

2014年太原经济技术开发区总公司企业债券

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]101114】

评级对象: 2014年太原经济技术开发区总公司企业债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA	2018年08月31日
前次跟踪:	AA	稳定	AA	2017年11月22日
首次评级:	AA	稳定	AA	2013年04月10日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	1.33	0.07	0.08
刚性债务	11.00	13.71	12.09
所有者权益	66.61	68.12	67.93
经营性现金净流入量	-1.54	-2.76	4.22
发行人合并数据及指标:			
总资产	78.92	99.69	105.12
总负债	12.32	28.04	33.27
刚性债务	11.37	25.51	27.80
所有者权益	66.61	71.65	71.85
营业收入	2.05	3.29	3.17
净利润	0.91	0.81	0.19
经营性现金净流入量	-1.54	-13.96	-1.52
EBITDA	1.12	1.10	0.47
资产负债率[%]	15.61	28.12	31.65
长短期债务比[%]	835.08	526.74	275.73
权益资本与刚性债务比率[%]	585.77	280.92	258.48
流动比率[%]	3620.65	1499.50	794.01
现金比率[%]	101.53	82.27	14.46
利息保障倍数[倍]	3.06	0.96	0.22
EBITDA/利息支出[倍]	3.57	1.12	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.06	0.02

注:发行人数据根据太原经开经审计的2015-2017年财务报表数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
 李 叶 liye@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对太原经济技术开发区总公司(简称“太原经开”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的14太原经开债的跟踪评级反映了2017年以来太原经开在外部环境和负债经营程度等方面保持优势,同时也反映了公司在未来业务来源保障、盈利能力、资产流动性及代偿风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内,山西省整合成立山西转型综改示范区,经开区作为其八大开发区中规模最大、发展最快的开发区,将能得到山西省在政策、财政资金等方面的大力支持,未来发展有望持续向好。
- **负债经营程度较低。**跟踪期内,太原经开负债经营程度仍较低,债务期限结构较合理。

主要风险:

- **未来业务不确定。**跟踪期内,经开区尚处于山西转型综改示范区整合阶段,太原经开未来业务有一定不确定性。
- **盈利能力弱。**跟踪期内,太原经开净利润较上年大幅减少,盈利能力弱。
- **资产流动性一般。**跟踪期内,太原经开资金主要沉淀于存货和在建工程,易变现资产少,对债务覆盖程度有限。
- **代偿风险大。**跟踪期内,太原经开以前年度对外担保的企业晋能千禧违约,公司代偿风险大。



➤ 未来展望

通过对太原经开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 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年太原经济技术开发区总公司企业债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年太原经济技术开发区总公司企业债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据太原经开提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对太原经开的财务状况、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 2014 年 4 月 24 日发行了人民币 7.00 亿元的企业债券（简称“14 太原经开债”），期限 7 年。本期债券票面利率 7.43%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。14 太原经开债设计本金提前偿还条款，即自存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

截至 2018 年 7 月末，该公司已发行的债券为 14 太原经开债，还本付息情况正常，待偿还债券本金为 4.20 亿元。14 太原经开债募集资金主要用于孵化基地 1-5 号楼工程，2017 年末募集资金已全部使用完毕。截至 2017 年末，上述五个项目相关情况见图表 1。

图表 1. 2017 年末募投项目情况明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	已投资	已使用募集资金	建设内容	项目进程
孵化基地 1 号楼	8.71	26.93	7.00	自主创新科技孵化中心及其他配套附属功能等	竣工验收已通过，正在办理手续
孵化基地 2 号楼	1.15			自主创新及高新成果展示厅、具有地方特色的文化、艺术产品及成果展示厅、专家或艺术家创作室等	竣工验收已通过，正在办理手续
孵化基地 3 号楼	6.38			培训室、教学室、研讨室、图书阅览室、会议室、健身活动室及其他配套附属功能等	竣工验收已通过，正在办理手续
孵化基地 4 号楼	14.61			高新技术研发中心及其他配套附属功能等	已完成竣工验收
孵化基地 5 号楼	4.57			国际化大型企业科技研发基地及其他配套附属功能等	已完成竣工验收

资料来源：太原经开

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管

制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增

量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《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。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保

或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

2015 年以来，太原市经济发展有所回暖并保持相对平稳的增长态势。在供给侧改革背景下，第三产业成为拉动经济增长的第一动力，新兴产业对经济的贡献度持续上升，但工业经济增长对单一行业和单一企业的依赖度较高，仍面临较大的转型优化压力。近年来太原经开区经济持续增长，目前正与太原高新区等整合成为山西转型综改示范区，能得到山西省政府多方位的财政支持，未来发展前景向好。

太原市地处山西省北部，全市总面积 6988 平方千米，其中建成区面积 198 平方千米，现辖 6 区、2 县、1 市、2 个国家级开发区（太原市经济技术开发区和太原市高新技术开发区）和 2 个省级开发区（太原工业园区和太原不锈钢生态工业园区）。2017 年末，太原市常住人口为 437.97 万人，城镇化率为 84.70%。

