

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0114号

运城市城市建设投资开发集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“运城市城市建设投资开发集团有限公司 2024 年度第二期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年四月十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/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。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年4月10日至2025年4月9日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚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。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年4月10日

运城市城市建设投资开发有限公司
2024年度第二期中期票据信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中期票据信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2024/4/10	孟洁	唐骊

主体概况	评级模型																																				
运城市城市建设投资开发有限公司是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事运城市范围内的基础设施建设、公用事业运营以及汽车销售等业务。截至2024年3月末，运城发展投资集团有限公司为公司控股股东；运城市人民政府国有资产监督管理委员会是公司实际控制人。	<table><thead><tr><th>一级指标</th><th>二级指标</th><th>权重</th><th>得分</th></tr></thead><tbody><tr><td>经营规模</td><td>所有者权益</td><td>35%</td><td>21.0</td></tr><tr><td>业务运营</td><td>业务稳定性与持续性</td><td>10%</td><td>10.0</td></tr><tr><td rowspan="3">盈利与获取能力</td><td>净利润</td><td>15%</td><td>6.8</td></tr><tr><td>净资产收益率</td><td>5%</td><td>2.3</td></tr><tr><td>现金收入比率</td><td>5%</td><td>3.5</td></tr><tr><td rowspan="3">债务负担和保障程度</td><td>全部债务资本化比率</td><td>15%</td><td>6.8</td></tr><tr><td>货币资金短债比</td><td>5%</td><td>0.8</td></tr><tr><td>EBITDA 利息倍数</td><td>5%</td><td>2.3</td></tr><tr><td></td><td>全部债务/EBITDA</td><td>5%</td><td>3.0</td></tr></tbody></table>	一级指标	二级指标	权重	得分	经营规模	所有者权益	35%	21.0	业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0	盈利与获取能力	净利润	15%	6.8	净资产收益率	5%	2.3	现金收入比率	5%	3.5	债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	15%	6.8	货币资金短债比	5%	0.8	EBITDA 利息倍数	5%	2.3		全部债务/EBITDA	5%	3.0
一级指标	二级指标	权重	得分																																		
经营规模	所有者权益	35%	21.0																																		
业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0																																		
盈利与获取能力	净利润	15%	6.8																																		
	净资产收益率	5%	2.3																																		
	现金收入比率	5%	3.5																																		
债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	15%	6.8																																		
	货币资金短债比	5%	0.8																																		
	EBITDA 利息倍数	5%	2.3																																		
	全部债务/EBITDA	5%	3.0																																		
债项概况	基础评分输出结果	a+																																			
注册额度：20亿元	调整因素	无																																			
本期基础发行金额：0亿元	个体信用状况（BCA）	a+																																			
本期发行金额上限：10亿元	外部支持评价	外部支持能力	G2																																		
发行期限：5年		外部支持意愿	S1																																		
资金用途：偿还公司有息债务	评级模型结果	AA+																																			
偿还方式：按年付息，到期还本	外部支持调整子级	3																																			
	注1：外部支持能力档位分为G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度																																				
	注2：外部支持意愿档位分为S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度																																				
	注3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异																																				

评级观点

东方金诚认为，随着工业经济转型推进，运城市地区经济保持较快增长，经济实力很强；公司主营业务具有很强的区域专营性，业务多元化程度进一步提升；公司持续得到实际控制人及相关各方的大力支持，资本实力显著提升。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力和短期偿债压力，资产流动性较弱。综合考虑，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

同业对比

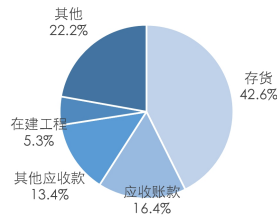
项目	运城市城市建设投资开发有限公司	临汾市投资集团有限公司	晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司	长治市财通投资控股集团有限公司
地区	运城市	临汾市	晋中市	长治市
GDP 总量（亿元）	2301.10	2227.90	2112.30	2804.80
人均 GDP（元）	48693	56986	62269	89137
一般公共预算收入（亿元）	113.29	200.60	187.05	310.49
政府性基金收入（亿元）	64.30	58.92	46.47	62.75
地方政府债务余额（亿元）	363.06	506.09	510.78	371.14
资产总额（亿元）	314.89	355.24	401.23	286.00
所有者权益（亿元）	120.01	144.32	192.53	118.02
营业收入（亿元）	21.07	11.03	23.35	25.65
净利润（亿元）	1.22	1.81	3.47	0.97
资产负债率（%）	61.89	59.37	52.01	58.73

注1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA+的同行业企业，表中数据年份均为2022年，标“*”数据为估算值（全文同）

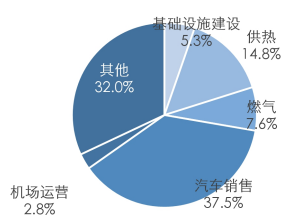
注2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022 年末)



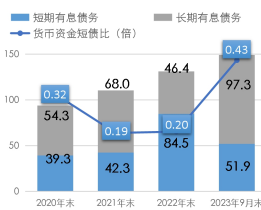
公司营业收入构成 (2022 年)



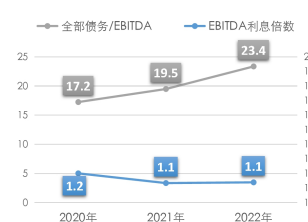
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额	215.94	234.09	314.89	333.01
所有者权益	62.36	77.86	120.01	120.58
营业收入	40.41	29.08	21.07	18.50
净利润	0.81	0.79	1.22	0.05
全部债务	93.62	110.28	130.94	149.24
资产负债率	71.12	66.74	61.89	63.79
全部债务资本化比率	60.02	58.62	52.18	55.31

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
地区	运城市		
GDP 总量	1643.60	2053.10	2301.10
人均 GDP (元)	30641	43201	48693
一般公共预算收入	90.03	105.16	113.29
政府性基金收入	74.78	116.50	64.30
财政自给率	21.56	26.37	23.30
政府负债率	14.27	14.24	15.78

优势

- 运城市地区生产总值保持较快增长，地区生产总值位于山西省中上游，工业经济转型全面提速，钢铁、炼焦和化工等支柱产业运行情况良好，经济实力很强；
- 公司主要从事运城市的基础设施建设和公用事业运营，主营业务具有很强的区域专营地位，随着子公司股权的划入，公司计划开展片区开发、粮食收购、矿石销售等业务，业务结构及多元化程度将进一步优化提升；
- 得益于实际控制人及相关方资产划拨，公司资产和净资产规模大幅增长，资本实力显著提升；
- 作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司在资产划拨及财政补贴等方面持续得到实际控制人及相关方的大力支持。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比很大，资产流动性较弱；
- 随着项目建设的推进和经营性业务的开展，公司全部债务规模保持增长，短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。

评级展望

预计运城市经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营性，能够得到实际控制人及相关方的持续有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+(23 运城城投 MTN003)	2023/11/6	孟洁 唐骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208) 》	阅读原文
AA+/稳定	AA+(22 运城城投 MTN001)	2023/7/27	孟洁 唐骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208) 》	阅读原文
AA/稳定	AA (20 运城城投 MTN001)	2020/3/6	张晨曦 黄一戈	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文

注：以上为不完全列示

主体概况

运城市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“运城城投”或“公司”）前身为运城市建设投资有限公司，系于2003年6月经运城市人民政府（以下简称“运城市政府”）批准，由运城市财政局和运城市鑫佰融交通建设有限公司¹（以下简称“鑫佰融”）出资设立的有限责任公司（国有控股），初始注册资本为人民币1.50亿元，出资占比分别为96.7%和3.3%。2018年11月，公司更为现名。历经数次增资和股权变更，截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币10.00亿元²；运城发展投资集团有限公司（以下简称“运城发投集团”）为公司唯一股东，运城市国资委为公司实际控制人。

