通过对龙城发展及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级;认为上述债券还本付息安全性极强,并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计龙城发展信用质量在未来 12 个月持稳,给予其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金（亿元）	23.02	27.80	9.01	8.89
刚性债务（亿元）	517.65	486.62	434.28	376.50
所有者权益（亿元）	320.98	351.48	345.22	344.61
经营性现金净流入量（亿元）	24.96	12.23	77.02	74.23
合并口径数据及指标:				
总资产（亿元）	1082.00	1164.91	1070.82	995.75
总负债（亿元）	735.33	786.57	699.69	625.71
刚性债务（亿元）	563.07	605.44	544.70	484.35
所有者权益（亿元）	346.67	378.34	371.13	370.04
营业收入（亿元）	56.13	58.46	55.75	13.44
净利润（亿元）	1.28	1.19	0.03	-0.18
经营性现金净流入量（亿元）	3.94	0.93	54.33	72.60
EBITDA（亿元）	18.73	20.18	19.02	—
资产负债率[%]	67.96	67.52	65.34	62.84
权益资本/刚性债务[%]	61.57	62.49	68.14	76.40
长短期债务比[%]	180.92	136.04	194.35	181.18
短期刚性债务现金覆盖率[%]	65.72	49.87	27.95	34.16
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.87	0.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—
注：根据龙城发展经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。2022 年（末）、2024 年（末）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。				

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	+3	
主体信用级别			AAA
调整因素：（0）			
无。			
支持因素：（+3）			
① 公司作为太原市主要的城市建设及开发主体，对地方经济、社会目标的实现，以及政策执行起着非常重要的作用。			
② 公司唯一股东及实际控制人为太原市财政局，在资产、资金、政策方面获得政府持续支持。			

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照太原市龙城发展投资集团有限公司（简称“龙城发展”、“该公司”、“发行人”或“公司”）发行的 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）（简称“22 龙城 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据龙城发展提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对龙城发展的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 1 月发行了 22 龙城 02，发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年，利率为 3.50%；募集资金用于偿还到期债务，截至 2025 年 5 月末募集资金已使用完毕。

数据基础

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022 年财务报表进行了审计，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2023-2024 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

跟踪期内，该公司会计政策发生变化，公司自 2024 年 1 月 1 日施行财政部发布的《企业会计准则解释第 17 号》（财会〔2023〕21 号）；自印发之日起施行财政部发行的《企业会计准则应用指南汇编 2024》和发布了《企业会计准则解释第 18 号》（财会〔2024〕24 号），相关规定未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。公司 2024 年审计报告进行了前期重大差错更正。母公司补缴 2011 年至 2023 年土地使用税及房产税调整以前年度损益；子公司太原市国樾文化科技有限公司、太原市龙城置业发展有限公司（简称“龙城置业发展”）和太原市龙城北部置业有限公司（简称“北部置业”）因前期差错、所得税汇算清缴差异等原因调整以前年度损益。公司根据《企业会计准则第 28 号——会计政策、会计估计变更和差错更正》对重要前期差错事项进行了追溯调整。本评级报告中 2022 年（末）、2024 年（末）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。

跟踪期内，该公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内子公司合计 34 家，其中二级公司 22 家、三级公司 11 家、四级公司 1 家。

业务

太原市是山西省省会城市，具有一定人口吸纳能力，且区域拥有丰富的矿产资源，商贸服务及工业基础良好，具备较强的经济实力。2024 年全市经济保持增长，但受房地产市场行情影响，土地收入持续性欠佳，基金收入对财力的贡献弱化。该公司承担了太原市重要的城市建设开发任务，业务地位突出。跟踪期内，公司收到大额政府基建项目回款，但公司在基础设施建设、棚户区改造、公租房建设等方面仍沉淀了大额资金，且产业投资项目投资体量大，资金回收期预计较长。目前经营性业务对公司盈利的贡献仍小，未来旅游及新材料等项目运营效益存在一定不确定性。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台 and 市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平

台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

太原市地处山西省北部，全市总面积 6988 平方千米，现辖 6 区、3 县、1 市，包括 3 个国家级经济功能区（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）和 3 个省级开发区（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）。截至 2024 年末全市常住人口 551.47 万人，较上年末增加 6.03 万人；城镇化率 89.67%，较上年提高 0.17 个百分点。

太原市是山西省省会城市，是世界闻名的晋商都会，也是我国重要的能源、重工业基地之一。区域内非营利性服务业产值相对较大，金融、批发零售和住宿餐饮也有较大发展空间，服务业占比较高。同时，太原市处在煤海中部，煤储量居全省第七位，是山西省煤炭资源的组成部分，此外还拥有丰富的其他矿藏资源，是我国建国初期的重要工业基地之一，拥有全国最大的特种钢生产基地、主焦煤生产基地和煤炭综合利用加工基地。近年太原市加快产业转型升级，已形成以能源、冶金、机械、化工为支柱，纺织、轻工、医药、电子、食品、建材精密仪器等门类较齐全的工业体系。

跟踪期内，太原市经济保持增长，虽然投资止跌回稳，但受消费走低以及外贸延续下滑态势等影响，全市经济增速较上年下降 2.6 个百分点。2024 年，太原市实现地区生产总值 5418.87 亿元，其中，第一产业实现增加值 47.85 亿元，同比增长 3.5%；第二产业实现增加值 1666.71 亿元，同比增长 0.1%；第三产业实现增加值 3704.31 亿元，同比增长 1.6%；当年三次产业结构为由 2023 年的 0.8:42.1:57.1 变为 0.9:30.7:68.4，三产占比水平高于全国水平。2025 年第一季度，太原市实现地区生产总值 1191.98 亿元，同比增长 3.5%，三次产业结构占比为 0.5:26.3:73.2。

图表 1. 太原市主要经济数据

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	5422.72	3.2	5494.84	3.7	5418.87	1.2	1191.98	3.5
其中：第一产业增加值	48.07	4.0	45.98	-3.9	47.85	3.5	6.48	4.9
第二产业增加值	2466.10	5.8	2341.68	2.2	1666.71	0.1	313.70	1.2
第三产业增加值	3057.00	1.7	3186.08	4.8	3704.31	1.6	871.80	4.2
规模以上工业增加值	--	8.5	--	1.7	--	0.2	--	5.1
人均地区生产总值（万元）	10.29		10.24		9.88		--	
人均地区生产总值倍数 ¹ （倍）	1.18	--	1.12	--	1.03	--	--	--
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.37	5.6	4.58	4.9	4.79	4.6	--	--
全社会固定资产投资	--	0.2	--	-18.3	--	0.5	--	7.1
社会消费品零售总额	1761.40	-6.0	1912.88	8.6	1946.92	1.8	592.09	5.4
进出口总额	1467.07	-20.2	1349.71	-7.7	1295.57	-3.8	--	--
三次产业结构比例	0.9:44.2:54.9		0.8:42.1:57.1		0.9:30.7:68.4		0.5:26.3:73.2	

