

# 晋城市国有资本投资运营有限公司

## 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：盛 蕾 [lsheng@ccxi.com.cn](mailto:lsheng@ccxi.com.cn)

项目组成员：齐 鹏 [pqi@ccxi.com.cn](mailto:pqi@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 19 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1023 号

## 晋城市国有资本投资运营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“14 晋城城投债/PR 晋城债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持晋城市国有资本投资运营有限公司（以下简称“晋城国投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 晋城城投债/PR 晋城债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。2019 年以来，晋城市经济保持快速发展、股东保持很大支持力度和融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力提供有力支持。同时，中诚信国际关注到对子公司管控情况和新增业务运营稳定性、盈利情况同比下滑和财务杠杆水平有所增长等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

晋城国投（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	480.92	484.68	570.17
所有者权益合计（亿元）	190.51	195.90	211.63
总负债（亿元）	290.40	288.78	358.54
总债务（亿元）	211.41	215.73	271.43
营业总收入（亿元）	46.78	119.01	141.87
经营性业务利润（亿元）	2.05	11.59	6.52
净利润（亿元）	-1.18	7.36	2.95
EBITDA（亿元）	17.35	36.65	32.40
经营活动净现金流（亿元）	21.42	31.02	7.48
收现比（X）	1.88	0.91	0.81
营业毛利率（%）	36.50	41.66	29.14
应收类款项/总资产（%）	7.85	7.48	6.85
资产负债率（%）	60.39	59.58	62.88
总资本化比率（%）	52.60	52.41	56.19
总债务/EBITDA（X）	12.19	5.89	8.38
EBITDA 利息倍数（X）	2.19	2.52	2.40

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司总债务中包含其他流动负债及长期应付款中带息债务；3、中诚信国际部分科目按 2018 年财务报表格式调整前的会计科目口径进行财务分析。

#### 正面

■ **晋城市经济保持快速发展。**2019 年，晋城市实现 GDP1,362.4 亿元，增速为 6.5%。重点行业发展稳健；供给侧结构性改革继续深化，经济转型成果可期，为公司发展提供有利的外部环境支撑。

■ **股东保持很大支持力度。**2019 年，晋城市财政局以货币资金对公司增资 2.90 亿元；同期，公司通过经营性资产的产权划转、国有资产吸收合并和财政拨款等方式增加资本公积约 22.04 亿元，置换部分历史存量资产，公司资本实力得到夯实，资产质

量得到提升。

■ **融资渠道畅通。**公司控股子公司兰花集团持有 A 股上市公司山西兰花科技创业股份有限公司（以下简称“兰花科创”，股票代码为 600123）45.11% 股权，直接融资渠道较为畅通。此外，公司未使用授信额度较多，具有一定备用流动性。

#### 关注

■ **对子公司管控情况和新增业务运营稳定性。**2019 年以来，合并范围的大幅扩大、新增业务板块较为分散等情况对公司的综合治理及管控能力提出更高要求，需关注公司对新并表子公司的实际管控能力和相关业务未来运营的稳定性情况。

■ **盈利情况同比下滑。**2019 年，煤炭和煤化工业务受行业下行等因素影响，盈利情况大幅下滑，进而影响公司净利润水平，需关注相关业务未来运营情况。

■ **财务杠杆水平有所增长。**融资规模及合并范围的扩大等使得公司总债务规模快速上升，资产负债率和总资本化比率均同比有所增长；且公司债务结构以短期债务为主，需关注偿债资金安排情况。

#### 评级展望

中诚信国际认为，晋城市国有资本投资运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司业务经营实力显著提高，盈利水平大幅上升且具有可持续性，资产质量显著提升或资本实力显著增强等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷，财务状况显著恶化，流动性风险加剧，或外部支持大幅弱化等。

#### 同行业比较

2019 年同类企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	所有者权益合计（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
忻州资产	335.05	109.84	67.22	19.88	1.24	28.73
晋城国投	570.17	211.63	62.88	141.87	2.95	7.48

注：“忻州资产”为“忻州资产经营集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
14 晋城城投债/PR 晋城债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	14.00	5.60	2014/11/11~2021/11/11