运城城投是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事运城市范围内的基础设施建设业务，供热、燃气、机场运营等公用事业运营业务，以及汽车销售等业务。2022年，根据运城市政府办公室《关于推进市属国有企业股权整合的通知》（运政办函【2022】18号）相关安排，运城市财政局和运城市发展改革委（运城粮食和物资储备局）分别将运城市华通土地整理有限责任公司和运城市地方粮食战略储备库有限责任公司100%股权无偿划转至公司，永济市财政局将永济市蒲坂城市建设投资集团有限公司51%股权无偿划转至公司³。随着上述子公司股权的划入，预计未来公司将开展片区开发、粮食收购、粮食仓储、矿石销售等业务，实现多元化发展。

截至2023年9月末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有17家，详见下图表。

图表1 截至2023年9月末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例	获得时间	获得方式
运城市热力有限公司	运城热力	1000	72.56	2015年	划拨
运城市经纬燃气有限公司	经纬燃气	3500	100.00	2015年	划拨
运城市金城置业有限公司 ⁴	金城置业	13500	100.00	2015年	投资设立
上海运晟融资租赁有限公司	运晟租赁	100000	75.00	2017年	投资设立
山西建运汽车销售有限公司	建运汽车	3000	100.00	2018年	收购
山西汇建工程项目管理有限公司	汇建工程	1000	100.00	2018年	投资设立
运晟商业保理（深圳）有限公司	运晟保理	5000	71.00	2018年	投资设立
运城民航机场有限公司	运城民航	16400	100.00	2018年	划拨
运城市华运能源有限公司 ⁵	华运能源	5000	100.00	2019年	投资设立
运城市盐湖区全运物业管理有限公司	全运物业	500	100.00	2019年	集团内部股权划转
运城市静态交通运营有限公司	静态交运	3000	100.00	2020年	投资设立
运城市政通资产运营发展有限公司	政通资运	3000	100.00	2021年	投资设立
运城市北部创新集聚区投资开发建设有限公司	北部创投	10000	100.00	2021年	投资设立
北京运晟私募基金管理有限公司	运晟私募	1000	70.00	2021年	投资设立
运城市华通土地整理有限责任公司	华通土整	5000	100.00	2022年	划拨

¹ 鑫佰融作为公司的参股股东，实际不参与公司的日常经营，未向公司派遣董事、监事、高管。

² 公司实收资本中2亿元为股东货币出资，8亿元由资本公积转入。

³ 截至2022年末，上述子公司股权变更已完成工商登记变更。

⁴ 原名为运城市金城房地产开发有限公司，2021年7月更为现名。2022年，鑫佰融将持有金城置业20%股权无偿划转至公司，公司变为金城置业唯一股东。

⁵ 原名为运城市运晟教育投资管理有限公司，2022年12月更为现名。

图表 1 截至 2023 年 9 月末公司纳入合并范围直接控股子子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例	获得时间	获得方式
运城市地方粮食战略储备库有限责任公司	粮储公司	4318	100.00	2022 年	划拨
永济市蒲城城市建设投资集团有限公司	蒲城城投	4800	51.00	2022 年	划拨

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债项概况及募集资金用途

主要条款

公司已在中国银行间市场交易商协会注册总额为 20.00 亿元的中期票据（注册通知书文号：中市协注【2023】MTN592 号）。其中，该注册通知书项下的第一期已于 2023 年 11 月发行，“运城市城市建设投资开发集团有限公司 2024 年度第二期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）为该注册通知书项下的第二期。本期中期票据基础发行金额 0 亿元，发行金额上限 10 亿元，期限为 5 年。本期中期票据面值 100 元，平价发行。本期中期票据采用固定利率方式，单利按年付息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次偿还本金，最后一年利息随本金一起支付。

本期中期票据无担保。

募集资金用途

本期中期票据募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

图表 2 本期中期票据募集资金使用情况（单位：万元、%）

债券名称	起息日	行权日	债券本金	票面利率	拟使用本期中期票据募集资金额度
23 运城城投 MTN001	2023/06/29	2024/06/29	100000.00	6.40	100000.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

公司营业收入逐年下降，结构有所变化，随着子公司股权的划入，公司计划开展片区开发、粮食收购、矿石销售等业务，业务结构及多元化程度将进一步优化提升

公司是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事运城市范围内的基础设施建设业务，供热、燃气、机场运营业务等公用事业运营业务以及汽车销售业务。随着华通土整、粮储公司和蒲坂城投的划入，预计未来公司将开展片区开发、粮食收购、粮食仓储、矿石销售等业务，实现多元化发展，公司将相应产生房地产销售、酒店经营、矿石销售等收入，成为营业收入的重要构成。

近三年，公司营业收入逐年下降。其中，基础设施建设业务较为稳定；供热业务及燃气业务均小幅增长；汽车销售业务受油价、市场需求等因素影响逐年大幅下降，占营业收入的比重亦大幅下降；机场运营业务有所波动。公司其他业务主要来自土地转让和融资租赁。

公司毛利润有所波动，主要来源于土地转让、汽车销售等业务；公司综合毛利率亦有所波动。

2023年前三季度，公司实现营业收入18.50亿元，毛利润-0.24亿元，毛利率为负，主要系机场航线补贴成本较大所致。

图表3 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	1.18	2.93	1.18	4.07	1.12	5.34
供热	2.83	7.00	2.83	9.74	3.12	14.80
燃气	0.85	2.11	1.17	4.01	1.60	7.57
汽车销售	29.70	73.50	16.30	56.03	7.91	37.53
机场运营	0.97	2.41	1.12	3.87	0.58	2.76
其他	4.87	12.06	6.48	22.28	6.74	31.99
营业收入合计	40.41	100.00	29.08	100.00	21.07	100.00

图表 3 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.13	11.00	0.13	11.00	0.12	11.00
供热	0.83	29.52	0.82	28.97	0.74	23.81
燃气	0.13	15.06	0.26	22.55	0.20	12.78
汽车销售	1.92	6.48	1.51	9.26	0.55	6.99
机场运营	-3.53	-363.25	-4.12	-366.87	-2.27	-390.24
其他	1.14	23.34	1.34	20.74	1.44	21.42
合计	0.62	1.54	-0.06	-0.20	0.79	3.77

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

基础设施建设

公司承担着运城市范围内的基础设施建设，业务具有很强的区域专营性

受运城市政府委托，公司负责运城市范围内的道路、桥梁等基础设施建设，业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施建设业务具体由公司本部和子公司汇建工程负责，主要采取代建模式，项目建设资金由公司自筹。对于 2018 年及以前承建的项目，根据与运城市政府签订的《委托代建合作协议》，公司按照政府要求进行项目投资建设，项目竣工验收后，由审计部门对项目进行竣工决算并确定项目实际成本。运城市政府按照实际成本加成 10%~13% 与公司进行结算，公司据此确认收入并结转成本。在项目回款期，由运城市财政局安排分期支付。

2019 年以来，公司新承建的项目采用代建管理模式。根据运城市政府发布的《“城建 111 工程”百项重点项目的通知》⁶，子公司汇建工程承接了其中部分市政项目，此类项目全部由财政专项资金进行投资，运城市财政局每年向公司拨付专项建设资金，项目的建设具体由具有相关资质的第三方执行，汇建工程负责资金、进度、安监等项目管理，项目完工后交付至运城市政府，公司向委托方按照投资总额收取 1%~3% 不等的管理费，并将管理费部分确认为收入。