注：根据太原市国民经济和社会发展统计公报整理

作为省会城市，太原市具有一定人口吸纳能力，房地产市场存在一定发展空间，但近年受房地产市场面临深度行业调整影响，全市房地产市场景气度有所下滑。2024 年全市房地产开发投资额同比下降 2.1%，降幅较上年收窄。土地市场方面，2024 年全市实现土地出让面积 406.11 万平方米，同比下降 44.99%，其中综合用地及工业用地分别下降 95.89% 和 61.72%；在综合用地（含住宅）及工业出让量价同降的影响下，全市出让金总额为 131.70 亿元，同比增长减少 24.84%。2025 年第一季度，太原市土地出让面积较少，以均价偏低的工业用地为主，但受少部分均价较高的住宅用地出让影响，土地出让金总额为 24.14 亿元，同比增加 17.58 亿元。

¹ 人均地区生产总值倍数=地区生产总值/人均国内生产总值。

图表 2. 太原市土地市场交易情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
土地出让面积（万平方米）	658.47	738.27	406.11	68.10
其中：住宅用地	72.13	73.47	127.75	28.88
综合用地（含住宅）	104.14	117.75	4.84	-
商业/办公用地	43.41	32.72	41.89	4.06
工业用地	398.77	456.07	174.59	34.93
其它用地	40.03	58.25	57.04	0.23
土地出让金总额（亿元）	145.56	175.23	131.70	24.14
其中：住宅用地	12.61	29.16	90.92	21.51
综合用地（含住宅）	75.65	94.97	3.13	-
商业/办公用地	36.67	21.40	23.62	0.38
工业用地	18.27	25.54	8.06	2.23
其它用地	2.37	4.16	5.98	0.03
土地出让均价（元/平方米）	2210.59	2373.54	3243.04	3545.51
其中：住宅用地	1748.35	3968.37	7117.33	7447.37
综合用地（含住宅）	7263.93	8065.47	6466.94	-
商业/办公用地	8447.81	6539.80	5637.89	945.07
工业用地	458.06	560.09	461.45	637.53
其它用地	591.22	714.20	1047.60	1143.48

资料来源：中指数据（数据截至日期 2025 年 6 月 14 日）

跟踪期内，太原市一般公共预算收入有所下降，同时受房地产市场行情影响，全市政府性基金收入亦有所减少，基金收入对财力的贡献总体持续弱化。2024 年，全市一般公共预算收入为 440.26 亿元，同比下降 2.0%，其中税收收入为 308.94 亿元，占比为 70.17%，较上年略降 4.70 个百分点；财政自给率²为 59.14%，较上年略提高 1.34 个百分点，财政收支平衡对上级补助存在一定依赖。当年，政府性基金收入为 154.49 亿元，同比下降 21.3%，政府性基金支出为 240.31 亿元，同比下降 27.4%。

2024 年末，太原市政府债务余额为 1422.99 亿元，较上年末增长 21.88%，主要系专项债规模持续提升所致，期末专项债余额为 1061.46 亿元，均控制在债务限额以内。太原市经济及财政实力较好，政府债务压力较轻；近年区域城投企业债务规模有所控制，同时作为省会城市，能够获相对较丰富的金融及政策资源支持，总体融资环境良好。

图表 3. 太原市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入	437.48	449.24	440.26
其中：税收收入	332.34	336.34	308.94
一般公共预算支出	715.90	777.26	744.38
政府性基金预算收入	139.03	196.22	154.49
政府性基金预算支出	356.28	330.84	240.31
政府债务余额	983.15	1167.48	1422.99

注：根据太原市人民政府网站资料整理

2. 业务运营

（1）业务地位

该公司是太原市主要的城市建设及开发主体，多年来承担了太原市保障房、城中村改造和棚户区改造等大量项

² 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

目建设任务，并于近年参与文旅、新材料、保租房建设等区域重点项目投资，业务地位突出。

（2）经营规模

跟踪期内，主要受收到大额政府代建项目回购款影响，公司资产规模有所减小，2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 1070.82 亿元和 995.75 亿元。2024 年，公司实现营业收入 55.75 亿元，同比减少 4.63%，主要系受代建收入减少所致；当年委托代建对公司的收入贡献率为 91.46%，较上年基本持平。2025 年第一季度，公司实现营业收入 13.44 亿元，仍主要来自委托代建工程。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2022 年/末		2023 年/末		2024 年/末		2025 年第一季度/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	1082.00	-	1164.91	-	1070.82	-	995.75	-
营业收入	56.13	100.00	58.46	100.00	55.75	100.00	13.44	100.00
委托代建工程	50.25	89.51	53.44	91.42	50.99	91.46	12.42	92.39
其中：基础设施	31.68	56.44	20.19	34.54	6.83	12.26	1.45	10.82
保障房	18.56	33.07	5.83	9.97	28.27	50.70	10.20	75.90
保租房	-	-	27.42	46.91	15.89	28.50	0.76	5.67
经营性资产出租出售	1.02	1.82	1.08	1.85	1.02	1.82	0.23	1.69
充电桩服务	0.45	0.80	0.46	0.79	0.39	0.71	0.21	1.56
停车服务	0.44	0.79	0.42	0.72	0.60	1.07	0.18	1.38
旅游景点运营	0.28	0.50	0.65	1.11	0.44	0.78	0.14	1.03
其他	3.69	6.57	2.41	4.12	2.31	4.15	0.26	1.95
营业毛利率	2.96		5.08		5.40		2.24	
委托代建工程	2.10		3.47		3.71		0.04	
其中：基础设施	0.004		-0.42		0.67		0.00	
保障房	5.67		7.17		1.58		-0.24	
保租房	-		5.54		8.80		3.85	
经营性资产出租出售	38.58		46.49		39.93		54.90	
充电桩服务	23.73		7.24		13.18		22.50	
停车服务	8.33		15.11		33.32		17.19	
旅游景点运营	-138.73		11.12		-4.90		-37.22	
其他	12.39		18.52		20.94		54.93	

注：根据龙城发展所提供数据整理

A. 市政基础设施建设

2013 年起，该公司承接的工程均采用委托代建模式进行建设，而以前年度承揽的项目仍按照 BT 模式开展。委托代建模式下，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；工程项目按月核算完工进度，根据审核部门出具的工程进度审核结论进行分部分项结算，在已确认成本的基础上按 3% 的委托代建费确认应收政府工程款，同时冲抵预付款³。其中，基础设施建设成本由工程建设费用和资本化利息支出构成，收入由工程建设成本和融资费用⁴合计加成 3% 及相关税费构成，由于融资费用的计量方法不同于实际利息支出，且受当年融资费用变动影响，故委托代建工程业务毛利率大于代建费率且存在波动。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。2016 年 5 月 1 日以后签订的工程代建项目代建费率统一由 3% 提高至 8%，而原承建的工程项目代建费率仍为 3%。

³ 该公司通过“预付账款”核算未结算的市政基础设施建设项目。

⁴ 工程项目建设的第一年，融资费用=工程建设费用*9%；工程项目建设的第二年，融资费用=工程建设费用*（实际利率*2-9%）；工程项目的第三年及以后年度，融资费用=工程建设费用*实际利率。