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 晋城城投债/PR 晋城债”募集资金 14.00 亿元，初始计划拟全部用于晋城市城区司徒城市棚户区改造项目、晋城经济技术开发区侯匠城市棚户区改造项目、晋城经济技术开发区东吕匠城市棚户区改造项目、晋城市城区钟家庄城市棚户区改造项目、晋城市城区南石店城市棚户区改造项目、晋城经济开发区公共租赁住房项目及晋城市城区 2012 年度公共租赁住房项目共计 7 个项目。

由于上述募投项目大多于 2012 年前后已经开工，而“14 晋城城投债/PR 晋城债”的申报工作开始于 2013 年 5 月，于 2014 年 11 月 11 日发行，在此期间，为按期保质完成市保障房任务，晋城市人民政府已通过不同渠道向上述项目投入项目资金，截至“14 晋城城投债/PR 晋城债”正式发行时，原定募投项目已部分完工或接近完工状态。为了更加集约地使用募集资金推动晋城市的城市建设，经晋城市人民政府报请晋城市人大常委会审议通过，公司在政策允许的情况下变更本期债券募集资金投向；新募投项目为太原科技大学晋城校区、晋城热电厂集中供热热网工程等 14 个项目。截至 2019 年末，本期债券募集资金 14.00 亿元已全部使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中

国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演



变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**晋城市 2019 年经济保持快速增长，重点行业发展稳健，但煤炭开采及洗选行业增长继续放缓，供给侧结构改革继续深化，经济转型成果可期；一般公共预算收入保持较高增速**

晋城市 2019 年实现国内生产总值（GDP）

1,362.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.5%。其中，第二产业增加值 736.1 亿元，增长 7.8%，占生产总值的比重为 54.0%。2019 年晋城市全部工业增加值 688.9 亿元，比上年增长 7.7%，规模以上工业增加值比上年增长 7.6%，重工业增长 7.8%。分行业来看，增速排名靠前的行业分别为黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油与天然气开采业，增速分别为 28.4%、29.2%、17.9% 和 17.2%；煤炭开采及洗选行业增速为 1.3%，同比下降 3.2 个百分点，增长放缓。2019 年，晋城市全社会原煤产量 11,257 万吨，增长 8.6%；规模以上工业发电 260 亿千瓦时，增长 2.7%；水泥 338 万吨，增长 47.9%；农用化肥（折纯）225 万吨，增长 3.1%；焦炭 117 万吨，增长 44.3%；钢材 461 万吨，增长 33.6%；生铁 482 万吨，增长 19.7%。同期，晋城市规模以上工业企业实现主营业务收入 1,655.1 亿元，增长 4.9%，其中，煤炭、煤层气、装备制造、冶铸、化工和电力六大行业分别实现主营业务收入 831.6 亿元、102.7 亿元、186.7 亿元、201.7 亿元、149.8 亿元和 86.8 亿元，增速分别为-3.9%、1.0%、3.4%、29.9%、9.8% 和 4.5%；建材、医药、炼焦和食品制造工业分别实现主营业务收入 30.7 亿元、13.8 亿元、45.8 亿元和 18.3 亿元，分别增长 30.0%、16.0%、89.1% 和 32.9%。晋城市经济发展对煤炭、煤层气、冶炼、化工和电力等行业的依赖程度仍较高。

2019 年以来，晋城市供给侧结构性改革继续深化，规模以上工业企业资产负债率同比下降 0.7 个百分点；科学研究和技术服务业、生态保护和环境治理业投资分别增长 174.2%、87.5%，分别快于全部投资 163.8、77.1 个百分点。此外，“放管服”改革持续深化，微观主体活力不断增强，截至 2019 年末市场主体总数达 154,030 户。同时，晋城市新动能保持较快发展，2019 年规模以上工业中战略性新兴产业增加值增长 15.9%，高技术制造业增加值增长 15.0%，占规模以上工业增加值的比重为 8.0%；装备制造业增加值增长 10.1%，占规模以上工业增

加值的比重为 10.0%；工业技术改造投资增长 3.2%。全年网上零售额 5.4 亿元，按可比口径计算，比上年增长 77.9%。

财政情况来看，2019 年，晋城市实现一般公共预算收入 138.2 亿元，同比增长 10.3%，上级补助收入 85.3 亿元，政府性基金预算收入 54.7 亿元，同比增长 163.5%，主要系国有土地使用权出让收入增长所致。2019 年，晋城市财政平衡率为 54.73%，同比基本持平。

