大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

运城市城市建设投资开发有限公司

主体与2018年度第二期中期票据信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

◆ 评定等级

发债主体：运城市城市建设投资开发有限公司			
中期票据信用等级	**AAA**		
主体信用等级	**AA**	**评级展望**	稳定
债项概况			
注册总额：15 亿元		本期发债额度：10 亿元	
本期票据期限：3+2 年		偿还方式：每年付息，到期一次还本	
发行目的：置换金融机构借款			
担保方式：不可撤销的连带责任责任保证			
担保单位：中债信用增进投资股份有限公司		担保单位信用等级：AAA	

◆ 主要观点

大公确定运城市城市建设投资开发有限公司（以下简称“运城城投”或“公司”）信用等级为 AA，评级展望为稳定，2018 年度第二期中期票据信用等级为 AAA。本次评级结果反映了运城城投面临良好的偿债环境，市场竞争力较强，财富创造能力很强，可用偿债来源偏离度很小，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司外部偿债环境持续优化。中国政治经济稳健发展；近年来，运城市主要经济指标保持较快增速，为公司的发展提供了良好的外部偿债环境。

2、公司核心业务财富创造能力继续增强。公司作为运城市最重要的基础设施投融资建设主体，负责市内基础设施投资、融资、建设及公用事业类项目的运营、管理工作。其中供热、燃气等业务具有较强的区域专营优势。

3、公司偿债来源结构有待优化。公司偿债来源整体充裕，融资渠道多元，外部支持较大，公司的经营性净现金流较去年大幅下降，对债务的保障能力有所减弱；公司清偿性偿债来源主要为以土地为主的存货等可变现资产，对债务偿还能够形成一定保障。

4、公司偿债能力很强。公司存量债务规模较大，有息债务占比较高，面临一定的债务压力；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务融资能力依赖程度较高，债务安全度有待进一步提升。另一方面公司作为运城市最重要的基础设施投融资建设主体，能够得到运城市政府的有力支持，对公司偿债能力的增强提供一定保障。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、运城市工业基础较好，经济发展水平处于山西省前列；

2、公司是运城市重要的基础设施建设投融资主体，热力、燃气供应等业务具有较强的区域专营优势；

3、公司得到运城市财政局在政府补助、项目建设等方面的有力支持；

4、中债信用增进投资股份有限公司为本期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

1、公司存货中的土地使用权多处于抵押状态，受限资产规模较大，资产流动性较弱；

2、近年来，公司有息负债在负债中的占比较高，规模较大，公司仍面临一定的债务偿付压力；

3、近年来，公司的经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力波动较大；

4、公司在建工程规模很大，未来资本支出压力较大。

展望

预计未来1~2年，公司作为运城市重要的城市基础设施建设投融资主体的地位不会发生改变，并继续得到地方政府的支持。综合来看，大公对运城城投的信用评级展望为稳定。

主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
总资产	134.88	134.10	124.67	129.65
所有者权益	53.89	53.71	52.34	54.87
总有息债务	71.45	69.45	45.94	58.93
营业收入	1.21	8.10	5.14	4.07
净利润	0.17	1.38	2.04	1.07
经营性净现金流	-0.83	0.50	8.35	0.39
毛利率	21.40	14.48	18.93	15.34
总资产报酬率	0.19	1.25	1.90	1.13
债务资本比率	57.01	56.39	53.17	51.78
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.33	0.62	0.85	0.67
经营性净现金流/总负债	-1.03	0.65	11.35	0.53

注：公司提供了2015~2017年财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对分别对公司2014~2016年财务报表进行了三年连审以及对公司 2017 年财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2018年1~3月财务报表未经审计。

联系方式

评级小组负责人：谷蕾洁　　评级小组成员：张玉琪 徐佳杰
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email : dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座29层

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年七月二十日

发债情况

本期票据情况

运城城投已于 2018 年在银行间市场交易商协会注册了总额为 15 亿元的中期票据，分期发行，其中第一期 5 亿元人民币已于 2018 年 4 月 19 日发行完毕，本期为 2018 年度第二期，发行金额 10 亿元人民币，发行期限为 3+2 年。票据面值 100 元。附投资者回售选择权。采用固定利率，附利率调整选择权，通过薄记建档、集中配售的方式公开发行。

本期票据由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任责任保证。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 10 亿元，拟全部用于置换金融机构借款。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

运城城投前身为运城市建设投资有限公司，系于 2003 年设立的国有企业，2007 年 6 月公司更为现名。注册资本中 500 万元为运城市鑫佰融交通建设有限公司（以下简称“鑫佰融”）对公司的投资，按照股权收购合同的规定，2013 年，公司从江西江南信托股份有限公司（后更名为中航信托股份有限公司）购回鑫佰融 87.72%的股份，鑫佰融成为公司纳入合并范围的子公司，2016 年 9 月 6 日，根据运城市人民政府办公厅出具的运政办函【2016】67 号文件，运城城投将所持有的鑫佰融国有资产无偿划转给运城市银湖环境治理投资有限公司（以下简称“银湖环投”），鑫佰融不再纳入合并范围。其中银湖环投由运城市财源融资担保有限公司 100%持股，运城市财源融资担保有限公司由运城市财政局 100%持股。截至 2018 年 3 月末，公司实际控制人为运城市财政局，持股比例为 97.50%，鑫佰融持股 2.5%。

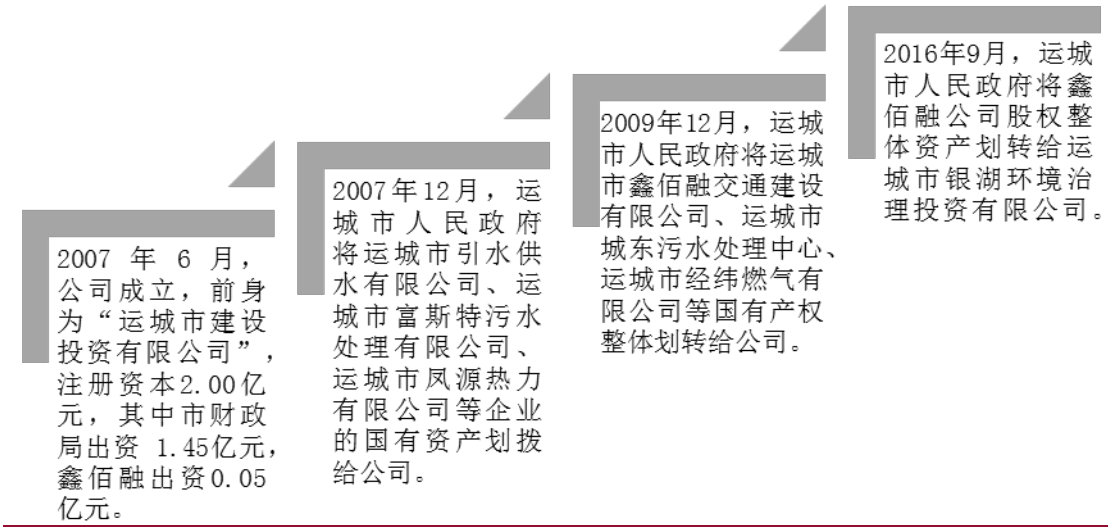


图 1　公司主要历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为基础设施建设和供热业务。基础设施建设板块是公司收入的主要来源,供热业务是公司收入的重要补充。未来基础设施建设板块仍将是公司的主要发展板块，供热业务盈利性较高，未来收入较强。

公司基础设施建设和供热业务核心业务板块运营主体仍为运城市金城房产开发有限公司和运城市热力有限公司。

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司注册资本仍为 2.00 亿元，运城市财政局持股比例为 97.50%，仍为公司控股股东和实际控制人，运城市鑫佰融交通建设有限公司持股 2.50%。

截至 2018 年 3 月末，公司纳入合并财务报表范围的子公司共有 7 家，包括 4 家全资子公司（运城市富斯特污水处理有限公司、运城市经纬燃气有限公司、运城市城东污水处理中心和运城市鑫运投城市发展有限公司）和 3 家控股子公司（运城市热力有限公司、运城市金城房产开发有限公司和上海运晟融资租赁有限公司）。其中，公司 2017 年新增 2 家子公司，分别为运城市鑫运投城市发展有限公司和上海运晟融资租赁有限公司，持股比例分别为 100.00%和 75.00%。

（四）信用链

截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务 71.45 亿元，其中短期有息债务 19.97 亿元。从债务构成来看，公司 2018 年 3 月末有息负债主要包括一年内到期的非流动负债 16.33 亿元、长期借款 30.08 亿元和应付债券 17.60 亿元等。公司债务融资渠道多元，存量债务规模较大，2018 年 3 月末总有息债务占总负债的比例为 88.22%，占比较高，公司面临的债务偿还压力较大。截至 2017 年末公司共获得银行授信 83.40 亿元，未使用银行授信额度 0.88 亿元。

