

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】667号

府谷县国有资产运营有限责任公司：

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“13 府谷债/PR 府谷债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“13 府谷债/PR 府谷债”的信用等级为 AA。



东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年八月二十五日

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”）与府谷县国有资产运营有限责任公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司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。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年8月25日

府谷县国有资产运营有限责任公司 主体及“13府谷债/PR府谷债”2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2020/8/25	AA/稳定	刘贵鹏	张绮薇

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
13 府谷债 /PR 府谷债	AA	AA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

评级模型

1.基础评分模型							
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60
	GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	21.60
	GDP 增速	4.00%	2.96		资产负债率	9.00%	5.40
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	5.40
	一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	4.00		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00
上级补助收入	4.00%	2.08					

主体概况

府谷县国有资产运营有限责任公司作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事府谷县范围内基础设施建设、路权收费、煤炭开采及销售、供电供热、供水以及担保等业务。截至2019年末，府谷县人民政府为公司唯一股东及实际控制人。

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档	
企业经营与财务实力	1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+
	7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

基础模型参考等级

AA

注：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。

3.评级调整因素

基础模型参考等级 AA

评级调整因素 无

4.主体信用等级 AA

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，府谷县经济保持较快增长，经济实力较强；公司业务仍具有较强的区域专营性；公司继续得到股东及相关部门的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性较弱；债务率仍维持在较高水平，存在一定的集中偿付压力；公司对府谷县民营企业的拆借款回收事项有一定进展，但仍面临一定的资金回收风险。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“13 府谷债/PR 府谷债”的信用等级为 AA。

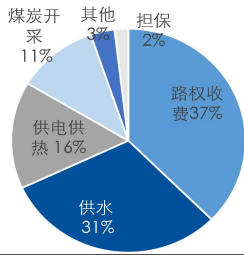
同业对比

项目	府谷县国有资产运营有限责任公司	太和县国有资产投资控股集团有限公司	汉川市汉融投资建设开发有限公司	当阳市鑫源投资开发有限公司
地区	府谷县	太和县	汉川市	当阳市
GDP (亿元)	564.8	454.4	551.3	501.2
GDP 增速 (%)	9.6	9.0	8.7	6.5
人均 GDP (元)	207521	31276	53135	107405
一般公共预算收入 (亿元)	35.25	30.40	24.41	17.81
一般公共预算支出 (亿元)	51.63	93.60	56.38	42.98
资产总额 (亿元)	136.46	304.71	67.06	102.47
所有者权益 (亿元)	52.28	132.85	49.22	77.31
营业收入 (亿元)	5.52	11.22	5.08	3.14
利润总额 (亿元)	5.27	3.57	1.27	2.60
资产负债率 (%)	61.69	56.40	26.60	24.55
全部债务资本化比率 (%)	49.94	46.27	25.32	15.03

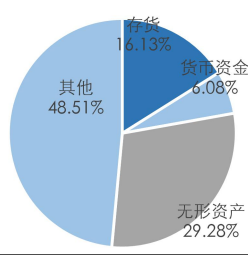
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年，东方金诚整理

主要指标及依据

2019年公司营业收入构成



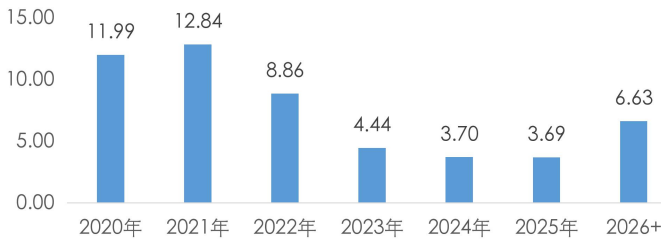
2019年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
资产总额	139.13	148.94	136.46
所有者权益	50.08	56.90	52.28
营业收入	7.57	10.32	5.52
利润总额	3.24	5.08	5.27
全部债务	74.24	66.04	52.15
资产负债率	64.00	61.80	61.69
全部债务资本化比率	59.72	53.72	49.94

截至2019年末公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
地区	府谷县		
GDP 总量	485.63	539.58	564.77
GDP 增速	5.8	8.9	9.6
人均 GDP (元)	181817	199697	207521
一般公共预算收入	22.98	32.40	35.25
一般公共预算收入增速	63.9	41.1	8.8
上级补助收入	15.91*	11.55	12.75

注: 标“*”数据按一般公共预算支出与一般公共预算收入差额估算。

优势

- 跟踪期内, 府谷县经济保持较快增长, 工业经济以煤炭、化工及材料工业等为支柱, 经济实力较强;
- 公司继续从事府谷县基础设施建设、路权收费、供电供热、供水等, 业务仍具有较强的区域专营性;
- 跟踪期内, 作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体, 公司在增资、补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货等占比较高, 资产流动性较弱;
- 跟踪期内, 公司债务率仍维持在较高水平, 存在一定的集中偿付压力;
- 公司对府谷县民营企业的拆借款回收事项有一定进展, 但仍面临一定的资金回收风险。

评级展望

预计榆林市及府谷县经济将保持稳定增长, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 能够得到股东及相关各方的持续支持, 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 (RTFU002201907)》

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 (13 府谷债/PR 府谷债)	2019/6/25	刘贵鹏 张绮微	《城市建设设施公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文
AA/稳定	AA (13 府谷债/PR 府谷债)	2013/4/17	朱林 彭梅秀 马璇	《地方政府融资平台公司信用评级方法 (2014)》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
13府谷债/PR 府谷债	2019/6/25	12.00	2013/12/16-2020/12/16	无	-