### 基础设施在建项目均为 PPP 模式，公司主要承担财政出资职能，项目盈利情况较弱；此外，拟建项目投资规模较大，或面临一定的资本支出压力，部分项目未明确业务模式

公司系晋城市城市建设的重要实施主体，承担了晋城市主城区内重大的民生类工程代建项目，业务具有一定的区域垄断性。截至 2019 年末，公司主要参与的 4 个基础设施建设项目均为晋城市重点规划的民生项目，项目计划总投资 111.12 亿元，已投

资 37.57 亿元，均采用 PPP 建设模式。项目资本金一般占总投资的 20.00% 左右，公司主要代表政府出资，资金全部来自财政拨款，公司一般持有项目公司 20% 股权。其中，国道 G342 晋城市过境段改线工程项目和晋城市太行一号国家风景道 PPP 项目计划通过政府付费方式给予社会资本方回款，公司不参与投资或盈利；晋城市中原街改造及地下综合管廊道路工程 PPP 项目回款模式为使用者付费和可行性缺口补助，使用者付费主要依靠收取沿线单位的入廊费，公司将代表政府参与项目部分收益分成；晋城市市人民医院易址扩建项目由公司作为社会资本方之一参与建设，未来主要通过运营医院经营性业务获得资金平衡，公司已出资 0.10 亿元。

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司拟建基础设施建设项目主要有 4 个，计划总投资 128.86 亿元。其中，晋城国睿运通专用铁路项目为公司自营项目，该项目未来计划通过铁路运营取得回款；其余项目正在筹划，处于起步阶段，尚未明确建设方式。

表 1：截至 2019 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资	建设模式	建设周期
国道 G342 晋城市过境段改线工程项目	过境公路改线，全长 35.93 公里	31.17	15.20	PPP	2018.4~待定
晋城市太行一号国家风景道 PPP 项目	三四级旅游公路，全长 261.36 公里	48.50	11.36	PPP	2018.6~2021.6
晋城市中原街改造及地下综合管廊道路工程 PPP 项目	城市道路改造，道路工程全长 6.87 公里，地下综合管廊全长 6.44 公里	15.05	10.01	PPP	2018.6~待定
晋城市市人民医院易址扩建项目	建筑面积 19.10 万平方米，包括门诊楼、住院部等	16.40	1.00	PPP	2019.6~2022.6
合计	--	111.12	37.57	--	--

注：总投资和已投资金额系项目总体情况，包括其他出资方出资部门。

资料来源：公司提供

表 2：截至 2019 年末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	模式	建设周期
东南环高速项目	高速公路道路全长 35 公里	68.00	待定	2020~2024
晋城东站、站前广场及丹河快线 1+3 工程	新建高铁站附属服务设施及周边道路	29.80	待定	2020~2021
阳城电厂至市区集中供热管网项目	17 公里供热管网，7 公里隧道，100 座换热站	25.90	待定	2020~2022
晋城国睿运通专用铁路项目	铁路专用线全长 5 公里	5.16	自营	2020~2022
合计	--	128.86	--	--

资料来源：公司提供

## 2019 年，煤炭及煤化工行业景气度下滑使得重要子公司兰花集团盈利情况同比大幅下降，并对公司总体盈利情况造成一定影响

公司煤炭业务和化工业务运营主体为山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”）。截至 2019 年末，兰花集团注册资本和实收资本均为 10.08 亿元，公司仍持有其 56.74% 的股权。截至 2019 年末，兰花集团拥有全资子公司 12 家，控股子公司 18 家，其中兰花科创为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通；同期末，兰花集团持有兰花科创 45.11% 股权所持股份无质押或冻结情况。

截至 2019 年末，兰花集团总资产 426.47 亿元，所有者权益合计 121.79 亿元，资产负债率 71.44%；2019 年，兰花集团实现营业总收入 111.07 亿元，净利润 3.17 亿元，同比分别下降 2.82% 和 49.51%，利润大幅下滑主要系煤炭和煤化工行业景气度下滑所致。兰花集团拥有较丰富的优质无烟煤资源储备，生产成本较低。2019 年，兰花集团原煤产量同比增长，带动商品煤销量上升，但销售价格同比下降使得煤炭业务盈利能力随之下滑；同时，2019 年以来，化工行业景气度回落使得兰花集团化工产品价格降幅较大，且尿素板块仍呈亏损状态，对兰花集团总体经营情况产生一定负面影响。