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主要组成部分，此外还拥有丰富的其他矿藏资源，主要有铁、锰、铜、铝、铅、锌等金属矿和硫磺、石膏等非金属矿。太原市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。2017 年，太原市传统产业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为 39.3%，对全市规模以上工业增加值增长的贡献率为 26.8%，拉动规模以上工业增加值增长 2.4 个百分点。

近年来，太原市加快产业转型升级，目前形成了以能源、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，总体呈现出稳中有进的发展态势。2015-2017 年，太原市分别实现地区生产总值 2735.34 亿元、2955.60 亿元和 3382.18 亿元，同比分别增长 8.9%、7.5% 和 7.5%，增长有所放缓。

从三次产业看，2017 年太原市三次产业分别增长 3.0%、7.0% 和 7.9%，分别拉动地区生产总值增长 0.04、2.62 和 4.84 个百分点。2017 年太原市第三产业实现增加值 2069.94 亿元，对经济增长的贡献率达 64.5%，是拉动太原市经济增长的第一动力。根据《山西省“十三五”服务业发展规划》，生产性服务业方面，太原市将被打造成具有内生动力、能够辐射引领、示范带动全省的生活性服务业核心区。旅游业方面，太原市旅游产业发展的总体思路是按照“一环一带三区¹”的总体布局，全方位提升“唐风晋韵·锦绣太原”城市品牌知名度，提出的目标为到 2020 年旅游产业增加值占全市 GDP 的比重 7% 以上，

¹ “一环”指城市边山旅游文化生态景观环，“一带”指汾河生态景观带，“三区”指阳曲黄土风情农耕文化区、清徐现代农业休闲观光区、娄烦自然风光生态保障区。

达到新兴支柱产业的要求。2017年,太原市共接待入境游客22.95万人次,同比增长4.5%;国内游客6757.77万人次,同比增长19.3%。实现旅游总收入821.88亿元,同比增长20.2%,增速较上年全年(16.3%)提升3.9个百分点。

2018年上半年度,太原市实现地区生产总值1729.82亿元,较上年同期增长9.1%,经济增速高于上年同期1.0个百分点。

图表 2. 2015 年以来太原市主要经济指标及增速 (单位: %)

指标	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值 (亿元)	2735.34	8.9	2955.60	7.5	3382.18	7.5	1729.82	9.1
规模以上工业增加值 (亿元)	600.48	5.7	571.81	7.0	631.23	9.0	359.14	11.5
固定资产投资 (亿元)	2025.61	16.0	2027.71	0.1	964.86 ²	6.8	530.07	17.4
社会消费品零售总额 (亿元)	1540.80	6.2	1666.24	8.1	1767.82	6.1	865.00	8.5
进出口总额 ³	106.77	0.1	133.14	24.8	915.25	4.1	492.51	19.9

资料来源: 山西省统计局、太原市统计局公开信息

随着供给侧改革不断推进,太原市经济转型升级步伐加快,新兴产业发展势头良好。2017年全市完成规模以上工业增加值631.23亿元,同比增长9.0%;其中,传统产业完成规模以上工业增加值383.34亿元,较上年增长9.5%,占全市规模以上工业增加值的比重为60.7%;传统产业规模对全市规模以上工业增加值增长的贡献率为73.2%,拉动规模以上工业增加值增长6.6个百分点。在非传统产业中,装备制造业贡献显著,2017年太原市装备制造业规模以上工业增加值占规模以上工业增加值的比重为41.8%,对太原市规模以上工业增加值增长的贡献率达66.8%,拉动规模以上工业增加值增长6.0个百分点。但从工业结构看,太原市工业经济增长对单一企业、单一行业拉动的依赖较大,2017年通信及计算机设备制造业(以富士康集团为主体)实现规模以上工业增加值177.07亿元,占当年规模以上工业增加值的比重达28.05%,太原市经济转型优化任务仍艰巨。2018年以来,太原市传统产业增加值保持增长,装备制造业增长较快,上半年度全市规模以上工业增加值完成359.14亿元,较上年同期增长11.5%,增速较一季度加快0.8个百分点,分别高出全国(6.7%)和全省(5.5%)4.8和6.0个百分点,在全省居第1位。

2015-2017年,太原市固定资产投资总额分别为2025.61亿元、2027.71亿元和964.86亿元,同比增速分别为16.0%、0.1%和6.8%。从具体投资构成看,2017年第二产业投资同比下降13.0%,其中工业投资同比下降13.2%,工业投资低迷;第三产业投资同比增长15.1%,增速较上年提高10.8个百分点。近年来,太原市投资增长支撑力较为单一。第三产业投资作为全市投资增长的主动力,占全市投资的比重由上年的79.0%提升至85.1%,对全市投资增长的贡献率达174.6%。而工业投资连续两年呈现负增长态势,占全市投资的比重由上年的17.2%降至13.9%,下拉全市投资增速2.3个百分点。