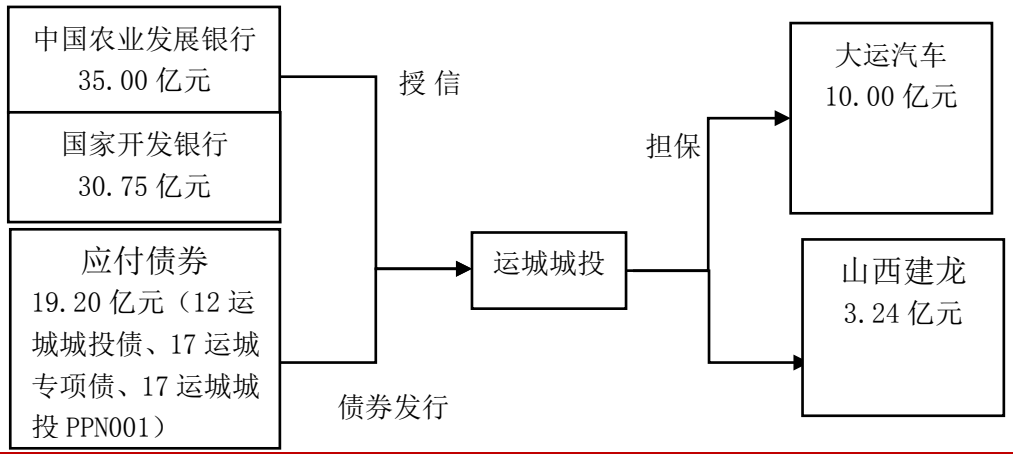


图 2　截至 2018 年 3 月末公司主要债权债务关系

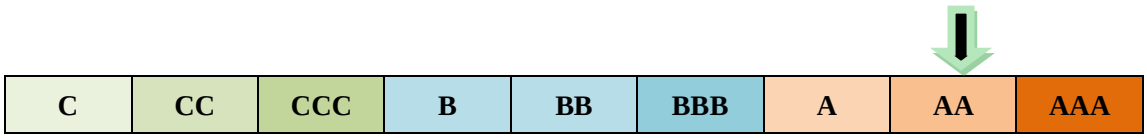
数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的企业信用信息报告，截至 2018 年 7 月 4 日公司本部未发生信贷违约事件，公司本部共有 4 笔未结清关注类贷款，余额合计为 0.69 亿元。根据国家开发银行山西省分行出具的《国家开发银行股份有限公司山西省分行关于资产质量分类情况说明的函》，将贷款项目认定为关注类是结合宏观经济与行业趋势的判断。截至本报告出具日，公司本部在公开债券市场发行的债务融资工具到期利息及本金均已按时兑付，存续的“12 运城城投债”正常付息，“17 运城专项债/17 运城债”、“17 运城城投 PPN001”尚未到还本付息日。

偿债环境

中国政策环境稳健，政策连续性较强，为企业各项业务的平稳发展提供了可靠的制度保障；国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



（一）宏观与政策环境

中国政治及经济稳健发展；政策连续性较强，为企业各项业务的平稳发展提供了可靠的制度保障。

2018 年是实施“十三五”规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年，中国政府将继续统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，以适应把握引领经济发展新常态，同时坚持以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，以促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

中央政府继续坚持以稳中求进的工作总基调推进改革。中国政府有能力通过实施稳健的货币政策和积极的财政政策保持一定经济增速，从而为结构调整提供稳定的经济增长环境。较强的政策执行能力与统筹能力也将为中国顺利推进结构性改革、实现经济转型提供有力政治保障和现实依据。

（二）产业环境

新型城镇化战略的进一步实施为我国地方基础设施建设投资持续提供增长空间；国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设及地方经济社会发展。但在满足社会公共需要和地方经济发展的

同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务。2017 年末，地方政府一般债务余额 10.33 万亿元，同比增长 5.52%，专项债务余额 6.14 万亿元，同比增长 11.03%。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。

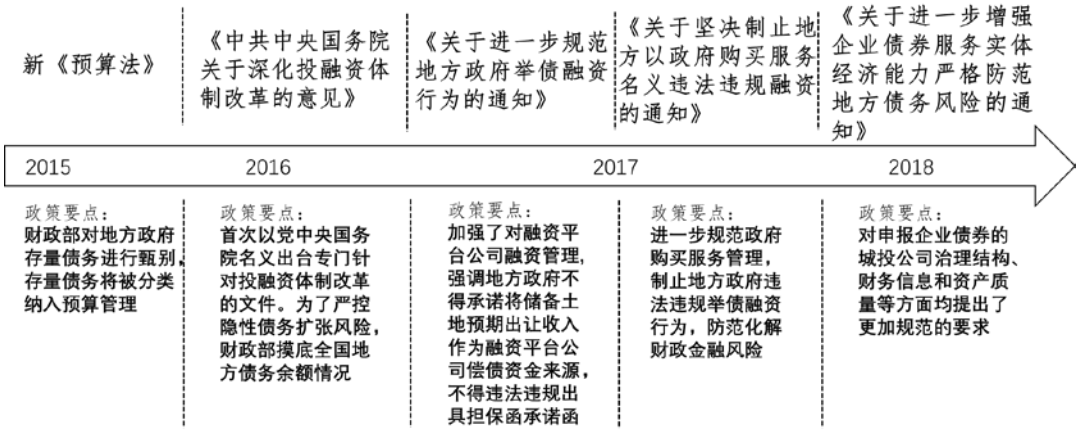


图 3　地方政府融资平台政策分析

数据来源：根据公开资料整理

预计未来，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台的运作模式的转变也提出了更高要求。

（三）区域环境

近年来，运城市经济发展水平处于山西省前列，且工业基础较好，但地方财政收入规模较小，在山西省所有地级市中处于落后地位。

运城为山西省辖地级市，地处山西西南部，北依吕梁山与临汾接壤，东峙中条山和晋城、河南济源毗邻，西、南隔黄河与陕西渭南、河南三门峡及洛阳相望。运城市下辖 1 个城区、2 个县级市、10 个县，总面积 1.4 万平方公里，总人口 530 万。

近年来，运城市地区生产总值在山西省 11 个地级市中排名较为靠前，但一般预算收入相对较低，财政实力较弱。2015~2017 年，运城市实现地区生产总值分别为 1,174.0 亿元、1,222.3 亿元以及 1,336.1 亿元。2017 年，运城市三次产业构成由 2016 年的

16.4:36.6:47.0 调整为 16.0:36.4:47.6。

表 2　2017 年山西省各地级市主要经济指标对比（单位：亿元、%）

城市	GDP		人均 GDP（元）	全市一般公共财政预算收入	全社会固定资产投资	社会消费品零售总额
	数额	增速				
太原市	3,382.2	7.5	77,536	311.9	964.9	1767.8
长治市	1,477.5	7.0	42,887	132.3	614.2	607.8
运城市	**1,336.1**	**7.0**	**25,112**	**129.6**	**616.1**	**752.81**
临汾市	1,320.1	5.5	29,534	97.1	578.9	653.1
大同市	1,121.8	6.5	32,687	108.3	489.3	654.5
晋中市	1,284.9	6.0	38,274	118.1	641.2	607.3
晋城市	1,151.5	6.1	49,487	101.4	430.7	415.0
吕梁市	1,310.3	9.2	33,886	138.8	426.7	461.6
朔州市	980.2	7.3	55,316	73.2	214.2	311.7
忻州市	874.5	6.7	27,665	73.3	449.9	361.5
阳泉市	672.0	6.3	47,790	50.0	245.7	325.0

数据来源：2017 年山西省各地级市国民经济和社会发展统计公报及统计信息网

2015~2017 年，运城市第一产业增加值分别为 192.5 亿元、201.7 亿元和 213.1 亿元，运城市的第一产业发展保持良好态势，主要农产品中，棉花、油料、粮食和水果对第一产业产值的贡献程度较高；2015~2017 年，运城市第二产业增加值分别为 440.4 亿元、443.8 亿元和 486.8 亿元；依托山西省丰富的煤炭资源和运城市较为丰富的矿产资源，五大支柱产业为：有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、炼焦业、化学原料及化学制品制造业以及电力热力的生产和供应业。山西铝厂、山西阳光焦化集团股份有限公司和山西华泽铝电有限公司等资源型企业对运城市税收收入贡献较大。运城市第二产业中的支柱行业抗周期能力较弱。近年来，随着宏观经济增速下滑，运城市支柱产业中的黑色金属冶炼压延业、炼焦业和电力热力生产供应业增加值出现下滑，导致运城市的规模以上工业增加值出现下滑。2015~2017 年，运城市第三产业增加值分别为 541.0 亿元、576.9 亿元和 636.2 亿元，保持稳定增长。运城市拥有关公故居、永乐宫壁画等文化旅游资源，旅游产业发展形势良好，第三产业作为运城市未来的发展重点，其中，交通运输、物流和文化旅游产业是发展的重中之重。