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2013 年府谷县国有资产运营有限责任公司公司债券（以下简称“本期债券”或“13 府谷债/PR 府谷债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于府谷县国有资产运营有限责任公司（以下简称“府谷国资”或“公司”）提供的地区经济及相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

府谷国资成立于 2004 年 7 月 19 日，是由府谷县人民政府（以下简称“府谷县政府”）全额出资组建的国有独资公司，初始注册资本为 1.00 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本为 20.00 亿元，较 2018 年末增加 15.00 亿元；实收资本为 6.20 亿元，较 2018 年末增加 3.45 亿元，系府谷县政府的货币增资；府谷县政府仍为公司唯一股东及实际控制人。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体，继续从事府谷县范围内基础设施建设、路权收费、煤炭开采及销售、供电供热、供水以及担保等业务。

截至 2019 年末，府谷国资纳入合并范围的子公司共有 22 家，包括 9 家二级子公司和 13 家三级子公司（详见图表 1），较 2018 年末未发生变化。

图表 1 截至 2019 年末公司下属子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	实收资本	持股比例	层级
陕西府谷热电有限公司	15000.00	58.40	二级
府谷县银丰融资担保有限责任公司	49409.00	73.88	二级
府谷交通建设集团有限责任公司	200000.00	89.00	二级
府谷县城市投资经营集团有限公司	97791.50	89.58	二级
府谷县惠泉水务有限责任公司	5000.00	50.00	二级
府谷县惠兴民供水有限责任公司	66000.00	27.00 ¹	三级
府谷县弘丰融资服务有限公司	3000.00	100.00	二级
府谷县统筹城乡发展投资建设有限公司	7000.00	60.00	二级
府谷高新技术产业开发区建设投资有限公司	19500.00	100.00	二级
府谷县惠泉水务集团惠昌源供水有限责任公司	100.00	100.00	三级
府谷县华秦煤矿有限公司	1000.00	55.00	三级
中交通力府谷路桥建设有限公司	10000.00	90.00	三级
府谷县惠鑫海供水有限责任公司	100.00	100.00	三级
府谷县惠利通供水有限责任公司	100.00	100.00	三级
府谷县惠泽民供水有限责任公司	500.00	100.00	三级
府谷县惠兴府供水有限责任公司	500.00	100.00	三级
府谷水务集团惠力达安装有限公司	500.00	100.00	三级
府谷县惠泉水务集团惠益民水质检验检测有限责任公司	100.00	100.00	三级
府谷县得丰财务服务有限公司	0.00	100.00	二级
陕西府谷盛源物资有限责任公司	0.00	100.00	三级

¹ 根据 2011 年 12 月 15 日的临时股东会决议，府谷县惠兴民供水有限责任公司的股东府谷县金万通镁业有限公司、府谷县玉丰镁业有限公司、府谷县同源镁业有限公司和府谷县富荣煤炭有限责任公司分别将其持有的府谷县惠兴民供水有限责任公司 7.89% 的股权、7.00% 的股权、6.50% 的股权和 6.12% 的股权，共计 27.51% 的股权的财务和经营政策有关的表决权交由公司代其行使，公司实际持有表决权累计为 54.51%，达到实际控制，因此将其纳入合并范围。

府谷县诚汇建筑工程有限责任公司	0.00	100.00	三级
府谷县城投物业服务有限责任公司	0.00	100.00	三级

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

“13 府谷债/PR 府谷债”为 12.00 亿元 7 年期的附息式固定利率债券，票面利率为 8.69%，起息日为 2013 年 12 月 16 日，到期日为 2020 年 12 月 16 日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，公司已按期偿付“13 府谷债/PR 府谷债”到期本息。

本期债券募集资金全部用于神木大柳塔至府谷石马川公路项目的建设。该项目由公司下属子公司府谷交通建设集团有限责任公司（以下简称“府谷交建”）负责。截至 2019 年末，募集资金已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度 GDP 同比回升至 3.2%。上半年 GDP 同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长 3.8%，增速比一季度大幅加快 20 个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地消费回暖形成一定制约。预计下半年 GDP 增速有望逐步向 6.0%的常态水平回归，全年经济增速将在 2.5%左右。

二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向

二季度 M2 和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF 降息有望重启，M2 和社融存量增速还有小幅上行空间。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1. 榆林市

跟踪期内，榆林市经济总量继续保持增长，经济实力仍然很强

榆林市经济总量位居陕西省前列，近年来保持快速发展，经济实力很强。2019年，榆林市实现地区生产总值4136.28亿元，同比增长7.1%，经济总量在陕西省下辖10个地级市中位居第二位。

2019年，榆林市固定资产投资增速进一步提升，其中项目投资增长13.3%，房地产投资增长30.7%；民间投资增长22.6%；工业投资增长23.6%，其中工业技改投资增长69.7%。重点项目方面，榆林市神华循环经济煤炭综合利用项目、靖边煤油气资源综合利用填平补齐工程、1000万吨/年粉煤清洁高效综合利用项目、新建循环经济项目等工业投资项目持续推进，拉动工业投资同比增长20.8个百分点，预计未来随着上述项目陆续完工，将进一步提升全市工业投资增速，进而带动全市固定资产投资稳定发展。

图表2 榆林市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3318.39	8.0	3848.62	9.0	4136.28	7.1
规模以上工业总产值	4234.64	27.6	4461.94	11.8	4865.59	8.3
规模以上工业增加值	-	5.7	-	8.0	-	8.4
服务业增加值	1064.63	11.8	1199.97	11.7	1195.22	5.8
固定资产投资	1400.83	11.4	-	7.4	-	14.3
其中：房地产开发投资	63.25	56.0	-	46.4	-	30.7
社会消费品零售总额	472.12	11.9	514.11	10.1	555.29	8.0
三次产业结构	5.1: 62.8: 32.1		6.0: 62.8: 31.2		6.1: 65.0: 28.9	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，榆林市工业仍以煤炭化工等能源化工产业为主导，服务业实现较快发展，消费

