

 东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

国有品牌

国际视野



信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

WWW.DFRATINGS.COM |
国有全资信用评级机构

信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与山西省人民政府构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与山西省人民政府不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



2020年第一批山西省政府专项债券 信用评级报告

债券名称	债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
2020年山西省政府专项债券（一期）	AAA	2020/1/13	马丽雅	张青源 孟洁
2020年山西省政府专项债券（二期）	AAA			
2020年山西省政府专项债券（三期）	AAA			
2020年山西省政府专项债券（四期）	AAA			
2020年山西省政府专项债券（五期）	AAA			

主体概况

山西省地处我国中、西部交界地带，是我国实施西部大开发、中部崛起发展战略的重点区域。山西省经济总量在全国排名中下游，对煤炭相关产业较为依赖。全省财政收入以一般公共预算收入和政府性基金收入为主，政府债务规模相对较小。

债券概况

债券简称：专项债（一期）、专项债（二期）、专项债（三期）、专项债（四期）、专项债（五期）
发行总额：上述五期债券合计发行160.00亿元
发行期限：7年、10年、15年、20年和30年，对应的发行规模分别为4.84亿元、45.68亿元、64.56亿元、27.72亿元和17.20亿元
付息方式：7年期利息按年支付、10年期、15年期、20年期和30年期利息按半年支付
还本方式：到期一次还本

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
行政区划	-	20.00	20.00
经济实力	GDP 总量 (亿元)	21.00	21.00
	GDP 增速 (%)	3.00	1.80
	人均 GDP (元)	6.00	3.60
财政实力	一般公共预算收入 (亿元)	12.00	12.00
	一般公共预算收入增速 (%)	4.00	4.00
	可用财力 (亿元)	16.00	16.00
	人均财力 (元/人)	8.00	6.40
债务负担	地方政府债务/可用财力 (%)	6.00	4.80
	(地方政府债务+城投有息债务)/可用财力 (%)	4.00	3.20

2.基础模型参考等级

AAA

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AAA

5.增信措施

无

6.各期债券信用等级

AAA

评级观点

东方金诚认为，山西省经济和财政实力很强，政府债务风险总体可控；本批债券纳入山西省政府性基金预算管理，募投项目预期现金流能够对本批债券的还本付息提供较稳定的资金来源。同时，东方金诚关注到，山西省经济发展对煤炭及相关产业较为依赖，固定资产投资增速波动较大；募投项目存在现金流不达预期的风险。综合分析，山西省人民政府债务偿还能力极强，各期债券到期不能偿付的风险极低。

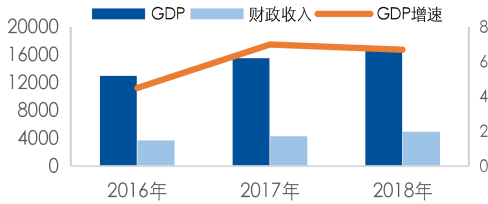
同业比较

项目	山西省	安徽省	陕西省	甘肃省	湖南省	江西省
GDP 总量 (亿元)	16818.1	30006.8	24438.3	8246.1	36425.8	21984.8
GDP 增速 (%)	6.7	8.0	8.3	6.3	7.8	8.7
人均 GDP (元)	45328	47712	63477	31336	52949	47434
一般公共预算收入 (亿元)	2292.7	3048.6	2243.1	871.1	2860.7	2372.3
上级补助收入 (亿元)	1804.3	3082.8	2475.7	2502.9	4682.6	2263.3
政府性基金收入 (亿元)	845.7	3031.5	1464.7	399.2	2231.5	2568.7
地方政府债务余额 (亿元)	2963.7	6704.7	5887.2	2492.1	8708.2	4779.4

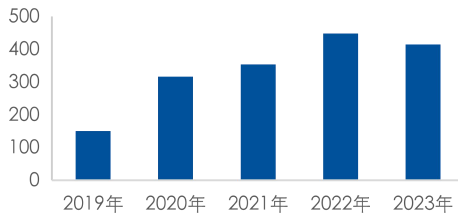
注：数据来自公开资料，年份均为2018年，东方金诚整理。

主要指标及依据

山西省经济与财政指标 (亿元、%)



2018年末山西省政府债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年
地区生产总值 (亿元)	12966.2	15528.4	16818.1
经济增长率 (%)	4.5	7.0	6.7
人均地区生产总值 (元)	35367	42060	45328
规上工业增加值增长率 (%)	1.1	7.0	4.1
固定资产投资 (亿元)	14285.0	6140.9	6050.4
社会消费品零售总额 (亿元)	6480.5	6918.1	7338.5
进出口总额 (亿元)	1099.0	1161.9	1369.9
一般公共预算收入 (亿元)	1557.00	1867.00	2292.70
其中: 税收收入 (亿元)	1036.67	1397.43	1645.67
上级补助收入 (亿元)	1620.80	1683.57	1804.31
政府性基金收入 (亿元)	534.91	760.11	845.71
地方政府债务余额 (亿元)	2290.93	2578.56	2963.67
政府债务率 (%)	61.7	56.2	52.7

资料来源: 山西省统计公报、政府工作报告、财政决算表、山西省财政厅等。

优势

- 得益于良好的区位条件和资源禀赋, 近年来山西省经济保持增长, 经济实力不断增强;
- 山西省以煤炭、焦炭等为代表的传统支柱产业不断优化升级, 装备制造、文化旅游等非煤产业快速发展, 为地区经济的持续发展提供动力;
- 山西省一般公共预算收入和政府性基金收入同比增幅较大, 财政实力不断增强;
- 山西省债务水平较低, 债务集中偿付压力较小, 总体债务风险可控;
- 本批债券纳入山西省政府性基金预算管理, 募投项目预期现金流能够对本批债券的还本付息提供较稳定的资金来源。

关注

- 山西省经济发展对煤炭及相关产业较为依赖, 易受宏观经济及煤炭行业景气度波动等因素影响;
- 山西省固定资产投资增速波动较大, 工业投资增速明显低于基础设施及房地产开发投资, 投资结构有待优化;
- 本批债券募投项目收入及现金流的实现易受项目施工进度、开发成本变动等因素影响而存在不达预期的风险。

评级展望

预计山西省经济和财政收入将保持增长, 政府债务处于可控范围, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《地方政府债券发行主体信用评级方法及模型 (RTFL001201907)》

历史评级信息

债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	2019/11/5	马丽雅 彭筱桐	《地方政府债券发行主体信用评级方法及模型 (RTFL001201907)》	阅读原文
AAA	2015/6/5	俞春江 李增欣 孙超	《东方金诚地方政府债券评级方法》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

主体概况

山西省位于黄河中游东岸，东以太行山与河北省为邻，西、南隔黄河与陕西省、河南省相望，北以外长城为界与内蒙古自治区连接。截至2018年末，山西省下辖11个地级市、23个市辖区、96个县（市），省会为太原市；国土面积15.67万平方公里，占全国国土面积的1.63%；常住人口3718.34万人，其中城镇人口2171.88万人，城镇化率为58.41%。

2018年，山西省实现地区生产总值16818.1亿元，同比增长6.7%；一般公共预算收入2292.70亿元，同比增长22.8%；一般公共预算支出4283.91亿元，同比增长14.0%；政府性基金收入845.71亿元，同比增长11.3%；上级补助收入1804.31亿元，同比增长7.2%。

截至2018年末，山西省政府债务余额2963.67亿元。其中，一般债务1974.52亿元，专项债务989.15亿元。截至2018年末，山西省政府债务率为52.7%。

债券概况及募集资金用途

债券概况

2020年第一批山西省政府专项债券（以下简称“本批债券”）发行总额为160.00亿元，品种为记账式固定利率附息债券，全部为新增债券。本批债券分五期发行，发行规模分别为4.84亿元、45.68亿元、64.56亿元、27.72亿元和17.20亿元，债券期限分别为7年、10年、15年、20年和30年。其中，7年期的债券利息按年支付，10年期、15年期、20年期和30年期的债券利息按半年支付，到期后一次性偿还本金，最后一期利息随本金一起支付。本批债券发行后可按规定在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场流通。

图表1 本批债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行规模	发行期限	还本方式	付息方式
2020年山西省政府专项债券（一期）	4.84	7	到期一次还本	按年支付
2020年山西省政府专项债券（二期）	45.68	10	到期一次还本	按半年支付
2020年山西省政府专项债券（三期）	64.56	15	到期一次还本	按半年支付
2020年山西省政府专项债券（四期）	27.72	20	到期一次还本	按半年支付
2020年山西省政府专项债券（五期）	17.20	30	到期一次还本	按半年支付
合计	160.00	-	-	-

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

山西省政府已将本批债券本息偿付资金纳入其政府性基金预算管理，偿债资金来源为专项债券对应项目的专项收入。

募集资金用途

本批拟发行的新增债券募集资金主要用于山西省政府专项债券项目，涉及省本级和太原市、运城市、晋城市等11个地级市，主要支持各市交通基础设施、市政和产业园区基础设施、农林水利、社会事业、生态环保、物流基础设施、能源等领域公益性项目支出。

宏观经济和政策环境

前三季度经济下行压力逐步显现，中美经贸摩擦仍需持续关注

1~9月 GDP 同比增长 6.2%，其中三季度降至 6.0%，较上季度下滑 0.2 个百分点，连续两个季度小幅走低，反映 5 月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度地受到负面影响。不过，9 月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向缓和，经济运行已开始出现企稳势头。预计四季度 GDP 增速将保持在 6.0%，2019 年 GDP 增速将为 6.2%。未来中美经贸谈判进程仍将是影响短期宏观经济走向的关键因素。

四季度逆周期调节力度将进一步加大，货币政策重点是降低企业融资成本，财政政策将在减税降费和基建提速两方面同时发力

前三季度货币政策总体保持边际宽松态势，严监管效应趋缓，社会融资规模及 M2 增速均现企稳回升势头。新 LPR 改革将带动市场化、结构性降息持续深化。此外，当前全球货币政策已转入宽松轨道，不排除年底前后央行下调 MLF 政策利率的可能。财政政策方面，预计四季度还可能针对企业的减税措施出台，全年减税降费规模有望超过 2 万亿元，专项债资金对基建提速的作用将有明显体现。总体上看，四季度宏观政策在保持定力的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