表 3　2015～2017 年运城市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

主要指标	2017 年		2016 年		2015 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1,336.1	7.0	1,222.3	4.0	1,174.0	-
财政总收入	129.6	22.2	106.1	0.6	105.6	3.9
人均地区生产总值（元）	25,112.0	6.4	23,106.0	3.4	22,343.0	-
规模以上工业增加值	302.7	8.9	226.3	-	264.5	-
全社会固定资产投资	616.1	6.1	1,483.7	8.2	1,370.7	14.0
社会消费品零售总额	752.8	6.8	704.7	6.6	661.0	5.5
三次产业结构	16.0:36.4:47.6		16.5:36.3:47.2		16.4:37.5:46.1	

资料来源：2015～2017 年运城市国民经济和社会发展统计公报，运城市统计局

综合分析，近年来，运城市经济发展水平处于山西省前列，且工业基础较好，但地方财政收入规模较小，在山西省所有地级市中处于落后地位。

近年来，运城市全口径地方财政收入持续增长，但规模仍偏低，获得上级政府转移支付力度较大，转移性收入是财政收入的主要来源；但市本级财政收入较低，财政实力较弱。

2015～2017 年，运城市全口径财政本年收入分别为 286.00 亿元、296.21 亿元和 314.48 亿元，逐年增长。财政本年收入中转移性收入占比较高，是财政收入的主要来源。

2015～2017 年，运城市税收收入逐年增长，在一般预算收入中占比分别为 67.64%、65.94%和 70.92%，运城市支柱产业以传统产业为主，主要包括黑色金属冶炼压延业、炼焦业和电力热力生产供应业等。税收收入结构方面，增值税、营业税、城市维护建设税、城镇土地使用税和房产税是运城市的主要税种，近年来，五大税种收入之和占全市税收总收入的比重保持在 70%左右，运城市税收收入对土地相关税种有一定程度的依赖。

2015～2017 年，运城市实现全市政府性基金预算收入分别为 20.67 亿元、20.63 亿元和 23.62 亿元，小幅波动，但整体仍处于较低水平。

2015～2017 年，运城市的转移性收入分别为 405.30 亿元、216.47 亿元和 223.76 亿元，存在较大幅度波动，是运城市本年财政收入的主要来源。

表 4　2015～2017 年运城市全市及市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目		全市			市本级		
		2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年
财政本年收入	**本年收入合计**	**314.48**	**296.21**	**286.00**	**55.12**	**43.59**	**26.75**
	地方财政收入	90.72	79.74	76.97	25.46	22.45	17.02
	一般预算	67.10	59.11	56.30	17.09	16.98	13.99
	税收收入	47.59	38.98	38.08	10.35	8.83	8.80
	政府性基金	23.62	20.63	20.67	8.37	5.47	3.03
	转移性收入	223.76	216.47	405.30	29.66	21.14	9.73
	一般预算	218.43	209.65	397.07	31.10	14.32	11.73
	政府性基金	5.33	6.82	8.23	-1.44	6.82	-2.00
财政本年支	**本年支出合计**	**340.30**	**320.80**	**326.59**	**67.05**	**48.79**	**42.13**
	地方财政支出	340.30	320.80	326.59	67.05	48.50	42.13
	一般预算	303.01	287.84	289.43	58.10	40.10	34.46
	政府性基金	37.29	32.96	37.16	8.95	8.40	7.67
	转移性支出	-	-	-	-	0.29	-
收支净	**本年收支净额**	**-25.82**	**-24.59**	**-40.59**	**-11.93**	**-2.19**	**-15.38**
	地方财政收支净额	-249.58	-241.06	-249.62	-41.59	-26.05	-25.11
	转移性收支净额	223.76	216.47	209.03	29.66	20.85	9.73

资料来源：根据运城市财政局提供资料整理

2015～2017 年，运城市市本级财政本年收入占全口径财政本年收入的比重分别为 9.35%、15.73%和 17.53%，占比较低，市本级财力较弱。运城市下辖 10 个郊县和 2 个县级市，只设盐湖区一个市辖区，市本级可用于出让的土地储备相对有限，因此以土地出让收入为主的政府性基金收入较低，导致财政本年收入规模较小。

综合来看，近年来，运城市财政收入规模有所波动，政府性基金收入稳定性较弱；转移性收入是财政收入主要来源；运城市市本级的财政收入较低，财政实力较弱。

运城市财政支出规模有所波动，刚性支出在一般预算支出中的占比较高。

近年来，运城市财政支出规模有所波动。支出结构方面，2015～2017 年，运城市全市口径的狭义刚性支出分别为 161.10 亿元、166.54 亿元和 180.19 亿元，在一般预算支出中的占比分别为 58.17%、57.86%和 59.47%；广义刚性支出的金额分别为 189.16 亿元、195.96 亿元和 235.35 亿元，占一般预算支出比重分别为 68.30%、68.08%和 77.67%，比重较高，运城市的财政支出弹性较弱。

表 5　2015～2017 年经开区一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	**303.01**	**100.00**	**287.84**	**100.00**	**289.43**	**100.00**
狭义刚性支出 [1]	**180.19**	**59.47**	**166.54**	**57.86**	**161.10**	**58.17**
社会保障和就业	52.41	17.30	24.57	8.54	22.46	8.11
医疗卫生	39.65	13.09	58.52	20.33	59.44	21.46
一般公共服务	28.17	9.30	47.20	16.10	44.37	16.02
教育	59.96	19.79	36.26	12.60	34.83	12.58
广义刚性支出 [2]	**235.35**	**77.67**	**195.96**	**68.08**	**189.16**	**68.30**

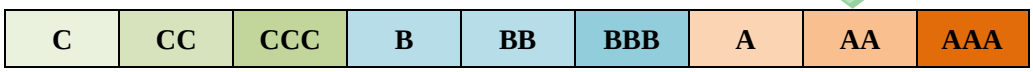
资料来源：根据运城市财政局提供资料整理

公司未提供截至 2017 年末地方政府债务情况。2014～2016 年末，运城市地方政府直接债务余额分别为 66.99 亿元、82.42 亿元和 94.33 亿元，担保债务余额分别为 16.89 亿元、12.10 亿元和 10.60 亿元。

财富创造能力

运城城投是运城市重要的基础设施建设投融资主体，承担了运城市大量基础设施建设项目。公司的财富创造能力主要来自基础设施建设和供热业务，基础设施建设业务近年来在营业收入中占比较高，供热业务和燃气业务属于公用事业类项目，收入规模相对较小，但具有较强的区域专营优势。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



（一）市场需求

公司是运城市重要的基础设施建设投融资主体，在运城市城市基础设施建设中具有重要地位，具备一定的区域垄断性；公司业务种类不断丰富，涉及供热、燃气等行业，业务多元化发展。

公司的基础设施建设业务得到了当地政府的大力支持，自成立以来承接了区内大量的基础设施建设融资任务，充分发挥其融资职能，

[1] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[2] 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。

同时取得了当地政府的政策性与资金支持。未来公司仍将是区内最重要的建设主体，承担业务数量较多，在建设融资方面发挥重要作用，具备一定的区域垄断性。公司同时作为国有资产运营主体，从事区域内供热、燃气等业务。

综合来看，作为运城市最重要的基础设施投融资建设主体，公司基建业务面临较大的建设任务规模；作为区域内重要的基础设施建设投融资主体，具备一定的区域垄断性。

（二）产品和服务竞争力

1、基础设施建设

公司是运城市最重要的城市建设投融资主体，在运城市城市基础设施建设中具有重要地位。

公司是运城市最重要的城市建设投融资主体，承担了运城市大量基础设施建设项目。自成立以来承担了盐湖大道、红旗西街、学苑路立交桥等基础设施建设工程。公司基础设施建设运营模式主要为作为投资者按照政府要求进行项目投资建设，项目建成后移交政府，政府按照审计部门出具的项目竣工决算确定项目实际投入成本，按照实际投入成本加计一定比例的建设服务费支付回购款，根据委托代建协议约定的利润加成比例为 10%～13%，由市财政局安排分期支付，付款期限不超过 5 年。

2015～2017 年，公司实现基础设施建设业务收入分别为 1.80 亿元、2.58 亿元以及 2.51 亿元，小幅波动。截至 2017 年末，公司主要在建的基础设施项目为中银大道北延长线、邑东路跨线桥、东郊城镇化等项目，总投资额 39.90 亿元，累计投资额为 26.20 亿元。截至 2017 年末，公司主要拟建项目有安邑片区棚户区改造项目张家坡棚改、西部智慧物流城、山西省运城市地下综合管廊（一期）工程（共六条）等项目，总投资额 139.64 亿元，其中西部物流城是政府规划建设的大型物流中心，公司作为其中的建造商将联同其他大型央企采用引进社会资本的方式共同开发建造。公司面临的资本支出压力仍较大。

表 6　2017 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	在建重点工程	建设期限	投资总额	已投资
1	禹都公园	2013～2018 年	3.27	5.52[3]
2	安中路	2013～2018 年	1.59	0.31
3	东外环	2013～2018 年	0.81	0.19
4	铺安街	2013～2018 年	1.19	0.66
5	中银大道北延长线	2013～2018 年	5.3	1.94
6	河东街延长线	2013～2018 年	1.81	2.40
7	邑东路跨线桥	2016～2020 年	3.43	1.01
8	八一湖大桥	2008～2011 年	0.48	0.91[4]
9	东郊城镇化项目	2013～2018 年	22.02	13.26
合计		-	**39.90**	**26.20**