自成立以来，公司承担了运城市河东广场地下停车场建设项目、舜帝街东延（安邑东路至机场大道）道路工程项目、静态交通智慧停车项目、运城市盐湖区半坡调蓄库项目等基础设施建设工程，对于加快运城市基础设施建设步伐、改善居民生活环境具有重要意义。2020 年以来，公司基础设施建设收入规模、毛利润及毛利率均较为稳定。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2023 年 3 月末，公司在建重点项目主要包括中银大道北延长线、东郊城镇化项目等，计划总投资 40.09 亿元，累计投资 24.46 亿元，尚需投资 15.63 亿元。其中，东郊城镇化项目是集城乡统筹、生态修复和民生改善于一体的综合性工程，2010 年 11 月经省发改委批复立项，2011 年 4 月被省政府列为全省重点工程项目。该项目东以运三（运城至三门峡）高速公路为界，西至禹西路、铺安街、韩信路拐弯段，南至盐湖大道，北至禹都大道，规划用地总面积 12.9 平方公里；建设内容包括村庄搬迁改造与农民集中居住房建设，道路及水电暖等配套工程建设类公共基础设施建设，土地收储整理。该项目的建设有利于加快运城市城镇化建设进程，促进区

⁶ 全称为《运城市人民政府办公厅关于印发大运城“城建 111 工程”百项重点项目的通知》（运政办发〔2018〕37 号）。

域经济社会全面协调发展。

图表 4 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设模式	计划总投资额	已投资金额	尚需投资
中银大道北延长线	委托代建	4.80	2.46	2.34
东郊城镇化项目	委托代建	30.69	19.18	11.51
支七路	代建管理	0.78	0.10	0.68
铺安街	代建管理	2.80	2.40	0.40
安邑西路	代建管理	1.02	0.32	0.70
合计	-	40.09	24.46	15.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目为黄河金三角（运城）创新生态集聚区城市更新项目和鸭子池北侧生态治理与开发利用项目，计划总投资合计 38.56 亿元。其中，黄河金三角（运城）创新生态集聚区是运城市近年来重点发展区域，将成为运城市新旧动能转换的发动机、科技创新的策源地、高质量转型发展的先行区，公司负责建设的城市更新项目亦是该区域发展的重点项目。项目位于运城市中心城区北部，总占地面积约 18.71 平方公里，建设内容主要包括基础设施建设（舜帝街、中银大道、槐东路等 13 条主次干路的道路工程）、公共服务设施建设（新建中小学 8 座，社区医院 1 所，公园绿地 51 余处，广场 5 处）、城中村改造 6 个和土地收储共计 13251 亩。总体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

供热

子公司运城热力拥有城市集中供热项目特许经营权，供热业务具有较强的区域专营优势，未来随着供热资产的收购，公司供热范围将有所扩大，业务收入将进一步提升

公司的供热业务主要由子公司运城热力运营。运城热力成立于 2007 年 3 月，拥有运城市集中供热项目特许经营权，是运城市同蒲铁路以南唯一的热力供应商，具有较强的区域专营优势。为推进运城市中心城区集中供热一体化，公司计划在 2023 年内收购运城晋建热电有限公司（以下简称“晋建热电”）⁷股权。晋建热电主要负责运城市城区北部片区的集中供热，待此次收购完成后，公司将成为运城市中心城区唯一的热力供应商，区域专营地位大幅提升。

运城热力从上游供应商处购入热源，通过管网输送至用户，通过赚取购销差价实现盈利。运城热力上游供应商主要为运城关铝热电有限公司，热源采购价格为 25 元/吉焦。下游客户主要为居民客户和非居民客户，供热价格为居民用户 16 元/平方米，非居民用户 24 元/平方米，供热业务收费采取预收采暖费模式。

截至 2022 年末，公司拥有管网 169.00 公里，换热站 246 座，供热面积 2057.00 万平方米。

⁷ 截至 2023 年 6 月末，晋建热电注册资本 3.25 亿元，山西建设投资集团有限公司持有 85% 股权，运城热力持有 15% 股权。

图表 5 公司供热业务情况

项目	2020年	2021年	2022年
居民用户供热价格（元/米）	16	16	16
非居民用户供热价格（元/米）	24	24	24
供热面积（万平方米）	1600	2000	2057
管网长度（千米）	166	166	169
换热站（座）	186	242	246

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年~2022年，公司分别实现供热业务收入 2.83 亿元、2.83 亿元和 3.12 亿元，小幅增长；同期，供热业务毛利率有所下降，近三年分别为 29.52%、28.97%和 23.81%。未来随着供热资产的收购，公司供热范围将有所扩大，业务收入将进一步提升。

燃气

公司燃气业务具有较强的区域专营优势，收入稳定增长

公司的燃气业务主要由子公司经纬燃气负责运营。经纬燃气成立于 2002 年 3 月，注册资本为 3500 万元。目前，运城市城区的天然气供应由山西民生天然气有限公司和经纬燃气经营，两家企业均具备天然气特许经营权，经纬燃气主要负责运城市中心城区，具有较强的区域专营优势。

经纬燃气的气源为山西省燃气公司，燃气供应能力充足。经纬燃气铺设中、低压燃气输气管道 783.7 公里，形成运城市新、旧城区八纵十横的输气网络。近年来，公司用户数稳步增长，随着公司用户数量的增加，公司采购量和销售量均逐年增长，且购销率均为 100.00%。

图表 6 公司燃气业务情况

项目	2020年	2021年	2022年
期末管道总长度（公里）	771.0	783.70	783.70
用户数（万户）	9.0	9.2	9.2
采购量（万立方米）	2488	2943	3102
销售量（万立方米）	2488	2943	3102
购销率（%）	100	100	100

资料来源：公司提供，东方金诚整理

价格方面，根据运发改价管字【2021】67号，运城市天然气收费分为居民生活用气、独立采暖用气两种，其中居民生活用气销售标准：28 立方米以内（含），价格为 2.72 元/立方米；超出 28 立方米、不足 40 立方米（含），价格为 3.2 元/立方米；超出 40 立方米，价格为 3.89 元/立方米。居民独立采暖用气销售标准：300 立方米（含）以内，价格为 2.72 元/立方米；超出 300 立方米，价格为 3.2 元/立方米。近三年，公司燃气收入分别为 0.85 亿元、1.17 亿元和 1.60 亿元，毛利率分别为 15.06%、22.55%和 12.78%。

汽车销售

受政策变化及宏观经济下行影响，公司汽车销售业务收入和毛利润有所下降

汽车销售业务由直接控股子公司建运汽车负责，建运汽车系公司于 2018 年 4 月收购的全

资子公司。

建运汽车销售的汽车产品主要为牵引车、载货车等重型卡车和挂车。建运汽车主要从成都大运汽车集团有限公司运城分公司（以下简称“大运汽车”）进行整车采购，然后通过下属子公司直接销售给山西省范围内的零散客户，终端客户以个人消费者为主。

受重型柴油车国六排放标准全面实施叠加宏观经济下行，油气价格高涨、双限双控政策等多重因素影响，重卡销售业务市场景气度下降。2020年~2022年，公司分别实现汽车销售收入29.70亿元、16.30亿元和7.91亿元，毛利润分别为1.92亿元、1.51亿元和0.55亿元，收入及毛利润均呈下降态势。东方金诚关注到，公司汽车销售业务受行业景气度、政策等影响较大，该业务收入的实现具有一定的不确定性。