对于该公司早年间从太原市城市建设发展公司（简称“城建发公司”）处承接的 BT 项目⁵，均在 2013 年前与太原市财政局签订了相应的回购协议，待工程完工后，有审核报告的按照审核报告的工程结算金额作为成本，没有审核报告的已完工工程以历年原城建发公司累计拨付金额入账成本，在确认资产价值的基础上按 3% 的委托代建利润率确定政府回购金额。截至 2025 年 3 月末，主要 BT 项目均已完工，城建发公司投资公司投资额分别为 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。

对于 2013 年起承接的委托代建市政基础设施项目，截至 2025 年 3 月末，该公司主要已完工委托代建市政基础设施项目累计投资额为 327.52 亿元，拟回款金额为 352.80 亿元，已回款金额为 199.53 亿元。

图表 5. 截至 2025 年 3 月末公司主要已完工委托代建项目情况⁶（单位：亿元）

项目名称	实际总投资额	拟回购金额	已回购金额
建设路快速化（北中环-许坦东街）	32.42	34.02	25.01
建设路快速化改造工程（龙城大街-太榆交界）	8.27	8.52	7.82
西中环南段	17.89	19.40	16.17
西中环北段	54.50	58.77	47.36
东中环	39.74	43.51	16.86
北中环街	51.59	55.28	18.80
南中环快速化	53.93	58.03	10.10
并州路	10.30	11.18	8.19
府东府西街	6.14	6.74	4.53
新阳兴大道	23.96	26.67	19.09
南站路网	15.10	16.46	13.30
道路冷热再生改造工程	1.05	1.09	1.05
城市公园公厕建设工程	0.05	0.05	0.05
动物园馆舍建设工程	0.57	0.59	0.57
小街小巷-迎新北三巷	0.93	0.96	0.93
西矿街改造工程	4.31	4.44	4.20
长风东街东延工程	0.45	0.47	0.45
滨河西路南延风景林带绿化工程	0.21	0.22	0.21
迎泽西大街西延（南寒-西矿街）	4.36	4.49	4.26
和平南路（迎泽西大街-西峪东街）	1.74	1.91	0.58
合计	327.52	352.80	199.53

资料来源：龙城发展

目前，该公司主要的在建市政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（简称“机场 PPP 项目”）、太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设项目（一期）和太忻一体化经济区（太原区）配套基础设施建设项目（二期）（分别简称“太忻一期”和“太忻二期”）。以上项目均为区域重点大型项目，投资体量大，但可获一定政策支持。2025 年 3 月末，三大项目计划总投资 293.90 亿元，已投资 195.55 亿元。

其中，对于机场 PPP 项目，该公司、中铁二十二局集团有限公司（简称“二十二局”）作为社会资本方与政府方出资代表高铁投资成立项目公司太原空港枢纽投资建设有限公司⁷（简称“空港枢纽”）负责项目投资、融资、建设、运营、管理、移交。项目计划总投资 137.96 亿元，其中项目资本金 26.77 亿元，项目资本金由空港枢纽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，截至 2025 年 3 月末，公司应出资 16.60 亿元、已出资 9.71 亿元，项目累计已投资 70.50 亿元。项目合作期限为 25 年，其中建设期 4 年。项目建

⁵ 2011 年 10 月，根据太原市人民政府办公厅（2011）第 166 期会议纪要及市政府批复，城建发公司的资产和负债移交该公司。太原市财政局、城建发公司共同签订了《太原市城市基础设施项目委托建设三方协议》，协议规定公司享受原应由城建发公司享受的权利，承担原应由城建发公司承担的义务，而且对城建发公司承担的项目工程以移交时点为截止日，并追溯到各项目工程实际完工年度，由太原市财政局按照原框架协议的约定对已完工程进行回购。

⁶ 表中项目数据根据该公司最新提供的资料调整。

⁷ 该公司、二十二局和高铁投资分别持股 62.00%、18.00%和 20.00%。

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，项目收入来自政府付费，根据《太原武宿（国际）机场空港配套工程（太原区域）PPP 项目实施方案》，项目公司运营期营业收入预计合计 230.44 亿元。

太忻一期和二期项目主要服务于太忻一体化经济区（太原区）的开发，该一体化经济区（太原区）规划面积 4433 平方公里，范围涉及阳曲县、古交市、尖草坪区、万柏林区、杏花岭区和迎泽区共 6 个县（市、区）。区域计划着重发展新材料、新能源、装备制造、集成电路和半导体、现代服务业、文旅康养和现代农业等，并加强科创、生态整治、教育医疗发展等。太忻一期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，太忻二期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，两期项目计划总投资 155.94 亿元，计划建设期为 2022-2026 年，截至 2025 年 3 月末已投资 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 6. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资金额	已获财政资金 (含专项债)	计划建设期间
太忻一期	74.04	64.21	49.07	2022-2026
太忻二期	81.90	60.84	40.06	2022-2026
机场 PPP 项目	137.96	70.50	0.00	2021-2025
合计	293.90	195.55	89.13	—

资料来源：龙城发展

B. 棚户区改造

该公司承担太原市保障房建设和棚户区改造等项目建设任务，采取委托代建和政府购买服务两种模式。原承接棚改项目采用委托代建模式，代建费率为 3%，但 2017 年及以后业务费率由 3% 提高至 8%，部分新增的棚户区改造项目采用政府购买服务模式。在账务处理方面，公司棚改项目投入通过存货科目核算，每月由基建审核处出具工程计量报告，公司根据计量报告确认的工程款确认成本和收入，并支付工程款⁸，其中收入为计量成本加成代建费率计算所得，确认为委托代建工程收入。

截至 2025 年 3 月末，该公司主要已完工棚改项目累计投入 136.45 亿元，太原市财政局应承担的工程款合计为 147.37 亿元，公司已累计收到款项 83.41 亿元。

截至 2025 年 3 月末，该公司主要的在建棚改项目计划投资总额为 555.60 亿元，累计已投入约 286.54 亿元，公司预计应由太原市财政局承担的回购款为 302.37 亿元，已回购金额为 250.93 亿元。其中，迎宾路地块、凯旋街地块、双塔南巷和自来水宿舍计划投资总额合计为 168.74 亿元，均为政府购买服务保障房建设项目，由太原市房产管理局作为购买主体，山西省城镇建设投资有限公司（简称“山西省城镇建投”）作为贷款主体，太原市财政局作为投资主体和资金监管主体，公司作为用款主体，签订四方协议，由公司实施建设政府保障房工程，按照政府购买服务协议将购买服务资金逐年纳入财政预算，在政府综合财务报告制度建立后，纳入政府综合财务报告⁹。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建的棚改项目情况（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）

⁸ 该公司预留一定比例款项作为质保金，通过“应付账款”科目核算，质保金期限一般在 1-2 年。

⁹ 根据晋政办发[2016]78 号文，山西省采用“省级统贷、市县购买”的政府购买棚户区改造服务模式。所需资金由该公司按项目预计进展向市财政申请项目资金，山西省城镇建投作为统贷平台向国开行借款，按项目的预计用款向财政局转拨项目贷款款项，再由财政局划拨给公司。公司 2018 年以后新签署的相关项目拟不再采用统借统贷模式，采用棚改专项债券等方式。