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，近年来，公司基础设施建设业务收入小幅波动；公司是运城市主要基础设施建设主体，作为运城市城市基础设施投资、建设、运营的核心企业的地位不会改变。随着运城市城市的发展，基础设施建设需求仍然较大，公司基础设施建设业务也将继续得到发展。

2、供热业务

运城城投子公司热力公司拥有运城市集中供热项目特许经营权，具有区域专营优势，并且是运城市热电联产重点项目的实施单位，随着运城市集中供热面积的增长，预计公司供热收入将保持增长。

公司的供热业务板块由子公司运城热力负责运营。运城热力成立于 2007 年 3 月，是运城市重点工程热电联产集中供热工程的实施单位，主要承担运城市热电联产工程的建设和运营。运城热力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的唯一一家热力供应商，具有较强的区域垄断优势。

截至 2017 年末，运城市热电联产集中供热一期工程共建设热力站 158 座，累计敷设一次管网 120.06 公里，敷设二次管网 85.40 公里，形成管网供热能力 1,300 余万平方米，实际供热面积 1,250 万平方米，解决了圣惠南路以东、盐湖西街以北、韩信路以西、同蒲铁路以南大部分区域的集中供热。

[3] 由于公司东郊城镇化项目可研报告中将禹都公园、安中路、东外环、铺安街、河东街延长线、东郊城镇化项目作为一个项目，立项时间为 2013 年，距今建设期投资总额已做调整，概算投资公司仍在计算中。
[4] 八一湖大桥项目 2012 年已投入使用，政府仍未决算，期间产生的费用均计入投资总额。

上游供应商方面，运城市热电联产供热项目的热源来自山西关铝集团热电厂，已由国家发改委以发改能源【2006】994号文件核准，热源价格为25元/吉焦。下游用户需求方面，截至2017年末，运城热力供热用户数量约3,200大户（一个小区为一大户），供热面积为1,250万平方米。

未来几年，随着运城市热电联产集中供热二期工程的推进和运城市集中供热面积的增长，预计公司供热收入将保持增长。

总体来看，公司供热业务拥有运城市集中供热项目特许经营权，热电联产集中供热项目受到省政府支持；随着运城市集中供热面积的增长，预计未来公司供热业务收入继续增长。

3、燃气业务

运城城投子公司经纬燃气是运城市两家具有天然气特许经营权公司之一，燃气业务具有很强的区域专营优势。

公司的燃气业务板块由下属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3,500万元，主要从事管道燃气输配、供应、用户管理、燃气器具的安装、经营、维修服务以及燃气工程的设计、施工等。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，具有一定的垄断优势。

运城市天然气收费标准是居民用户2.30元/立方米，非居民用户3.86元/立方米。截至2017年末，经纬燃气资产规模为1.5亿元，共有员工186人。已建成燃气输配门站一座，中、低压调压站（箱）406座，阀门井327座，铺设中、低压燃气输气管道460公里，形成运城市新、旧城区八纵十横的输气网络，实现东西双线回路供气，已接驳燃气用户8.6万余户，公共福利及营业性用户360余家，年供气量3,000万立方米。根据《山西省物价局关于理顺我省城市非居民用管道天然气销售价格的通知》（晋价商字【2015】120号），运城市天然气收费标准是居民用户2.30元/立方米，非居民用户3.86元/立方米。

根据经纬燃气公司规划，建设中心城区燃气管网改造工程、南山

区燃气管网建设工程和城市燃气管网信息管理监控系统，规划建设年限分别为2011～2013年、2011～2015年和2011～2015年，总投资分别为5,500万元、3,500万元和4,000万元，目前无在建及拟建管网项目。截至本报告出具日，经纬燃气的燃气管网改造项目的已经建设完成，但未决算完毕。

（三）盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，基础设施建设业务和供热业务板块是公司营业收入和利润的主要来源；燃气业务小幅波动。

2015～2017年，公司营业收入分别为4.07亿元、5.14亿元和8.10亿元，毛利润分别为0.62亿元、0.96亿元和1.17亿元，均逐年上升。

从收入结构来看，2015～2017年，公司基础设施建设板块收入有所波动，分别为1.80亿元、2.58亿元和2.51亿元，主要是受项目工程结算进度的影响。同期，供热板块收入分别为1.38亿元、1.60亿元和1.72亿元，是仅次于基础设施建设的第二大收入来源，并保持稳步增长的态势。2015～2017年，公司燃气业务收入分别为0.43亿元和0.41亿元和0.41亿元，收入整体上小幅波动。2015～2016年，公路通行费业务收入分别为0.22亿元和0.15亿元，该板块业务收入主要来自鑫佰融，公司已于2016年8月31日将该部分资产整体划转给运城市银湖环境治理投资有限公司，鑫佰融不再纳入合并范围，公司不再实现公路通行费收入。其他业务主要是运城城投本部土地收益。2015～2017年，公司其他业务收入分别为0.24亿元、0,39亿元和3.46亿元，其中2017年，因土地收益收入大幅增加，其他业务收入同比大幅增长。

从毛利率来看，2015～2017年毛利率保持上升趋势，主要是由于供热板块及燃气板块毛利率以及业务所占比重的上升。公司基础设施建设毛利率较为稳定，整体保持在10%以上；供热及燃气板块毛利率均逐年增长，盈利能力较好。

表 7　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**1.21**	**100.00**	**8.10**	**100.00**	**5.14**	**100.00**	**4.07**	**100.00**
基础设施建设	-	-	2.51	31.01	2.58	50.21	1.80	44.16
供热业务	0.91	74.75	1.72	21.27	1.60	31.12	1.38	34.04
燃气业务	0.21	17.04	0.41	5.01	0.41	8.01	0.43	10.54
公路通行费	-	-	-	-	0.15	3.01	0.22	5.42
其他	0.10	8.21	3.46	42.71	0.39	7.65	0.24	5.84
毛利润	**0.27**	**100.00**	**1.17**	**100.00**	**0.96**	**100.00**	**0.62**	**100.00**
基础设施建设	-	-	0.27	23.24	0.28	28.87	0.20	31.67
供热业务	0.23	86.03	0.52	44.66	0.39	40.21	0.27	43.33
燃气业务	0.02	6.43	0.12	9.88	0.10	10.31	0.05	7.53
公路通行费	-	-	-	-	0.15	0.15	0.22	35.35
其他	0.02	7.54	0.26	22.22	0.04	4.12	0.07	11.65
毛利率		**21.40**		**14.48**		**18.93**		**15.34**
基础设施建设		-		10.83		10.95		11.00
供热业务		25.12		30.34		24.44		19.52
燃气业务		8.24		28.51		23.86		10.96
公路通行费		-		-		100.00		100.00
其他		20.06		7.51		10.26		30.60

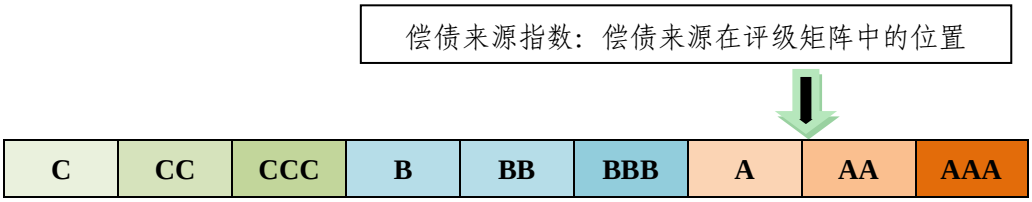
数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1～3 月，公司营业收入为 1.21 亿元，同比增长 0.18 亿元，实现毛利润 0.27 亿元，综合毛利率为 21.40%。

总体来看，近年来，公司营业收入持续增长，基础设施建设业务和供热业务板块是公司营业收入和利润的主要来源；燃气业务小幅波动。预计 2018 年，公司营业收入将进一步增长。

偿债来源

近年来，公司经营性净现金流波动较大，债务收入和外部支持是公司流动性偿债来源的主要构成；公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，可变现资产中存货和应收账款占比较大，对公司债务偿付形成一定保障。



（一）盈利

近年来，公司营业收入有所上升，以管理费用为主的期间费用在营业收入中的占比逐年下降；公司利润对财政补贴收入依赖较小。

2015～2017 年，公司营业利润分别为-0.62 亿元、-1.46 亿元和 1.40 亿元，出现较大波动，主要系公司基建收入的大幅增加所致。

表 8　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	1.21	8.10	5.14	4.07
毛利率	21.40	14.48	18.93	15.34
期间费用	0.20	1.06	0.85	0.94
其中：销售费用	0.12	0.40	0.24	0.26
管理费用	0.08	0.40	0.32	0.30
财务费用	0.00	0.26	0.29	0.38
营业利润	0.21	1.40	-1.46	-0.62
政府补贴	-	1.91	3.52	1.69
利润总额	0.20	1.39	2.07	1.07
净利润	0.17	1.38	2.04	1.09
总资产报酬率	0.19	3.53	1.66	0.82
净资产收益率	0.32	2.56	3.90	1.95