地区经济

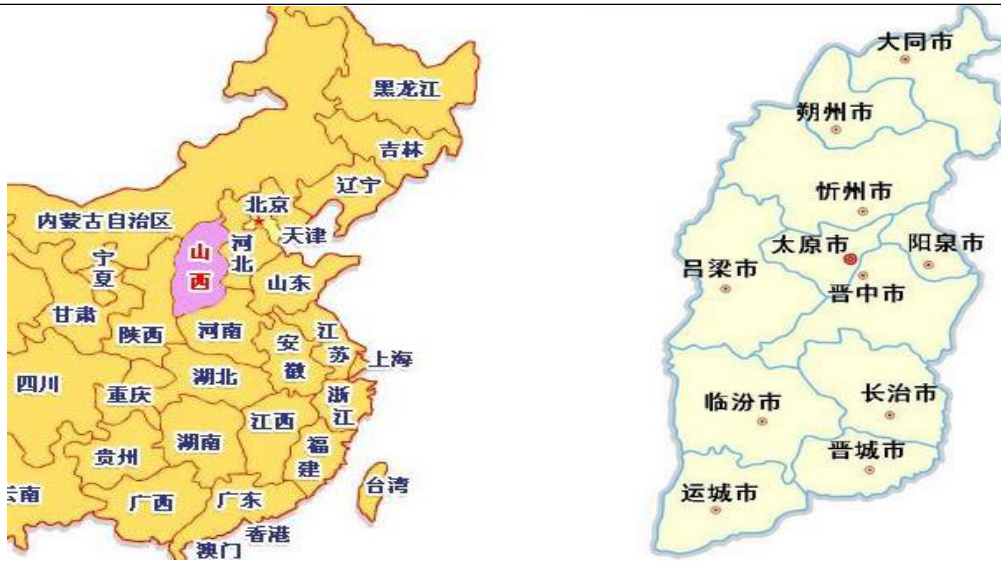
资源禀赋

山西省是我国华北地区重要的交通枢纽，煤炭、煤层气、铝土矿、旅游等资源丰富，为经济发展提供了较为有利的条件

山西省地处我国中、西部交界地带，是我国实施西部大开发、中部崛起发展战略的重点区域，也是连接中西部地区与京津冀及环渤海地区的重要通道。

作为我国华北地区重要的交通枢纽，近年来山西省交通网络不断完善，为煤炭等产业发展提供了较为有力的支撑。公路方面，山西省持续推进“三纵十二横十二环”高速公路网的建设，截至 2018 年末高速公路通行里程达 5604.80 公里。铁路方面，山西省形成了以南北同蒲线、太中银线、石太客运专线为主干，以石太、京原、京包、太焦、大秦等 10 余条铁路为干线和 400 多条专用线构成的叶脉型铁路网络格局，已建成了中南部铁路通道、准朔-太兴铁路等中部运煤通道、蒙西至华中地区运煤通道山西段等运煤专线，为晋煤外运提供了较为有力的支持。航空方面，山西省拥有太原武宿国际机场、运城关公机场、忻州五台山机场、大同云冈机场等 8 个民用机场，民用航空航线 227 条；2018 年，太原武宿国际机场年旅客吞吐量为 1358.84 万人次，是国内第 29 家千万级机场。

图表 2 山西省区位图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

山西省煤炭、煤层气、铝土矿、旅游等资源丰富，为山西省煤炭、煤化工、电力、冶金等优势产业及旅游业的发展提供了有利条件。矿产方面，山西省已发现的矿种达 120 种，其中 70 种已查明资源储量，36 种矿产资源保有储量居全国前十位。山西省煤炭保有资源储量达 2767.85 亿吨，占全国煤炭保有资源储量的 20.1%；煤层气保有资源储量 1825.16 亿立方米，占全国保有资源储量的 88.2%；铝土矿保有资源储量 14.16 亿吨，占全国保有资源储量的 36.5%。山西省拥有五台山、黄河壶口瀑布等 5 个国家级风景名胜区、2 个国家级自然保护区、4 个省级风景名胜区，其中平遥古城、云冈石窟和五台山等已被联合国教科文组织列入世界文化遗产。

经济总量

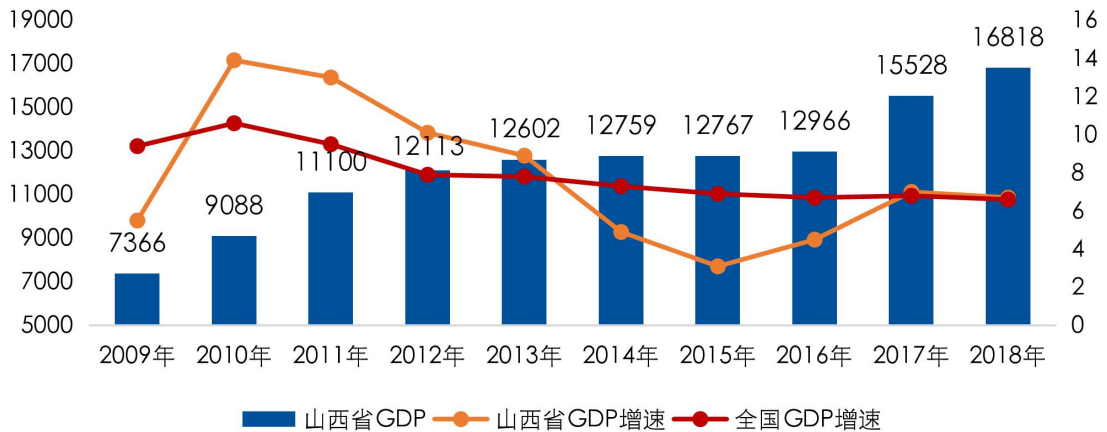
近年来，山西省经济保持增长，经济实力不断增强；但经济发展对煤炭及相关产业较为依赖，易受宏观经济及煤炭行业景气度波动影响

近年来，山西省地区经济实力不断增强。2014 年~2018 年，山西省地区生产总值分别为 12759.4 亿元、12766.5 亿元、12966.2 亿元、15528.4 亿元和 16818.1 亿元，同比分别增长 4.9%、3.1%、4.5%、7.0%和 6.7%。2018 年，山西省经济增速高于全国经济增速 0.1 个百分点，自 2017 年以来连续 11 个季度均保持在 6%以上，经济增长的韧性和稳定性不断增强。

2018 年，山西省地区生产总值在全国 31 个省级行政区中排名第 22 位，在中部六省¹中排名第 6 位；从 GDP 增速来看，山西省在全国 31 个省级行政区中排名第 17 位，在中部六省中排名第 6 位。按常住人口计算，2018 年山西省人均地区生产总值为 45328 元，同比增长 4771 元。

¹ 中部六省分别为河南省、山西省、安徽省、湖南省、湖北省和江西省。

图表3 2009年以来山西省地区生产总值及增速情况(单位:亿元、%)



资料来源:公开资料,东方金诚整理

山西省经济对煤炭相关产业较为依赖,易受宏观经济及煤炭行业景气度波动影响。2014年和2015年,受宏观经济增速放缓、国内煤炭进口规模增大、煤价持续低位等因素影响,山西省煤炭消费量处于低增长期,地区经济增速放缓,增速排名分别为各省末位和倒数第二位。2016年,受去产能政策的实施,山西省不断推进煤炭等相关产业转型升级,地区经济增速有所上升,但仍低于全国经济增速2.2个百分点。2017年以来,受去产能政策持续推进、煤炭进口限制等因素的共同影响,山西省煤炭经济发展由“疲”转“兴”,有力促进了地区经济发展稳中向好。近年来,山西省持续深化供给侧结构性改革,煤炭行业三年累计退出8841万吨。未来山西省计划深入推进能源革命,在保持煤炭产量适当增长的情况下,通过走“减、优、绿”之路,进一步提升煤炭综合竞争力,助力山西省的经济转型与发展。

据初步统计,2019年1~9月,山西省实现地区生产总值12688.44亿元,按可比价格计算,比上年同期增长6.6%。

投资和消费

投资是拉动山西省经济增长的主要动力,消费对经济拉动作用逐步增强;但山西省固定资产投资增速波动较大,投资结构有待优化

投资是拉动山西经济增长的主要动力,近年来山西省全社会固定资产投资规模有所增长,增速有所波动。2016年~2018年,山西省全社会固定资产投资分别为14285.0亿元、6140.9亿元²和6050.4亿元,同比分别增长1.0%、6.3%和5.7%。2018年,分产业看,山西省第一产业投资同比下降54.4%;第二产业投资同比增长8.2%,其中工业投资同比增长7.7%,较上年加快4.6个百分点,制造业对工业投资增长的贡献较大;第三产业投资同比增长14.0%。从投向看,2018年民间投资同比下降3.9%;基础设施投资同比增长16.8%;房地产开发投资1376.6亿元,同比增长18.0%。但东方金诚关注到,近年来山西省固定资产投资增速波动较大,工业投资增速明显低于基础设施及房地产开发投资,投资结构有待优化。

² 为贯彻落实中央《关于深化统计管理体制提高统计数据真实性的意见》,进一步提高投资统计数据质量,为全国改革提供有益经验,2017年国家统计局确定山西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,并以同样的方法对同期基数进行统计,实现投资增速的同口径比较。

图表 4 2016年~2018年山西省主要固定资产投资情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
固定资产投资	14285.0	1.0	6140.9	6.3	6050.4	5.7
其中:工业投资	4961.6	-6.1	2112.2	3.1	-	7.7
基础设施投资	2571.9	11.0	1095.2	7.2	-	16.8
房地产开发投资	1597.4	6.9	1166.3	-27.0	1376.6	18.0