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
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
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：龙城发展

截至 2025 年 3 月末，该公司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 8. 截至 2025 年 3 月末公司主要拟建棚改项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总投资	实际已投资	建设模式
北大街	8.20	2.10	2018 年 7 月前已纳入政府购买服务
东兴装饰城	6.26	3.03	
程家村西	9.62	0.03	
面粉二厂	15.72	2.35	
大东门（二期）	5.00	0.27	
合计	44.80	7.78	-

资料来源：龙城发展

C. 保租房建设

该公司根据太原市政府委托，负责太原市 18 个保租房项目的建设。按照项目建设地域分配，由公司下属子公司龙城置业发展、北部置业及太原空港枢纽置业有限公司负责项目的建设，并分别与太原市租赁住房建设投资有限公司及其下属子公司（以下统称“租建投”）签署相关协议，协议金额 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。

根据协议约定，租建投按照项目开发建设进度向该公司支付购房款。认购协议签订后，租建投支付认购定金（购房总价款的 10%）至公司账户；《商品房买卖合同》签订后，租建投支付购房总价款的 30% 给公司（其中含认购定金）；项目达到建筑物主体工程三分之一（需租建投、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、公司双方及第三方监理认可），支付至购房总价款的 70%；租建投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所购房屋精装交付租建投，并由租建投将所购房屋抵押给贷款银行后，支付至购房总价款的 100%。在账务处理方面，公司建设项目投入通过存货科目核算，每月由预决算评审中心处出具工程计量报告，根据计量报告确认的工程款确认成本和收入，

按月结转，并支付工程款，其中收入为工程进度比例计算所得，确认为委托代建收入。

该公司 18 个保租房建设项目协议金额合计 76.85 亿元，计划建设期 2022 年-2025 年，总建筑面积 155.46 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¹⁰。截至 2025 年 3 月末，公司已投资 62.61 亿元，已回购/销售面积 118.67 万平方米，累计实现回购/销售金额 76.84 亿元，已收到回款 34.17 亿元。

D. 其他

除基础设施建设、棚户区改造、保租房等区域开发业务外，该公司还从事房产租售、充电桩服务、停车服务、旅游景点运营等经营性业务。

在房屋出租方面，该公司的可供租赁资产主要包括政府无偿划拨的长风商务区国贸六馆、府城五一路古建项目，以及商铺、车库、厂房等。2024 年及 2025 年第一季度，公司分别实现租金收入 1.02 亿元和 0.23 亿元。

图表 9. 截至 2025 年 3 月末公司部分可供出租物业情况

物业名称	可供出租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	租金水平	取得方式	出租对象
长风商务区国贸六馆	4.10	4.10	99.75 元/平方米/月	划拨	山西国贸公司
府城五一路古建项目	1.05	0.62	73.52 元/平方米/月	划拨及自建	分租多个
合计	5.15	4.72	—	—	—

资料来源：龙城发展

充电桩业务方面，经营主体主要为该公司子公司太原市龙城智迅停车资源管理有限公司（简称“智迅公司”）。截至 2025 年 3 月末，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。目前，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。随着新能源政策及技术迭代，同时太原市新开通地铁后居民出行方式改变等影响，2024 年来公司充电桩服务收入有所下降，2024 年及 2025 年第一季度该业务收入分别为 0.39 亿元和 0.21 亿元，业务毛利率分别为 13.18% 和 22.50%，2024 年毛利率较上年提升 5.93 个百分点。

停车场业务方面，经营主体主要为该公司子公司智迅公司，车位主要来自自建、政府划拨等。截至 2025 年 3 月末，公司拥有的停车场共 377 处，停车位数量合计为 60050 个。2024 年及 2025 年第一季度，公司分别取得停车费收入 0.60 亿元和 0.18 亿元，业务毛利率分别为 33.32% 和 17.19%。

旅游业务方面，2016 年，太原市政府将青龙古镇等旅游资源无偿划拨给该公司，由其负责后续的开发和经营管理工作。同年，公司子公司太原市明城旅游开发有限公司（简称“明城旅游”）与文创投资股份有限公司合作成立了太原明城文旅旅游发展有限公司¹¹（简称“明城文创”），由明城文创从事青龙古镇旅游开发工作。2018 年 9 月，太原市人民政府批示将明太原县城所有资产划归公司统一运营管理，安排将明太原县城内所有资产以及城墙外所配套建筑、停车场等资产全部无偿移交给公司，2019 年公司按太原市建设项目投资评审中心出具的项目进度审核报告作为资产入账价值，同时增加资本公积 11.67 亿元。2020 年，公司子公司太原市龙城文化旅游发展有限公司与深圳云际通胜投资有限公司合作成立了太原龙投云际文化运营管理有限公司（简称“龙投云际”），由龙投云际从事太原古县城旅游开发工作。

目前，该公司正在开发的旅游项目为华夏文明文化产业园项目和明太原县城项目（现更名为“太原古县城项目”）。其中，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，且国际度假区、公寓商业区正在调整规划。截至 2025 年 3 月末，其中的青龙古镇及方特乐园（华夏历史文明传承园）已完成投资 27.80 亿元，分别于 2019 年 10 月和 2021 年 7 月开园运营。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），太原古县城项目除土地外的所有资产划归公司并由公司统一运营管理。该项目计划总投资 34.53 亿元，截至 2025 年 3 月末累计已投入 25.54 亿元，项目部分已于 2020 年 5 月开园。整体看，公司在建旅游景点开发项目为太原市重点项目，但项目投资规模大，投资回收期较长，存

¹⁰ 根据该公司反馈，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。

¹¹ 明城旅游持股 51.00%。

在一定建设及运营风险。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现旅游景点运营收入 0.44 亿元和 0.14 亿元，业务毛利率分别为-4.90% 和-37.22%，亏损主要系青龙古镇因建筑修缮而闭园未营业所致。

图表 10. 截至 2025 年 3 月末公司旅游项目投资及相关运营情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	项目进展/预计工期	2024 年景区运营收入	2024 年景区运营成本
华夏文明文化产业园	126.25	30.26	-	-	-
其中：华夏文明文化产业园-青龙古镇	13.75	10.25	2019 年 10 月开园	-	-
其中：华夏文明文化产业园-方特乐园 ¹²	18.67	17.55	2021 年 7 月开园	2.26	1.49
太原古县城	34.53	25.54	部分已于 2020 年 5 月开园	0.14	0.14
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	0.02	0.01
合计	170.86	61.66	-	2.42	1.64

资料来源：龙城发展

新材料业务方面，该公司新增太原惠科新材料投资项目（简称“惠科新材料项目”）。该项目位于太忻一体化经济区（太原区），由公司孙公司太忻一体化经济区龙投和深圳惠科投资有限公司¹³的孙公司深圳惠科新材料有限公司（简称“深圳惠科新材料”）共同出资设立项目公司——太原惠科新材料有限公司负责运营。项目公司注册资本 70 亿元，太忻一体化经济区龙投和深圳惠科新材料分别认缴 63 亿元和 7 亿元，太忻一体化经济区龙投出资按照时间顺序最先投入项目公司的 7 亿元为股权投资款，之后 56 亿元出资为深圳惠科新材料负有回购义务的投资款。截至 2025 年 3 月末，太忻一体化经济区龙投和深圳惠科新材料分别已实缴出资款 26.00 亿元、2.89 亿元。