机场运营

公司机场运营业务因运营成本较高、收取服务费用相对较低而亏损较大，主要依赖政府补贴弥补亏损；随着机场扩建工程的开展，预计旅客吞吐量及航线数将进一步提升

2018年12月，公司将运城民航纳入合并范围，运城民航是运城张孝机场的唯一运营主体，业务具有很强的专营性。

运城民航主要负责运城张孝机场的建设改造、运营管理、客货运输代理、旅客服务及航空相关配套服务等，通过向航空公司收取起降费及向旅客收取餐饮费等各项服务费用形成收入。机场运营成本主要包括机场的建设改造、机场跑道维护，日常运营支出和人力成本等。由于机场运营属于公共交通服务行业，具有较强的公益性，公司收取的服务费相对较低，机场运营业务亏损较大，主要靠政府补贴弥补亏损。

截至2022年末，运城张孝机场累计占地面积9.01万平方米，两座航站楼，T1航站楼面积2.7万平方米，T2航站楼面积2.8万平方米，中间连廊面积700平方米；民航站坪设20个机位，其中C类18个、D类2个；跑道长3000米、宽45米；飞行区等级4D。运城张孝机场先后开通航线31条，通航机场35个。

图表 7 运城张孝机场运营情况

年份	2020年	2021年	2022年
旅客吞吐量（人次）	1638066	1919323	890982
货邮吞吐量（吨）	5373	7307	3911.9
起降架次	26094	24229	11552

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年~2022年，运城民航实现机场运营收入0.97亿元、1.12亿元和0.58亿元；随着近年来运城张孝机场的改扩建，运营成本维持在较高水平，亏损程度较大，毛利率均为负；同期，运城民航分别获得机场运营补贴3.81亿元、4.67亿元和3.31亿元⁸以弥补亏损。同时，运城市政府持续对公司划拨机场扩建工程项目建设资金，2020年和2021年，公司分别获得2.53亿元和3.00亿元。2022年，公司获得运城市政府划拨的原机场度假村酒店资产，增加资本公积0.96亿元。

截至2023年3月末，运城民航在建项目为运城国际机场扩建工程，总投资约32.84亿元，

⁸ 计入其他收益科目。

分航站区扩建和飞行区扩建两部分，已投资 20.39 亿元，尚需投资约 12.45 亿元。项目建成后，运城张孝机场将升级为 4E 级的国际机场，预计旅客吞吐量及开通航线数将进一步提升。

片区开发

2022 年，随着华通土整股权划入，公司获得较大规模土地使用权，区位优势较好，随着片区开发的推进，未来公司将新增房地产销售、酒店经营等收入，成为营业收入的重要补充

华通土整成立于 2022 年，主要从事片区开发业务。2022 年末，华通土整资产规模 58.30 亿元，其中土地使用权 58.28 亿元⁹，共计 1977 亩。该部分土地系前期运城市政府置换、收储和整理了北京军区空军驻运部队用于训练的 2395 亩土地。该地块位于运城市西北城区，是运城市委、政府强力推进盐（湖）临（猗）夏（县）一体化、实现区域整体开发的核心地段。其中 418 亩由运城城投通过缴纳划拨价款取得，用于运城市会展中心和区域配套市政道路建设；剩余 1977 亩由运城市规划和自然资源局划入华通土整，按照每亩补交 15.9 万元的相关费用，办理相关土地权证。截至本报告出具日，上述 1977 亩土地的权证均已办理，其中，住宅用地 790.4 亩、配套商业用地 533.52 亩、服务用地 237.1 亩、基础设施用地 414.96 亩。

公司计划对该片区域进行片区开发，项目计划总建筑面积 206.51 万平方米，其中居住配套建筑面积 131.8 万平方米、商业开发建筑面积 72.94 平方米、五星级酒店 1.77 万平方米。项目计划总投资 92.43 亿元，建设内容主要包括住宅、社区、幼儿园等居住配套；五星级酒店、河东文化风情街、配套商业、医院、中小学等城市服务类项目；道路、绿化等基础设施类项目等。片区开发完成后，公司将通过住宅销售、商业销售、五星级酒店住房等获取收入。

其他业务

公司其他业务主要来自土地转让和融资租赁，近年来收入稳步提升；随着子公司的划入，预计未来公司业务将实现多元化发展

公司其他业务主要来自土地转让和融资租赁。其中，土地转让系 2021 年运城市政府收回公司 18 宗土地（账面价值合计 11.55 亿元）并分年度对公司进行货币资金补偿或土地置换，截至 2022 年末尚有 3.50 亿元未进行补偿，该业务可持续性较弱。公司融资租赁业务由子公司运晟租赁负责运营，截至 2023 年 3 月末，运晟租赁融资租赁余额为 5.29 亿元；自运晟租赁成立以来，30 天以上逾期率为 5.24%；不良率为 3.65%，风险控制有待加强。

2022 年，随着粮储公司和蒲坂城投陆续划入公司，公司计划开展粮食收购、粮食仓储、矿石销售等业务。

粮储公司成立于 2009 年，系运城市重要的粮食战略储备库，主要进行粮食收购和仓储等相关业务。未来主要职能是确保市级储备粮油、市级应急成品粮油和代储的省级储备粮的安全存储和管理。

蒲坂城投成立于 2005 年，主要进行民生类特许经营、光电产业园等产业投资。2023 年 5 月，蒲坂城投取得了资源储量 3205 万吨、年开采量 175.14 万吨的片麻岩采矿特许经营权，开采年限为 18.3 年，预计每年可实现收入约 3 亿元。

⁹ 根据山西聚信资产评估有限公司出具的资产评估报告（晋聚信评报字【2022】第 014 号），华通土整存货中土地使用权按照市场价值进行评估，共计增值 50.21 亿元，分别计入递延所得税负债和资本公积科目中。

随着上述子公司股权的划入，预计未来公司业务将实现多元化发展，为营业收入带来新的增长点。

企业管理

产权结构

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元。运城发投集团为公司唯一股东，运城市国资委为公司实际控制人。

治理结构

公司设股东会、董事会、监事会和经理层。

股东会是公司的最高权利机构，由全体股东组成。

公司设董事会，对股东会负责，由 7 名董事组成，设董事长 1 名。董事长经董事会选举产生。其中股东董事由股东推荐，经股东会选举产生，职工董事由公司职工民主选举产生。公司设监事会，监事成员为 5 人。监事由股东代表和职工代表担任，股东监事由股东会选举产生，职工监事由公司职工选举产生。监事每届任期为三年，可连选连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，董事可受聘兼任总经理、副总经理或其他高级管理人员，总经理聘任期每届为三年，可连聘连任。

管理水平

公司本部共设纪检监察室、党群工作部、人力资源部、综合办公室、计划财务部、战略发展研究部、融资部等 13 个职能部门，公司各职能部门、各子公司之间在管理层的领导下能够独立开展工作。

制度建设方面，公司制定了各项内部管理制度，包括人事管理制度、内部审计财务收支管理制度和风险管理制度，管理制度相对健全。子公司管理方面，公司对子公司执行统一管理制度，严格履行“三重一大”程序，高管均由公司任命。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度相对健全，管理情况良好。

财务分析

财务质量

公司提供了 2020 年~2022 年和 2023 年 1~9 月的合并财务报表。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年~2022 年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2023 年 1~9 月合并财务报表未经审计。