## 2019 年以来公司合并范围进一步扩大，新增经营性业务将为公司带来稳定现金流；需关注公司对新并表子公司的实际管控能力和相关业务未来运营的稳定性等情况

根据晋市办发[2019]19 号，晋城市政府将委托晋城市城市管理局、住房和城乡建设局、能源局、生态环境局 4 家市直部门监管的 13 户企业的国有产权划转至公司，包括晋城市自来水有限公司、晋城市热力有限公司、晋城市煤气有限公司和晋城市市政工程有限公司等。截至 2019 年末，11 户<sup>1</sup>产权

划转工作已经完成；此外，2019 年以来，晋城市国资委对公司全资子公司晋城国投交通旅游投资集团有限公司进一步注资，划转多家经营性业务公司<sup>2</sup>的股权，公司自此产生自来水销售、燃气销售和市政工程建设等收入。同时，公司新设子公司晋城国投汉禾贸易有限公司，从事有色金属贸易业务，公司 2019 年收入规模进一步上升。

合并范围的大幅扩大及业务范围的拓展丰富了公司收入结构，同时，经营性业务的运营将为公司带来一定规模的稳定现金流；但合并范围的大幅扩大、新增业务板块较为分散等情况对公司的综合治理及管控能力提出更高要求，需关注公司对新并表子公司的实际管控能力和相关业务未来运营的稳定性情况。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告及经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告，各期财务数据均为审计报告期末数。

## 2019 年营业总收入大幅增长，煤炭及煤化工等主要板块盈利能力下滑使得公司营业毛利率同比下降；较大规模的资产和信用减值损失对公司利润造成一定侵蚀

2019 年，公司新增自来水销售、燃气销售和贸易业务等收入（计入“其他”科目），营业总收入上升至 141.87 亿元。同期，受行业景气度和环保政策等因素影响，公司煤炭产业和煤化工销售收入均呈下降趋势；2019 年，兰花集团地产项目“兰花·滨河家园”等项目销售量同比大幅提升，带动公司房地产开发产品收入升至 10.04 亿元，涨幅较大；同期，公司实现代建业务<sup>3</sup>收入 1.32 亿元，同比降幅

<sup>1</sup> 包括晋城市市政工程有限公司、晋城市华洁医疗废物处置有限公司、晋城煤炭高新技术服务有限公司、晋城市华泰矿山技术服务有限公司、晋城市正德项目管理有限公司、晋城市自来水有限公司、晋城市热力有限公司、晋城市正源水务发展有限公司、晋城市燃气检测中心、晋城市

房地产测量中心和晋城市煤气有限公司。

<sup>2</sup> 包括晋城市沁风水力发电有限公司、晋城市水保技术服务有限公司、晋城市水务发展有限公司和晋城市沁峰供水工程有限公司等。

<sup>3</sup> 由于代建业务收入规模较小，公司将其计入“其他”科目。



较大，主要系历史存续工程代建项目已基本完成投资，公司所收代建管理费相应减少所致。毛利率情况来看，2019年，收入占比较高的煤炭产品和煤化工生产销售业务的毛利率均有所下滑；此外，其他业务统计口径有一定变化，新增贸易业务毛利率较低，公司营业毛利率下降至29.11%。

表3：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况

收入（亿元）	2018	2019
煤炭产品	55.83	53.07
煤化工	42.36	36.84
房地产开发产品	5.90	10.04
销售材料	1.06	0.007
出租业务	0.17	0.21
劳务	0.10	0.08
利息收入	0.009	0.03
其他	13.56	41.60
合计	119.01	141.87
毛利率（%）	2018	2019
煤炭产品	58.92	51.11
煤化工	25.53	21.14
房地产开发产品	10.47	12.69
销售材料	1.25	72.76
出租业务	96.99	97.06
劳务	99.57	30.36
利息收入	100.00	78.55
其他	36.52	11.77
营业毛利率	41.66	29.14

注：加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

期间费用管控情况来看，2019年，公司积极压缩各项管理费用；另一方面，公司部分融资活动集中于2019年下半年，利息支出尚未完全体现；此外，部分新纳入合并范围的子公司于下半年陆续完成工商变更，其相关期间费用并未取全年的数据，以上因素共同影响下，公司期间费用合计同比略有下降，期间费用率亦降至20.79%，需关注未来期间费用管控能力的稳定。