深圳惠科新材料成立于 2013 年，实际控制人为自然人，主要从事各类高性能电解铜箔、无氧铜杆的研发、生产和销售。电解铜箔是指以铜材为主要原料，采用电解法生产的金属铜箔，是锂离子电池、覆铜板和印制电路板（PCB）制造的重要材料，根据应用领域的不同，电解铜箔可以分为电子电路铜箔和锂电池铜箔，产品广泛应用于新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品、覆铜板、印制电路板等多个领域。铜杆是电线电缆的主要原材料，分为无氧铜杆和低氧铜杆，无氧铜杆主要应用于电线电缆和电机。深圳惠科新材料执行“电子电路铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的发展策略，积累有铜箔工厂筹建及运营经验，具备高端铜箔生产工艺技术、设备选型、产线规划等自主开发的能力，掌握 6 微米超薄铜箔、4 微米极薄铜箔、锂电铜箔、PCB 铜箔产品等生产技术，并与红河学院建立了全面的产学研合作关系，共同进行研究开发、成果转化和技术攻关。深圳惠科新材料在东莞、云南、江油、太原等地设有控股或参股子公司。

惠科新材料项目总投资约 90 亿元，拟建设高性能电子铜箔等新材料生产基地，计划分三期推进。其中一期总投资约 30 亿元，拟建设年产 7 万吨电子铜箔生产线和厂房及配套设施，建筑面积约 17 万平方米，计划工期为 12 个月，截至 2025 年 3 月末已投资 20.20 亿元，厂房已基本完工，部份厂房已交付使用。二、三期预留土地 400 亩，将根据一期建设运营情况适时推进。

此外，该公司 2024 年公司新增自建瓶装液化石油气储配标准站项目，项目总投资 3.48 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 1.08 亿元，建设资金由公司自筹，后续将通过生产瓶装液化气的销售收益平衡资金投入。

财务

由于多年来的区域开发需求，该公司大量资金沉淀在应收太原市财政局款项、项目建设方面，跟踪期内公司收到大额政府代建项目回款，债务规模有所压降，但财务杠杆水平仍偏高。公司融资便利性强，债务渠道及期限结构尚属合理。公司存在较大的债务周转需求，且中短期内到期债务规模较大，面临一定的即期偿付压力。

¹² 2022 年末，华强方特（太原）旅游发展有限公司由公司持股 26%，为公司联营企业。

¹³ 实控人为自然人王智勇。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司在棚改等项目建设方面持续投入，但受益于收到大额政府基建回款，公司债务呈净偿还，财务杠杆有所压降，股东权益对刚性债务的保障程度有一定改善，但仍处于较弱水平。2024 年末及 2025 年 3 月末公司资产负债率分别为 65.34%和 62.84%，2025 年 3 月末资产负债率较 2023 年末累计下降 4.68 个百分点。同期末股东权益与刚性债务比率分别为 68.14%和 76.40%。若将永续债纳入债务考虑¹⁴，2024 年末及 2025 年 3 月末公司实际负债率分别为 69.08%和 66.85%，2025 年 3 月末较 2023 年末累计下降 4.53 个百分点，但负债经营程度仍偏高。

(1) 资产

该公司大量资金沉淀在应收太原市财政局款项、区域基础配套开发领域，近年来经营性项目投资有所增加，从而形成了相关主要资产。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司资产总额分别为 1070.82 亿元和 995.75 亿元，分别较 2023 年末和 2024 年末下降 8.08%和 7.01%，随着收到大额政府项目回款，公司资产规模有所减小。公司资产仍以应收账款、存货等流动资产为主，但由于账期较长，资产实际流动性偏弱。

2024 年末，该公司流动资产余额为 803.37 亿元，较上年末下降 13.79%，主要由应收账款（不含应收票据，下同）、存货、其他应收款、预付款项和货币资金构成。其中，应收账款余额为 491.51 亿元，较上年末下降 10.97%，主要系收到政府代建项目回款所致。存货余额为 148.79 亿元，较上年末增长 3.96%，其中开发成本 83.85 亿元，主要核算棚改、租赁住房项目的投入成本；政府无偿划拨及公司外购的土地资产 28.13 亿元；开发产品 36.39 亿元，主要核算公司自营的棚改项目商业配套、保租房和停车场。其他应收款余额为 92.22 亿元，以公司垫付拆迁款、工程款和保证金及暂借款等为主，余额较上年末下降 18.84%，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，期末存量主要包括应收太原市财政局保障房贷款利息 23.41 亿元、太原市龙城新区开发建设投资中心工程款 11.98 亿元及拆迁款等。预付款项余额较上年末增长 6.26%至 38.58 亿元，主要系购买政府公租房及保障房预付款增加¹⁵所致。货币资金余额为 28.84 亿元，较上年末下降 62.09%，其中受限金额为 0.18 亿元。2025 年 3 月末，公司流动资产余额为 722.68 亿元，较 2024 年末下降 10.04%，其中，应收账款较 2024 年末下降 14.99%至 417.82 亿元；其他应收款余额较 2024 年末下降 6.69%至 86.05 亿元；其余主要科目余额较 2024 年末变动亦不大。

2024 年末，该公司非流动资产余额为 267.45 亿元，较上年末增长 14.79%，主要由长期应收款、固定资产、在建工程和投资性房地产构成。其中，长期应收款余额为 89.73 亿元，主要为太原武宿（国际）机场空港配套工程（太原区域）PPP 项目资产及惠科新材料项目投资成本，较上年末增长 16.69%，主要系上述项目投入增加所致；固定资产余额为 72.16 亿元，较上年末增长 5.78%，主要在建项目转入所致；在建工程余额为 41.31 亿元，较上年末略减 1.97%，主要为对太原古县城、青龙古镇、智慧停车场（楼）等项目投资；投资性房地产余额为 22.03 亿元，较上年末增长 4.66%，主要系在建项目转入所致。2025 年 3 月末，公司非流动资产余额为 273.07 亿元，较 2024 年末增长 2.10%，主要构成未发生重大变化。

从资产受限情况看，截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产金额为 64.87 亿元，全部为应收账款，占资产总额的比重为 6.51%，全部系用于金融机构借款质押的应收账款和若干合同项下的收益和权益，期末对应借款余额 68.06 亿元。

(2) 所有者权益

该公司实收资本规模较大，对权益实力形成较强支撑，年度新增经营积累规模相对有限，跟踪期内主要由于永续债偿还，公司权益规模有所减小。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司所有者权益分别为 371.13 亿元和 370.04 亿元，2024 年末较 2023 年末减少 1.90%。同期末，公司少数股东权益余额分别为 25.74 亿元和 23.87 亿元，仍主要为子公司太原市龙城南部置业有限公司收到的投资款，出资人为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，相关出资协议约定了一定的投资期限以及投资期限内的投资收益和回收权。总体看公司资本稳定性尚可。