资料来源:2016年~2018年山西省国民经济和社会发展统计公报,东方金诚整理

近年来,山西省居民收入水平的不断增长带动了消费需求的增长,消费对经济的拉动作用逐步增强。2016年~2018年,山西省城镇居民可支配收入分别为27352元、29132元和31035元,同比分别增长5.9%、6.5%和6.5%。另一方面,山西省旅游业的快速发展带动了住宿和餐饮、批发和零售以及交通运输等行业的消费形成。2016年~2018年,山西省社会消费品零售总额分别为6480.5亿元、6918.1亿元和7338.5亿元,同比分别增长7.4%、6.8%和8.2%。从消费结构来看,旅游消费持续活跃,升级类消费快速增长,消费新业态新模式不断拓展。从消费形态来看,2018年,山西省实现商品零售额6660.3亿元,同比增长8.2%;餐饮收入额678.2亿元,同比增长8.2%。整体来看,山西省消费品市场规模不断扩大,消费结构继续优化,消费升级势头明显。

据初步统计,2019年1~9月,山西省全社会固定资产投资同比增长6.2%;其中,第二产业投资同比下降1.8%;第三产业投资同比增长12.2%;实现社会消费品零售总额5762.0亿元,同比增长7.8%。

产业结构

近年来,山西省产业结构不断优化,第二、三产业为山西省经济发展的主要动力;同时,山西省以煤炭、焦炭等为代表的传统支柱产业不断优化升级,装备制造、文化旅游等非煤产业快速发展,为地区经济的持续发展注入新动力

从产业结构来看,山西省三次产业结构由2016年的6.0:38.3:55.7调整为2018年的4.4:42.2:53.4。第二、三产业为山西省经济发展的主要动力。

山西省第一产业以传统农业为主,农业经济保持平稳发展。近年来山西省重点发展林果苗木、农作物制种、特种养殖、中药材四大特色农业产业,已建立了雁门关生态畜牧经济区、东西两山杂粮干果区、中南部无公害果菜区等特色农业经济区。2016年~2018年,山西省第一产业增加值分别为784.6亿元、777.9亿元和740.6亿元,按可比价格计算,同比分别增长2.9%、3.0%和2.1%。2018年,山西省实现粮食总产量1380.4万吨,同比增产1.9%。据初步统计,2019年1~9月,山西省第一产业增加值为519.0亿元,同比增长0.7%。

第二产业方面,山西省以煤炭、焦炭、冶金、电力为代表的传统支柱产业不断优化升级,装备制造业和工业战略新兴产业快速发展,为山西省工业经济的持续发展注入新动力。2016年~2018年,山西省规模以上工业增加值同比分别增长1.1%、7.0%和4.1%。2017年~2018年,山西省工业经济尤其是非煤产业发展良好,非煤工业增加值同比分别增长9.7%和8.2%,分别快于煤炭产业6.1个百分点和7.9个百分点。分行业看,山西省主要工业行业的增加值均

实现同比增长，装备制造业增速更为显著。具体来看，2018年山西省能源工业增加值同比增长2.4%，消费品工业增加值同比增长5.8%，材料与化学工业同比增长5.0%，装备制造业同比增长14.5%。此外，山西省以新一代信息技术、高端装备制造及新能源汽车等产业为主导的工业战略性新兴产业发展势头强劲；2016~2018年，山西省的战略性新兴产业增加值同比增长1.2%、10.0%和14.0%。据初步统计，2019年1~9月，山西省规模以上工业增加值同比增长6.0%。煤炭工业增加值同比增长5.8%；非煤工业增加值同比增长6.4%，其中制造业增长6.3%；战略性新兴产业增加值增长7.8%。总体来看，山西省传统产业不断优化升级，非煤产业为山西省工业经济的持续发展注入新动力。

第三产业方面，在交通运输和文化旅游业的带动下，山西省第三产业发展较快，对地区经济贡献率较高。2016年~2018年，山西省第三产业增加值分别为7217.4亿元、8013.9亿元和8988.3亿元，同比分别增长7.0%、7.8%和8.8%。煤炭资源的大规模对外运输带动了山西省交通运输业的快速发展，货物运输量由2016年的16.71亿吨增长至2018年的21.15亿吨，以铁路和公路运输为主。作为转型发展的支柱性产业，近年来山西省文化旅游产业快速发展。近三年山西省分别接待国内旅客4.4亿人次、5.6亿人次和7.0亿人次；全省旅游总收入由2016年的4247.1亿元增长至2018年的6728.7亿元，年均复合增长率26.15%。据初步统计，2019年1~9月，山西省第三产业增加值为6791.8亿元，同比增长7.5%；其中实现旅游总收入6201.1亿元，同比增长20.8%，旅游市场持续活跃。

经济增长潜力

依托于国家资源型经济转型综合配套改革试验区的建设，山西省积极推进产业结构转型升级，煤炭和非煤产业将共同推进地区经济的向好发展；同时，山西省城镇化发展、开发区建设和产业集团整合稳步推进，未来经济发展前景较好

2010年11月，国务院批准山西省作为国家资源型经济转型综合配套改革试验区，推动山西省形成“以煤为基、多元发展”的产业体系。2016年，晋政发[2016]9号文全面安排部署山西省“十三五”转型综改试验区的建设，提出“8822”³重点任务。2017年9月，国务院印发《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》，助力山西省转型发展，同时为其他资源型地区经济转型提供可复制、可推广的制度性经验。

在国家资源型经济转型综合配套改革试验区建设的带动下，山西省积极推进煤炭等相关产业转型升级，并重点培育转型替代产业，实现多元化发展。煤炭工业升级方面，山西省以“减量重组”为基本原则，不断提高煤炭资源综合利用率，推进煤炭企业兼并重组，打造晋北、晋中、晋东三大煤炭基地，重点培育同煤集团、焦煤集团等亿吨级煤炭企业。在淘汰落后产能的同时，山西省部分转型综改标杆工程将劣质煤变废为宝，研发生产高端蜡、无芳溶剂、高档润滑油等产品，延长煤炭开采利用生命周期，实现从论吨卖煤到论升卖油、论克卖化学品的优化升级。非煤工业方面，山西省重点推进大数据、高端装备制造、新材料、新能源汽车、节能环保等产业的发展，高端碳纤维、笔尖钢、高铁轮轴钢等一批关键技术取得新突破，非煤工业投资占工业投资比重由2013年的75.3%提高到2017年的82.3%，力争实现高端化、智能化、绿

³ “8822”即80项重大改革、80项重大事项、200个省级转型综改重大项目和20项重大课题。

色化的转型发展。

山西省政府大力推动第三产业发展，以文化旅游和现代物流两个“主引擎”进一步推进产业结构转型升级。“十二五规划”中明确提出建设山西省成为中西部现代物流中心、生产性服务业大省和文化旅游强省，推动山西省现代物流、节能环保服务、电子商务等生产性服务业，以及住宿餐饮、体育、健康服务等生活性服务业的发展。“十三五”期间，山西省将在做好五台山、云冈石窟、平遥古城三大经典旅游品牌的基础上，着力打造黄河、长城、太行三大新品牌，加强旅游公路、景区建设，促进文化旅游融合发展，将文化旅游业打造为战略性支柱产业。同时加快金融、现代物流、康养等现代服务业发展。

城镇化建设方面，山西省全力推进“一核一圈三群⁴”，实施大县城战略和百镇建设工程，把城镇化的集聚、辐射、引领和带动效应充分发挥出来；加快农民市民化步伐，吸引农村人口向城镇集中、在城镇就业，优化消费结构，提升消费质量；激发民营经济活力，促进第三产业发展，带动城镇经济社会结构调整。转型综改建设方面，山西省稳步推进开发区整合改制扩区调规，成立山西转型综改示范区，批准设立15个省级开发区，引导重点产业的集聚发展。同时，山西省属国有企业公司制改革取得初步成效，山西省国有资本投资运营有限公司、山西省文化旅游投资控股集团有限公司、山西交通控股集团有限公司、山西云时代技术有限公司等产业集团相继成立，国有资本运营向着市场化方向迈进。

总体来看，依托于国家资源型经济转型综合配套改革试验区的建设，山西省积极推进产业结构转型升级，煤炭产业和非煤产业将共同推进地区经济的向好发展；同时，山西省城镇化发展、开发区建设和产业集团整合稳步推进，未来经济发展前景较好。

财政状况

财政收入

随着地区经济的由“疲”转“兴”，山西省一般公共预算收入同比增幅较大，财政实力不断增强

近年来，随着地区经济的由“疲”转“兴”，山西省一般公共预算收入和政府性基金收入同比大幅增长。2017年以来，山西省一般公共预算收入增幅明显，主要得益于煤炭等资源价格上涨使得以现价计量的增值税增加、煤炭相关企业盈利改善以及一次性增收因素导致非税收入大幅上涨。其中，2018年一般公共预算收入增速高出全国增速（6.2%）16.6个百分点。

⁴ “一核”即太原市区；“一圈”即以太原都市区为核心，太原盆地城镇密集区为主体的都市圈；“三群”即以大同、朔州为核心的晋北中部城镇群；以长治、晋城为核心的晋东南中部城镇群；以临汾、运城为核心的晋南城镇群。

图表 5 2016 年~2018 年山西省财政收入构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般公共预算收入	1557.00	41.94	1867.00	43.31	2292.70	46.39
其中: 税收收入	1036.67	27.92	1397.43	32.42	1645.67	71.78
非税收入	520.33	14.01	469.57	10.89	647.03	28.22
政府性基金收入	534.91	14.41	760.11	17.63	845.71	17.11
上级补助收入	1620.80	43.66	1683.57	39.06	1804.31	36.50
财政收入	3712.71	100.00	4310.68	100.00	4942.72	100.00

资料来源: 山西省财政决算表, 东方金诚整理

在煤炭价格上涨、经济转型加快推进等利好因素的共同作用下, 山西省税收收入大幅增长

近年来, 山西省税收收入从 2016 年的 1036.67 亿元升至 2018 年的 1645.67 亿元, 增速分别为 -1.9%、33.2% 和 17.8%, 占一般公共预算收入的比例超过 70%; 2018 年税收收入占比 (71.78%) 低于全国平均水平 (85.30%)。在煤炭价格上涨、经济转型加快推进等利好因素的共同作用下, 山西省税收收入大幅增长。具体来看, 2018 年, 山西省税收收入主要由增值税、企业所得税、个人所得税及资源税等构成, 上述税种合计占税收收入的比重为 79.21%。