市场逐步回稳

从产业结构来看，榆林市三次产业结构由2018年6.0：62.8：31.2调整为2019年的6.1：65.0：28.9，第二产业占比有所提升。跟踪期内，榆林市工业仍以煤炭化工等能源化工产业为主导。2019年，全市煤炭开采洗选业、石油天然气开采业、石油和煤炭加工业、电力热力生产供应业等能源工业占全市规上工业产值的比重达81.1%。同期，全市能源工业中，煤炭开采和洗选业完成产值2313.19亿元，同比增长11.4%；石油天然气开采业完成产值525.02亿元，同比增长1.8%；石油和煤炭加工业完成产值665.85亿元，同比增长14.6%；电力热力生产供应业完成产值441.86亿元，同比增长21.7%。

跟踪期内，榆林市服务业实现较快发展，消费市场逐步回稳。2019年，榆林市社会消费品零售总额同比增长8.0%，其中限额以上单位实现消费品零售额234.73亿元，同比增长3.2%。同期，全市实现批发业销售额3034.83亿元，同比增长8.0%；实现零售业销售额987.17亿元，同比增长9.9%；实现住宿业营业额33.34亿元，同比增长7.1%；实现餐饮业营业额183.13亿元，同比增长13.4%。总体看，批零住餐四大行业平稳增长。

2.府谷县

跟踪期内，府谷县经济保持较快增长，工业经济以煤炭、化工及材料工业等为支柱，经济实力较强

2019年，府谷县实现地区生产总值564.77亿元，经济总量在榆林市下辖12个区县（市）中排名第三位，仅次于神木市和榆阳区。同期，全县人均地区生产总值增长至207521元，人均富裕程度较高。

从府谷县的经济驱动因素来看，固定资产投资仍对经济增长的拉动作用明显。2019年，全县固定资产投资继续保持高位增长，投资结构以工业投资为主，占固定资产投资比重为70.53%，同比增长21.4%。重点项目建设方面，2019年，府谷县西安丝路国际会展中心、神华榆林循环经济煤炭综合利用、安康智能终端电子信息产业园（一期）等工业投资项目持续推进，随着上述项目的完工投产，府谷县基础设施建设水平、工业集聚相应将进一步提升。

图表3 府谷县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	485.63	5.8	539.58	8.9	564.77	9.6
人均地区生产总值（元）	181817	-	199697	-	207521	-
规模以上工业总产值	759.84	25.5	766.72	12.6	875.22	13.4
规模以上工业增加值	345.3	3.7	380.45	8.8	382.80	10.6
服务业增加值	127.84	11.2	143.10	10.3	149.31	7.9
固定资产投资	122.45	9.72	191.11	58.8	268.40	24.3
社会消费品零售总额	53.54	12.8	57.94	9.1	59.79	7.9
三次产业结构	1.4：72.3：26.3		1.6：71.9：26.5		1.7：71.9：26.4	

资料来源：2017年~2019年府谷县国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

分产业看，全县工业经济以煤炭工业（包括原煤和洗煤）、化工行业（焦炭、电石等）、材料工业（铁合金和金属镁等）等为支柱。2019年，全县规模以上工业实现总产值875.22亿

元,同比增长 13.4%;工业总产值中,原煤开采和洗选业实现产值 504.80 亿元,同比增长 10.1%;石油加工炼焦业(兰炭)实现产值 94.74 亿元,同比增长 40.4%;无机盐制造(电石)完成产值 27.48 亿元,同比增长 2.0%;黑色金属冶炼业(铁合金)完成产值 40.87 亿元,同比增长 11.5%;有色金属冶炼业(金属镁)完成产值 64.48 亿元,同比增长 18.8%。同期,全县实现工业增加值 395.55 亿元,同比增长 10.3%,其中规模以上工业增加值同比增长 10.6%,各项工业产值及增加值指标均保持较快增长。

财政状况

府谷县

跟踪期内,府谷县一般公共预算收入保持增长,上级补助收入仍是全县财力的重要补充,财政实力较强

根据陕西省委、省政府于 2014 年 5 月出台的《关于在神木县府谷县开展省直管县试点的意见》,陕西省首次推行省直管县改革试点,并选取神木、府谷两县开展省直管县试点;经济管理方面,赋予神木县、府谷县与设区市同等的经济社会管理权限。

受煤炭行业工业生产平稳增长以及煤炭市场行情向好等影响,近年府谷县一般公共预算收入保持快速增长,2019 年,府谷县一般公共预算收入保持增长,同比增速为 8.8%;政府性基金收入小幅增长,但规模仍较小;府谷县继续获得上级政府一定规模的财政资金支持,上级补助收入仍是全县财力的重要补充。

财政支出方面,2019 年,府谷县一般公共预算支出和政府性基金支出均持续增长。同期,全县财政自给率为 68.27%,总体财政收支平衡能力一般。

政府债务方面,截至 2019 年末,府谷县地方政府债务余额为 23.80 亿元,其中一般债务余额 9.50 亿元,专项债务余额 14.31 亿元。

图表 4 府谷县财政收支情况(单位:亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
一般公共预算收入	22.98	32.40	35.25
政府性基金收入	1.89	2.50	4.19
上级补助收入	15.91	11.55	12.75
财政收入	40.78	46.45	52.19
一般公共预算支出	38.89	46.81	51.63
政府性基金支出	2.43	2.39	10.80
地方财政自给率(%)	59.09	69.22	68.27