¹⁴ 2024 年末及 2025 年 3 月末在该公司所有者权益中核算的永续债均为 40 亿元。

¹⁵ 该公司 2023 年投资设立了太原龙投保障性住房经营管理有限公司，注册资本 10.00 亿元，该子公司购买了政府公租房用于后续经营管理，由于该部分资产手续暂未办理完成，故仍暂计入“预付款项”科目。

(3) 负债

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 699.69 亿元和 625.71 亿元，其中 2024 年末负债总额较上年末减少 11.05%。从负债期限结构看，公司以非流动负债为主，同期末长短期债务比分别为 194.35%和 181.18%，其中 2024 年末较上年末提高 58.31 个百分点。从具体构成看，公司负债主要由应付账款、合同负债和刚性债务构成。2024 年末，公司应付账款余额为 53.41 亿元，较上年末变动不大，账龄集中在 2-3 年以上，应付账款主要为应付工程款项，工程款结算方主要为太原市政府部门及山西省内国企施工单位；合同负债余额为 61.00 亿元，主要为太原市财政局预拨的工程款，较上年末下降 35.32%。2024 年末，公司以银行借款和应付债券为主的刚性债务余额为 544.70 亿元，较上年末下降 10.03%。此外，2024 年末专项应付款余额 14.48 亿元，较上年末增加 12.63 亿元，系当年太原市财政局拨付的专项款；其他应付款余额（不含应付利息、应付股利，下同）较上年末下降 14.47%至 12.93 亿元，主要为与工程方公司的往来款及质保金。2025 年 3 月末，公司其他应付款余额为 7.73 亿元，较 2024 年末减少 40.23%；合同负债较 2024 年末减少 10.17%至 54.79 亿元；长期应付款较 2024 年末减少 14.31%至 9.82 亿元；其余主要科目较 2024 年末变化不大。

2025 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 484.35 亿元。公司刚性债务以中长期刚性债务为主，同期末公司长期刚性债务占比 79.02%，若将所发行永续债纳入考虑，2025 年 3 月末公司刚性债务（含永续债）余额为 524.35 亿元。从渠道结构看，公司刚性债务中，银行贷款，信托、融资租赁、资管计划等非标贷款，债券（含永续债）分别为 194.08 亿元、13.16 亿元和 271.96 亿元，其余为应付利息等。其中银行贷款主要来自于国家开发银行项目贷款，利率在 3%-5%之间；非标贷款年利率为 3%-8%。从融资量看，债券目前是公司融资的最主要渠道，截至 2025 年 6 月 10 日公司债券（含永续债）余额为 335.65 亿元，Wind 按照发行额加权计算的当前票面利率为 3.13%，以行权计 2025 年、2026 年和 2027 年到期债券本金分别为 44.00 亿元、103.65 亿元和 113.00 亿元。

图表 11. 截至 2025 年 6 月 10 日公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	当前利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
21 龙城发展 PPN002	15.00	1.90	3+2	4.39	3.15	2021-01-26	正常付息
21 龙城发展 PPN003B	3.00	3.00	5	4.11	4.11	2021-12-06	正常付息
21 龙城发展 PPN004B	2.00	2.00	5	4.35	4.35	2021-12-31	正常付息
22 龙城 02	5.00	5.00	5	3.50	3.50	2022-01-25	正常付息
22 龙城 04	5.00	5.00	5	3.97	3.97	2022-03-15	正常付息
22 龙城发展 MTN002B	5.00	5.00	5	3.78	3.78	2022-04-25	正常付息
22 龙城 06	5.00	5.00	5	3.84	3.84	2022-05-25	正常付息
22 龙城发展 MTN004	5.00	5.00	3+2	3.12	3.12	2022-06-24	正常付息
22 龙城发展 MTN005A	15.00	15.00	3	3.18	3.18	2022-07-07	正常付息
22 龙城发展 MTN005B	5.00	5.00	5	3.65	3.65	2022-07-07	正常付息
22 龙城 08	6.00	6.00	5	3.50	3.50	2022-08-12	正常付息
22 龙城 10	4.00	4.00	5	3.55	3.55	2022-10-25	正常付息
22 龙城发展 PPN001	3.00	3.00	3+2	3.78	3.78	2022-11-24	正常付息
22 龙城发展 PPN002	6.00	6.00	3+2	4.30	4.30	2022-12-06	正常付息
22 龙城发展 PPN003	4.00	4.00	3+2	4.30	4.30	2022-12-14	正常付息
23 龙城发展 PPN001	5.00	5.00	3	4.10	4.10	2023-01-05	正常付息
23 龙城发展 PPN002	15.00	15.00	3	4.29	4.29	2023-01-16	正常付息
23 龙城发展 MTN001	10.00	10.00	3	3.59	3.59	2023-02-28	正常付息
23 龙城 01	4.00	4.00	3	3.85	3.85	2023-03-07	正常付息
23 龙城 03	6.00	6.00	3	3.79	3.79	2023-03-28	正常付息
23 龙城发展 PPN003	5.00	5.00	3	3.75	3.75	2023-04-03	正常付息
23 龙城 05	6.00	6.00	3	3.17	3.17	2023-05-08	正常付息
G23 龙城发展 01	20.40	20.40	3	4.30	4.30	2023-05-25	正常付息
23 龙城发展 MTN002	9.00	9.00	2+N	3.50	3.50	2023-07-27	正常付息
23 龙城 07	4.00	4.00	3	3.15	3.15	2023-08-01	正常付息
23 龙城发展 MTN003	6.00	6.00	3+N	3.40	3.40	2023-08-21	正常付息

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	当前利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
23 龙城发展 MTN004	5.00	5.00	2+N	3.47	3.47	2023-10-12	正常付息
23 龙城发展 MTN005	10.00	10.00	2+N	3.47	3.47	2023-10-27	正常付息
23 龙城发展 MTN006A	5.00	5.00	2+N	3.35	3.35	2023-12-06	正常付息
23 龙城发展 MTN006B	5.00	5.00	3+N	3.55	3.55	2023-12-06	正常付息
24 龙城发展 PPN001	8.00	8.00	3	3.04	3.04	2024-01-11	正常付息
24 龙城发展 MTN001A	5.00	5.00	3	2.60	2.60	2024-04-08	正常付息
24 龙城发展 MTN001B	10.00	10.00	5	2.74	2.74	2024-04-08	正常付息
24 龙城发展 MTN002	5.00	5.00	5	2.39	2.39	2024-06-07	正常付息
24 龙城发展 PPN002A	3.00	3.00	3	2.28	2.28	2024-07-03	未到期
24 龙城发展 PPN002B	3.00	3.00	5	2.39	2.39	2024-07-03	未到期
24 龙城发展 PPN003A	5.00	5.00	3	2.11	2.11	2024-08-07	未到期
24 龙城发展 PPN003B	4.00	4.00	5	2.25	2.25	2024-08-07	未到期
24 龙城 02	20.00	20.00	5	2.29	2.29	2024-08-15	未到期
24 龙城发展 PPN004	5.00	5.00	5	2.42	2.42	2024-09-12	未到期
24 龙城发展 MTN003	3.00	3.00	5	2.38	2.38	2024-09-24	未到期
24 龙城发展 MTN004A	5.00	5.00	3	2.30	2.30	2024-10-15	未到期
24 龙城发展 MTN004B	10.00	10.00	5	2.47	2.47	2024-10-15	未到期
24 龙城发展 MTN005A	7.00	7.00	3	2.38	2.38	2024-11-04	未到期
24 龙城发展 MTN005B	5.00	5.00	5	2.62	2.62	2024-11-04	未到期
24 龙城发展 PPN005	10.00	10.00	3	2.30	2.30	2024-11-11	未到期
24 龙城发展 PPN006A	5.00	5.00	3	2.30	2.30	2024-11-20	未到期
24 龙城发展 PPN006B	5.00	5.00	5	2.50	2.50	2024-11-20	未到期
25 龙城 01	5.00	5.00	3	1.92	1.92	2025-02-11	未到期
25 龙城 03	10.00	10.00	1+1+1	2.03	2.03	2025-04-02	未到期
25 龙城发展 CP001	2.35	2.35	1	1.89	1.89	2025-04-23	未到期
25 龙城发展 PPN001	10.00	10.00	1	1.84	1.84	2025-06-05	未到期
合计	348.75	335.65	-	-	-	-	-