图表 6 2016 年~2018 年山西省主要税种情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
税收收入	1036.67	100.00	1397.43	100.00	1645.67	100.00
增值税	349.45	33.71	623.11	44.59	693.21	42.13
营业税	161.56	15.58	-	-	-	-
企业所得税	116.55	11.24	174.42	12.48	226.89	13.79
个人所得税	35.18	3.39	47.90	3.43	55.82	3.39
资源税	140.34	13.54	272.69	19.51	325.17	19.76

资料来源: 山西省财政决算表, 东方金诚整理

山西省非税收入主要由专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入及国有资源 (资产) 有偿使用收入等构成。2016 年~2018 年, 山西省非税收入分别为 520.33 亿元、469.57 亿元和 647.03 亿元, 占一般公共预算收入的比例分别为 33.42%、25.15% 和 28.22%, 规模和占比呈现波动。

据初步统计, 2019 年 1~9 月, 山西省实现一般公共预算收入 1899.6 亿元, 同比增长 6.5%。其中, 税收收入 1467.3 亿元, 同比增长 7.7%; 非税收入完成 432.3 亿元, 同比增长 2.7%。

山西省持续得到中央财政的大力支持, 上级补助收入规模较大; 近年来政府性基金收入规模持续提高, 未来收入的稳定增长易受房地产市场波动等因素的影响而存在一定不确定性

随着国家资源型经济转型综合配套改革试验区建设的不断深入, 近年来山西省获得中央补助力度较大。2016 年~2018 年, 山西省上级补助收入分别为 1620.80 亿元、1683.57 亿元和 1804.31 亿元, 占财政收入的比重分别为 43.66%、39.06% 和 36.50%。

政府性基金收入是山西省财政收入的重要补充, 以国有土地使用权出让收入为主。2016

年~2018年，山西省分别实现政府性基金收入534.91亿元、760.11亿元和845.71亿元，同比分别增长2.07%、42.10%和11.30%，占财政收入的比重分别为14.41%、17.63%和17.11%。近年来，煤炭行业的平稳发展和经济转型的不断推进带动了山西省土地市场的进一步活跃，以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入有所增加。但东方金诚关注到，近年来政府性基金收入规模持续提高，未来收入的稳定增长易受房地产市场波动等因素的影响而存在一定不确定性。

财政支出

山西省一般公共预算支出规模逐年扩大，财政自给程度有所提升

近年来，山西省一般公共预算支出逐年增长，2018年突破4200亿元。2016年~2018年，山西省一般公共预算支出中刚性支出⁵逐年增加，分别为1716.39亿元、1902.71亿元和2061.27亿元，占一般公共预算支出的比例分别为50.06%、50.65%和48.12%。2017年，山西省刚性支出占一般公共预算支出的比重高于全国平均水平（47.22%）3.43个百分点。具体来看，山西省刚性支出中用于教育、社会保障和就业的支出占比相对较大。同期，山西省政府性基金支出随土地市场的日渐活跃而逐年增加。

伴随创收能力的增强，山西省政府财政自给率⁶水平有所提升。三年间，山西省财政自给率从45.41%升至53.52%；其中2018年的财政自给率在全国31个省级行政区中排名第9位，处于全国中游偏上。

图表7 2016年~2018年山西省财政支出构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
一般公共预算支出	3428.86	3756.42	4283.91
其中：一般公共服务	266.28	314.07	365.60
教育	606.97	620.67	668.03
社会保障和就业	542.28	646.63	671.65
医疗卫生	300.86	321.34	358.99
公共安全	203.52	216.00	248.25
农林水事务	432.02	477.91	581.34
住房保障	148.70	138.19	126.12
上解上级支出	26.08	29.45	23.49
政府性基金支出	645.15	909.37	1079.93
刚性支出/一般公共预算支出	50.06	50.65	48.12
财政自给率	45.41	49.70	53.52

资料来源：山西省财政决算表，东方金诚整理

据初步统计，2019年1~9月，山西省实现一般公共预算支出3428.5亿元，同比增长15.4%。

政府治理

在国家中部崛起和资源型经济转型战略的带动下，山西省推动产业结构不断优化升级，非煤产业不断发展壮大，重大战略规划执行情况较好

⁵ 刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生4项支出。

⁶ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

自 2006 年以来，国务院相继出台了《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》、《国务院关于晋陕豫黄河金三角区域合作规划的批复》、《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》等文件，并将山西省作为国家资源型经济转型综合配套改革试验区，支持山西省利用资源优势，改造提升资源型产业，壮大接续替代产业，推进产业结构优化升级。同时，中央政府协调山西省与陕西省、河南省共同发展黄河金三角区域⁷，支持山西省建设辐射中西部地区的区域物流中心、能源原材料基地。

近年来，山西省针对自身发展特点，先后制定了《山西省国民经济和社会发展规划纲要》、《山西省“十三五”服务业发展规划》、《山西省国家资源型经济转型综合配套改革实施方案（2016-2020 年）》等战略性发展规划，全面部署山西省“十三五”转型综改试验区建设。各项规划明确了山西省以供给侧改革和转型综改相结合的发展主线，着力建设资源型经济转型发展示范区，着眼于打造国家新型能源和工业基地、现代制造业基地、中西部现代物流中心、生产性服务业大省和文化旅游强省。同时，山西省下辖的 11 个地级市也根据自身情况，制定了与各地市功能定位和区域规划发展相适应的规划。

十三五期间，山西省将率先走出资源型地区转型升级、创新驱动发展的新路；以构建现代产业体系作为主攻方向，促进实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展，推动新一代信息技术、高端装备制造、新能源汽车、新材料、新能源、节能环保、煤层气、现代煤化工等新兴产业集群集聚集约发展。基本形成新兴产业快速成长、装备制造业强力支撑、文化旅游业成为支柱、建筑业规模扩大、现代服务业成为重要增长极、新产品新业态新模式加速涌现、传统产业更具竞争力的现代产业格局。目前，山西省在国家中部崛起和资源型经济转型战略的带动下，产业结构不断优化升级，非煤产业不断发展壮大，重大战略规划执行情况较好。

山西省积极实施政府信息公开，政府信息透明度较高，政府债务管理体制逐步完善

近年来山西省积极实施政府信息公开，政府信息透明度较高。山西省制订了《山西省政府信息公开规定》、《山西省政府信息公开指南》、《山西省省属国有企业财务等重大信息公开办法（试行）》等制度，实行行政审批、三公经费、保障性住房、国有企业经营等重点领域的信息公开，政府透明度较高。

山西省政府债务管理体制逐步完善。山西省通过建立政府性债务动态监控机制、规范融资平台融资举债行为、土地储备融资规模管理、逐步消化存量债务等措施加强政府性债务管理。2015 年，山西省政府出台了《关于加强政府性债务管理的实施意见》，建立了“借、还、用”相统一的政府性债务规范管理制度，并进一步完善煤炭资源税改革配套政策，债务管理体制逐步完善。2017 年，山西省政府出台了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《山西省政府性债务风险应急处置预案》，进一步健全规范的地方政府举债融资机制，积极发挥政府规范举债对经济社会发展的支持作用，防范化解财政金融风险。山西省将压实市县主体政府责任，规范地方政府举债融资机制，坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置债务存量。

政府债务及偿债能力

山西省政府债务中一般债务占比较高，且债务主要集中在市县两级，债务资金主要用于基

⁷ 晋陕豫黄河金三角地区位于山西、陕西、河南三省交界地带的黄河沿岸，包括运城市、临汾市、渭南市和三门峡市。

基础设施和公益性项目建设

截至 2018 年末，山西省政府债务余额 2963.67 亿元。其中，一般债务 1974.52 亿元，专项债务 989.15 亿元。2019 年，山西省政府债务限额为 3831.80 亿元。

从政府层级看，截至 2018 年末，山西省省级、市级和县级政府债务分别为 516.62 亿元、1465.89 亿元、981.16 亿元。从债务资金投向看，山西省政府债务主要投向市政设施、交通运输和保障性住房，三项分别投入 904.53 亿元、515.99 亿元、372.58 亿元，占全省政府债务的比重分别为 31%、17%和 13%。

山西省债务规模在全国处于较低水平；债务偿还期限分布较为合理，集中偿付压力较小

山西省总体债务水平在全国处于较低水平。从债务规模排名来看，2017 年山西省政府债务在全国 31 个省级行政区中排名第 26 位。从债务率来看，截至 2018 年末，山西省政府债务率为 52.7%⁸，比国际公认警戒线 100%低 47.3 个百分点。

山西省政府债务未来债务期限结构较为合理，集中偿付压力较小。山西省政府债务于 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年、2023 年到期的金额分别为 149.99 亿元、316.19 亿元、353.29 亿元、447.66 亿元、413.95 亿元，占全省政府债务的比重分别为 5%、11%、12%、15%、14%。

从偿债资金来看，山西省政府可用于偿还政府性债务的资金主要来自于一般公共预算收入、政府性基金收入和上级补助收入，偿债资金来源稳定。2016 年~2018 年，山西省财政收入对政府债务的覆盖倍数分别为 1.62 倍、1.67 倍和 1.67 倍，覆盖情况较好。

图表 8 山西省政府债务覆盖情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财政收入	3712.71	4310.68	4942.72
政府债务余额	2290.93	2578.56	2963.67
财政收入/政府债务余额（倍）	1.62	1.67	1.67

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

综合来看，山西省债务规模在全国处于较低水平；政府债务偿还期限分布较为合理，集中偿付压力较小。东方金诚认为，山西省政府偿债能力极强，总体债务风险可控。

本批债券偿还能力

本批债券纳入山西省政府性基金预算管理，募投项目预期现金流能够对本批债券的还本付息提供较稳定的资金来源；但本批募投项目收入及现金流的实现易受项目施工进度、开发成本变动等因素的影响而存在不达预期的风险