注:府谷县 2017 年上级补助收入按一般公共预算支出与一般公共预算收入差额估算。

资料来源:公司提供,东方金诚整理

业务运营

经营概况

受煤炭开采及销售业务收入大幅下降影响,2019 年公司营业收入大幅下降,毛利润及毛利率亦有所降低

跟踪期内，公司继续从事府谷县范围内基础设施建设、路权收费、煤炭开采及销售、供电供热、供水以及担保等业务。

公司业务结构较为多元，仍主要来自于路权收费、煤炭开采、供水和供电供热等业务，2019年上述业务在营业收入中占比分别为37.43%、11.26%、30.64%和15.46%。受煤炭行业专项整治及采矿许可证到期未及时更换等影响，子公司府谷县华秦煤矿有限公司（以下简称“华秦煤矿”）于当期处于停产状态，2019年公司营业收入同比下降46.5%。同期，公司其他业务收入仍主要来自对外提供借款产生的利息收入、安装工程收入和培训费收入等，占比相对较低。

2019年，受毛利率水平较高的煤炭开采及销售业务收入降幅较大影响，公司毛利润及毛利率均有所下降。其中，受机组维修导致发电停产同时煤炭价格上涨影响，公司供电供热业务毛利率于当期跌至负值。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	7.57	100.00	10.32	100.00	5.52	100.00
路权收费	2.55	33.68	2.46	23.86	2.07	37.43
煤炭开采及销售	2.26	29.91	4.82	46.72	0.62	11.26
供水	1.45	19.22	1.59	15.46	1.69	30.64
供电供热	0.92	12.18	1.20	11.59	0.85	15.46
担保	0.06	0.82	0.04	0.37	0.10	1.89
其他	0.32	4.19	0.21	2.00	0.18	3.32
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	3.77	49.82	5.34	51.76	1.68	30.51
路权收费	1.49	58.43	0.73	29.80	0.66	31.86
煤炭开采及销售	1.38	60.99	3.60	74.70	0.15	23.44
供水	0.67	46.29	0.73	45.98	0.68	40.19
供电供热	0.04	4.12	0.09	7.90	-0.08	-8.89
担保	0.06	100.00	0.04	100.00	0.10	100.00
其他	0.13	40.04	0.14	68.03	0.17	93.95

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司继续从事府谷县范围内的基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性

公司基础设施建设项目主要由下属子公司府谷县城市投资经营集团有限公司（以下简称“府谷城投”）和府谷交建负责。其中，府谷城投负责府谷县内医院、学校等市政基础设施项目的建设；府谷交建主要从事高等级路网、交通运输、现代物流等相关项目投资建设和运营。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化。

公司承建基础设施项目的前期建设资金主要由公司通过银行贷款等外部融资方式获取。对于基础设施项目，在竣工决算通过审计后，由府谷县财政局按照实际投入成本加成投资收益与公司结算，同时公司按结算金额确认为收入，并结转成本；对于公路等经营性项目，建成后由公司负责运营，建设资金通过运营收入回收。

公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力

2019年，公司仍未确认基础设施建设收入，主要系府谷县财政局仍未对项目进行资金结算所致。截至2019年末，公司主要在建项目为神木大柳塔至府谷石马川公路项目、黄河东线府谷引水工程、华秦煤矿等，计划总投资合计71.76亿元，累计已投资合计64.31亿元，尚需投资合计7.88亿元。其中，神木大柳塔至府谷石马川公路项目为“13府谷债/PR府谷债”募投项目。根据陕西省人民政府办公厅于2010年6月3日出具的《关于大柳塔经庙沟门至石马川一级公路建设等有关问题的复函》（陕政办函[2010]113号），该项目为收费公路，以BOT（建设—运营—移交）的方式投资建设和经营，府谷交建拥有首批收费权，期限为3年。截至2019年末，该项目大石公路府谷境内主线已全部贯通，其中小沙梁收费站收费正常，大昌汗收费站于2020年1月1日起正式收费运营。

图表6 截至2019年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资金额	尚需投资金额
神木大柳塔至府谷石马川公路项目*	507000	511300 ²	-
华秦煤矿	40000	39400	600
新府山供热项目	25763	21642	4121
郭家湾蓄水库项目	15000	12000	3000
黄河东线府谷引水工程	108900	54900	54000
府谷县人民医院门诊医技综合楼	20955	3900	17055
合计	717618	643142	78776

注：带“*”为“13府谷债/PR府谷债”募投项目。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，公司主要拟建项目为榆林市皇甫川农业灌溉工程，计划总投资为3.20亿元，资金来源为财政资金。总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力。

路权收费

路权收费仍是公司营业收入和毛利润的最重要来源，随着新增收费站的正式运营，预计未来公司收费收入将进一步增加

公司通行费收入主要来源于子公司府谷交建。2016年2月，由府谷交建投资建设的神木大柳塔至府谷石马川项目一期（主线为铧尖塔至野芦沟段）已完工投入运营。该路段全长50.24公里，全段设收费站1处（小沙梁收费站）和服务区各1处，府谷交建拥有首批收费权，期限为6年³。2019年10月，大石公路府谷境内主线已全部贯通，经陕西省政府陕政函[2019]194号文件批准⁴，大昌汗收费站于2020年1月1日起正式收费运营，该收费站收费标准与小沙梁收费站标准一致，预计未来公司收费收入将进一步增加。