截至 2023 年 9 月末，公司纳入合并范围内的直接控股子公司共有 17 家，详见图表 1。2020 年，公司通过投资设立静态交运；2021 年，公司通过投资设立政通资运、北部创投和运晟私募；2022 年，运城市财政局和运城市发展改革委（运城粮食和物资储备局）分别将华通土整和粮储公司 100% 股权无偿划转至公司，永济市财政局将蒲坂城投 51% 股权无偿划转至公司；2023 年 1~9 月，公司原子公司运城发投集团和运城市富斯特污水处理有限公司被无偿划出。

图表 8 2022 年划入子公司财务数据情况（单位：亿元）

子公司名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润
华通土整	58.30	37.52	-	-0.14
粮储公司	3.33	0.41	-	0.01
蒲坂城投	4.76	1.98	0.02	-0.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资产构成与资产质量

随着并表范围的扩大以及项目的持续投资，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较差的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较弱

公司资产规模持续增长，以流动资产为主。2023 年 9 月末，公司资产总额中流动资产占比 80.58%。同期末，公司流动资产以存货、应收账款、其他应收款和货币资金为主。

2022 年末，受子公司华通土整划入影响，公司存货大幅增长，主要由土地使用权和基础设施项目建设成本构成；同期末，公司存货中土地使用权账面余额 80.23 亿元，其中 58.28 亿元的土地使用权系华通土整并入后新增。2022 年末，公司存货中共计 62 宗土地使用权，均位于运城市内并已获得土地权证，主要为用于城镇住宅用地、商服用地的出让地；存货中基础设施建设项目成本为 39.31 亿元，包括中银大道北延长线、东郊城镇化项目等。

公司应收账款主要系应收与运城市财政局的市政工程款，2022 年末占比达 76.99%；其他应收款主要为往来款和航线补贴款，前五名分别为运城市财政局（23.36 亿元）、运城关铝热电有限公司（3.61 亿元，国有企业）、山西鑫农石油有限公司¹⁰（2.49 亿元，以下简称“鑫农石油”，民营企业）、陶村镇镇政府（1.31 亿元）和鑫佰融（0.73 亿元），合计金额 31.50 亿元，占比 70.23%。货币资金主要为银行存款，系公司通过发行债券、借款等融资收到的现金，2022 年末受限资金为保证金及睡眠户等共计 530 万元。

图表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
资产总额	215.94	234.09	314.89	333.01
流动资产	179.13	186.03	250.87	268.33
存货	71.70	67.80	134.24	144.67
应收账款	57.69	57.50	51.79	49.84
其他应收款	35.18	41.72	42.35	47.34
货币资金	12.52	8.11	16.56	22.44
非流动资产	36.81	48.06	64.02	64.69
在建工程	12.57	20.00	22.79	26.53
固定资产	10.63	10.35	16.29	16.30
长期应收款	7.92	8.97	13.95	14.03

注：其他应收款含应收股利和应收利息，全文同。资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

¹⁰ 2020 年 7 月，公司间接控股子公司山西建海能源有限公司（以下简称“建海能源”）与直接控股子公司运晟保理签订债权转让协议，约定运晟保理转让其持有的鑫农石油 2.59 亿元债权，建海能源与鑫农石油重新签订借款协议。2020 年 10 月，建海能源向运城市盐湖区人民法院提起诉讼、向北京仲裁委员会提请仲裁，要求鑫农石油及相关责任人偿还欠款本息，同时向法院申请财产保全。2020 年末，运城市盐湖区人民法院查封了相关资产，2021 年末已申请强制执行鑫农石油部分资产。截至 2022 年末，该笔账款尚有 2.49 亿元未收回，公司已计提坏账准备 1.24 亿元。

公司非流动资产主要由在建工程、固定资产和长期应收款构成。2022年末，公司在建工程主要为公司自建的输气管道、供热管网和机场航站区等项目投入成本，大幅增长主要系对飞行区改扩建工程等项目投入所致。固定资产主要为公司持有的房屋建筑物、机器设备和运输工具，2022年末有所增长主要系新划入子公司及民航机场接收政府划拨原机场度假村酒店资产所致。2022年末，长期应收款中的4亿元为公司2020年对山西正威供应链管理有限公司的投资款，公司持股40%，不实际参与其运营和管理，享受固定年化收益，6年后收回全部投资款；5亿元为子公司政通资运与山西夏县农村商业银行股份有限公司于2022年12月签订的不良资产等额置换协议¹¹。

截至2022年末，公司受限资产账面价值为23.09亿元，占资产总额比重7.33%。其中，使用受限的货币资金0.05亿元、固定资产3.29亿元、存货18.80亿元、投资性房地产0.95亿元。

资本结构

得益于实际控制人及相关方划入子公司股权及各项资金等，公司所有者权益大幅增长，以资本公积为主

近年来，公司所有者权益大幅增长。其中，公司实收资本增至2023年9月末的10.00亿元；资本公积逐年增长，其中2022年末大幅增长，主要系运城市政府相关部门、永济市财政局等向公司划入的华通土整等子公司股权、项目建设资金、项目资产等所致；未分配利润主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年9月末
所有者权益	62.36	77.86	120.01	120.58
实收资本	2.00	10.00	10.00	10.00
资本公积	47.94	52.93	95.13	95.82
未分配利润	10.19	10.91	12.13	12.47

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司负债总额及全部债务规模快速增长，整体负债率水平有所降低；公司短期有息债务规模及占比快速增长，面临较大的短期偿付压力

近年来，公司负债总额快速增长，负债结构以流动负债为主。2022年末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付账款和短期借款构成。

公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。2022年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，主要是应付债券即将到期所致。公司其他流动负债主要为短期应付债券，包括超短期融资券、短期融资券等。公司应付账款主要为建运汽车对供应商的应付汽车采购款，2022年末占比49.48%，账龄集中在1年以内。公司短期借款主要包括抵押借款、保证借款等。2022年末，公司短期借款中质押借款1.80亿元、信用借款2.06亿元、保证借款1.06亿元、抵押借款0.20亿元和应计利息35万元。

¹¹ 根据运城市政府（运政办发【2022】34号）关于《运城城市农村信用社高风险机构使用稳定发展资金化解风险专项工作方案的通知》。相关文件涉及保密内容，东方金诚根据公司2022年审计报告摘录基础信息。

图表 11 公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
负债总额	153.57	156.23	194.89	212.43
流动负债	88.08	81.47	114.48	75.58
一年内到期的非流动负债	24.18	19.97	48.70	16.23
其他流动负债	10.00	20.59	30.80	31.28
应付账款	22.50	21.50	15.07	11.08
短期借款	5.12	1.95	5.12	5.67
非流动负债	65.49	74.75	80.41	136.85
长期借款	18.06	18.41	33.86	41.99
长期应付款	12.16	12.24	25.75	28.27
递延所得税负债	0.00	0.05	12.60	12.60
应付债券	33.65	41.66	6.68	50.90
全部债务	93.62	110.28	130.94	149.24
长期有息债务	54.33	67.97	46.42	97.34
短期有息债务	39.29	42.31	84.52	51.90
资产负债率	71.12	66.74	61.89	63.79

注：其他应付款包含应付股利和应付利息；长期应付款含专项应付款，全文同。资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款、递延所得税负债和应付债券构成。2022 年末，公司长期借款大幅增长，主要由质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款构成，年利率区间在 4.00%-7.50%之间。长期应付款主要系融资租赁款和政府专项拨款，2022 年末大幅增长主要系新增较大规模化解不良贷款稳发资金（5.00 亿元）、政府专项债资金（1.78 亿元）和用于项目建设和业务支持的拨款。递延所得税负债大幅增长，主要系华通土整持有的土地使用权账面价值增值部分所致；应付债券主要为“17 运城专项债”、“20 运城城投 PPN001”、“20 运城城投 MTN002”等企业债、中期票据和公司债，2022 年末大幅下降主要系重分类至一年内到期非流动负债。2023 年 9 月末，公司应付债券增至 50.90 亿元，主要系当年新发行“23 运城城投 MTN001”、“23 运城城投 MTN002”、“23 运投 01”、“23 运投 02”等债券所致。