资料来源：Wind

2. 偿债能力

(1) 现金流量

该公司业务获现情况受政府拨款进度的影响较大，各年间存在明显波动，2024 年营业收入现金率为 181.05%，较上年末增加 32.66 个百分点，处于较好水平。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 54.33 亿元，较上年末大幅增长 53.40 亿元，主要系当年收到政府代建项目回款所致。公司投资性现金流主要反映固定资产、土地资产等购置支出、在建工程投资、股权投资以及理财产品投资活动等。2024 年投资活动产生的现金流量净额为 -5.44 亿元，净流出规模同比减小，主要系上年购买政府公租房支出较大所致。筹资活动方面，2024 年公司筹资活动产生的现金流量由净流入转为净流出 95.95 亿元，主要系当年公司偿还较大规模债务所致。

2025 年第一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额为 72.60 亿元，主要系持续收到代建项目回款所致。同期投资活动现金流量净额为 -1.17 亿元，主要系在建工程投入等；筹资活动现金流量净额为 -65.63 亿元，债务仍呈净偿还趋势。

(2) 盈利

跟踪期内，该公司营业毛利仍主要来自委托代建工程，经营性资产出租、停车管理服务对毛利形成一定补充，其余经营性业务对毛利的贡献相对有限。总体看业务盈利空间较小。2024 年，公司营业毛利为 3.01 亿元，同比增

长 1.44%，综合毛利率为 5.40%，较上年变动不大。

该公司管理费用有一定支出需求，较大规模利息由财政承担而对财务费用形成冲减，使得总体期间费用核算规模不大，2024 年期间费用为 2.19 亿元，较上年增加 1.03 亿元，主要系利息支出及管理费用增多所致。因业务盈利性偏低，投资收益、政府补助对公司利润具有重要影响。2024 年，公司投资收益为 0.37 亿元，较上年末增长 0.02 亿元，仍主要来自债权持有的利息收益；收到政府补助 0.35 亿元。2024 年，公司净利润为 0.03 亿元，较上年大幅减少 1.16 亿元，主要系上年产生的美元债锁汇产品公允价值变动收益规模较大所致。

2025 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.30 亿元，当期投资收益等非经常性损益规模小，公司实现净利润-0.18 亿元，出现亏损。

（3）偿债能力

该公司刚性债务规模较大，而主业盈利能力较弱，EBITDA 对利息支出保障程度不高，对刚性债务的保障能力偏弱。2024 年 EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所下降，主要系公司当年利润总额降低影响。跟踪期内公司经营现金及非筹资性现金流转为净流入状态，对当期债务偿付形成一定保障。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 337.97%和 324.67%，处于较好水平，但公司流动资产以应收账款、存货等为主，资产实际流动性受项目结算以及政府回款进度影响。同期末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 27.95%和 34.16%，2024 年以来公司偿还债务的现金支出规模较大，期末货币资金保有规模减少，货币资金对短期债务的覆盖程度下降，面临一定的即期债务偿付压力。

该公司与银行等机构合作关系良好，截至 2025 年 3 月末，公司已获得各银行授信额度 610.76 亿元，尚未使用的授信额度为 382.05 亿元，较大规模的银行授信额度能为公司资金周转提供一定保障。

图表 12. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.72	0.87	0.76	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	1.49	0.31	19.03	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.71	0.16	9.45	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-11.05	-13.37	17.13	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-5.29	-6.81	8.50	—
流动比率(%)	331.46	279.66	337.97	324.76
现金比率(%)	25.18	23.90	12.14	15.60
短期刚性债务现金覆盖率(%)	65.72	49.87	27.95	34.16

注：根据龙城发展所提供的数据计算

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司实际控制人及全资控股股东仍为太原市财政局。公司产权状况详见附录一。

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求，建立了符合业务管理需要的法人治理机制。公司设立董事会和监事会，不设股东会。董事会成员为 7 人，其中职工代表 1 人，由职工代表大会选举产生，非职工代表 6 人，由出资人委派；董事会设董事长 1 人、副董事长 1 人，董事长由出资人从董事会成员中指定；董事会及董事每届任期 3 年，任期届满，经出资人委派可以连任。监事会成员为 5 人，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生，非职工代表 3 人，由出资人委派；监事每届任期 3 年，任期届满，经出资人委派可以连任；监事会设主席 1 人，由出资人从监事会成员中指定。公司设总经理 1 名、副总经理若干名、总会计师 1 名，由董事会聘任或者解聘。跟踪期内，公司董事会成员发生变动，截至目前公司董事会、监事会成员已按章程要求全部到位。

2. 表外因素

截至 2025 年 3 月末，该公司对外担保余额为 34.78 亿元，担保比率为 9.40%，担保对象为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，上述公司均为太原市国资委下直属子公司，公司对外担保风险可控。

图表 13. 截至 2025 年 3 月末公司对外担保余额情况（单位：亿元）

被担保人	担保开始日	担保到期日	担保余额
太原市迎泽资产经营管理有限公司	2022-6-20	2041-6-19	4.94
	2023-6-30	2041-6-19	1.98
太原市政建设集团有限公司	2023-7-1	2026-7-19	6.25
太原国有投资集团有限公司	2024-7-31	2044-7-30	7.81
	2024-9-28	2043-9-27	13.81
合计	-	-	34.78

资料来源：龙城发展

3. 业务持续性

跟踪期内，该公司控股股东及最终控制人仍为太原市财政局。公司主要从事城市建设及开发，多年来承担了太原市保障房、城中村改造和棚户区改造等大量项目建设任务，并于近年参与文旅、新材料、保租房等区域重点项目投资，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

根据该公司审计报告，公司关联交易主要系与股东太原市财政局的市政基础设施建设、棚户区项目回购等业务往来。2024 年末，公司为太原市财政局提供基础设施及保障房工程建设发生金额 29.63 亿元，与太原市财政局关联方应收、应付款项中应收账款、其他应收款、合同负债、其他流动负债、其他应付款和长期应付款余额分别为 470.15 亿元、23.41 亿元、54.30 亿元、4.89 亿元、0.35 亿元和 14.48 亿元。