² 累计投资额大于计划总投资额部分为追加投资所致，尚需投资部分为零星绿化工程投资额，规模较小，此处未纳入合计数核算。

³ 根据陕西省政府于2019年2月的《陕西省人民政府关于大（柳塔）石（马川）一级公路铧尖塔至野芦沟段小沙梁收费站收费期限有关问题的批复》（陕政函[2019]18号），同意将铧尖塔至野芦沟段小沙梁收费站收费期限延期3年，至2022年2月6日止。

⁴ 陕西省政府同意郭家湾至石马川段大昌汗收费站收费期限暂定自2020年1月1日至2022年2月6日止，待大石公路神木境内主线10.56公里建成交付使用后，最终确定府谷交建的收费期限。

图表 7 小沙梁收费站收费标准

客车核定载人数	收费标准 (元/车次)	货车总轴数 (含悬浮轴)	收费标准 (元/车次)
≤9 人	5	2 轴 (总质量小于 4500kg)	10
10-19 人	10	2 轴 (总质量不小于 4500kg)	25
20-39 人	20	3 轴	50
≥40 人	30	4 轴	85
-	-	5 轴	90
-	-	6 轴	90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年，铧尖塔至野芦沟段通车 389.4 万车次，同比下降 29.9 万人次；实现路权收费收入 2.07 亿元，同比下降 15.9%，主要系受黄河二桥管制、境内煤矿停产整顿等影响导致的车流量减少所致；毛利润为 0.66 亿元，同比下降 9.6%；毛利率为 31.86%，同比下降 2.1 个百分点。

煤炭开采及销售

跟踪期内，受华秦煤矿当期停产影响，公司煤炭开采及销售业务收入大幅下降，未来随着业务复产该收入将逐步回升

跟踪期内，公司煤炭开采及销售业务仍由陕西府谷热电有限公司（以下简称“府谷热电”）子公司华秦煤矿负责运营。华秦煤矿成立于 2011 年，拥有煤炭资源储量约 3634 万吨，年产能约 90 万吨。随着华秦煤矿正式投产，2018 年~2019 年公司煤炭产量持续增长。2019 年，受煤炭行业专项整治及采矿许可证到期未及时更换等影响，华秦煤矿于当期处于停产状态，仅实现煤炭销售收入 0.62 亿元，同比下降 87.1%；毛利润为 0.15 亿元，同比下降 3.45 亿元；毛利率为 23.44%，同比下降 51.26 个百分点。2020 年以来，华秦煤矿及时补缴资源价款，采矿许可证已于 5 月更换，当前正在组织恢复生产，未来随着业务复产该收入将逐步回升。

公用事业运营

公司公用事业运营包括供电供热和供水业务，分别由子公司府谷热电、府谷县惠泉水务有限责任公司（以下简称“惠泉水务”）和府谷县惠兴民供水有限责任公司（以下简称“惠兴民供水”）负责。

1. 供电供热

公司从事的府谷县供电供热业务具有很强的区域专营性，跟踪期内受供热量下降及煤炭成本走高影响，该业务收入有所下降，毛利率跌至负值

公司是府谷县城区集中供热的唯一热源，符合国家热电联产集中供热政策要求，承担着县城区集中供热职能，具有很强的区域专营性。截至 2019 年末，府谷热电拥有供热首站 1 个，二级换热站 12 个，供热面积 345 万平方米，覆盖全县 65% 居民。同期末，府谷热电拥有 80t/h 循环流化床锅炉 3 台、130t/h 煤粉锅炉 2 台，配置 25 兆瓦汽轮发电机组 2 台，总装机容量为 50 兆瓦，年发电量 2.9 亿千瓦时。

图表 8 公司热电生产和供应业务运营情况

科目	2017年	2018年	2019年
期末装机规模（兆瓦）	2*25	2*25	2*25
发电量（万千瓦时）	18321.6	29550.0	15301.8
机组利用小时数（小时）	3053.6	8485.0	3060.0
标准煤耗（克/千千瓦时）	496000	479000	473000
供热量（吉焦）	609321	643900	591300

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年，府谷热电实现供电供热收入0.85亿元，同比下降29.2%，主要系机组维修原因等，公司停产数月导致发电量及供热量下降所致；毛利润为-0.08亿元，同比下降0.17亿元，主要系购煤单价上升使得煤炭成本提升所致；毛利率为-8.89%，跌至负值。

2.供水

公司从事的府谷县供水业务具有很强的区域专营性，跟踪期内，公司供水收入保持增长

根据府谷县政府要求，惠泉水务向皇甫川、清水川、郭家湾和庙沟门等工业集中区以及其它中型以上的工业项目集中供水，是府谷县唯一工业供水企业，业务具有很强的区域专营性。同时，惠兴民供水水源全部购自惠泉水务。

截至2019年末，惠泉水务共完成水源井工程9处130眼，供水能力为7.2万吨/日，已建单管线总长为300公里。2019年，惠泉水务完成供水总量2200万立方米，较上年小幅下降，主要系部分企业用水量不稳定所致。

图表 9 公司供水业务运营情况

项目	2017年	2018年	2019年
供水能力（万立方米/日）	4.7	4.7	7.2
全年供水量（万立方米）	1999	2350	2200
平均售价（元/立方米）	7.3	7.2	7.7

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，府谷县城区居民生活用水价格仍为1.48元/吨，非居民生活用水2.30元/吨，特种水7.50元/吨。2019年，公司供水业务实现收入为1.69亿元，同比增长6.3%，主要系平均售价有所提高所致；毛利润为0.68亿元，同比下降6.8%，主要系当期部分水源地工程完工转入固定资产导致折旧增加所致；毛利率为40.19%，同比下降5.79个百分点。