近三年及一期末，公司全部债务快速增长，其中短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。2023 年 9 月末，公司全部债务 149.24 亿元，其中短期有息债务 51.90 亿元，占比为 34.78%，较 2022 年末有所优化，但仍面临较大的短期偿付压力。公司资产负债率有所下降，整体水平适中。

截至 2023 年 9 月末，公司对外担保余额 5.74 亿元，担保比率 4.76%。

图表 12 截至 2023 年 9 月末公司对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保企业	企业性质	担保余额	担保期限	是否设置反担保措施
垣曲五龙镁业有限责任公司	民营	1.50	2021.6.18~2024.6.17	是
山西宏光医用玻璃股份有限公司	民营	0.37	2019.10.14~2024.10.12	是
山西阳光焦化集团股份有限公司	民营	0.97	2021.12.24~2023.12.22	是
运城市住建投资建设有限公司	国有	1.22	2022.12.8-2037.12.7	否
永济经济技术开发区实业发展有限责任公司	国有	0.66	2020.8.26-2035.8.20	否
公司	国有	0.20	2022.7.30-2025.7.29	否

图表 12 截至 2023 年 9 月末公司对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保企业	企业性质	担保余额	担保期限	是否设置反担保措施
	国有	0.36	2022.9.22-2037.9.21	否
山西鹤雀楼文化旅游产业发展有限公司	国有	0.36	2022.6.24-2041.6.23	否
永济市建筑工程公司	国有	0.10	2023.5.15-2024.5.7	否
合计	-	5.74	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

公司营业收入逐年下降，利润总额对财政补贴依赖很大，盈利能力整体较弱

近年来公司营业收入有所下降，营业利润率波动较大；期间费用较为稳定，主要为财务费用、销售费用和管理费用。公司利润总额规模逐年提升，但对财政补贴依赖很大。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 13 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~9 月
营业收入	40.41	29.08	21.07	18.50
营业利润率	1.37	-0.50	3.32	-1.73
期间费用	4.41	4.33	4.73	4.41
利润总额	0.93	1.10	1.26	0.11
其中：财政补贴	4.45	5.81	5.70	-
净利润	0.81	0.79	1.22	0.05
总资本收益率	2.76	2.30	1.67	-
净资产收益率	1.30	1.01	1.02	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司筹资前现金流持续为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

近三年一期，公司经营活动现金流入主要为公司收到的与其他单位的往来款、政府拨付公司的项目结算款等形成的现金流入；现金收入比率水平较高，主营业务获现能力较好；经营活动现金流出主要公司支付的项目工程款及与其他单位的往来款所形成的现金流出；2022 年公司经营活动净现金流由负转正，但对往来款以及工程款等依赖较大，未来存在一定的不确定性。

近三年一期，公司投资活动现金流入规模大幅降低，主要系收回投资所收到的现金；投资活动现金流出主要为公司对运城国际机场扩建工程项目投资等形成的现金流出；公司投资性现金流规模持续净流出。

公司筹资活动现金流入主要是公司取得借款和发行债券等收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务和相应利息所形成的现金流出；公司筹资活动现金持续净流入，资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 14 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~9月
经营活动现金流入	66.57	68.93	65.58	50.32
现金收入比率	88.98	109.41	117.70	89.31
经营活动现金流出	68.91	76.73	61.14	52.40
经营性净现金流	-2.33	-7.80	4.43	-2.08
投资活动现金流入	9.79	1.07	0.19	1.23
投资活动现金流出	22.65	13.16	7.87	13.44
投资性净现金流	-12.86	-12.09	-7.68	-12.21
筹资活动现金流入	62.05	57.42	66.37	78.82
筹资活动现金流出	41.13	41.38	54.59	58.65
筹资性净现金流	20.91	16.04	11.78	20.17
现金及现金等价物净增加额	5.72	-3.85	8.53	5.88

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

偿债能力

公司承担了运城市范围内的基础设施建设业务, 供热、燃气、机场运营业务等公用事业运营, 业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强, 具备较好的备用流动性, 整体来看, 公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看, 近三年及一期末, 公司流动比率、速动比率有所波动, 现金比率水平较低, 公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高, 资产流动性较弱。同时, 公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度较低, 公司经营活动净现金流对流动负债的覆盖能力较差。

从长期偿债能力指标看, 公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所波动; 公司 EBITDA 对全部债务的保障程度很弱, 对利息支出的保障程度较好。

图表 15 公司偿债能力指标 (单位: %)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年9月
流动比率	203.37	228.33	219.15	355.01
速动比率	121.96	145.11	101.88	163.61
现金比率	14.22	9.95	14.46	29.69
货币资金短债比 (倍)	0.32	0.19	0.20	0.43
经营现金流流动负债比率	-2.65	-9.58	3.87	-
长期债务资本化比率	46.56	46.61	27.89	44.67
全部债务资本化比率	60.02	58.62	52.18	55.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.20	1.13	1.14	-
全部债务/EBITDA (倍)	17.25	19.49	23.36	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

以 2022 年末公司全部债务为基础, 若无其他新增债务, 则公司各年的到期债务偿还情况如下表所示。其中, 公司 2023 年到期债务较为集中, 计划通过经营性现金流入、新增融资 (含银行借款、发行债券) 等方式偿还到期债务。截至 2024 年 3 月末, 公司已如期偿还 2023 年到期债务。经营活动所得资金方面, 2022 年公司经营性净现金流为 4.43 亿元, 但易受波动较大的

往来款和项目款影响，存在一定的不确定性。公司具备较好的备用流动性。间接融资方面，截至 2022 年末，公司获得银行等多家金融机构综合授信 113.43 亿元，尚未使用额度 61.84 亿元。直接融资方面，截至 2024 年 3 月末，公司尚未发行的批文额度 13.1 亿元，包括短期融资券 3.1 亿元和中期票据 10 亿元。

图表 16 2022 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）

年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
应偿还债务本金	82.48 ¹²	10.70	12.10	23.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司继续承担运城市范围内的基础设施及建设等业务，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，具备较好的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2024 年 2 月 20 日，公司未结清信贷中无关注和不良类贷款；已结清信贷中包含 2 笔不良类贷款，系银行系统操作所致，以及 46 笔关注类贷款¹³。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券/债务融资工具均已按时还本付息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

四季度经济运行稳中略缓，2024 年经济运行将进一步向常态化水平回归

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%。不过，当季 GDP 环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。这与四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间相印证。背后是四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，以及居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需也有所回暖的影响，经济下行压力再现。

2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，比上年加快 2.2 个百分点。这一方面源于 2023 年防控转段后，经济本身具备内在修复动力，叠加 2023 年政策面在稳增长方向持续用力，着力扩大内需；另一方面，也与上年 GDP 增速基数（3.0%）偏低有关。剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.1%，低于 5.0%至 6.0%的潜在经济增长水平。这也是 2023 年央行连续实施降息降准，宏观政策加大逆周期调节力度的原因。

从具体进程上看，2023 年经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响，实际经济修复力度明显减弱。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策