根据该公司提供的 2025 年 5 月 8 日的《企业信用报告》，公司本部无欠息、逾期等不良信贷记录，未结信贷中存在 73 笔关注类贷款，余额 64.42 亿元，全部系国开行棚改贷款。根据国家开发银行山西省分行出具的说明函，上述贷款系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，目前还款情况正常。截至 2025 年 6 月 17 日，根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

外部支持

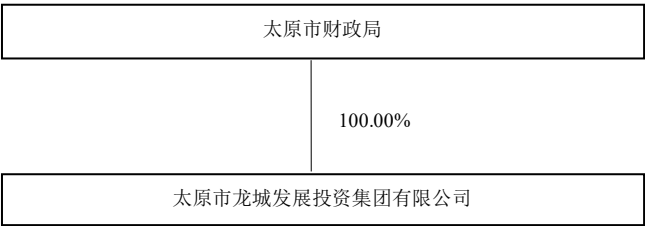
该公司作为太原市主要的投资建设主体之一，承担了太原市保障房、城中村改造和棚户区改造等项目建设任务，在业务开展上可得到太原市政府的有力支持，所承接的区域重点大型项目也有望获得财政资金一定程度上的保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持龙城发展主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AAA。

附录一：

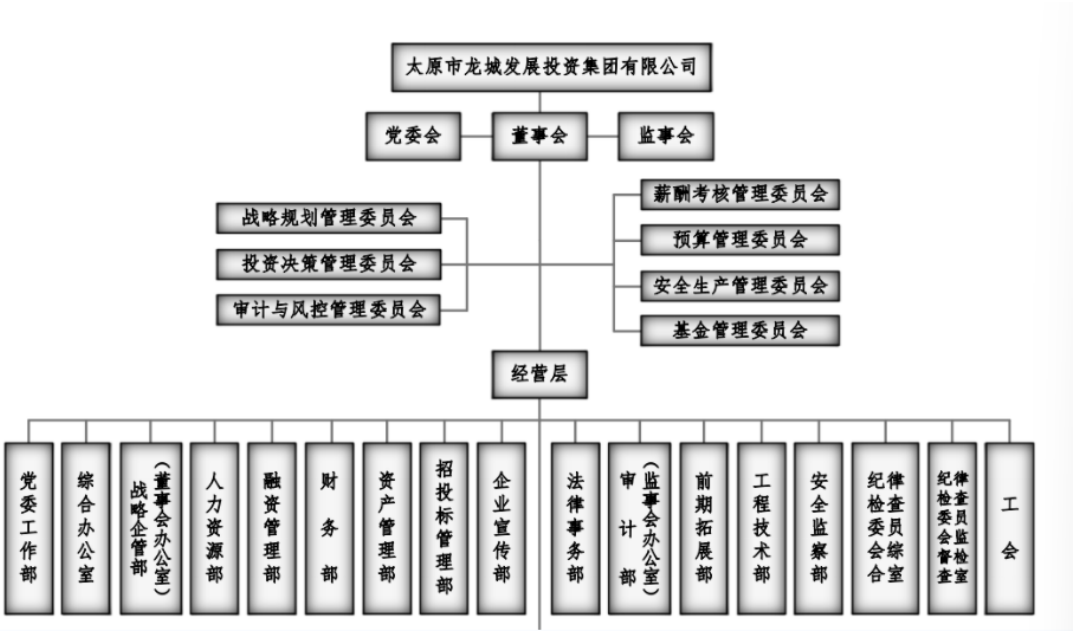
公司与实际控制人关系图



注：根据龙城发展提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据龙城发展提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比 例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	
太原市龙城发展投资集团有限公司	龙城发展	--	存量的基础设施、房地产开发等	985.19	345.22	4.10	0.86	77.02	母公司口径
太原市龙城南部置业有限公司	南部置业	100.00	房地产开发及销售，保障性住房的建设	125.18	40.57	0.59	-0.03	-1.00	-
太原市龙城北部置业有限公司	北部置业	100.00	房地产开发及销售，保障性住房的建设	97.87	27.93	5.49	0.05	-5.87	-
太原市太忻一体化经济区建设投资有限公司	太忻建投	100.00	资产管理、建设工程施工、工程管理服务	35.02	-0.03	6.70	0.01	-1.25	--

注：根据龙投发展提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	4,140.64	1,300.21	68.60	302.03	3.73	10.37
上海浦东土地控股(集团)有限公司	737.21	225.51	69.41	129.19	27.97	-11.68
太原市龙城发展投资集团有限公司	1070.82	371.13	65.34	55.75	0.03	54.33

注：根据 Wind 整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
资产总额[亿元]	1,082.00	1,164.91	1,070.82	995.75
货币资金[亿元]	65.82	76.09	28.84	34.66
刚性债务[亿元]	563.07	605.44	544.70	484.35
所有者权益[亿元]	346.67	378.34	371.13	370.04
营业收入[亿元]	56.13	58.46	55.75	13.44
净利润[亿元]	1.28	1.19	0.03	-0.18
EBITDA[亿元]	18.73	20.18	19.02	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.94	0.93	54.33	72.60
投资性现金净流入量[亿元]	-33.15	-40.70	-5.44	-1.17
资产负债率[%]	67.96	67.52	65.34	62.84
长短期债务比[%]	180.92	136.04	194.35	181.18
权益资本与刚性债务比率[%]	61.57	62.49	68.14	76.40
流动比率[%]	331.46	279.66	337.97	324.76
速动比率[%]	266.38	225.81	259.14	243.57
现金比率[%]	25.18	23.90	12.14	15.60
短期刚性债务现金覆盖率[%]	65.72	49.87	27.95	34.16
利息保障倍数[倍]	0.66	0.82	0.70	—
有形净值债务率[%]	216.01	209.98	193.68	173.69
担保比率[%]	1.44	3.70	9.53	9.40
毛利率[%]	2.96	5.08	5.40	2.24
营业利润率[%]	4.21	4.39	1.90	-0.85
总资产报酬率[%]	1.62	1.68	1.57	—
净资产收益率[%]	0.37	0.33	0.01	—
净资产收益率*[%]	0.50	0.36	-0.04	—
营业收入现金率[%]	173.00	148.39	181.05	638.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.49	0.31	19.03	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.71	0.16	9.45	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.05	-13.37	17.13	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.29	-6.81	8.50	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	0.87	0.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注：表中数据依据 2022~2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2012 年 3 月 20 日	AA+/稳定	戴志刚、陈其、袁旭	新世纪评级方法总论（2012）	报告链接
	评级结果变化	2020 年 7 月 16 日	AAA/稳定	李叶、陈承宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 27 日	AAA/稳定	王静茹、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AAA/稳定	王静茹、谢思源	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (22 龙城 02)	历史首次评级	2022 年 1 月 14 日	AAA	马青、张雪直	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 27 日	AAA	王静茹、苏利杰	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AAA	王静茹、谢思源	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。