2015～2017 年，公司期间费用在营业收入中的占比分别为 23.34%、16.60%和 13.09%，逐年下降，主要因公司其他业务收入增加导致营业收入大幅上升所致。

2015～2017 年，公司及下属子公司获得政府补贴收入分别为 1.69 亿元、3.52 亿元和 1.91 亿元。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 1.21 亿元、营业利润 0.21

亿元、综合毛利率为21.40%。

（二）自由现金流

近年来，公司的经营性净现金流波动较大，2017年，公司的经营性净现金流较去年大幅下降，对债务的保障能力有所减弱；投资性现金流持续净流出，且公司在建工程规模很大，未来资本支出压力仍较大，经营性现金流对资本性支出的覆盖程度较弱。

2015～2017年，公司经营性净现金流分别为0.39亿元、8.35亿元和0.50亿元，波动较大。2016年，公司经营性净现金流大幅增加，主要是由于基础设施建设、供热业务收入增长同时应收类款项回款情况较好。2017年，公司的经营性净现金流同比大幅下降，主要是由于2017年以来市政项目尚未结算所致。2015～2017年，经营性净现金流/流动负债分别为2.08%、58.96%和2.63%，经营性净现金流利息保障倍数分别为0.99倍、2.42倍和0.14倍，对债务的保障能力波动较大。

2015～2017年，公司投资性净现金流持续为负数并逐年增加。在投资活动流出方面，公司2017年度较2016年有所增长，原因主要是公司对外投资以及购买理财产品所致。

2018年1～3月，公司经营性净现金流呈净流出状态，为-0.83亿元；投资性净现金流为8.19亿元，同比大幅增加，主要是公司收回部分理财产品所致。

表9　2015～2017年及2018年1～3月公司现金流情况（单位：亿元、%、倍数）

项目	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
经营性净现金流	-0.83	0.50	8.35	0.39
投资性净现金流	8.19	-0.96	-0.89	-0.86
经营性净现金流/流动负债	-3.35	2.63	58.96	2.08
经营性净现金流利息保障倍数	-1.10	0.14	2.42	0.99

截至2017年末，公司本部及下属子公司主要承建的工程项目有中银大道北延长线、邑东路跨线桥、东郊城镇化等项目，总投资额39.90亿元。整体看来，公司在建工程较多，预计未来，公司在建工程支出规模仍较大，经营性现金流对资本性支出的覆盖程度很弱。

（三）债务收入

近年来，公司筹资性现金流净流入规模较大，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。

公司融资渠道多元，主要有银行借款和发行债券等，借款期限结构以长期为主。公司银行借款以抵押借款为主。债券融资方面，截至 2017 年末，公司存续债券包括企业债券、超短期融资债券和中期票据等，债券品种较为多样。大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2015～2017 年及 2018 年 1～3 月末，公司筹资性现金流入分别为 11.85 亿元、13.09 亿元、22.45 亿元和 2.00 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；；同期，公司筹资性现金流出分别为 11.38 亿元、14.55 亿元、16.03 亿元和 0.76 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。2017 年，筹资性现金流入规模较大，主要由于增加来自中原银行的流资贷款、中信信托、陆家嘴信托的信托资金以及 2017 年 8 月成功发行的“17 运城专项债/17 运城债”所筹得的资金所致。

表10　2015～2017年及2018年1～3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	2.00	22.45	13.09	11.85
借款所收到的现金	2.00	22.45	13.04	11.82
筹资性现金流出	0.76	16.03	14.55	11.38
偿还债务所支付的现金	-	7.78	10.11	4.71

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1～2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的投入，公司债务收入将保持增长，是债务偿还的主要来源。

（四）外部支持

近年来，公司仍得到运城市政府在资金划拨和政府补助等方面的有力支持，对公司偿债能力形成有效补充。

作为运城市重要的基础设施建设投融资主体，在运城市城市基础设施建设中具有重要地位，承担了运城市大量基础设施建设项目。近

年来，公司在资金划拨和政府补贴等方面继续得到运城市政府的有力支持。

2015～2017年，公司及下属子公司获得政府补贴收入分别为1.69亿元、3.52亿元和1.91亿元。2016年，公司获得政府补贴有所增加主要包括市政工程项目资金补助、供热补贴、经营补助等。

综合看来，作为运城市最重要的基础设施投融资建设及国有资产运营主体，公司在资金划拨和政府补助等方面仍得到运城市政府的大力支持。预计未来，随着运城市基础设施建设和供热业务的不断推进，运城市政府对公司的支持力度不会减弱。

（五）可变现资产

近年来，因建设规模的扩大，公司资产规模逐年增长；流动资产主要由应收账款及存货构成，资产流动性受到一定影响，并且公司受限资产规模较大，存货中的土地使用权多处于抵押状态，资产的变现能力一般。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

表11　2015～2017年末及2018年3月末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.12	11.21	6.52	4.86	7.97	6.39	1.97	1.52
应收账款	24.50	18.17	24.47	18.25	19.06	15.29	24.06	18.56
其他应收款	10.34	7.67	10.50	7.83	13.54	10.86	7.13	5.50
存货	66.29	49.15	65.86	49.11	66.67	53.48	72.30	55.77
流动资产合计	**116.53**	**86.40**	**116.06**	**86.55**	**107.42**	**86.17**	**105.78**	**81.59**
固定资产	7.11	5.27	6.73	5.02	7.25	5.82	7.37	5.68
在建工程	1.78	1.32	2.15	1.60	1.87	1.50	1.54	1.19
其他非流动资产	7.76	5.75	7.55	5.63	7.61	6.10	14.47	11.16
非流动资产合计	**18.35**	**13.60**	**18.04**	**13.45**	**17.24**	**13.83**	**23.87**	**18.41**
资产合计	**134.88**	**100.00**	**134.10**	**100.00**	**124.66**	**100.00**	**129.65**	**100.00**

2015～2017年末及2018年3月末，公司的资产总额分别为129.65亿元、124.67亿元、134.10亿元和134.88亿元；其中2016年，受鑫佰融不再纳入合并范围影响，2016年末资产规模有所降低。资产结构以流动资产为主，近年来，流动资产在公司资产总额中的占比均超过80%。

公司的流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司的货币资金由银行存款和少量的库存现金构成；2016年末公司货币资金同比大幅增长6.00亿元，主要是因为公司新增多笔信托融资同时预收政府部门工程款项。2017年末公司货币资金为6.52亿元，同比减少18.14%，主要由于公司购买8.38亿元理财产品计入其他流动资产所致；2018年1～3月，公司货币资金同比大幅增加，主要是公司成功发行短期融资券2.00亿元以及公司收回部分理财产品所致。近年来，公司应收账款有所波动，主要是财政局市政工程款，截至2017年末，公司应收账款的账龄分布较为分散。2015～2017年末，公司其他应收款有所减少，主要包括鑫佰融交通建设有限公司和山西建龙钢铁有限公司的往来款。截至2017年末，公司对其他应收款共计提2.59亿元坏账准备，坏账占比19.78%，主要是由于鑫佰融无偿划转后，对其他应收款计提的坏账；2015～2017年末，公司存货规模变动不大。

表12　截至2017年末公司其他应收款欠款金额前五名单位（单位：亿元）

单位名称	应收账款年末余额	账龄	占比(%)
鑫佰融交通建设有限公司	5.55	1至5年	42.41
山西建龙钢铁有限公司	3.50	1至2年	26.74
运城护理职业学院	0.56	1年以内及5年以上	4.30
运城市财经学院	0.38	1年以内及5年以上	2.94
运城幼儿师范高等专科学校	0.35	1年以内及5年以上	2.70
合计	**10.34**	-	-

数据来源：根据公司2017年审计报告整理

公司的非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产组成。固定资产由公司的房屋建筑物、机器设备、运输工具等构成。其他非流动资产主要是公司代建项目中的小学校舍安全工程，由于2016年鑫佰融不再纳入合并范围，因此运稷路道路工程不再计入公司非流动资产，导致2016年公司其他非流动资产大幅减少。

截至 2017 年末，公司在建工程为 2.15 亿元，主要为中银大道北延长线、邑东路跨线桥、东郊城镇化等项目；截至 2017 年末，公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、运输设备、办公设备及其他等构成。

截至 2018 年 3 月末，公司流动资产 116.53 亿元，主要由应收账款和存货构成，两项占流动资产的比重分别为 21.03%和 56.89%；同期，非流动资产 113.09 亿元，主要由固定资产和其他非流动资产构成，两项占非流动资产比重分别为 38.74%和 42.30%。

根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产价值[5]为 116.49 亿元，清偿性偿债来源较为充足。由于公司非流动资产中土地使用权、其他应收款等占比大且变现能力强，公司可通过抵质押方式获得银行及其他非银金融机构借款。

表 13　截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
存货	37.13	33.49	90.20
货币资金	6.52	1.20	18.40
合计	**43.65**	**34.69**	-