2019年，主要业务板块毛利率的下降使得公司经营业务利润同比下降较多。同期，公司资产减值损失主要系兰花集团在建项目的减值、应收账款坏账损失和长期股权投资中部分被投资企业破产等所致；兰花集团其他应收款等坏账计提使得公司新增信用减值损失2.14亿元，对公司利润造成一定侵蚀。2019年，公司投资收益大幅增长至6.42亿元，

一方面，兰花集团取得联营企业山西亚美大宁能源有限公司等投资收益规模较大，另一方面，兰花集团当期转让破产子公司重庆兰花太阳能电力股份有限公司，根据相关会计准则，已在利润表内确认的子公司超额亏损，在转让该子公司时可以将转让价款与已确认超额亏损的差额作为投资收益计入当期合并利润表。综合以上因素，公司2019年实现利润总额7.05亿元，同比下降42.96%，总资产收益率亦降至3.28%。

表4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
期间费用合计	12.80	31.88	29.49
期间费用率(%)	27.36	26.79	20.79
经营性业务利润	2.05	11.59	6.52
资产减值损失	2.97	3.26	3.37
信用减值损失	0.00	0.00	2.14
投资收益	1.65	3.32	6.42
利润总额	0.42	12.36	7.05
总资产收益率(%)	2.21	4.85	3.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019年，公司加大融资力度，财务杠杆水平快速增长；公司债务结构仍以短期债务为主，需关注未来债务规模和债务结构变化情况

随着业务的发展和合并范围的扩大，公司总资产规模快速增加至2019年末的570.17亿元。融资规模的扩大、业务回款和股东货币注资等使得公司2019年末货币资金同比大幅增长，货币资金主要为银行存款，截至2019年末受限货币资金占比为40.22%，受限规模较大。2019年，房地产去库存以及晋城市财政局对公司历史存量政府代建工程资产的置换使得公司存货规模同比大幅下降；同期，部分在建工程转固、新购置机器设备以及合并范围的扩大等使得固定资产规模同比大幅增长。

截至2019年末，公司总负债增加至358.54亿元，亦呈快速增长趋势。兰花集团和公司于2019年发行债券融资使得应付债券规模大幅增长；同时，兰花集团加大票据融资规模，公司应付票据余额上升至58.76亿元。2019年，晋城市财政局对公司以货币资金的形式注资2.90亿元，公司实收资本增加

至 5.90 亿元；合并范围的扩大使得少数股东权益规模同步增长，公司所有者权益合计相应增长。2019 年末，公司总债务快速上升至 271.43 亿元，资产负债率和总资本化比率均有较大幅度增长。债务结构来看，同期末，公司长短期债务比为 2.06 倍，仍以短期债务为主，债务结构亟待优化。

表 5：近年来公司主要资产情况（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019
货币资金	48.25	55.48	103.70
存货	89.72	87.49	71.64
固定资产	98.80	98.16	128.09
在建工程	70.72	75.39	77.64
无形资产	68.58	69.05	68.15
短期借款	85.46	82.26	86.17
应付票据	22.74	37.55	58.76
一年内到期的非流动负债	19.32	21.83	37.73
长期借款	47.37	37.82	35.19
应付债券	22.03	25.30	43.14
实收资本/股本	3.00	3.00	5.90
少数股东权益	85.41	87.92	98.26
长短期债务比	2.05	2.04	2.06

注：长短期债务比=短期债务/长期债务。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 股东增资和融资规模的扩大使得筹资活动呈大幅净流入状态；公司流动性压力较大，需关注到期债务偿付安排情况

现金流方面，2019 年，公司主营业务回款情况较好，新增合并子公司期初货币资金调整等使得经营活动净现金流同比大幅下降；同期，受合并范围扩大及期初现金流数据调整等因素影响，公司投资活动现金流由负转正；得益于股东的注资和融资规模的大幅增长，公司 2019 年筹资活动净现金流由负转正，大幅增加至 30.39 亿元。

偿债指标来看，2019 年，营运现金流对总债务的覆盖能力及经营活动净现金对利息支出的覆盖能力均大幅下滑。受利润下滑影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力同比有所减弱，但仍能对利息支出形成较好覆盖。截至 2019 年末，货币资金对短期债务覆盖能力一般。公司主要业务回款情况良好，亦具有一定再融资能力，但兰花集团的短期债务压力较大，使得公司总体面临较大的流动性压力，需