担保业务

受府谷县经济回暖以及公司在保余额降低等影响，公司担保逾期金额有所下降

公司担保业务主要由府谷县银丰融资担保有限责任公司（以下简称“银丰担保”）负责经营。银丰担保于2009年1月19日注册成立，注册资本4.94亿元，由府谷国资等8家国有企业与9家民营企业合资组建。自成立以来，银丰担保积极为府谷县的中小企业提供融资担保服务，截至2019年末累计为企业提供担保696笔，担保总额51.82亿元，累计实现担保费收入1.37亿元、评审费收入0.14亿元。

截至 2019 年末，银丰担保在保企业 32 户，较 2018 年末减少 12 户；担保责任余额 2.00 亿元，较 2018 年末下降 0.36 亿元；担保放大倍数为 0.36 倍，较 2018 年末下降 0.07 倍，代偿风险有所降低。被担保企业主要为府谷县内中小企业，以能源企业居多。银丰担保累计担保企业逾期 13 笔，较 2017 年末减少 34 笔；逾期金额 0.36 亿元，较 2018 年末减少 0.16 亿元，主要系府谷县经济回暖以及公司在保余额降低，但仍存在一定的代偿风险。2019 年，银丰担保实现担保收入 0.10 亿元，同比增长 0.06 亿元；毛利率仍为 100%。

外部支持

跟踪期内，作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司在增资、补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持

跟踪期内，作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司继续得到股东及相关部门的有力支持。

增资方面，2019 年，府谷县政府向公司注入货币资金 3.45 亿元，增强公司资本实力。

补贴方面，2019 年，公司获得降费奖补资金及税费返还合计 239.37 万元。

考虑到未来府谷国资将继续在府谷县基础设施建设和公用事业运营领域发挥重要作用，预计未来股东及相关部门仍将对府谷国资提供有力支持。

企业管理

截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本分别为 20.00 亿元和 6.20 亿元，分别较 2018 年末增加 15.00 亿元和 3.45 亿元；府谷县政府仍为公司唯一股东及实际控制人。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司治理结构和组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2019 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年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。2019 年，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）根据陕政办函[2010]113 号文件，对公司重要前期差错进行更正，因府谷交建将大石路项目按照 BOT 方式运营，故将 2018 年末固定资产中的 23.40 亿元调整至无形资产科目。调整后，2018 年末，公司固定资产由 44.40 亿元降至 21.00 亿元；无形资产由 2.48 亿元增加至 25.86 亿元。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 22 家，包括 9 家二级子公司和 13 家三级子公司（详见图表 1），较 2018 年末未发生变化。

资产构成与资产质量

受债务到期偿还影响，公司资产规模有所下降，构成仍以非流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货等占比较大，资产流动性依然较弱

跟踪期内，受债务到期偿还及收购子公司府谷交建少数股东股权影响，公司资产规模有所

下降，仍以非流动资产为主。2019年末，公司资产总额较2018年末下降8.38%，其中非流动资产所占比重为71.69%。同期末，公司流动资产以存货、货币资金和其他应收款⁵为主。

2019年末，公司存货仍主要由基础设施建设成本构成，较2018年末增长15.66%；货币资金中银行存款为8.22亿元，其他货币资金为0.08亿元，较2018年末下降55.80%主要系其他货币资金中的定期存单偿还到期债务所致；其他应收款较2018年末下降56.05%，主要为应收府谷县政府的往来款、能源企业的代偿款及诉讼费等，计提了约80.00%的坏账准备，存在一定的回收和流动性风险。

图表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额	139.13	148.94	136.46
流动资产总计	59.64	51.61	38.63
存货	15.61	19.03	22.01
货币资金	26.28	18.77	8.30
其他应收款	12.81	9.65	4.24
非流动资产总计	79.49	97.33	97.83
无形资产	1.16	25.89	39.96
长期股权投资	19.25	27.32	26.78
固定资产	36.42	21.00	23.59
在建工程	18.42	18.18	2.41

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由无形资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2019年末，公司无形资产较2018年末增加37.48亿元，主要系大石路项目二期（本期债券募投项目剩余成本）、府谷黄家梁至神木红柳林输水隧道工程完工转入该科目所致；长期股权投资系公司对联营企业的投资，被投资单位主要为陕西榆林能源集团进出口有限公司、陕西涌鑫矿业有限责任公司、陕煤化集团府谷能源投资有限公司等；固定资产仍主要为房屋及建筑物；在建工程较2018年末减少15.77亿元，主要系账面成本为14.98亿元的大石路项目二期（本期债券募投项目剩余成本）完工转入无形资产所致。

截至2019年末，公司受限资产为3.45亿元，合计占公司资产总额的比重为2.53%。其中，无形资产中1.53亿元采矿权用于抵押借款、1.51亿元长期股权投资用于股权质押担保、货币资金中0.34亿元银行账户被冻结、0.08亿元用于经营性保证金。

资本结构

受收购子公司府谷交建少数股东股权影响，公司所有者权益小幅下降

2019年末，受收购子公司府谷交建少数股东股权影响，公司所有者权益小幅下降。同期末，公司实收资本因股东增资增加至6.20亿元；资本公积较2018年末基本持平；未分配利润仍为公司经营所产生的净利润累积；少数股东权益较2018年末下降53.13%，主要系公司收购子公司府谷交建少数股东股权导致公司持有的少数股东权益比例降低所致。

⁵ 不含应收利息及应收股利。

图表 11 公司所有者权益主要构成情况 (单位: 亿元)