¹² 此处为应偿还债务本金数据，不含利息，故与 2022 年末短期有息债务数据有差异。

¹³ 46 笔关注类贷款主要系公司对农发行及国开行的多笔借款展期所致，借款最早起始于 2005 年，所有借款均于 2022 年末前偿还完毕。

全面发力，经济复苏动能有所转强，顺利完成年初制定的“5.0%左右”的GDP增长目标。需要指出的是，下半年特别是四季度楼市继续处于调整阶段，仍对经济运行有较为明显的拖累。

展望2024年，预计3月两会政府工作报告会继续将经济增长目标设定在“5.0%左右”，全年GDP增速也有望达到这一水平，经济运行会进一步向常态化水平回归。我们预计，2024年经济增长动能将“前低后高”，其中一季度GDP增速将在4.4%左右，后续有望稳定运行在5.0%-6.0%区间。2024年经济增长的主要拉动力是居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，以及政策面会保持一定稳增长力度。此外，2024年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

2024年一季度将进入稳增长关键阶段，逆周期调节政策有望前置发力，房地产行业支持政策力度也会进一步加大

回顾历史可以看到，一旦官方制造业PMI指数连续3个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，2023年12月CPI同比为-0.3%，连续三个月同比负增长；当月PPI同比为-2.7%，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。当前通过下调政策利率引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性也较高。由此，预计2024年一季度降息降准落地的可能性较大，基建投资增速也将继续处于较高水平，以对冲房地产投资下滑带来的影响。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。需要指出的是，在地方政府土地出让金收入将延续下降的前景下，2024年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还将较大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债新增融资有可能面临更为严格的监管环境。

区域经济和财政状况

运城市位于山西西南部，享有山西转型综改实验区、晋陕豫黄河金三角承接产业转移示范区、中原城市群、关中平原城市群等国家政策的叠加优势。截至2022年末，运城市下辖1区10县，并代管2个县级市，总面积1.4万平方公里。

运城市矿产资源丰富，经地质勘探列入山西省矿产储量表的有煤、铁、金、银、铜等21种。其中，具有开采价值的约54种，具有优势的矿产资源为铜、铅、镁等。

运城市已形成公路、铁路、航空三位一体的立体化交通格局。公路方面，运城市高速公路通车里程600公里，位于山西省前列。铁路方面，南同蒲铁路纵贯南北，侯西铁路横亘东西，2019年，浩吉铁路运城段完工通车，运城市铁路总里程达到600公里，现运城市境内高铁1小时可达西安，2小时可达太原。航空方面，运城张孝机场已开通北京、上海等22条国内航线，是山西省第二大民航机场。

运城市地区生产总值保持较快增长，地区生产总值位于山西省中上游，钢铁、炼焦和化工等支柱产业运行情况良好，经济实力很强

近三年，运城市的经济总量保持增长。2022年，运城市地区生产总值在山西省11个地级市中位列第5位，经济实力很强。

2020年以来，运城市固定资产投资增速保持较快水平。2022年，运城市固定资产投资比上年增长8.0%，快于全省2.1个百分点，快于全国2.9个百分点。全市亿元以上施工项目462个，同比增加74个，完成投资421.1亿元，同比增长17.6%，对全市投资的贡献率为109.0%。

图表 17 运城市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1643.60	5.2	2053.10	9.1	2301.10	5.6
人均地区生产总值（元）	30641	5.2	43201	9.7	48693	6.2
规模以上工业增加值	-	7.5	-	12.8	-	10.7
第三产业增加值	814.70	4.1	899.70	8.5	979.90	4.9
全社会固定资产投资	638.10	11.0	723.40	13.4	781.40	8.0
社会消费品零售总额	710.80	-2.0	825.80	16.2	809.60	-2.0
三次产业结构	16.3: 34.1: 49.6		16.5: 39.7: 43.8		15.3: 42.1: 42.6	

资料来源：运城市2020年~2022年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

近年来，运城市形成了钢铁、炼焦和化工等支柱产业，且各支柱产业运行情况良好，工业经济实力较强。2022年，运城市规模以上工业增加值同比增长10.7%，从行业看，全年全市35个行业大类中有23个行业增加值保持增长，增长面为65.7%。其中，煤炭开采和洗选业增长21.2%、黑色金属冶炼和压延加工业增长11.7%、石油煤炭及其他燃料加工业增长4.6%、电力热力生产和供应业增长21.5%、金属制品业增长65.5%、黑色金属矿采选业增长53.5%、废弃资源综合利用业增长22.0%，以上七个行业贡献较大，共上拉全市规上工业增加值增速11.1个百分点。从产业结构看，全年全市传统行业和非传统行业均以10.7%的速度实现较快增长。

运城市工业经济转型全面提速，推动国家级铝镁合金产业、中西部精品钢、汽车及新能源汽车“三大基地”建设。2022年，运城市传统产业改造升级步伐加快，工业技改投资同比增长11.8%；高技术产业投资完成27.1亿元，增长43.2%。其中，高技术制造业投资19.0亿元，增长43.5%；高技术服务业投资8.1亿元，增长42.3%。

近年来，运城市房地产业和批发零售业持续发展，带动第三产业保持较快增长。近年来，运城市房地产业发展较快。2020年~2022年，运城市分别实现房地产开发投资150.1亿元、164.6亿元和146.2亿元。同期，运城市批发零售业保持快速增长，分别实现增加值138亿元、163.6亿元和180.5亿元。运城市金融市场运行平稳，2022年末全市金融机构本外币各项存款余额3671.7亿元，比年初增长15.1%。年末全市金融机构本外币各项贷款余额2019.9亿元，比年初增长18.6%。

初步核算，2023年，运城市实现地区生产总值2329.9亿元，同比增长5.6%；规模以上工业增加值同比增长6.6%；固定资产投资同比增长2.6%；社会消费品零售总额同比增长2.6%。

运城市一般公共预算收入持续增长，收入质量较好；政府性基金收入波动较大，上级补助规模很大，整体财政实力很强

近年来，运城市一般公共预算收入持续增长，2020年以来的增速分别为3.9%、16.8%和7.7%。其中，税收收入占比保持在70%以上，收入质量较好。

运城市政府性基金收入波动较大，且政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，易受

地区经济形势及房地产行业景气度等因素影响，存在一定的不确定性。运城市上级补助收入规模很大，是地区财力最主要的来源。

图表 18 运城市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
1 地方财政收入	164.81	221.66	177.59
一般公共预算收入	90.03	105.16	113.29
其中：税收收入	64.28	80.30	-
政府性基金收入	74.78	116.50	64.30
2 上级补助收入	299.60	311.59	350.61
列入一般公共预算的上级补助收入	299.60	311.59	350.61
列入政府性基金的上级补助收入	13.60	5.32	-
财政收入（1+2）	478.01	538.57	528.20
1 地方财政支出	528.63	533.49	637.70
一般公共预算支出	417.66	398.82	486.28
政府性基金支出	110.97	134.67	151.42
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	528.63	533.49	637.70
地方债务限额	238.70	301.86	363.06
地方债务余额	234.60	292.44	363.06
政府负债率（%）	14.27	14.24	15.78

资料来源：2020年~2021年运城市财政决算表及2022年运城市财政预算执行情况，东方金诚整理

近年来，运城市一般公共预算支出有所波动，政府性基金支出持续增长。运城市财政自给程度较低，保持在25%左右。2022年末，运城市政府债务余额363.06亿元，其中市本级126.9亿元，县（市、区）236.16亿元。

2023年，运城市一般公共预算收入完成124.6亿元，同比增长10.0%；一般公共预算支出完成519.2亿元，同比增长6.8%。

综上所述，东方金诚对运城市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

公司作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，在资产划拨、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的大力支持