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年末，公司受限资产为 34.69 亿元，包括存货以及货币资金。存货中的土地出土地证为晋（2017）运城市不动产权第 0000076 号的 98.61 亩、晋（2017）运城不动产权第 0001691 号的 243.47 亩外，其余土地均已用于抵押。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流表现为净流入，但规模较小，偿债来源不足；但公司融资渠道通畅、政府支持力度较大，债务收入、外部支持、可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017 年，公司获得经营性净现金流 0.5 亿元，筹资活动现金流入 22.45 亿元，获得外部支持 1.91 亿元。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流无法体现其偿债能力，债务收入、外部支持和政府补贴是其债务偿付的主要来源。总体

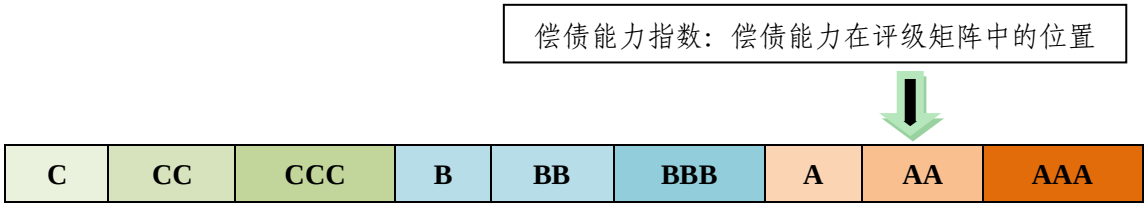
[5] 未经专业评估。

而言，公司货币资金充裕，融资渠道通畅，政府支持力度较大，流动性偿债来源总体充足。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，2017 年末，公司可变现资产为 116.49 亿元。2017 年末，公司偿债来源对财富创造能力的偏离度为 1.17 倍，偏离度较小。总体而言，公司货币资金充裕，融资渠道通畅，政府支持力度较大，偿债来源总体充足，偿债来源安全度较高，偿债来源对财富创造能力的偏离度较小，对公司整体债务偿还形成有力保障。

偿债能力

近年来，公司负债总额持续增长，资产负债率持续上升；公司有息负债占比有所波动；公司对外担保金额较大，担保比率较高，被担保企业盈利能力均较弱，公司面临一定的或有风险。；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大，公司未来需要合理控制债务规模的增长。



（一）存量债务分析

近年来，公司总负债规模和有息负债持续增长，且有息负债在总负债中占比较高，债务压力较重。

2015～2017 年及 2018 年 3 月末，公司的负债总额分别为 74.77 亿元、72.33 亿元、80.39 亿元和 80.99 亿元，负债结构以非流动负债为主。

公司的流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。公司预收款项主要为预收的工程款及采暖费。2017 年末，公司新增短期借款 1.65 亿元，全部为向中原银行股份有限公司三门峡分行取得抵押借款。近年来，公司一年内到期的非流动负债波动较大。2017 年末，一年内到期的非流动负债为 15.33 亿元，同比增长 208.45%，主要由于一年内到期的长期应付款增加所致。

公司的非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款等构成。长期借款是公司非流动负债的主要组成部分，近年来逐年降低。2015～2017 年，公司非流动负债逐年降低。同期，公司长期借款为逐年减少，2017 年末，公司长期借款为 30.08 亿元，同比减少 7.69 亿元，主要因公司偿还部分国家开发银行山西省分行质押借款。截至 2017 年末，公司应付债券新增 14.40 亿元，其中新发债券 8.4 亿元“17 运城专项债/17 运城债”和 7.6 亿元“17 运城城投 PPN001”。2018 年 3 月末，公司的非流动负债 55.32 亿元，主要为应付债券和长期借款。

表 14　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	25.67	31.69	24.04	29.91	13.92	19.24	14.41	19.27
非流动负债合计	55.32	68.31	56.35	70.09	58.41	80.76	60.37	80.73
负债总额	**80.99**	**100**	**80.39**	**100**	**72.33**	**100**	**74.77**	**100**
有息负债	**71.45**	**88.22**	**69.45**	**86.39**	**59.42**	**82.15**	**58.93**	**78.82**
短期借款	3.65	4.51	1.65	2.05	-	-	-	-
应付债券	17.60	21.73	17.60	21.89	3.20	4.42	4.80	6.42
长期借款	30.08	37.14	30.08	37.42	37.77	52.23	48.27	64.55
一年内到期的非流动负债	16.33	20.16	15.33	19.06	4.97	6.87	5.86	7.83
资产负债率		**60.05**		**59.95**		**58.02**		**57.68**

近年来，公司有息债务规模有所增加，且在总负债中占比较高，债务压力较大；从债务结构来看，公司有息债务期限集中在 1-3 年，公司短期偿债压力较大。

2015～2017 年末，公司的有息负债分别为 60.59 亿元、59.42 亿元和 69.45 亿元。2017 年末，公司有息负债同比增长 16.88%，主要由于短期借款中新增向中原银行股份有限公司三门峡分行获得抵押借款所致。2017 年末，公司短期有息债务为 19.97 亿元，占总有息债务 27.95%。截至 2018 年 3 月末，公司总有息负债为 71.45 亿元，其中，短期有息债务为 19.97 亿元，占总有息债务的 27.95%。

表15　截至2018年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	19.97	11.20	13.08	6.48	6.48	14.24	71.45
占比	27.95	15.68	18.31	9.07	9.07	19.92	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保比率较高，公司面临一定的或有风险。

截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 13.24 亿元，担保比率为 24.57%。被担保企业为山西建龙和大运汽车。根据公开资料，被担保企业山西建龙主要从事生铁、钢锭、钢坯、钢材、废钢、铁合金、有色金属等产品的生产及销售，大运汽车主要从事汽车制造，主要产品为重卡。公司未提供被担保企业财务报表。总体来说，公司对外担保比率较高，公司面临一定的或有风险。

表 16　截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	担保期限
山西建龙	3.24	2016.03～2019.03
大运汽车	5.00	2016.06～2019.06
大运汽车	5.00	2016.12～2019.12
合计	13.24	-

数据来源：根据公司 2017 年审计报告整理

近年来，公司所有者权益有所波动，公司资本实力较强，主要得益于政府债务置换资金的注入。

2015～2017 年末及 2018 年 3 月末，公司的所有者权益分别为 54.87 亿元、52.34 亿元、53.71 亿元和 53.89 亿元。2016 年末同比有所降低，主要是由于鑫佰融无偿划转，资本公积相应减少。2017 年末同比有所增加主要来自于未分配利润的增加所致。2017 年末，未分配利润同比增加 1.38 亿元，主要因为公司 2017 年利润转入所致。2018 年 3 月末，公司所有者权益合计 53.89 亿元，较 2017 年末变化不大。

（二）偿债能力分析

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主，经营性净现金流表现为净流入，可以提供一定的偿债来源；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量债务保障能力较强；盈利对利息的覆盖能力处于一般水平，综合来看，公司的偿债能力很强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为在建工程、其他应收款等可变现资产。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物、债务收入为主。2017年初，公司期初现金余额为7.97亿元，2017年获得筹资性现金流入为22.45亿元、经营性现金流入为10.55亿元、投资性现金流入为16.34亿元，支付的筹资性现金流出为16.03亿元、经营性现金流出为10.05亿元、投资性现金流出为25.89亿元。2017年，公司流动性来源为57.31亿元，流动性消耗为51.97亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为1.10倍。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司2017年末可变现资产价值为116.49亿元，同时2017年末总负债为80.39亿元，对外担保余额为13.24亿元，可变现资产对总负债的覆盖率为1.24倍。

2015～2017年，公司EBITDA利息保障倍数为0.67倍、0.66倍以及0.62倍，EBITDA对利息的保障水平整体较低且逐年降低。预计2018年受基础设施建设及供热业务规模的增长，将带动公司利润提高，但盈利对利息保障能力总体一般。

表17　2017～2018年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017年	2018年F
清偿性还本付息能力	1.24	1.49
流动性还本付息能力	1.10	2.15
盈利对利息覆盖能力	0.62	0.63

数据来源：公司提供、大公测算

预计2018年受基础设施建设和供热业务的增长，将带动公司利润提高，盈利对利息保障能力将会有所提高。

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力较好，清偿性还本付息能力一般；稳定的经营性现金流预期、充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；预计未来盈利能力将有所改善，公司总体偿债能力很强。

担保分析

中债公司为本期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用

中债公司成立于 2009 年 9 月，由中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司和中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）共同出资组建，是我国首家全国性专业债券信用增进机构。2016 年，中国石油天然气集团公司将持有的中债公司 16.50%股权全部转移至中国石油集团资本有限责任公司。截至 2018 年 3 月末，中债公司注册资本为 60.00 亿元，雄厚的资本实力为中债公司抵御风险提供了有力保障；除持有中债公司 1.00%股份的交易商协会外，其余六家机构均为大型国有企业，各持有中债公司 16.50%的股份。