房地产市场方面,2015-2017年太原市房地产开发投资额分别为604.22亿元、681.90亿元和478.14亿元,受2017年山西省去库存举措影响,投资显著下滑。同期全市分别实现商品房销售额337.16亿元、468.41亿元和710.16亿元,2017年房地产销售整体呈现向

² 2017年国家统计局确定山西省为投资统计改革试点省份,固定资产投资额的统计方法由原来的以形象进度法为主改为以财务支出法为主,导致与以前年度的统计口径差异。

³ 2015-2016年进出口总额数据单位为亿美元,2017年和2018年上半年度进出口总额数据单位为亿元。

好态势。受益于 2017 年太原市商品房销售增加，2018 年以来，房地产开发企业加大了投资力度，2018 年 1-3 月，全市房地产开发投资额为 81.68 亿元，同比增长 14.2%，占全市固定资产投资额的比重为 53.2%，拉动太原市固定资产投资增长 7.3 个百分点。

2015-2017 年，太原市土地市场整体呈量价齐升态势。2017 年，全市土地出让面积为 399.71 万平方米，同比增长 9.74%，其中住宅用地成交面积同比增长 19.21% 至 313.38 万平方米；全市土地成交价格合计为 283.14 亿元，同比增长 22.05%，其中，住宅用地成交价格同比增长 12.17% 至 238.10 亿元；土地出让单价为 7083.53 元/平方米，同比增长 11.21%，其中，住宅用地出让单价同比下降 5.91% 至 7597.65 元/平方米。2018 年上半年度，太原市土地出让面积仍较大，为 295.49 万平方米，出让的土地以工业用地为主，受工业用地出让价格较低影响，土地成交价格为 70.26 亿元，为 2017 年的 24.81%。

图表 3. 2015 年以来太原市土地市场出让情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
土地出让面积（万平方米）	286.27	364.22	399.71	295.49
其中：工业用地	29.62	79.23	34.14	215.27
商服用地	21.44	16.78	41.16	8.32
住宅用地	190.56	262.88	313.38	59.62
土地成交价格（亿元）	149.45	231.98	283.14	70.26
其中：工业用地	2.05	5.40	2.40	12.22
商服用地	20.08	12.25	38.06	8.01
住宅用地	123.80	212.27	238.10	47.61
土地出让单价（元/平方米）	5220.47	6369.23	7083.53	2377.75
其中：工业用地	692.68	681.26	701.90	567.66
商服用地	9367.54	7297.50	9245.75	9627.40
住宅用地	6496.58	8074.63	7597.65	7985.58

资料来源：Wind

太原经济技术开发区（以下简称“经开区”）成立于 1992 年 6 月，同年 11 月经山西省人民政府批准为省级经济技术开发区，2001 年 6 月经国务院颁布的《国务院办公厅关于山西太原经济技术开发区的复函》（国办函[2001]33 号）文件批准为国家级经济技术开发区。根据山西省委省政府 2016 年 12 月 17 日印发的《关于建设山西转型综改示范区的实施方案》（以下简称“《方案》”）（晋发[2016]51 号）文件精神，将太原都市范围内包括经开区在内的八个主要开发区进行整合，建设山西转型综改示范区，实施体制机制创新和配套措施改革，形成体制优势、创新优势、规模优势、产业优势、环境优势。《方案》中表述，通过 5-10 年的建设，将山西转型综改示范区建设成为新体制新机制新政策先行先试的配套改革先导区、战略性新兴产业创新发展高地、对内对外开发的综合平台，为全省转型综改试验发挥示范作用。经开区是本次山西省转型综改示范区整合的八个主要开发区中规模最大、发展最快的开发区，山西省政府将多渠道加大财政支持力度，对 2016-2020 年示范区省、市两级分享税收收入增加部分，由省、市财政通过专项转移支付给予支持，用于项目引进、人才引进和激励、基础设施建设等。经开区现已形成装备制造、新材料新能源、电子信息、食品及农产品加工、生物制药等五大主导

产业。2017年，经开区完成地区生产总值292.96亿元，同比增长14.30%；规模以上工业总产值实现861.19亿元，同比增长20.64%。

图表 4. 2015-2017年经开区国民经济和社会发展主要指标

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增幅 ⁴ (%)	金额	增幅(%)	金额	增幅(%)
地区生产总值(亿元)	221.00	17.80	249.58	18.70	292.96	14.30
规模以上工业总产值(亿元)	642.00	8.00	711.42	10.68	861.19	20.64
固定资产投资(亿元)	124.10	20.79	147.81	19.08	—	—
进出口总额(亿美元)	63.96	16.30	97.13	51.14	—	—

资料来源：太原经开

2. 业务运营

跟踪期内，该公司营业收入较上年小幅下降，仍主要来源于土地整理业务。公司项目建设投入资金较大，资金回笼相对滞后，但受山西转型综改示范区正在整合，公司未来建设项目尚未确定影响，现阶段公司后续项目投资不大，资金压力较小。