本批债券偿债资金纳入山西省政府性基金预算管理，偿债资金来源为专项债券对应项目的专项收入。

1. 太原市

太原市为山西省省会，位于山西省中北部，是山西省政治、经济、文化、交通和国际交流

⁸ 政府债务率数据来源于山西省财政厅。

中心。近年来，太原市经济实力不断增强。2016年~2018年，太原市分别实现地区生产总值2955.6亿元、3382.2亿元和3884.5亿元，同比分别增长7.5%、7.5%和9.2%。伴随山西省经济的“由疲转兴”，太原市土地市场交易活跃。2016年~2018年，太原市政府性基金收入分别为190.04亿元、295.04亿元和374.26亿元，其中国有土地使用权出让收入164.77亿元、255.00亿元和353.13亿元。受益于较为完善的城市基础设施水平和产业结构，预计未来几年，作为山西省首府的太原市，区域房地产需求仍较强，有望支撑太原市土地市场价格。

太原市专项债券项目涉及太原市本级、尖草坪区、杏花岭区和阳曲县的14个子项目，偿债资金来源为项目对应的门票收入、医疗收入、取暖费收入、停车费收入、国有土地出让收入和财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料，太原市专项债券项目计划总投资427.76亿元，自有资金168.95亿元，已融资27.47亿元，拟使用本批债券募集资金47.89亿元，拟未来债券融资183.44亿元。存续期内，上述项目预计形成可偿债资金625.82亿元。同时，假设7年期发行利率为4.09%，10年期发行利率为4.04%，15年期发行利率为4.44%，20年期发行利率为4.48%，则在债券存续期内，太原市本级的14个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.12倍~2.18倍之间。基于以上假设，太原市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表9 太原市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总投资额	自有资金		融资成本		可偿债资金	覆盖倍数
		本金	利息	发行费等			
2019-2025年山西转型综合改革示范区园区建设专项债券项目	215.51	33.65	181.86	85.68	0.2098	418.38	1.56
2020年孟封污水处理厂一期建设工程专项债券项目	1.29	0.29	1.00	0.67	0.0012	1.91	1.15
2020年山西省太原市医疗建设及设备购置类专项债券项目（一）	29.06	16.52	12.54	4.49	0.0085	22.50	1.32
2020年山西省太原市医疗建设及设备购置类专项债券项目（二）	28.74	15.79	12.95	4.57	0.0091	22.36	1.28
2020年至2021年山西太原王家峰北齐徐显秀墓保护和展示专项债券项目	1.22	0.62	0.60	0.32	0.0007	1.10	1.19
2020年太原供水集团有限公司基础设施建设项目专项债券项目	1.75	0.91	0.84	0.24	0.0010	1.22	1.13
2020年至2021年太原市（本级）太原市热力集团有限责任公司供热工程建设专项债券项目	104.93	79.63	25.30	18.40	0.0202	92.64	2.18
2020年太原市“晋祠文化保护”专项债券项目	13.45	11.04	2.41	0.93	0.0028	4.04	1.21
2020年太原市丁果仙大剧院改扩建项目专项债券项目	3.32	2.32	1.00	0.40	0.0012	1.58	1.12
2020年至2022年太原市尖草坪区中心医院新院建设专项债券项目	5.12	1.92	3.20	1.45	0.0038	5.85	1.26
2020年至2022年太原市太原公共交通控股（集团）有限公司建设专项债券项目	16.43	1.01	15.42	16.37	0.0189	49.82	1.19
2020年太原市杏花岭区中心医院综合楼建设专项债券项目	1.98	0.98	1.00	0.40	0.0012	2.43	1.73
2020年太原市阳曲县首邑路公共停车场专项债券项目	0.14	0.06	0.08	0.03	0.0001	0.20	1.79
2020年太原市老年社会福利院新建项目专项债券项目	4.82	4.22	0.60	0.24	0.0007	1.80	2.14
合计	427.76	168.95	258.80	134.21	0.2791	625.82	1.56

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

2. 运城市

运城市位于山西省西南部，近年来经济发展水平处于山西省前列。2016年~2018年，运城市地区生产总值分别为1222.3亿元、1336.1亿元和1509.6亿元，同比分别增长4.0%、7.0%和7.0%；2018年，运城市经济总量位于山西省第3位。运城市工业经济平稳发展，以交通运输、物流和文化旅游产业为代表的第三产业对经济的贡献较大。2018年，运城市第二产业增加值556亿元，同比增长7.0%；第三产业增加值727.9亿元，同比增长8.5%。运城市政府性基金收入由2016年的20.63亿元升至2018年的34.83亿元，其中土地出让收入占比约为85%。

运城市专项债券项目涉及运城市临猗县、稷山县和平陆县4个子项目，偿债资金来源为项目对应的供暖收入、回水销售收入、停车费收入、广告收入、土地增值收入、财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料，运城市专项债券项目计划总投资4.57亿元，其中自有资金2.25亿元，拟使用本批债券募集资金1.40亿元；存续期内预计形成相应的可偿债资金5.46亿元。同时，假设7年期发行利率为4.11%，10年期发行利率为4.13%，15年期发行利率为4.44%，则在债券存续期内，运城市的专项债券项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.15倍~3.63倍之间。基于以上假设，运城市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 10 运城市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总 投资额	自有 资金	已发行 债券	本金	融资成本			发行 费等	可偿 债资 金	覆盖 倍数
					债券 补助	计划 融资	利息			
2020年临猗县冬季清洁取暖集中供热提标扩容专项债券项目	0.68	0.38	0.20	0.10	-	-	0.08	0.0003	1.37	3.63
2020年运城市临猗县孙吉镇镇区生活污水处理设施及配套管网建设专项债券项目	0.34	0.14	-	0.20	-	-	0.08	0.0002	0.33	1.15
2020年-2021年运城市稷山县汾河过城段堤防生态护岸工程建设专项债券项目	1.00	0.22	0.20	0.30	-	0.28	0.45	0.0007	2.10	1.70
2020年运城市平陆县沿黄旅游公路（前沟至三湾段）改造专项债券项目	2.54	1.51	-	0.80	0.24	-	0.39	0.0012	1.67	1.16
合计	4.57	2.25	0.40	1.40	0.24	0.28	1.01	0.0025	5.46	1.64

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

3. 晋城市

晋城市位于山西省东南部，是山西省通往河南省的重要门户，也是晋煤外运重要的支点城市。2016年~2018年，晋城市地区生产总值分别为1049.3亿元、1151.5亿元和1351.9亿元，同比分别增长3.9%、6.1%和7.4%。近三年，晋城市产业结构以第二产业为主，以现代煤化工、新能源新材料、装备制造、高新技术四大产业为支撑的多元化产业结构，将推进晋城市由单一煤电基地向新型能源和工业基地的转变。2016年~2018年，晋城市政府性基金收入分别为13.03亿元、15.99亿元和20.74亿元，其中国有土地使用权出让收入分别为9.80亿元、13.30亿元和19.24亿元，土地市场较为活跃。

晋城市专项债券项目涉及晋城市本级、高平市、泽州县、陵川县、沁水县和阳城县的19个子项目，偿债资金来源为项目对应的运营收入、供热收入、门票收入、售电收入、土地出让收

入、供水及污水处理费收入和财政补贴收入等。根据山西省财政厅提供的资料，晋城市专项债券项目计划总投资 84.39 亿元，其中，自有资金 23.78 亿元，获得中央预算内投资 0.15 亿元，由运营企业自筹 0.70 亿元，社会投资方投入 1.16 亿元；本批专项债券项目已通过发行债券融资 3.28 亿元，拟使用本批债券募集资金 18.44 亿元，未来拟债券融资 12.77 亿元；本批债券项目通过银行贷款筹集资金 24.81 亿元。存续期内，上述项目预计形成可偿债资金 106.83 亿元。同时，假设 7 年期发行利率为 4.08%，10 年期发行利率为 4.04%，15 年期发行利率为 4.44%，则在债券存续期内，晋城市专项债券的 19 个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在 1.10 倍~3.33 倍之间。基于以上假设，晋城市专项债券项目均能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 11 晋城市专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目总投资	自有资金	其他资金	本金	融资成本		可偿债资金	覆盖倍数
					利息	发行费等		
2020年山西省高平市太焦铁路高平东站站前广场建设专项债券项目	2.11	0.43	-	1.68	0.58	0.0020	2.50	1.11
2020年至2021年晋城市荣军康复医院建设专项债券项目	0.95	0.39	0.15	0.41	0.16	0.0004	1.90	3.33
2020年至2021年晋城市引水工程和第三水厂建设专项债券项目	6.89	1.45	-	5.44	3.83	0.0057	10.42	1.12
2020年至2021年晋城市王莽岭旅游区基础设施改造提升(一期)工程建设专项债券项目	8.88	1.78	-	7.10	3.16	0.0024	16.56	1.61
2020年高平市太华幼儿园建设专项债券项目	0.34	0.14	-	0.20	0.08	0.0002	0.31	1.11
2020年晋城市(本级)阳城电厂至晋城市区集中供热热网建设专项债券项目	28.39	5.68	-	22.71	6.92	0.0035	32.49	1.10
2020年晋城市陵川县供热类环保再提升项目建设专项债券项目	1.57	0.31	-	1.26	0.51	0.0015	2.61	1.47
2020年晋城市陵川县中药材扶贫产业园区基础设施(一期)建设专项债券项目	0.39	0.09	-	0.30	0.12	0.0004	0.49	1.15
2020年晋城市沁水县云首水库及下泊水库建设专项债券项目	1.55	1.01	-	0.54	0.22	0.0006	1.40	1.84
2020年晋城市太行一号国家风景道泽州段(大阳古镇旅游公路支线)建设专项债券项目	1.90	1.35	-	0.55	0.25	0.0003	1.52	1.89
2020年至2021年晋城市文化艺术中心和市民广场建设专项债券项目	7.99	1.69	-	6.30	4.06	0.0056	11.54	1.11
2020年至2021年晋城市阳城县水务类专项债券项目	2.57	0.57	-	2.00	0.77	0.0018	3.82	1.38
2020年至2022年晋城市泽州县城乡基础设施建设专项债券项目	5.65	3.08	-	2.57	1.67	0.0030	4.69	1.11
2020年至2021年晋城市泽州县妇幼保健院迁建建设专项债券项目	2.29	0.51	-	1.78	0.91	0.0021	4.72	1.75
2020年山西省高平市台湾产业园建设专项债券项目	2.07	1.31	-	0.76	0.31	0.0009	1.18	1.10
2020年山西省高平市殡仪馆建设专项债券项目	0.55	0.41	-	0.14	0.06	0.0002	0.24	1.23
2020年山西省高平市第三热源厂热电联产建设专项债券项目	8.10	3.10	-	5.00	3.33	0.0059	9.41	1.13
2020年山西省晋城市本级北石店公交场站建设专项债券项目	0.27	0.16	-	0.11	0.04	0.0001	0.28	1.80
2020年山西省晋城市本级交警支队驾驶人考试场建设专项债券项目	1.95	0.34	1.16	0.45	0.20	0.0005	0.73	1.12
合计	84.39	23.78	1.31	59.30	27.19	0.0371	106.83	1.23