表 18　2015～2017 年（末）及 2018 年 3 月（末）中债公司主要财务数据（单位：亿元、%）

项目	2018 年 3 月（末）	2017 年（末）	2016 年（末）	2015 年（末）
总资产	137.48	150.91	159.36	160.86
净资产	81.40	79.76	77.18	74.84
实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00
主营业务收入	1.77	6.66	6.97	7.51
利息净收入	0.05	0.30	0.17	0.05
净利润	2.08	5.86	6.96	3.13
增信责任余额	-	959.94	953.94	973.03
风险准备金	19.70	19.41	18.49	17.51
准备金拨备率	-	2.02	1.94	1.80
融资性担保放大比例(倍)	-	12.04	12.36	13.00
累计代偿率	-	-	0.61	0.03
总资产收益率	1.44	3.78	4.35	2.24
净资产收益率	2.59	7.46	9.16	4.25

注：2018 年一季度财务报表未经审计，且总资产收益率和净资产收益率未经年化

数据来源：根据中债公司提供资料整理

中债公司信用增进业务品种丰富，主要包括企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务等。中债公司通过商业化运作，面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务，缓解中小企业融资难困境，推动信用风险分散分担机制建设，为债券市场提供多种类的信用增进服务产品。

截至2017年末，中债公司总资产为150.91亿元，净资产为137.48亿元。截至2017年末，中债公司增信责任余额为959.94亿元，准备金拨备率为2.02。2017年，中债公司实现营业收入12.66亿元，净利润5.86亿元，总资产收益率和净资产收益率分别为3.78%和7.46%。

截至2018年3月末，中债公司总资产为137.48亿元，净资产为81.40亿元。2018年1～3月，中债公司实现营业收入3.66亿元，净利润2.08亿元，未经年化的总资产收益率和净资产收益率分别为1.44%和2.59%。

综合而言，中债公司股东实力雄厚，能够在公司需要时进一步补充资本，为中债公司的长期稳定发展奠定坚实基础。此外，中债公司与各类金融机构建立了良好的合作关系，已与多家银行及其他机构签订了授信合作协议，有利于中债公司各项业务的持续拓展，并为中债公司长期发展提供动力。同时强有力的股东和外部支持也为中债公司风险抵御能力的增强创造了良好的条件。中债公司具有极强的担保代偿能力。中债公司准备金计提充足，具有较强的风险抵御能力。

中债公司为本期票据承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

结论

公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险极小。综合来看，运城市工业基础较好，经济发展水平处于山西省前列；公司是运城市重要的基础设施建设投融资主体，热力、燃气供应等业务具有较强的区域专营优势；公司得到运城市财政局在政府补助、项目建设等方面的有力支持。中债公司为本期票据提供全额无条件不可撤

销连带责任保证，具有极强的增信作用。公司存货中的土地使用权多处于抵押状态，受限资产规模较大，资产流动性较弱；近年来，公司有息负债在负债中的占比较高，规模较大，公司仍面临一定的债务偿付压力；近年来，公司的经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力波动较大；公司在建工程规模很大，未来资本支出压力较大。

预计未来1～2年，公司通过推进项目建设，将产生更多基础设施建设收入；子公司运城热力、经纬燃气具有较强的区域专营优势，公司的供热业务、燃气业务收入有望保持增长；公司及下属子公司将继续获得政府支持。因此，大公对运城城的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对运城市城市建设投资开发有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容:

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

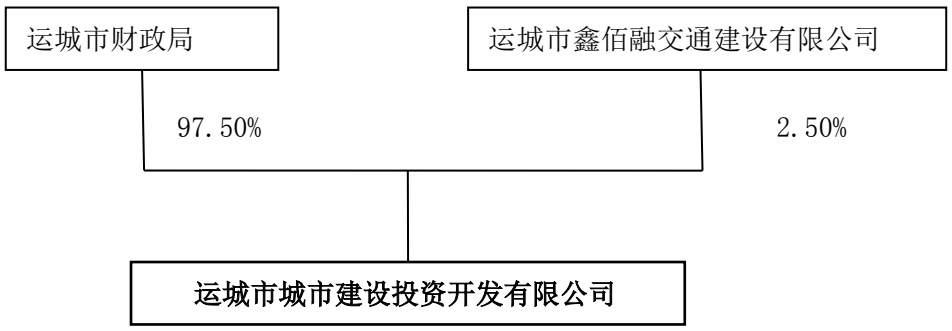
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

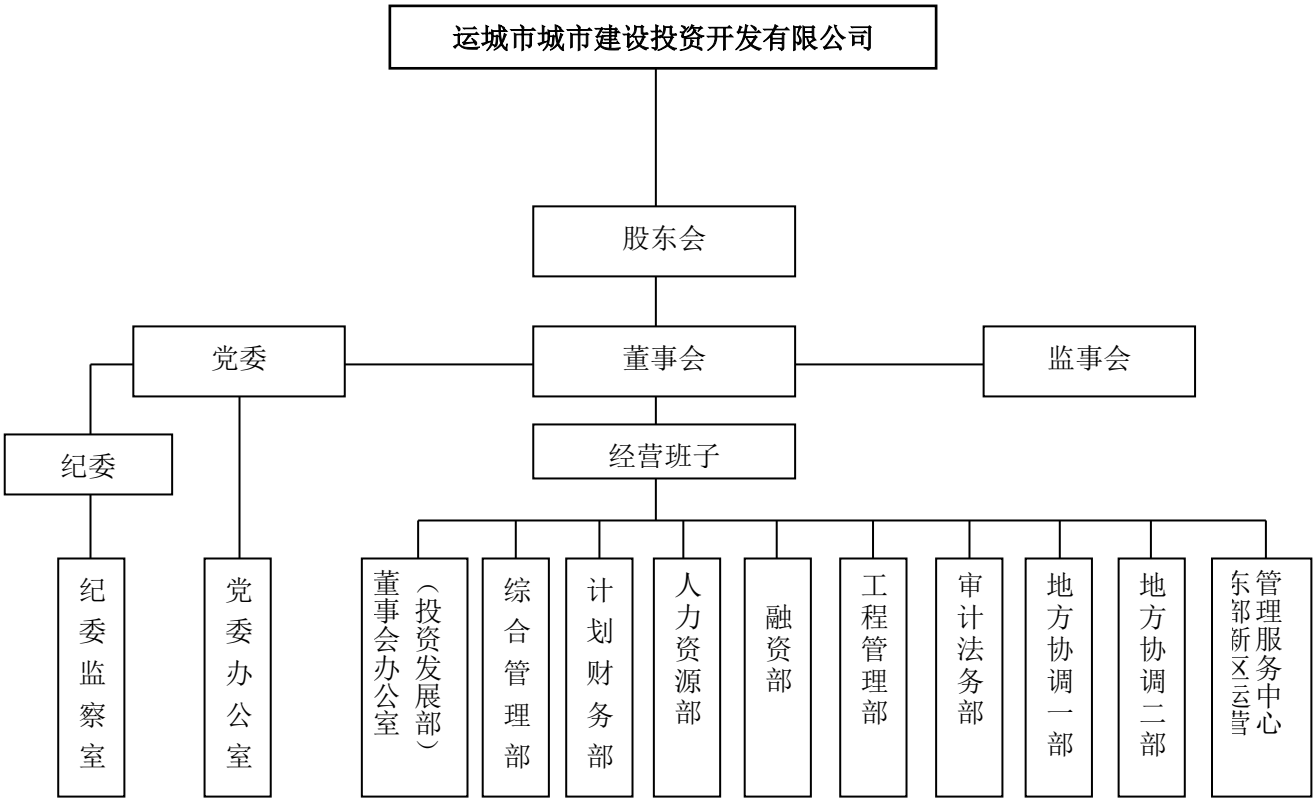
附件 2

截至 2018 年 3 月末运城城投股权结构图



附件 3

截至 2018 年 3 月末运城城投组织结构图



附件 4

运城城投（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	151,183	65,232	79,683	19,695
应收账款	245,049	244,719	190,672	240,631
其他应收款	103,381	104,971	135,367	71,256
存货	662,933	658,647	666,727	722,960
流动资产合计	1,165,305	1,160,640	1,074,245	1,057,810
固定资产	71,069	67,266	72,491	73,718
在建工程	17,803	21,503	18,719	15,358
非流动资产合计	183,470	180,381	172,422	238,656
总资产	**1,348,776**	**1,341,022**	**1,246,668**	**1,296,466**
占资产总额比（%）				
货币资金	11.21	4.86	6.39	1.52
应收账款	18.17	18.25	15.29	18.56
其他应收款	7.66	7.83	10.86	5.50
存货	49.15	49.12	53.48	55.76
流动资产合计	86.40	86.55	86.17	81.59
固定资产	5.27	5.02	5.81	5.69
在建工程	1.32	1.60	1.50	1.18
非流动资产合计	13.60	13.45	13.83	18.41
负债类				
短期借款	36,500	16,500	-	-
应付账款	7,768	8,291	10,206	11,157
预收款项	8,289	16,801	37,637	10,467
其他应付款	15,227	19,434	20,204	27,597
一年内到期的非流动负债	163,250	153,250	49,700	58,570
流动负债合计	256,658	240,412	139,160	144,053
长期借款	300,780	300,780	377,739	482,692
应付债券	176,000	176,000	32,000	48,000
长期应付款	37,950	47,950	134,698	16,675
专项应付款	26,314	26,314	26,314	42,003
非流动负债合计	553,241	563,477	584,128	603,689
负债合计	**809,899**	**803,889**	**723,288**	**747,742**