该公司是经开区开发建设主体，主要从事园区内土地整理业务以及少量的房屋租赁、物业管理等业务。2017年公司实现营业收入3.17亿元，较上年下降3.81%，主要系土地整理业务收入减少所致。从收入构成来看，2017年公司实现土地整理收入2.92亿元，占当年营业收入的92.28%，较上年下降1.70个百分点；此外，公司其他业务收入较少，由房屋租赁及物业管理业务收入构成，合计0.24亿元，占主营业务收入的7.72%。2017年公司实现毛利0.69亿元，其中土地整理业务仍是公司最主要的毛利来源，当年实现毛利0.53亿元，占公司营业毛利的77.09%，较上年下降5.22个百分点；其他业务实现毛利0.16亿元，占营业毛利的22.91%，较上年上升6.22个百分点，主要是房屋租赁业务毛利增加所致。

图表 5. 2016-2017年公司营业收入及毛利情况⁵(单位：万元、%)

类别	2016年		2017年	
	收入	占比	收入	占比
营业收入合计	32921.73	100.00	31666.63	100.00
土地整理业务	30940.78	93.98	29221.36	92.28
房屋租赁业务	1782.56	5.41	2302.86	7.27
物业管理业务	198.39	0.60	142.41	0.45
营业毛利合计	6659.03	100.00	6869.04	100.00
土地整理业务	5547.34	83.31	5295.29	77.09
房屋租赁业务	982.32	14.75	1458.31	21.23
物业管理业务	129.38	1.94	115.44	1.68

资料来源：太原经开

⁴ 按可比价格计算。

⁵ 下表中合计数若与各分项加总数差0.01，主要系四舍五入造成。

(1) 土地整理业务

根据太原经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）《关于授权太原经济技术开发区总公司土地开发整理职能的意见》（并经管发[2008]200号），该公司被授权代表经开区管委会承担政府收储土地的前期开发整理职能，并获得土地出让的有关收益。公司开发整理的土地经“招、拍、挂”后，太原经开区财政按规定扣除国土部门相关出让规费、土地开发资金等以后，按照当期获取的土地出让金的70%左右返还给公司作为其土地整理业务收入，但2017年后公司土地整理业务已不再采用该模式。2016年公司新设全资子公司太原经开汾东房地产开发有限公司（以下简称“汾东房产”）开展园区内圪塔营、化章堡两村的土地整理项目，采用政府购买服务方式。经开区管委会委托汾东房产进行上述两村的土地整理，在购买服务期内按照项目总投资本金回收计划支付购买服务款⁶，即建设期支付汾东房产实际总投资本金中的自有资本金、本年度购买服务管理费及财务费用，经营期年度支付款项为建设期后总资本金余额分年等额支付部分、本年度购买服务管理费及财务费用，同时公司按上述模式每年度确认收入。

圪塔营村土地整理项目分为一期和二期，包括整村既有建筑的拆迁和土地整理，其中一期总投资7.41亿元，项目购买服务款总额为9.03亿元，购买服务期9年（1年建设期，8年经营期），于2016年开工；二期总投资5.61亿元，项目购买服务款总额为6.90亿元，购买服务期5年（1年建设期，4年经营期），于2017年开工。截至2017年末，圪塔营村土地整理项目已投资8.16亿元，占总投资13.02亿元的62.67%。2016-2017年该项目实现收入2.55亿元，结转成本2.09亿元，其中2017年该项目实现收入1.01亿元，结转成本0.83亿元。化章堡村土地整理项目亦分为一期和二期，包括整村既有建筑的拆迁和土地整理，其中一期总投资7.43亿元，项目购买服务款总额为9.05亿元，购买服务期9年（1年建设期，8年经营期），于2016年开工；二期总投资4.84亿元，项目购买服务款总额为5.94亿元，购买服务期5年（1年建设期，4年经营期），于2017年开工。截至2017年末，化章堡村土地整理项目已投资8.72亿元，占总投资12.27亿元的71.07%。2016-2017年该项目实现收入3.47亿元，结转成本2.83亿元，其中2017年该项目实现收入1.91亿元，结转成本1.56亿元。2017年公司结转土地整理业务收入2.92亿元⁷，收到的土地款回款金额为3亿元，其中圪塔营村和化章堡村的土地整理项目分别收到政府购买服务款1.40亿元和1.60亿元。截至2017年末，圪塔营村和化章堡村的土地整理项目已收到政府购买服务款3.78亿元，为支付计划5.26亿元（仅为一期，二期因未到一年政府尚未支付购买服务款）的71.86%，均未能按计划全额支付，土地整理业务回款偏缓。

图表 6. 圪塔营村、化章堡村土地整理项目一期购买服务款支付计划表（单位：亿元）

年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计
圪塔营村土地整理一期项目购买服务款	1.58	1.04	1.00	0.95	0.91	0.87	0.83	0.79	0.74	0.32	9.03
化章堡村土地整理一期项目购买服务款	1.60	1.04	1.00	0.95	0.91	0.87	0.83	0.79	0.74	0.32	9.05
合计	3.18	2.08	2.00	1.90	1.82	1.74	1.66	1.58	1.48	0.64	18.08