持续关注其到期债务偿付情况。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019
经营活动净现金流	21.42	31.02	7.48
投资活动净现金流	11.45	-10.23	0.74
筹资活动净现金流	-21.01	-21.51	30.39
FFO/总债务	0.09	0.15	0.09
经营活动净现金流/利息支出	2.70	2.13	0.55
总债务/EBITDA	12.19	5.89	8.38
EBITDA 利息倍数	2.19	2.52	2.40
货币资金/短期债务	0.34	0.38	0.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 63.29 亿元，占总资产比重为 11.10%，主要为货币资金、固定资产和在建工程等受限。

截至 2019 年末，公司对外担保余额为 8.60 亿元，占同期末净资产的比重为 4.06%。

截至 2019 年末，母公司和兰花集团合计获得银行授信 298.05 亿元，未使用额度为 128.94 亿元，具有一定备用流动性。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 6 月 16 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 外部支持

**公司保持突出地位，2019 年股东在注资和经营性资产的产权划拨等方面给予公司大力支持，公司资本实力不断夯实，资产质量得到提升**

公司系晋城市唯一国有资本投资运营主体，亦是晋城市最重要的基础设施建设主体和城市运营主体，2019 年以来保持突出的地位。晋城市财政局和股东在增加注册资本金、国有资产吸收合并、经营性资产的产权划拨和财政补贴等方面继续给予公司大力支持。

2019 年，晋城市财政局对公司以货币资金的形式注资 2.90 亿元，公司实收资本增加至 5.90 亿元，

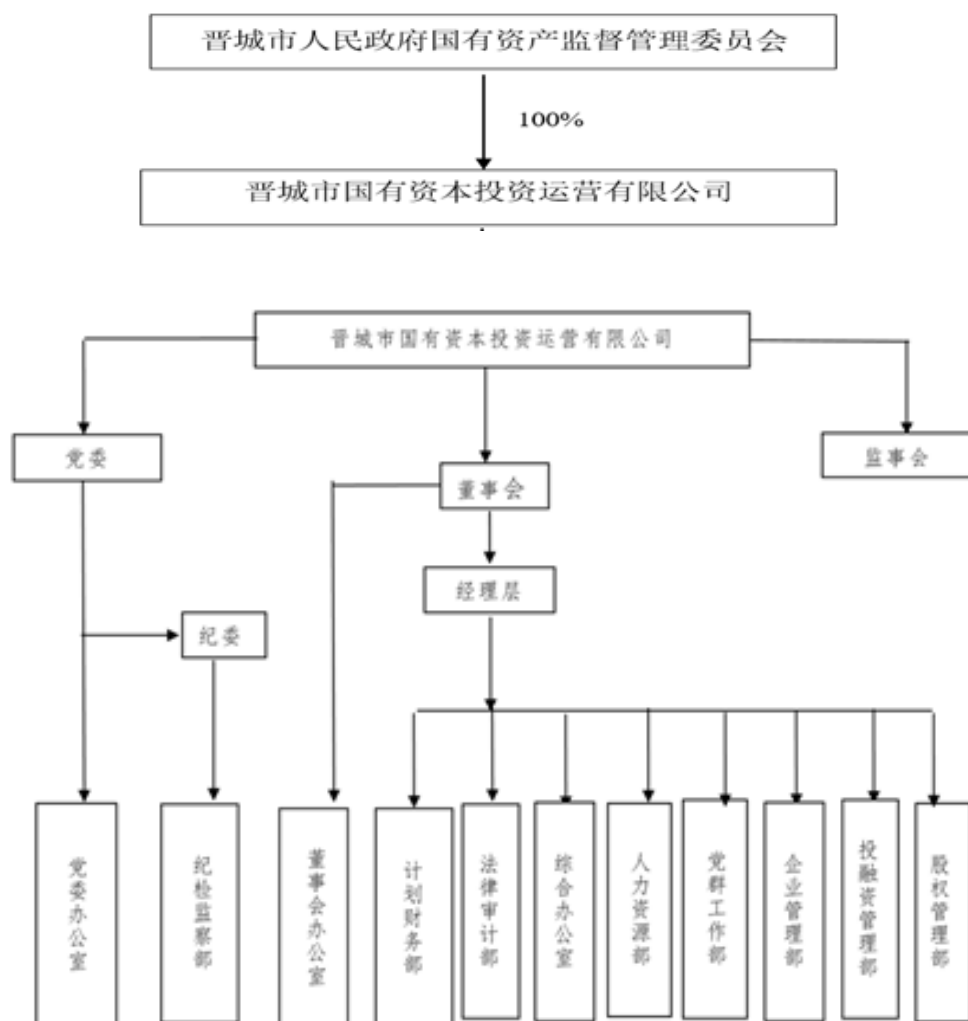
资本实力得到夯实；同期，公司完成对原晋城市经济建设投资公司的吸收合并；加之经营性资产的划拨以及财政拨款等，公司 2019 年合计增加资本公积约 22.04 亿元。与此同时，晋城市人民政府将公司账面历史存量代建项目资产进行置换，使得公司资产质量得到提升。