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

4. 晋中市

晋中市位于山西省中部, 东依太行, 西傍汾河, 是山西省省会太原市的南大门。晋中市拥有丰富的矿产资源, 是山西省重点建设的煤炭工业基地之一, 煤炭行业是拉动地区工业增长的主要动力。近三年来晋中市经济保持中速发展, 经济总量处于山西省上游水平。2016年~2018年, 晋中市分别实现地区生产总值1091.1亿元、1284.9亿元和1447.6亿元, 同比分别增长5.1%、6.0%和7.1%。同期, 晋中市政府性基金收入保持较快发展, 由2016年的45.70亿元上升至2018

年的 136.24 亿元，其中国有土地使用权出让收入由 2016 年的 39.37 亿元上升至 2018 年的 118.37 亿元，土地市场活跃度较高。晋中市作为示范区的主要规划区域之一，预计未来几年，地区经济的发展对人口的吸附能力增强，区域房地产需求或将持续走高，有望继续支撑晋中市土地市场价格。

晋中市专项债券项目涉及介休市、灵石县、平遥县、祁县和寿阳县的 6 个子项目，偿债资金来源为补充耕地指标出让收入、医疗收入、供水收入、土地增值收益、门票收入、供水收入和财政补贴收入等。根据山西省财政厅提供的资料，晋中市专项债券项目计划总投资 15.69 亿元，其中自有资金 6.09 亿元，以前年度债券融资 0.50 亿元，拟使用本批债券募集资金 4.67 亿元，未来拟债券融资 4.43 亿元；预计可实现相应的可偿债资金 16.79 亿元。同时，假设 7 年期发行利率为 4.08%，10 年期发行利率分别为 4.04%、4.08% 和 4.25%⁹，15 年期发行利率为 4.44%，则在债券存续期内，该项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在 1.10 倍~1.35 倍之间。基于以上假设，晋中市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 12 晋中市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总投资额	自有资金	融资成本			可偿债资金	覆盖倍数
			本金	利息	发行费等		
2020 年-2021 年山西省介休市高标准农田建设专项债券项目	3.66	0.73	2.93	0.77	0.0029	4.09	1.10
2020 年至 2021 年山西省介休市人民医院迁址新建专项债券项目	5.06	2.21	2.85	1.90	0.0034	5.74	1.21
2020 年至 2021 年灵石东山供水县域小水网供水工程专项债券项目	3.01	1.96	1.05	0.70	0.0012	1.98	1.13
2020 年平遥古城旅游基础设施建设专项债券项目	1.82	0.55	1.27	0.51	0.0015	2.42	1.35
2020 年-2021 年晋中市祁县麓台山旅游公路综合配套专项债券项目	1.11	0.41	0.70	0.29	0.0008	1.27	1.29
2020 年晋中市寿阳县滨河水厂专项债券项目	1.03	0.23	0.80	0.34	0.0009	1.30	1.14
合计	15.69	6.09	9.60	4.51	0.0107	16.79	1.19

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

5. 吕梁市

吕梁市位于山西省中部西侧，西隔黄河同陕西榆林相望，东北与省会太原市相连，东部、东南部分别和晋中、临汾接壤。2016 年~2018 年，吕梁市地区生产总值分别为 995.3 亿元、1310.3 亿元和 1420.3 亿元，同比分别增长-4.1%、9.2%和 5.2%。2018 年，吕梁市实现规模以上工业增加值 919.2 亿元，增速仅为 1.0%，增速持续放缓。按行业分类，石油加工、炼焦和核燃料加工业增加值同比增长 19.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比增长 4.6%，化学原料和化学制品制造业增加值同比增长 4.8%，消费品工业增加值同比增长 5.0%。2016 年~2018 年，吕梁市分别实现政府性基金收入 11.03 亿元、15.19 亿元和 22.21 亿元，其中国有土地使用权出让收入分别为 9.14 亿元、12.55 亿元和 18.78 亿元。

吕梁市专项债券项目涉及吕梁市本级、汾阳市、兴县和交城县的 5 个子项目，偿债资金来

⁹ 因山西省财政厅聘请的会计师事务所和采用的利息基准日不同，导致相同期限下不同项目的发行利率有所不同。

源为项目对应的事业收入、财政拨款收入、木材收入、灌木产品收入、林下经济产品收入和医疗收入等。根据山西省财政厅提供的资料，吕梁市专项债券项目计划总投资 82.63 亿元，其中自有资金 22.42 亿元，已融资 0.27 亿元，拟使用本批债券募集资金 6.29 亿元，未来拟债券融资 52.35 亿元，通过融资租赁方式筹资 1.30 亿元¹⁰（已纳入政府存量债务），上述项目预计可实现相应的可偿债资金合计 131.20 亿元。同时，假设 7 年期发行利率为 4.1857%，10 年期发行利率为 4.04%，15 年期发行利率为 4.44%，20 年期发行利率为 4.48%，则在债券存续期内，吕梁市专项债券的 5 个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在 1.10 倍~2.38 倍之间。基于以上假设，吕梁市专项债券项目均能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 13 吕梁市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总投资额	自有资金	本金	融资成本 利息	发行费等	可偿债 资金	覆盖 倍数
2020 年山西省汾阳市职教中心建设专项债券项目	3.72	1.92	1.80	1.20	0.0021	3.30	1.10
2020 年吕梁市兴县人民医院迁址新建建设专项债券项目	5.02	2.22	2.80	1.45	0.0015	3.45	1.17
2020 年至 2024 年吕梁市（本级）国家储备林及林业扶贫专项债券项目	63.21	13.61	49.60	39.00	0.0590	109.58	1.24
2020 年山西兴县职教中心新校区建设专项债券项目	4.26	1.26	3.00	1.18	0.0033	4.83	1.15
2020 年至 2021 年吕梁市交城县山西医科大学第一医院交城分院建设专项债券项目	6.42	3.41	3.01	1.22	0.0035	10.05	2.38
合计	82.63	22.42	60.21	44.05	0.0694	131.20	1.26

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

6. 朔州市

朔州市位于山西省北部，矿产资源丰富，煤电工业实力雄厚，是我国重要的动力煤基地、电力工业基地以及全国最大的日用瓷生产基地之一。近两年得益于煤炭行业的回暖，朔州市经济增速恢复合理发展区间；2016 年~2018 年，朔州市地区生产总值分别为 918.1 亿元、980.2 亿元和 1065.6 亿元，同比增速分别为 4.2%、7.3%和 2.7%；2016 年~2018 年，朔州市政府性及基金收入分别为 10.81 亿元、21.12 亿元和 20.04 亿元，有所波动；其中土地使用权出让收入分别为 9.96 亿元、20.13 亿元和 18.67 亿元。

朔州市专项债券项目涉及朔州市本级、应县、怀仁市、朔州市开发区、平鲁区、山阴县、右玉县的 12 个子项目，偿债资金来源为项目相应的医疗收入、供热费收入、污水处理费收入、租金收入、国有土地出让收入和财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料，朔州市专项债券项目计划总投资 52.53 亿元，其中自有资金 27.69 亿元，以前年度融资 6.89 亿元，合计拟使用本批债券募集资金 11.00 亿元，拟未来债券融资 6.96 亿元。上述项目预计可实现相应的可偿债资金合计 41.42 亿元。同时，假设 7 年期发行利率为 4.08%，10 年期发行利率为 4.04%，15 年期发行利率为 4.44%，20 年期发行利率为 4.48%，则在债券存续期内，朔州市专项债券的 12 个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在 1.10 倍~1.23 倍之间。基于以上假设，朔州市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

¹⁰ 为 2020 年吕梁市兴县人民医院迁址新建建设专项债券项目。

图表 14 朔州市专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目总投资额	自有资金	融资成本			可偿债资金	覆盖倍数
			本金	利息	发行费等		
2020年至2021年山西省朔州市新建集宁至大同至原平铁路建设专项债券项目	30.43	13.39	17.04	8.41	0.0134	28.01	1.10
2020年朔州市应县生活垃圾处理工程建设专项债券项目	0.08	0.03	0.05	0.02	0.0001	0.08	1.14
2020年朔州市应县水务类专项债券项目	0.68	0.28	0.40	0.13	0.0001	0.62	1.17
2020年朔州市山阴县引黄供水区泥河供水工程建设专项债券项目	1.41	0.86	0.55	0.17	0.0006	0.78	1.10
2020年朔州市右玉县新建人民医院专项债券项目	1.78	0.89	0.89	0.59	0.0011	1.67	1.13
2020年朔州经济开发区供热类建设专项债券项目	6.28	4.78	1.50	0.61	0.0018	2.53	1.20
2020年朔州经济开发区神电固废园区污水处理厂建设专项债券项目	0.93	0.63	0.30	0.20	0.0004	0.57	1.15
2020年朔州经济开发区中小制造业产业聚集园一期建设专项债券项目	4.99	3.64	1.35	0.90	0.0010	2.56	1.14
2020年至2021年怀仁市供水保障工程建设专项债券项目	3.11	2.16	0.95	0.38	0.0011	1.64	1.23
2020年至2021年怀仁市垃圾处理建设专项债券项目	1.29	0.30	1.00	0.40	0.0012	1.65	1.18
2020年山西省怀仁市公共停车场建设专项债券项目	0.49	0.17	0.32	0.13	0.0004	0.50	1.11
2020年朔州市平鲁区中医医院住院综合楼扩建建设专项债券项目	1.06	0.56	0.50	0.20	0.0006	0.80	1.13
合计	52.53	27.69	24.85	12.14	0.0217	41.42	1.12