2023年，运城市推进市属国有企业整合重组，公司股权被划入运城发投集团，待此次股权变更完成后，运城发投集团将成为运城市最重要的基础设施建设主体，公司作为其重要子公司，亦是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，在资产划拨和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的大力支持。

资产划拨方面，2020年，运城市政府向公司注入运城国际机场扩建工程项目建设资金2.40亿元。2021年，运城市政府向公司无偿划拨运城国际机场扩建工程项目建设资金、LNG项目资产所有权及以前年度计入专项应付款中的三供一业等专项建设资金合计12.99亿元。2022年，运城市财政局和运城市发展改革委（运城粮食和物资储备局）分别将华通土整和粮储公司100%

股权无偿划转至公司，永济市财政局将蒲坂城投 51% 股权无偿划转至公司，鑫佰融将持有的金城置业 20% 股权无偿划转至公司，运城市政府向公司划拨机场扩建项目资金和原机场度假村酒店资产等，合计增加公司资本公积 42.20 亿元。

财政补贴方面，2020 年~2022 年，公司分别收到财政补贴 4.45 亿元、5.81 亿元和 5.70 亿元。

考虑到公司将继续在运城市的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司大力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对运城市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

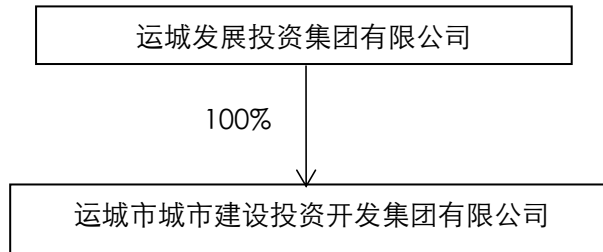
东方金诚认为，公司主要从事运城市的基础设施建设和公用事业运营，主营业务具有很强的区域专营地位，随着子公司股权的划入，公司计划开展片区开发、粮食收购、矿石销售等业务，业务结构及多元化程度将进一步优化提升。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比很大，资产流动性较弱；随着项目建设的推进和经营性业务的开展，公司全部债务规模保持增长，短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。

运城市地区生产总值保持较快增长，地区生产总值位于山西省中上游，工业经济转型全面提速，钢铁、炼焦和化工等支柱产业运行情况良好，经济实力很强。得益于实际控制人及相关方资产划拨，公司资产和净资产规模大幅增长，资本实力显著提升；作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司在资产划拨及财政补贴等方面持续得到实际控制人及相关方的大力支持。

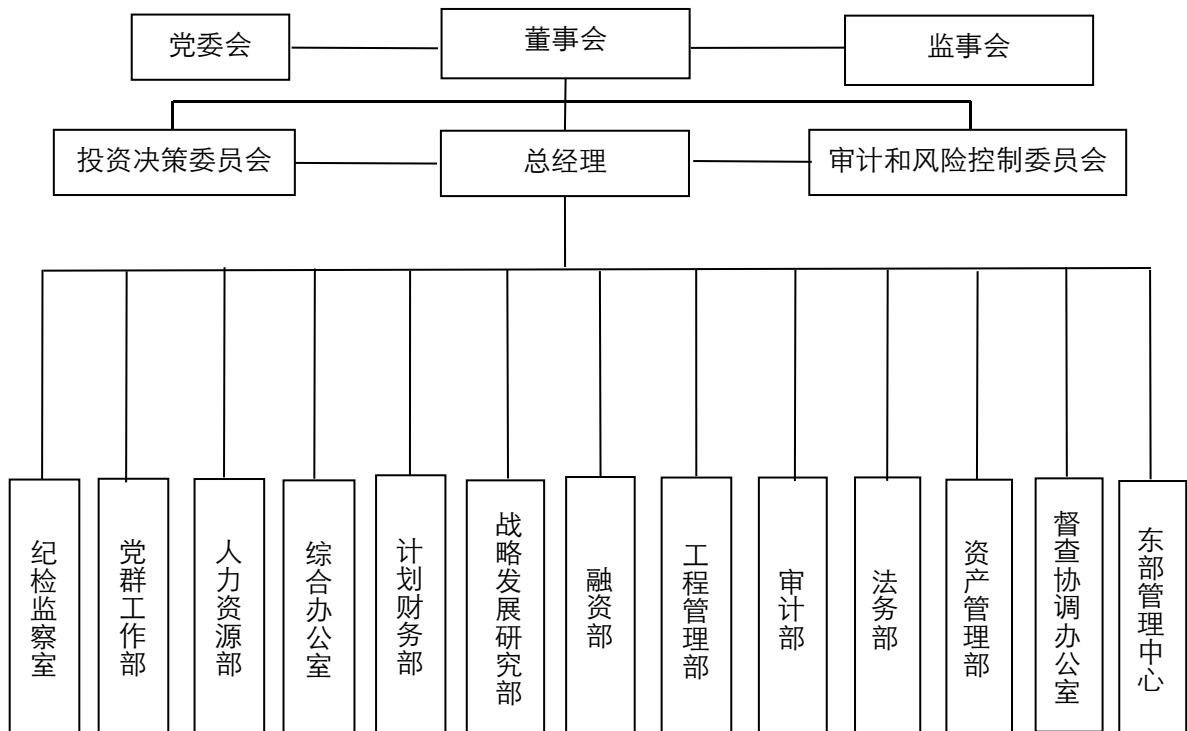
综合分析，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年9月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	215.94	234.09	314.89	333.01
存货	71.70	67.80	134.24	144.67
应收账款	57.69	57.50	51.79	49.84
其他应收款	35.18	41.72	42.35	47.34
货币资金	12.52	8.11	16.56	22.44
负债总额	153.57	156.23	194.89	212.43
一年内到期的非流动负债	24.18	19.97	48.70	16.23
其他流动负债	10.00	20.59	30.80	31.28
长期借款	18.06	18.41	33.86	41.99
长期应付款	12.16	12.24	25.75	28.27
全部债务	93.62	110.28	130.94	149.24
其中：短期有息债务	39.29	42.31	84.52	51.90
所有者权益	62.36	77.86	120.01	120.58
营业收入	40.41	29.08	21.07	18.50
利润总额	0.81	0.79	1.22	0.05
经营活动产生的现金流量净额	-2.33	-7.80	4.43	-2.08
投资活动产生的现金流量净额	-12.86	-12.09	-7.68	-12.21
筹资活动产生的现金流量净额	20.91	16.04	11.78	20.17
主要财务指标				
营业利润率（%）	1.37	-0.50	3.32	-
总资本收益率（%）	2.76	2.30	1.67	-
净资产收益率（%）	1.30	1.01	1.02	-
现金收入比率（%）	88.98	109.41	117.70	89.31
资产负债率（%）	71.12	66.74	61.89	63.79
长期债务资本化比率（%）	46.56	46.61	27.89	44.67
全部债务资本化比率（%）	60.02	58.62	52.18	55.31
流动比率（%）	203.37	228.33	219.15	355.01
速动比率（%）	121.96	145.11	101.88	163.61
现金比率（%）	14.22	9.95	14.46	29.69
货币资金短债比（倍）	0.32	0.19	0.20	-
经营现金流流动负债比率（%）	-2.65	-9.58	3.87	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.20	1.13	1.14	-
全部债务/EBITDA（倍）	17.25	19.49	23.36	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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

注：除 AAA 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“运城市城市建设投资开发集团有限公司 2024 年度第二期中期票据”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与运城市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括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，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024 年 4 月 10 日