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	50.08	56.90	52.28
实收资本	1.80	2.75	6.20
资本公积	30.08	29.79	29.84
未分配利润	3.35	7.67	5.92
少数股东权益	12.45	12.69	5.95

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司负债总额及全部债务规模均有所下降, 但债务率仍维持在较高水平, 存在一定的集中偿付压力

2019 年末, 公司负债总额较 2018 年末下降 8.54%, 其中非流动负债占比为 59.18%, 负债结构仍以非流动负债为主。

公司流动负债主要由其他应付款⁶和一年内到期的非流动负债构成。2019 年末, 公司其他应付款主要系单位间往来款, 主要应付对象为中国神华能源股份有限公司 (以下简称“神华股份”) (4.13 亿元)、神木煤业石窑店矿业有限责任公司 (1.00 亿元)、陕西省镁业集团有限公司 (0.48 亿元)、陕西怡豪矿业工程有限公司 (0.45 亿元), 较 2018 年末增长 64.09%系往来款增加所致; 一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款 (5.11 亿元) 和应付债券 (6.38 亿元)。

图表 12 公司负债主要构成情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	89.05	92.04	84.18
流动负债总计	18.04	36.71	34.36
其他应付款	9.19	11.12	18.24
一年内到期的非流动负债	0.46	19.47	11.49
非流动负债总计	71.01	55.33	49.82
长期借款	48.67	34.39	33.36
专项应付款	5.83	7.14	8.89
长期应付款	3.47	4.81	4.17
应付债券	11.13	8.76	3.00

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、专项应付款、长期应付款和应付债券构成。2019 年末, 公司长期借款⁷包括保证借款 23.96 亿元、质押借款 1.20 亿元、抵押借款 2.51 亿元; 专项应付款仍主要系地方政府债务置换资金 (3.87 亿元) 及子公司府谷城投收到的府谷中医院 (3.02 亿元) 及府谷县教育局 (1.24 亿元) 的专项资金; 长期应付款主要系融资租赁款 2.15 亿元和中国农发建设基金有限公司的投资款 1.65 亿元; 应付债券较 2018 年末下降 65.74%系“17 府谷 01”转入一年内到期的非流动负债科目及“13 府谷债/PR 府谷债”偿付本金所致; 具体期末构成系公司 2019 年发行的 3.00 亿元“19 陕府谷交建 ZR”。

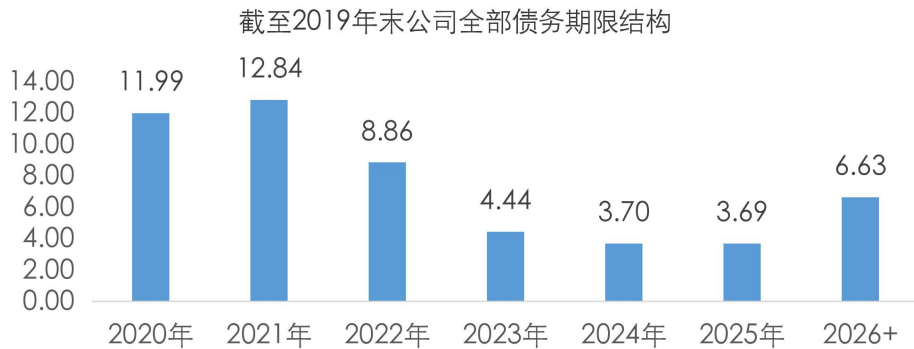
⁶ 不含应收利息及应收股利。

⁷ 含一年内到期的非流动负债。

跟踪期内，公司全部债务规模有所下降，但债务率仍维持在较高水平。2019年末，公司全部债务为52.15亿元，较2018年末下降21.03%，其中短期有息债务为11.99亿元，占比22.99%。从期限结构看，公司2022年之前到期债务占全部债务的64.60%，面临一定的集中偿付压力，未来偿债资金将通过经营收入、外部融资等方式来解决。同期末，公司资产负债率及全部债务资本化比率较2018年末均有所下降，仍处于较高水平。

图表 13 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
全部债务	74.24	66.04	52.15
长期有息债务	63.27	45.94	40.16
短期有息债务	10.97	20.10	11.99
资产负债率	64.00	61.80	61.69
全部债务资本化比率	59.72	53.72	49.94



资料来源：公司提供及公司审计报告，东方金诚整理

截至2019年末，公司对外担保余额为12.09亿元，担保比率为23.12%，被担保对象主要为府谷县的国有企事业单位，主要包括陕西省府谷县沙沟岔煤矿、府谷县煤炭总公司、府谷县新区金世纪建设发展有限责任公司等。综合来看，公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

公司对府谷县民营企业的拆借款回收事项有一定进展，但仍面临一定的资金回收风险

2014年7月23日，府谷国资将其向神华股份借款5亿元和向石窑店矿业借款1亿元转借给陕西兴茂侏罗纪煤业镁电（集团）有限公司（以下简称“兴茂集团”），期限为1年，借款利率以府谷国资取得资金的成本利率计算。同时，兴茂集团以子公司府谷县中联矿业有限公司（以下简称“中联矿业”）的60%股权提供质押担保，以持有的陕西省府谷县中能亿安矿业有限公司50%的股权提供连带责任保证担保，以其收购的原陕西省府谷黄河机电有限责任公司（以下简称“黄河机电”）8060平方米土地使用权提供抵押担保。

2015年7月，兴茂集团未能按照合同约定归还府谷国资借款，导致府谷国资对神华股份和石窑店矿业合计6亿元借款发生逾期。后经协商，约定府谷国资对神华股份的5亿元借款展期至2017年9月25日；府谷国资对石窑店矿业1亿元借款展期至2018年1月9日。此外，府谷国资于2014年2月5日将0.5亿元暂借给兴茂集团实际控制人高乃则名下的府谷煤业集团有