资料来源：太原经开

⁶ 购买服务款包括项目总投资、购买服务管理费及财务费用。其中购买服务管理费=（受托方年初项目总投资本金余额+本年度投资额）×1%，逐年提取，如委托方提前还款，费率由双方协商适时增加；财务费用暂按年利率5.05%进行估算，项目实施过程中据实计算。

⁷ 2017年该公司结转收入的土地整理项目包括圪塔营、化章堡两村的一期土地整理项目。

图表 7. 圪塔营村、化章堡村土地整理项目二期购买服务款支付计划表（单位：亿元）

年数	1	2	3	4	5	合计
圪塔营村土地整理二期项目购买服务款	2.10	1.77	1.61	0.74	0.67	6.90
化章堡村土地整理二期项目购买服务款	1.81	1.52	1.39	0.64	0.58	5.94
合计	3.91	3.29	3.00	1.38	1.25	12.84

资料来源：太原经开

(2) 其他业务

工程建设业务方面⁸，2017 年该公司主要建设园区孵化基地和杨庄拆迁项目，园区孵化基地项目是本期债券的募投项目。当年园区孵化基地项目已完工，园区孵化基地 1-3 号楼已通过竣工验收，正在办理手续，4-5 号楼已完成竣工验收。该项目计划总投资 20.80 亿元，2017 年末累计已完成投资 26.93 亿元，因未竣工结算，该项目未确认收入。未来园区孵化基地项目拟通过租售逐步实现投资回款。杨庄拆迁项目总投资 13.39 亿元，该项目采用 BT 模式建设，项目计划工期为 2015 年 7 月至 2017 年 12 月，2017 年末该项目已完成投资 7.71 亿元，预计未来尚有一定的安置费等过渡费用支出。未来，杨庄拆迁项目回款将由经开区管委会按照 BT 项目协议提供资金。2017 年公司因基建项目开发确认的市政工程业务收入为 0.00 亿元⁹。

物业租赁业务方面，2017 年该公司可租赁房产主要为办公和商业用房，具体包括梧桐大厦、孵化基地（1-5 号楼）、金枫会议中心、综合楼、中小园区（城改办）、蒙牛厂房 6 座房产物业。截至 2017 年末，公司可租赁面积共计 364315.26 平方米，实际租赁面积为 56018.48 平方米，出租率为 15.38%，较上年提高 7.38 个百分点，但出租率仍很低，原因主要是新增可出租房产孵化基地（1-5 号楼）正在进行内部装修等收尾工作，尚未完全投入运营所致。2017 年公司房产出租对象主要为管委会、二六八八电子商务有限公司、太原经创微型企业孵化园公司、中国网库信息技术有限公司和蒙牛集团等，当年公司房屋租赁收入为 0.23 亿元，较上年增加 0.05 亿元，主要系 2017 年公司新增物业出租规模上升。

此外，该公司还从事物业管理业务，是对公司所持物业进行物业管理，2017 年实现物业管理收入 142.41 万元，较上年有所减少，主要是公司对部分承租企业免物业费所致。

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为经开区管委会。公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

⁸ 山西转型综改示范区处于成立初期，其相关建设尚处于规划之中，故该公司未来拟建工程建设项目暂未确定。

⁹ 杨庄拆迁项目土地整理部分已于 2015 年完工，根据经开区管委会最新规划，该项目基础设施建设部分将委托外部房地产开发企业进行建设，2017 年该项目发生的投资支出实际为对村民的安置费等过渡费用，故 2017 年该业务收入为 0.00 亿元。

截至 2017 年末，该公司注册资本仍为 15.89 亿元，由太原经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）和中国农发重点建设基金建设有限公司（以下简称“农发基金”）分别持股 98.74% 和 1.26%，公司实际控制人为经开区管委会。跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

根据该公司提供的 2018 年 6 月 21 日的《企业信用报告》，自发行 14 太原经开债以来，公司信用记录良好。截至 2018 年 7 月末，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、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，公司未存在异常情况。

财务

跟踪期内，受项目建设推进影响，该公司负债及刚性债务规模有所增加，但负债经营程度仍在较低水平。公司资金主要沉淀于存货和在建工程，资产流动性一般。公司毛利主要来源于土地整理业务，整体盈利能力较弱。此外，公司对外担保企业已发生违约，公司代偿风险大。

1. 公司财务质量

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 2 家，较上年无变化。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017 年，该公司仍主要通过银行借款等外部融资来满足项目建设资金需要，年末负债总额增至 33.27 亿元，较上年末增长 18.66%。当年末公司资产负债率为 31.65%，较上年末上升 3.53 个百分点，但负债经营程度仍较低。从负债结构来看，2017 年末公司长短期债务比为 275.73%，较上年末下降 251.01 个百分点，公司负债仍以非流动负债为主，与公司业务特征相符合。当年末公司刚性债务为 27.80 亿元，较上年末增加 2.29 亿元，主要由长期借款及应付债券构成，其中长期借款余额 20.21 亿元，主要为质押借款 19.46 亿元，长期借款同比增长 12.59%，主要系当年新增一笔中国建设银行太原昌盛西街支行的质押借款 3.20 亿元所致；应付债券余额为 4.20 亿元，为 2014 年 4 月发行的 7 年期 14 太原经开债余额，年利率 7.43%，较上年末减少 25%，主要系按照该债券提前偿还条款，1.40 亿元应付债券转至一年内到期的非流动负债科目。