附件 4-1

运城城投（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
占负债总额比（%）				
短期借款	4.51	2.05	1.41	1.49
应付账款	0.96	1.03	5.20	1.40
预收款项	1.02	2.09	2.79	3.69
其他应付款	1.88	2.42	6.87	7.83
一年内到期的非流动负债	20.16	19.06	19.24	19.27
流动负债合计	31.69	29.91	52.23	64.55
长期借款	37.14	37.42	4.42	6.42
应付债券	21.73	21.89	18.62	2.23
长期应付款	4.69	5.96	3.64	5.62
专项应付款	3.25	3.27	80.76	80.73
非流动负债合计	68.31	70.09	1.41	1.49
权益类现金流量表				
少数股东权益	364	-193	-154	-1,386
实收资本	20,000	20,000	20,000	19,500
资本公积	433,252	433,252	434,267	484,128
盈余公积	10,856	10,856	10,856	10,856
未分配利润	74,406	73,218	59,425	35,626
归属于母公司所有者权益	538,513	537,326	524,548	550,110
所有者权益	538,877	537,132	523,379	548,724
损益类				
营业收入	12,149	80,975	51,390	40,660
营业成本	9,549	69,246	41,659	34,424
销售费用	1,211	3,973	2,425	2,636
管理费用	802	3,831	3,204	3,044
财务费用	31	2,579	2,902	3,800
营业利润	2,052	14,080	-14,592	-6,255
政府补贴	-	19,100	35,246	16,940
营业外收支净额	-7	-195	35,250	16,940
利润总额	2,045	13,885	20,657	10,685
净利润	1,744	13,753	20,411	10,685

附件 4-2

运城城投（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
占营业收入比（%）				
营业成本	78.60	85.52	81.07	84.66
销售费用	9.97	4.91	4.72	6.48
管理费用	6.60	4.73	6.23	7.49
财务费用	0.25	3.18	5.65	9.35
营业利润	16.89	17.39	-28.40	-15.38
利润总额	16.83	17.15	40.20	26.28
净利润	14.36	16.98	39.72	26.28
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-8,332	4,996	83,495	3,910
投资活动产生的现金流量净额	81,889	-95,565	-8,944	-8,642
筹资活动产生的现金流量净额	12,395	64,118	-14,564	4,652

附件 4-3

运城城投（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	2,516	47,297	20,657	14,642
EBITDA	2,516	53,116	26,353	19,817
总有息负债	714,480	694,480	594,239	634,381
毛利率（%）	21.40	14.48	18.93	15.34
营业利润率（%）	16.89	17.39	-28.40	-15.38
总资产报酬率（%）	0.19	3.53	1.66	1.13
净资产收益率（%）	0.32	2.56	3.90	1.95
资产负债率（%）	60.05	59.95	58.02	57.68
债务资本比率（%）	55.66	54.62	53.17	53.62
长期资产适合率（%）	595.26	610.16	642.32	482.88
流动比率（倍）	4.54	4.83	7.72	7.34
速动比率（倍）	1.96	2.09	2.93	2.32
存货周转天数（天）	6,228.03	3,445.21	6,004.49	7,558.63
应收账款周转天数（天）	1,814.05	241.96	1,510.71	2,202.10
经营性现金净流入/流动负债（%）	-3.35	2.63	58.96	2.08
经营性现金净流入/总负债（%）	-1.03	0.65	11.35	0.53
经营现金流利息保障倍数（倍）	-1.10	0.12	2.65	0.99
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.33	1.17	0.66	3.70
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.33	1.31	0.84	0.67
担保比率（%）	24.57	24.57	25.98	13.12

附件 5

中债公司主要财务数据和指标

单位：万元

资产类				
项目	2018 年 3 月末（未经审计）	2017 年末	2016 年末	2015 年末
货币资金	3,515	5,263	2,441	3,889
存放同业款项	3,463	25,500	21,712	24,782
买入反售金融资产	77,318	87,807	106,939	52,000
应收利息	19,854	21,117	27,249	29,096
应收代偿款	39,985	40,285	44,339	-
持有至到期投资	358,579	383,284	171,624	107,638
可供出售金融资产	498,355	561,615	868,485	1,080,004
发放贷款及垫资	13,695	13,745	14,911	-
固定资产	118,926	134,318	241	5,682
在建工程	-	-	174,598	179,352
无形资产	654	662	704	235
递延所得税资产	53,604	53,604	49,789	47,168
资产合计	1,374,830	1,509,069	1,593,628	1,608,596
负债类				
卖出回购金融资产款	141,685	282,714	451,248	531,780
预收账款	173	3,380	1,419	3,148
应付职工薪酬	9,178	13,131	13,187	13,913
应交税费	10,339	5,542	8,266	18,711
应付利息	330	464	355	338
其他应付款	1,961	1,885	84	761
流动负债合计	166,716	320,217	484,559	568,651
长期借款	191,695	191,695	147,083	106,913
风险准备金	197,025	194,148	184,900	175,094
递延所得税负债	5,386	5,386	5,333	9,490
负债合计	560,821	711,446	821,874	860,148
权益类				
实收资本	600,000	600,000	600,000	600,000
盈余公积	37,530	3,753	31,673	24,713
未分配利润	172,601	151,766	129,055	96,414
其他综合收益	3,879	8,327	11,026	27,322
所有者权益合计	814,010	797,623	771,754	748,448

附件 5-1

中债公司主要财务数据和指标

单位：万元

损益类				
项目	2018 年 1～3 月（未经审计）	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	36,552	126,567	132,332	139,491
担保业务收入	17,740	66,551	69,684	75,098
利息净收入	503	2,995	168	507
投资收益	14,294	53,808	55,930	62,608
公允价值变动收益	526	73	4,838	1,278
其他业务收入	3,488	3,140	27	0
营业支出	8,806	50,145	41,366	98,409
业务及管理费	2,713	17,912	15,692	18,528
营业税金及附加	239	2,069	2,646	4,736
资产减值损失	-555	5,758	1,388	18,528
营业利润	27,746	76,422	90,965	41,082
营业外收入	35	27	9,065	5
营业外支出	1	28	8	21
利润总额	27,780	76,421	91,101	41,065
所得税费用	6,945	17,853	2,149	9,783
净利润	20,835	58,568	69,601	31,283
现金流量类				
经营活动产生现金净额	8,536	29,655	-30,580	18,999
投资活动产生现金净额	122,364	122,973	101,191	-307,227
筹资活动产生现金净额	-154,685	-146,019	-75,130	290,642
现金及现金等价物净增加额	-23,785	6,004	-4,518	2,414
期末现金及现金等价物余额	6,977	30,157	2,153	28,671

附件 5-2

中债公司主要财务数据和指标

单位：亿元，%

项目	2018 年 1～3 月（末）	2017 年（末）	2016 年（末）	2015 年（末）
风险管理				
增信责任余额	-	959.94	936.10	973.03
资本占用	-	-	30.63	30.08
风险准备金	19.70	19.41	18.49	17.51
准备金拨备率	-	2.02	1.94	1.80
累计代偿率	-	-	0.54	0.03
流动性				
货币资金占比	0.26	0.35	0.15	0.24
流动资产占比	16.32	17.89	17.47	11.72
盈利能力				
总资产收益率	1.44	3.78	4.35	2.24
净资产收益率	2.59	7.46	9.16	4.25
资本充足性				
实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00

注： 2018 年 1～3 月总资产收益率和净资产收益率未经年化

附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
15. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
16. 存货周转天数[6]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[7]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 流动性来源 ＝期初现金及现金等价物余额+经营性现金流入+投资性现金流入+筹

[6] 一季度取 90 天。
[7] 一季度取 90 天。

资性现金流入

23. 流动性损耗 ＝ 经营性现金流出+投资性现金流出+筹资性现金流出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

附件 7

担保企业主要指标计算公式

1、担保放大比例＝在保余额/公司净资产

2、担保代偿率＝（同期）代偿支出/（同期）已解除担保额×100%

3、代偿回收率＝累计已回收代偿金额/累计已发生代偿支出×100%

4、担保业务收入比重＝（同期）担保业务收入/（同期）总收入×100%

5、准备金覆盖率＝（担保赔偿准备+短期担保责任准备+长期担保责任准备+一般风险准备）/在保余额×100%

6、单一最大客户担保比率=单一最大客户在保余额/公司净资产×100%

7、前十大客户担保比率=前十大客户在保余额/公司净资产×100%

8、担保业务收益率＝当期担保业务收益/当期新签担保金额×100%

9、总资产收益率＝（当期）净利润/平均总资产×100%

10、净资产收益率＝（同期）净利润/平均净资产×100%

附件 8

主体及中期票据信用等级符号和定义

信用等级		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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同；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。