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

7. 忻州市

忻州市位于山西省中北部, 近年来以能源工业为主导的地区经济平稳发展。2016年~2018年, 忻州市地区生产总值分别为716.1亿元、874.5亿元和989.1亿元, 同比分别增长4.7%、6.7%和5.0%。忻州市工业经济增速放缓, 2018年规上工业增加值同比增长1.5%。忻州市旅游和消费市场较为活跃, 金融业发展较快, 推动第三产业较快增长, 2018年忻州市第三产业增加值442.4亿元, 同比增长7.6%。2018年, 忻州市政府性基金收入同比将近翻倍, 达26.29亿元, 其中土地出让收入占比超过75%, 土地交易活跃度明显上升。

忻州市专项债券项目涉及忻州市本级、忻州经济开发区、原平县、保德县、五寨县、静乐县、宁武县9个子项目, 偿债资金来源为相应的运营收入、供水收入、出租收入、土地出让收入和广告收入等。根据山西省财政厅提供的资料, 忻州市专项债券项目计划总投资36.60亿元, 其中自有资金7.39亿元, 已融资1.20亿元, 拟使用本批债券募集资金10.08亿元, 拟未来债券融资17.19亿元; 预计可实现相对应的可偿债资金55.87亿元。同时, 假设7年期发行利率为4.09%, 10年期发行利率为4.04%和4.13%, 15年期发行利率为4.44%, 则在债券存续期内, 忻州市9个专项债券项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.11倍~1.47倍之间。基于以上

假设，忻州市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 15 忻州市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总投资额	自有资金		融资成本		可偿债资金	覆盖倍数
		本金	利息	发行费等			
2020年保德县李家湾水库工程专项债券项目	1.82	1.12	0.70	0.28	0.0008	1.32	1.34
2020年五寨县国家农村产业融合发展示范园（一期工程）建设项目专项债券项目	0.93	0.31	0.62	0.22	0.0007	0.99	1.19
2020年原平市沙河生态修复工程治理项目专项债券项目	2.75	2.25	0.50	0.20	0.0006	0.95	1.35
2020年静乐县水源及供水管网改造工程专项债券项目	0.91	0.35	0.56	0.37	0.0007	1.04	1.12
2020年宁武县经济技术开发区扶贫农业产业园基础设施建设专项债券项目	1.06	0.35	0.71	0.34	0.0008	1.26	1.20
2020年忻州经济开发区微波芯片标准化厂房及配套设施建设项目专项债券项目	5.52	1.82	3.70	2.46	0.0044	6.85	1.11
2020年忻州市（本级）第二人民医院住院综合楼建设专项债券项目	0.65	0.32	0.33	0.14	0.0004	0.65	1.39
2020年忻州市垃圾处理建设项目专项债券项目	3.09	0.89	2.20	0.98	0.0012	4.66	1.47
2020年至2023年山西省忻州市新建集宁至大同至原平铁路建设专项债券项目	19.87 ¹¹	0.00	19.87	13.23	0.0235	38.14	1.15
合计	36.60	7.39	29.19	18.22	0.0331	55.87	1.18

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

8. 长治市

长治市位于山西省东南部，东倚太行山，与河北、河南两省为邻，西屏太岳山，地处黄土高原东南缘。长治市经济保持稳定发展，以煤炭、焦炭和冶金为主导产业，同时化工、装备制造、医药工业发展良好。近年来长治市经济保持平稳增长，2018年，长治市实现地区生产总值1645.6亿元，经济总量位居全省第二位，增速为7.4%。长治市政府性基金收入保持增长，由2016年的11.94亿元上升至2018年的34.22亿元，对地区财力的贡献稳步上升；2018年，全市实现国有土地使用权出让收入29.86亿元，同比增长12.98%。

长治市专项债券项目涉及长治市本级、上党区、屯留区、长子县、沁源县和沁源经济技术开发区的8个子项目，偿债资金来源为相应的运营收入、水费收入、医疗收入、出租收入和财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料，长治市专项债券项目计划总投资47.05亿元，其中自有资金21.86亿元，已融资20.30亿元，合计拟使用本批债券募集资金2.50亿元，拟未来债券融资2.38亿元；预计实现可偿债资金合计39.67亿元。同时，假设7年期发行利率为4.08%，10年期发行利率为4.04%和4.12%，15年期利率为4.55%，则在债券存续期内，长治市专项债券的8个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.11倍~3.76倍之间。基于以上

¹¹ 为忻州市出资部分。

假设，长治市专项债券项目均能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 16 长治市专项债券项目情况（单位：亿元、倍）

项目名称	项目总投资额	自有资金	融资成本			可偿债资金	覆盖倍数
			本金	利息	发行费等		
2020年长治市屯留区小水网-城乡生活供水一体化工程建设专项债券项目	2.27	2.17	0.10	0.04	0.0001	0.17	1.23
2020年长治市上党区大医院医疗综合楼及配套工程建设专项债券项目	3.98	2.48	1.50	0.62	0.0018	2.47	1.16
2020年长治市（本级）人民医院综合楼建设专项债券项目	2.48	1.68	0.80	0.31	0.0009	4.17	3.76
2020年长治市（本级）殡仪馆迁建专项债券项目	2.46	1.81	0.65	0.27	0.0004	1.03	1.13
2020年长治市长子县县城新建取水供水工程专项债券项目	1.20	0.92	0.28	0.12	0.0003	0.52	1.33
2020年长治市沁源县供水改扩建（一期）工程建设专项债券项目	0.68	0.33	0.35	0.12	0.0004	0.54	1.14
2020年长治市沁源经济技术开发区新材料园区（二期）建设专项债券项目	1.61	1.11	0.50	0.20	0.0006	0.80	1.13
2020年长治市（本级）绿色数字科技谷智能制造示范基地建设专项债券项目	32.37	11.37	21.00	10.32	0.0012	29.97	1.11
合计	47.05	21.86	25.18	12.00	0.0056	39.67	1.07

资料来源：山西省财政厅，东方金诚整理

9. 临汾市

临汾市位于山西省西南部，拥有丰富的矿产资源。2016年~2018年，临汾市地区生产总值分别为1205.2亿元、1320.1亿元和1440.0亿元，同比分别增长3.4%、5.5%和2.8%，2018年经济总量位于山西省第5位，但增速放缓。2018年，临汾市规模以上工业企业实现主营业务收入1618.3亿元，同比增长6.4%，煤钢焦电贡献较大，工业经济运行平稳。2016年~2018年，临汾市政府性基金收入分别为28.29亿元、22.08亿元和37.77亿元，其中土地出让收入占比超过80%。

临汾市专项债券项目涉及临汾市本级、侯马市、翼城县和安泽县的7个子项目，偿债资金来源为项目对应的事业收入、商业及广告位出租收入、医疗收入、厂房出租及出售收入和财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料，临汾市专项债券项目计划总投资13.01亿元，其中自有资金5.82亿元，已融资1.00亿元，拟使用本批债券募集资金5.38亿元，未来拟债券融资0.81亿元；预计实现可偿债资金合计23.49亿元。同时，假设7年期发行利率为4.09%，10年期发行利率为4.04%，15年期发行利率分别为4.44%和4.52%，则在债券存续期内，临汾市专项债券的7个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.12倍~3.92倍之间。基于以上假设，临汾市专项债券项目均能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 17 临汾市专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目投资总额	自有资金	融资成本			可偿债资金	覆盖倍数
			本金	利息	发行费等		
2020年山西省临汾市人民医院建设专项债券项目	1.57	0.73	0.84	1.15	0.0010	7.80	3.92
2020年山西省临汾市(本级)第五人民医院(原临汾市精神病医院)附属工程建设专项债券项目	0.32	0.07	0.25	0.17	0.0003	1.24	2.97
2020年临汾市中心医院心脑血管综合楼建设专项债券项目	3.56	1.36	2.20	1.47	0.0026	7.37	2.01
2020年至2021年临汾市第三人民医院异地新建建设专项债券项目	1.62	0.52	1.10	0.73	0.0013	2.07	1.13
2020年至2021年侯马市大西高铁侯马西站站房扩建工程专项债券项目	1.69	0.89	0.80	0.46	0.0008	1.42	1.12
2020年临汾市翼城县人民医院迁建工程建设专项债券项目	3.57	1.97	1.60	0.59	0.0008	2.78	1.27
2020年安泽唐城工业园基础设施-标准化厂房(一期)建设专项债券项目	0.68	0.28	0.40	0.11	0.0005	0.81	1.57
合计	13.01	5.82	7.19	4.68	0.0072	23.49	1.98

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

10. 阳泉市

阳泉市位于山西省东部, 是一座新兴工业城市, 是晋东政治、经济、文化中心; 境内山川叠翠, 矿藏资源丰富, 是国内重要的无烟煤产地。2016年~2018年, 阳泉市地区生产总值分别为622.9亿元、672.0亿元和733.7亿元, 同比分别增长3.4%、6.3%和6.7%。阳泉市经济以二、三产业为主, 2018年的三产结构为1.5: 47.0: 51.5。随着煤炭经济的回暖, 阳泉市土地市场活跃度提高, 带动政府性基金收入同比增幅较大; 2016年~2018年, 阳泉市政府性基金收入分别为4.49亿元、9.79亿元和13.66亿元。