该公司流动负债余额较小，2017 年末为 8.85 亿元，较上年末增长 239.61%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和应交税费增加所致。其中，受化章堡和圪塔营两村土地整理项目建设推进、资金需求较大影响，其他应付款余额较上年末大幅增长 176.70% 至 4.25 亿元，主要为应付山西综改示范区投资开发控股集团有限公司 2.61 亿元

和太原高新区建设投资有限公司 1 亿元往来款；一年内到期的非流动负债余额为 3.09 亿元，较上年末增长 94.34%，主要系 1 年内到期的长期借款增加 1.50 亿元所致；应交税费 1.05 亿元，较上年增长 27.88%，主要为应交的增值税和企业所得税增加所致。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 2 亿元，是公司对太原晨煜置业发展有限公司（以下简称“晨煜置业”）的担保，担保期限为 2016 年 1 月 27 日至 2021 年 1 月 26 日，年末公司担保比率为 2.78%。截至 2017 年末，晨煜置业注册资本和实收资本均为 6.57 亿元，由山西综改示范区投资发展控股集团有限公司（以下简称“示范区投控集团”）持股 100%，而示范区投控集团由管委会持股 100%，因此晨煜置业的最终控制人为管委会。晨煜置业经营范围为以企业自有资金进行项目投资（不含金融业务）；道路工程施工、管理、服务；房地产开发经营；房屋租赁及配套服务；土地整理。目前晨煜置业经营正常。

此外，该公司为山西晋能千禧置业有限公司（以下简称“晋能千禧”）向深圳平安大华汇通财富管理有限公司（以下简称“平安大华公司”）借款 2.30 亿元提供了连带保证。2015 年 8 月 12 日，平安大华公司分别与公司、山西千禧控股集团有限公司（以下简称“千禧控股集团”）和山西煤炭运销集团太原有限公司（以下简称“晋煤太原公司”）签订了《保证担保合同》，合同均约定各自为平安大华公司与晋能千禧¹⁰签署的主合同项目下债务的履行提供连带责任保证，担保金额分别为 2.30 亿元、0.92 亿元和 1.38 亿元。该笔 2.30 亿元贷款是由平安大华公司委托重庆商业银行股份有限公司永川支行（以下简称“永川支行”）向晋能千禧发放，用于经开区城西村城中村改造，贷款期限为 5 个月，从 2015 年 10 月 30 日起至 2016 年 3 月 30 日止，利率为 12.6%，每月 20 日结息。平安大华公司已于 2015 年 10 月 30 日委托永川支行向晋能千禧发放了贷款 1.80 亿元，但晋能千禧未能如期全额偿还本息。截至 2017 年 11 月 21 日，晋能千禧已偿还平安大华公司 3071 万元本金和结清截至 2016 年 12 月 20 日前的利息、罚息及复利，晋能千禧尚欠平安大华公司本金 1.50 亿元。由于晋能千禧未能在贷款到期后按约定期限偿还贷款本息，已构成违约，一审判决晋能千禧需按约定以逾期归还贷款本金 1.50 亿元为基数、按照年利率 12.6% 的 150%（即 18.9%）标准支付平安大华公司逾期罚息。公司代偿后，有权向晋能千禧追偿。根据公司提供的对上述借款合同纠纷一案的拟定解决方案说明，公司与晋能千禧均提出了上诉，现案件在二审审理阶段。同时，公司与晋能千禧及实际控制人平安银行太原分行已达成初步意向，拟定由公司购置晋能千禧开发的在建工程，晋能千禧同意公司将该款项打入平安银行的指定账户，晋能千禧即以该购置款项归还平安大华公司的借款，以彻底解决该诉讼。目前拟购置资产已进行了资产评估，拟定了《在建工程转让协议书》，各方正就具体操作细节进行协商中。本评级机构将持续关注该案件的进展及对公司的影响。

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流主要反映土地整理等业务的现金收支及与其他单位的往来款。2017 年，公司土地整理业务回款加快，获得的土地出让金返还等现金大幅上升，与

¹⁰晋能千禧成立于 2013 年 8 月 14 日，注册资本为 1000 万元，截至报告出具日由晋煤太原公司持股 60%，由千禧控股集团持股 40%，由于晋煤太原公司由山西煤炭运销集团 100% 持股，而山西煤炭运销集团由晋能集团有限公司 100% 持股，晋能集团有限公司由太原市国资委 100% 持股，因此晋能千禧置业的最终控制人为太原市国资委。