此外，2019 年，公司获得各类补贴补助合计约 1.54 亿元，一定程度充实公司利润。根据晋市政发[2019]16 号，晋城市政府将晋城市国资委代市政府出资持股 8.82% 的晋能集团有限公司股权划转至公司，由公司代为履行出资人职能，目前股权划转工作尚在进行中。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持晋城市国有资本投资运营有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 晋城城投债/PR 晋城债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：晋城市国有资本投资运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：晋城市国有资本投资运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	482,468.13	554,816.95	1,037,026.95
应收账款	198,425.04	146,985.24	184,132.17
其他应收款	152,049.04	173,055.07	199,129.19
存货	897,172.29	874,895.54	716,426.65
长期投资	248,660.40	251,887.29	286,849.02
在建工程	707,154.61	753,920.75	776,436.00
无形资产	685,798.28	690,465.10	681,518.19
总资产	4,809,172.31	4,846,773.37	5,701,687.56
其他应付款	120,487.60	142,919.85	170,216.73
短期债务	1,420,146.36	1,446,508.24	1,826,613.71
长期债务	693,952.52	710,808.74	887,720.14
总债务	2,114,098.89	2,157,316.98	2,714,333.85
总负债	2,904,038.13	2,887,789.20	3,585,394.66
费用化利息支出	56,292.00	110,579.12	102,463.89
资本化利息支出	22,911.86	34,872.55	32,556.96
实收资本	30,000.00	30,000.00	59,000.00
少数股东权益	854,071.07	879,232.06	982,647.41
所有者权益合计	1,905,134.18	1,958,984.17	2,116,292.90
营业总收入	467,799.23	1,190,057.31	1,418,670.57
经营性业务利润	20,450.39	115,854.29	65,182.39
投资收益	16,482.57	33,174.88	64,202.63
净利润	-11,765.94	73,631.51	29,456.52
EBIT	60,474.43	234,149.28	172,957.01
EBITDA	173,453.76	366,527.59	324,007.93
销售商品、提供劳务收到的现金	881,697.83	1,078,197.15	1,144,974.76
收到其他与经营活动有关的现金	85,300.87	108,951.17	64,861.89
购买商品、接受劳务支付的现金	217,257.96	290,323.63	449,917.76
支付其他与经营活动有关的现金	117,527.65	148,028.54	172,877.83
吸收投资收到的现金	2,350.00	500.00	58,045.60
资本支出	246,776.70	131,418.57	109,152.94
经营活动产生现金净流量	214,216.71	310,191.99	74,789.85
投资活动产生现金净流量	114,516.59	-102,346.20	7,407.82
筹资活动产生现金净流量	-210,083.04	-215,116.04	303,891.07
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	36.50	41.66	29.14
期间费用率（%）	27.36	26.79	20.79
应收类款项/总资产（%）	7.85	7.48	6.85
收现比（X）	1.88	0.91	0.81
总资产收益率（%）	2.21	4.85	3.28
资产负债率（%）	60.39	59.58	62.88
总资本化比率（%）	52.60	52.41	56.19
短期债务/总债务（X）	0.67	0.67	0.67
FFO/总债务（X）	0.09	0.15	0.09
FFO 利息倍数（X）	2.42	2.16	1.89
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	2.70	2.13	0.55
总债务/EBITDA（X）	12.19	5.89	8.38
EBITDA/短期债务（X）	0.12	0.25	0.18
货币资金/短期债务（X）	0.34	0.38	0.57
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.19	2.52	2.40

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司总债务中包含其他流动负债及长期应付款中带息债务；3、中诚信国际部分科目按 2018 年财务报表格式调整前的会计科目口径进行财务分析。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。