阳泉市专项债券项目涉及阳泉市本级、平定县、盂县、阳泉市郊区和阳泉经济技术开发区的11个子项目, 偿债资金来源为项目对应产生的营运收入、住院收入、门诊收入、客运站及驿站经营收入、租赁收入、停车位专项收入、租金收入及财政基本补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料, 阳泉市专项债券项目计划总投资93.43亿元, 其中自有资金47.52亿元, 已融资4.15亿元, 拟使用本批债券募集资金9.95亿元, 未来拟债券融资13.81亿元。此外, 本批专项债券项目通过银行贷款筹资12.00亿元, 通过中国农发重点建设基金筹资6.00亿元; 预计实现可偿债资金合计80.31亿元。同时, 假设7年期发行利率为4.08%, 10年期发行利率分别为4.04%和4.13%, 15年期发行利率为4.44%, 20年期发行利率为4.48%, 则在债券存续期内, 阳泉市的11个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在1.10倍~2.02倍之间。基于以上假设, 阳泉市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 18 阳泉市专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目投资总额	自有资金	融资成本			可偿债资金	覆盖倍数
			本金	利息	发行费等		
2020年阳泉市(本级)综合交通客运枢纽工程建设专项债券项目	8.40	5.49	2.91	1.66	0.0021	5.10	1.12
2020年阳泉市平定县人民医院新建门诊大楼建设专项债券项目	0.49	0.34	0.15	0.06	0.0002	0.30	1.42
2020年至2021年阳泉市平定县交通运输领域专项债券项目	8.81	3.04	5.77	2.73	0.0057	9.84	1.16
2020年山西省阳泉市本级公共停车场建设专项债券项目	0.76	0.31	0.45	0.17	0.0002	0.68	1.10
2020年山西省阳泉市新建阳泉北至大寨铁路建设专项债券项目	51.03	27.05	23.98	6.84	0.0071	38.85	1.26
2020年至2021年阳泉经济技术开发区科技大街南侧平台标准厂房建设专项债券项目	12.76	4.66	8.10	5.60	0.0085	15.15	1.10
2020年阳泉市(本级)广播电视台全台高清数字化改造及融媒体平台建设专项债券项目	0.91	0.20	0.71	0.28	0.0008	1.81	1.83
2020年至2021年阳泉市郊区千亩坪现代农业产业园核心区建设专项债券项目	2.28	0.83	1.45	1.30	0.0017	3.06	1.11
2020年阳泉市郊区西南昇乡“北七村”乡村振兴示范区建设专项债券项目	1.10	0.30	0.80	0.47	0.0009	1.52	1.20
2020年阳泉市孟县县城集中供热热源厂环保设施升级改造及热源厂供热系统改造专项债券项目	1.42	0.62	0.80	0.33	0.0009	1.82	1.61
2020年阳泉职业技术学院建设专项债券项目	5.47	4.68	0.79	0.29	0.0005	2.19	2.02
合计	93.43	47.52	45.91	19.73	0.0287	80.31	1.22

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

11. 大同市

大同市位于山西省最北端, 是山西省第二大城市、省域副中心城市, 是国家重点煤炭能源基地之一, 经济实力较强。2016年~2018年, 大同市地区生产总值分别为1025.3亿元、1121.8亿元和1271.8亿元, 同比分别增长1.0%、6.5%和6.8%。2018年, 大同市产业结构为5.1:36.5:58.4, 第三产业是推动地区经济发展的最主要力量。随着主导产业发展向好, 大同市政府性基金收入和土地出让价格快速增长; 2016年~2018年, 大同市政府性基金收入分别为23.50亿元、57.12亿元和80.95亿元, 其中土地出让收入占比分别为81.19%、73.51%和86.87%。

大同市专项债券项目涉及大同市本级的2个子项目, 偿债资金来源为科研收入、医疗收入和财政补助收入等。根据山西省财政厅提供的资料, 大同市专项债券项目计划总投资8.20亿元, 自有资金2.82亿元, 已融资2.88亿元, 拟使用本批债券募集资金合计2.50亿元, 预计实现可偿债资金合计18.26亿元。同时, 假设10年期发行利率为4.04%, 15年期发行利率为4.44%, 则在债券存续期内, 大同市的2个子项目可偿债资金对融资成本的覆盖倍数分别为1.40倍和2.37倍。基于以上假设, 大同市专项债券项目能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 19 大同市专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目总投资额	自有资金	本金	融资成本 利息	发行费等	可偿债 资金	覆盖 倍数
2020 年大同市煤炭清洁高效利用研究所建设项目专项债券项目	3.34	1.84	1.50	0.61	0.0018	2.94	1.40
2020 年至 2022 年大同市 (本级) 第三人民医院医技、急诊楼建设专项债券项目	4.86	0.98	3.88	2.58	0.0046	15.31	2.37
合计	8.20	2.82	5.38	3.19	0.0063	18.26	2.13

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

12. 山西省本级

山西省 (本级) 专项债券项目包括涉及下表所示的 8 个子项目。根据山西省财政厅提供资料, 项目计划总投资 600.62 亿元, 其中自有资金 232.92 亿元, 其他资金 198.01 亿元, 拟使用本批债券募集资金 39.18 亿元, 拟未来债券融资 65.45 亿元。以上项目建设完成后, 收益主要来源于各项事业收入、财政拨款收入、液化气天然气气款收入、供水收入、运输收入和政策性补贴收入等, 预计形成可偿债资金 557.31 亿元。假设 7 年期发行利率为 4.11%, 10 年期发行利率为 4.04% 和 4.1474%, 15 年期发行利率为 4.5325% 和 4.65%, 20 年期发行利率为 4.46%、4.55% 和 4.56%, 30 年期发行利率为 4.90% 和 4.93%, 则在债券存续期内, 山西省 (本级) 专项债券项目的 8 个子项目的可偿债资金对融资成本的覆盖倍数在 1.13 倍~4.54 倍之间。基于以上假设, 山西省专项债券项目均能够实现项目收益与融资自求平衡。

图表 20 山西省本级专项债券项目情况 (单位: 亿元、倍)

项目名称	项目总投资额	自有资金	其他资金	本金	融资成本 利息	发行费等	可偿债 资金	覆盖 倍数
2020 年至 2022 年山西省 (本级) 文旅产业基础设施建设专项债券项目	59.74	22.29	-	37.45	28.95	0.0189	63.81	1.22
2020 年山西省 (本级) 华北机电实训楼及运动场建设专项债券项目	0.26	0.18	-	0.08	0.02	0.0001	0.14	1.38
2020 年山西省本级天然气管网基础设施建设专项债券 (一期) 项目	25.44	11.18	-	14.27	6.29	0.0053	32.62	1.76
山西省本级新建集宁至大同至原平铁路建设专项债券项目	272.64	10.64	198.01	64.00	134.74	0.0800	317.16	1.13
2020 年至 2021 年山西省 (本级) 山西农业大学校区建设专项债券项目	2.70	0.55	-	2.15	0.76	0.0022	12.79	4.54
2020 年度山西省本级万家寨引黄入晋阳曲原水直供工程项目	5.59	3.59	-	2.00	1.40	0.0024	4.03	1.19
2020 年山西省静乐至静游地方铁路建设专项债券项目	15.85	6.31	-	9.53	2.45	0.0034	29.65	1.83
山西省本级大水网建设专项债券项目	218.40	178.18	-	40.21	16.73	0.0162	97.11	1.70
合计	600.62	232.92	198.01	169.69	190.97	0.1285	557.31	1.29

资料来源: 山西省财政厅, 东方金诚整理

综上所述, 本批债券纳入山西省政府性基金预算管理, 募投项目预期现金流能够对本批债券的还本付息提供较稳定的资金来源。同时, 东方金诚也关注到, 本批债券募投项目收入及现

金流的实现易受项目施工进度、开发成本变动等因素影响而存在不达预期的风险。

结论

东方金诚认为，得益于良好的区位条件和资源禀赋，近年来山西省经济保持增长，经济实力不断增强；山西省以煤炭、焦炭等为代表的传统支柱产业不断优化升级，装备制造、文化旅游等非煤产业快速发展，为地区经济的持续发展提供动力；山西省一般公共预算收入和政府性基金收入同比增幅较大，财政实力不断增强；山西省债务水平较低，债务集中偿付压力较小，总体债务风险可控；本批债券纳入山西省政府性基金预算管理，募投项目预期现金流能够对本批债券的还本付息提供较稳定的资金来源。

同时，东方金诚也关注到，山西省经济发展对煤炭及相关产业较为依赖，易受宏观经济及煤炭行业景气度波动等因素影响；山西省固定资产投资增速波动较大，工业投资增速明显低于基础设施及房地产开发投资，投资结构有待优化；本批债券募投项目收入及现金流的实现易受项目施工进度、开发成本变动等因素影响而存在不达预期的风险。

综合分析，山西省人民政府偿还债务的能力极强，各期债券到期不能偿付的风险极低。

附件一：山西省主要经济、财政及债务数据（单位：亿元、%）

经济指标	2016年	2017年	2018年
地区生产总值	12966.2	15528.4	16818.1
经济增长率	4.5	7.0	6.7
人均地区生产总值（元）	35367	42060	45328
三次产业结构	6.0: 38.3: 55.7	4.6: 43.7: 51.7	4.4: 42.2: 53.4
规上工业增加值增长率	1.1	7.0	4.1
固定资产投资	14285.0	6140.9	6050.4
社会消费品零售总额	6480.5	6918.1	7338.5
进出口总额	1099.0	1161.9	1369.9
常住人口数量（万人）	3681.6	3702.4	3718.3
城镇居民人均可支配收入（元）	27352	29132	31035
财政指标	2016年	2017年	2018年
一般公共预算收入	1557.00	1867.00	2292.70
政府性基金收入	534.91	760.11	845.71
上级补助收入	1620.80	1683.57	1804.31
债务指标	2016年	2017年	2018年
政府债务余额	2290.93	2578.56	2963.67
政府债务率	61.7	56.2	52.7

资料来源：山西省统计公报、政府工作报告、财政决算表、山西省财政厅等。

附件二：地方政府专项债券信用等级符号和定义

根据财政部 2015 年 4 月发布的《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》(财库〔2015〕85 号)，地方政府债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。其中，AAA 级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。符号含义如下：

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，有较高违约风险
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

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在2020年第一批山西省政府专项债券存续期内实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向山西省人民政府发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，山西省人民政府应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如山西省人民政府未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年1月13日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层

电话: 010-62299800

编码: 100600

传真: 86-10-62299803

邮箱: dfjc@coamc.com.cn