其他单位的往来款净收入亦大幅增加，同时当年化章堡和圪塔营两村土地整理项目、建设资金投入大幅下降，受上述因素综合影响，经营活动现金净流出减至 1.52 亿元，同比净流出下降 89.14%。当年公司营业收入现金率为 98.40%，同比提升 87.01 个百分点，公司主业获现能力大幅增强。同期，随着公司孵化基地项目工程的收尾、相关投资减少，但公司增加对太原经浦企业管理服务中心（有限合伙）的投资 1.55 亿元，投资活动现金净流出 1.84 亿元，同比净流出增长 68.11%。2017 年公司从银行获得借款 4 亿元，同时偿付债务 1.64 亿元和偿付利息等 1.46 亿元，当期筹资活动现金净流入 0.90 亿元，较上年减少 94.80%，筹资性净现金流未能覆盖非筹资性现金流缺口。

2017 年，该公司 EBITDA 为 0.47 亿元，同比大幅下降 56.98%，系利润总额减少所致。由于公司盈利能力较弱，而刚性债务规模相对较大，故 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度较弱，2017 年公司 EBITDA 对利息支出的比率为 0.02 倍。同时，公司经营净现金流持续为负，无法对负债形成有效保障，2017 年经营性现金流入量与刚性债务和负债总额的比率分别为-5.69%和-4.95%。

(3) 资产质量分析

2017 年，受益于子公司汾东房产净资产增加，该公司少数股东权益增加，公司年末所有者权益为 71.85 亿元，较上年末略增 0.27%。其中，实收资本及资本公积合计占比 85.88%，资本稳定性高。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 105.12 亿元，较上年末小幅增长 5.44%，主要系当年新增化章堡和圪塔营两村土地整理项目推进导致存货增加所致。当年末公司资产仍以流动资产为主，占总资产的比重为 66.88%。从具体构成看，2017 年末公司资产主要由存货和在建工程构成，两者分别占资产总额的 55.74%和 25.62%。其中，存货余额为 58.60 亿元，主要系尚未办理土地使用权证的土地资产 34.01 亿元、化章堡和圪塔营两村土地整理项目开发成本 16.87 亿元以及杨庄城中村改造项目开发成本 7.71 亿元，较上年末增长 10.89%，主要是化章堡和圪塔营两村土地整理项目开发成本增加；在建工程余额为 26.93 亿元，全部为在建的孵化基地项目，随项目建设推进同比增长 3.34%。此外，当年末公司货币资金余额为 1.28 亿元，由于公司以前年度对外担保的企业晋能千禧违约，公司相关账户被冻结 507.59 万元，货币资金余额同比下降 65.22%，主要是当年筹资性现金流未能满足非筹资性现金流需求，公司以货币资金偿付借款及用于土地整理及项目建设所致；应收账款余额为 3.78 亿元，与上年末基本持平，主要是应收山西转型综改示范区管理委员会 3.19 亿元的项目款；其他应收款余额为 6.64 亿元，与上年末基本持平，主要是与太原市经济开发区财政局（以下简称“区财政局”）的往来款 5.93 亿元，账龄在 2-3 年。

(4) 流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司货币资金存量为 1.28 亿元，现金比率为 14.46%，短期刚性债务现金覆盖率为 37.86%，公司短期债务偿付能力较弱。同期末，公司流动比率和速动比率分别为 794.01%和 132.23%，指标表现较好。但由于流动性较弱的存货占比较高，公司资产变现易受项目进度及政府支付项目回购款及时程度的影响。

截至 2017 年末，该公司受限资产余额为 3.24 亿元，占总资产的 3.08%，其中货币资金受限资金 0.05 亿元，系因以前对外担保的企业晋能千禧违约公司银行账户被冻结的银行存款；应收账款受限资金 3.19 亿元，系银行借款质押所致。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司实现毛利 0.69 亿元，较上年下降 3.15%，主要系营业收入减少所致；当年业务毛利率为 21.69%，较上年上升 1.46 个百分点。当年公司营业税金及附加为 0.05 亿元，较上年下降 82.49%，主要是上年房产税按自用房缴纳，2017 年改为从租计征房产税所致。期间费用仍由管理费用和财务费用构成，其中债务利息全部资本化，2017 年管理费用为 0.31 亿元，较上年增长 46.61%，主要是当年新增孵化基地项目聘用物业公司支出 0.10 亿元。2017 年公司期间费用为 0.31 亿元，期间费用率为 9.91%，公司期间费用控制尚在合理范围。同期，公司实现净利润 0.19 亿元，较上年下降 76.34%，主要是公司当年未获得政府补助所致。其中，归属于母公司所有者的净利润为-999.81 万元，主要系当年公司本部亏损所致。2017 年，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 0.27% 和 0.31%，资产获利能力弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司收入主要来源于土地整理业务，受土地整理业务收入减少影响，营业收入有所下降。现阶段后续项目投资不大，资金压力较小。公司负债经营程度仍处于较低水平。

2. 外部支持因素

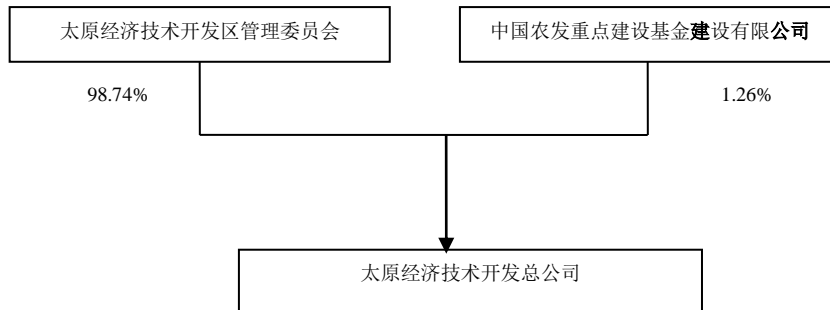
该公司作为经开区基础设施投建主体，得到了政府在业务方面的大力支持，目前公司主要进行的化章堡村和圪塔村土地整理项目的投资支出，均由政府以购买服务资金支付。截至 2017 年末，公司获得银行授信额度为 12.7 亿元，无剩余额度。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司营业收入主要来源于土地整理业务，较上年小幅下降。公司项目建设投入资金较大，资金回笼相对滞后，但受山西转型综改示范区正在整合，公司未来建设项目尚未确定影响，现阶段公司后续项目投资不大，资金压力较小。受项目建设推进影响，公司负债及刚性债务规模有所增加，但负债经营程度仍在较低水平。公司资金主要沉淀于存货和在建工程，资产流动性一般。公司毛利主要来源于土地整理业务，整体盈利能力较弱。此外，公司对外担保企业已发生违约，公司代偿风险大。

附录一：

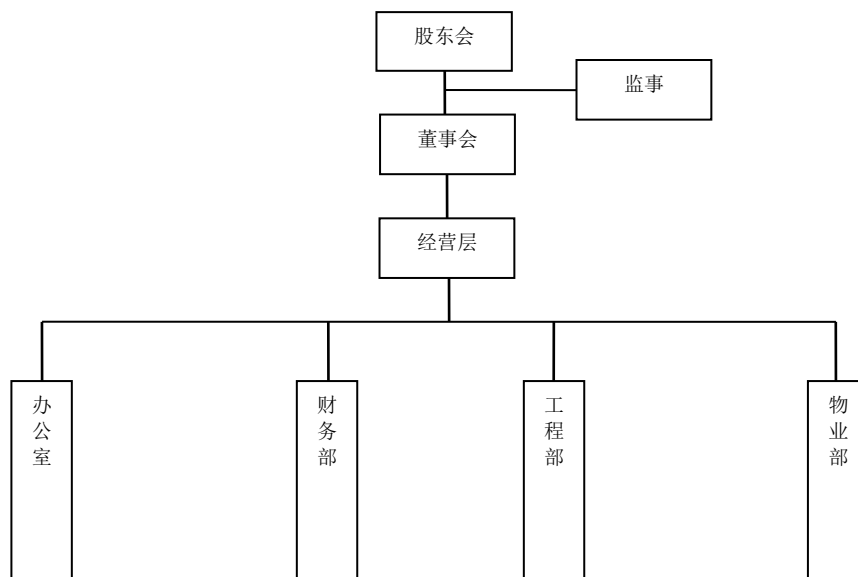
公司与实际控制人关系图



注：根据太原经开提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据太原经开提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	78.92	99.69	105.12
货币资金 [亿元]	1.34	3.68	1.28
刚性债务[亿元]	11.37	25.51	27.80
所有者权益 [亿元]	66.61	71.65	71.85
营业收入[亿元]	2.05	3.29	3.17
净利润 [亿元]	0.91	0.81	0.19
EBITDA[亿元]	1.12	1.10	0.47
经营性现金净流入量[亿元]	-1.54	-13.96	-1.52
投资性现金净流入量[亿元]	-2.25	-1.09	-1.84
资产负债率[%]	15.61	28.12	31.65
长短期债务比[%]	835.08	526.74	275.73
权益资本与刚性债务比率[%]	585.77	280.92	258.48
流动比率[%]	3,620.65	1,499.50	794.01
速动比率 [%]	580.49	318.29	132.23
现金比率[%]	101.53	82.27	14.46
利息保障倍数[倍]	3.06	0.96	0.22
有形净值债务率[%]	18.49	39.13	46.31
担保比率[%]	—	2.79	2.78
毛利率[%]	22.39	20.23	21.69
营业利润率[%]	11.08	5.16	10.15
总资产报酬率[%]	1.24	1.06	0.31
净资产收益率[%]	1.37	1.17	0.27
净资产收益率*[%]	1.37	0.73	-0.15
营业收入现金率[%]	100.99	11.39	98.40
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-107.64	-482.26	-22.76
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.48	-69.20	-4.95
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-264.77	-520.03	-50.35
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-33.15	-74.62	-10.95
EBITDA/利息支出[倍]	3.57	1.12	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.06	0.02

注：表中数据依据太原经开经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

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

附录五：

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 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。

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 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。

评级声明

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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。