限公司（以下简称“煤业集团”），借款用于府谷煤炭铁路专用线项目⁸建设。该笔借款合同到期日为2016年2月4日，由兴茂集团提供第三方连带责任保证担保，亦出现逾期。

2017年10月，经府谷县政府协调，兴茂集团、煤业集团、府谷国资和神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）就逾期借款偿还事宜达成如下约定，即兴茂集团及煤业集团拟通过神华集团收购煤业集团在建的府谷煤炭铁路专用线项目的款项偿还府谷国资5.5亿元借款；府谷国资以此款项偿还神华股份5亿元借款。目前，受中国国电集团公司与神华集团合并事宜影响，上述府谷煤炭铁路专用线项目转让事宜暂时停滞。

为继续推进清收兴茂集团借款和偿还对外借款，在府谷县政府进一步协调下，府谷国资与中联矿业、建设银行府谷县支行和兴茂集团于2017年10月23日签订四方协议，约定中联矿业在其煤矿正常运行时，主动将当天销售额的30%划入府谷国资指定账户。

2018年4月，经府谷县政府第3次常务会议研究，同意由府谷城投牵头，收购兴茂集团在牛家沟的1035亩土地用于开发建设教育产业园区，收购价款用于抵顶兴茂集团相关借款。2018年末，因神木煤矿爆炸事件府谷县所有煤矿停产整顿，其中中联矿业于2019年3月30日复工。鉴于土地收购工作进展缓慢，公司及时与兴茂集团、中联矿业相关人员座谈，确定公司按照之前政府纪要要求，开始驻矿收费。但因中联矿业复工后仅开展半个月残采后，于同年4月15日开始搬家倒面，期间公司收回100.00万元。中联矿业搬家倒面时间预计将于近期完成，待其恢复生产后公司将继续开展驻矿收费工作。截至本报告出具日，公司共收到现金及银行承兑汇票共计5100.00万元，较2018年3月末增加100.00万元。

2018年末，兴茂集团收购的黄河机电8060平方米土地办理了土地使用权登记手续，产权所有人为府谷县正信汇赢企业管理有限公司⁹（以下简称“正信企管”）。同期末，正信企管办理了6亿元借款担保的抵押登记手续，抵押权人为府谷国资。

2020年初，府谷国资向府谷县政府提请了关于解决兴茂集团6亿元借款相关措施的请示，拟通过处置正信企管就兴茂集团借款抵押给公司的土地抵还借款。3月26日，府谷县政府召开2020年第29次专题会议，研究决定由府谷县自然资源和规划局（不动产登记）负责，委托第三方评估机构对上述地块进行评估，并尽快出具土地评估报告，待府谷县政府根据土地评估报告确定土地评估价值后，府谷国资根据会议确认的评估价值办理相关债务抵还手续。

随着煤炭行业持续回暖，以煤炭开采和煤炭深加工为主营业务的兴茂集团及中联矿业经营持续向好，煤炭等产品销售收入有所回升。此外，兴茂集团为6亿元借款提供了反担保，府谷国资还可通过诉讼方式清收兴茂集团的借款。

总体来看，兴茂集团经营向好并开始逐步偿还府谷国资借款，且神华集团拟收购府谷煤炭铁路专用线项目和兴茂集团提供的反担保措施为府谷国资清收兴茂集团借款，偿还神华股份和石窑店矿业借款提供了一定保障，但逾期款项的回收时间具有一定的不确定性，东方金诚对上述事宜的进展情况仍将持续关注。

跟踪期内，公司对该回收事项有一定进展，但仍面临一定的资金回收风险，东方金诚将持

⁸ 府谷煤炭铁路专用线项目是陕西省内第一条由民企主导建设的地方煤炭铁路专用线，建设资金由煤业集团出资85%和陕西榆林能源集团煤炭运销有限公司（实际控制人为榆林市人民政府国有资产监督管理委员会）出资15%。该铁路接轨于准朔铁路油坊坪车站，横跨府谷县核心矿区，涉及资源储量130.6亿吨，正线全长42.02千米，计划总投资39.6亿元，近期年输送能力2200万吨，远期年输送能力2800万吨，建设标准为国铁I级。该项目整体完工率超过50%。受经济形势等因素影响，煤业集团资金周转出现困难，导致该项目自2014年以来处于停工状态。

⁹ 原名为府谷县正信汇赢资产管理有限公司。

续关注府谷国资 6.5 亿元借款的后续进展情况。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅下降，盈利能力指标处于较低水平，盈利能力依然较弱

2019 年，公司营业收入同比下降 46.48%；期间费用仍主要为财务费用。同期，公司利润总额同比增长 3.69%，其中财政补贴占比 0.45%；投资收益同比下降 3.19 亿元，仍主要来自公司股权投资的企业产生的投资收益。2019 年，公司总资本收益率同比上升 1.37 个百分点，净资产收益率同比上升 1.26 个百分点，仍处于较低水平，公司盈利能力仍较弱。

图表 14 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	7.57	10.32	5.52
营业利润率	46.57	46.40	27.88
期间费用	3.53	3.54	3.56
投资收益	7.40	8.37	5.18
利润总额	3.24	5.08	5.27
其中：财政补贴	0.00	0.01	0.02
总资本收益率	5.18	6.13	7.50
净资产收益率	7.93	8.82	10.08

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

公司经营性现金流易受主营业务回款及往来款的影响，投资性现金流及筹资性现金流由净流入转为净流出，现金流状况不佳

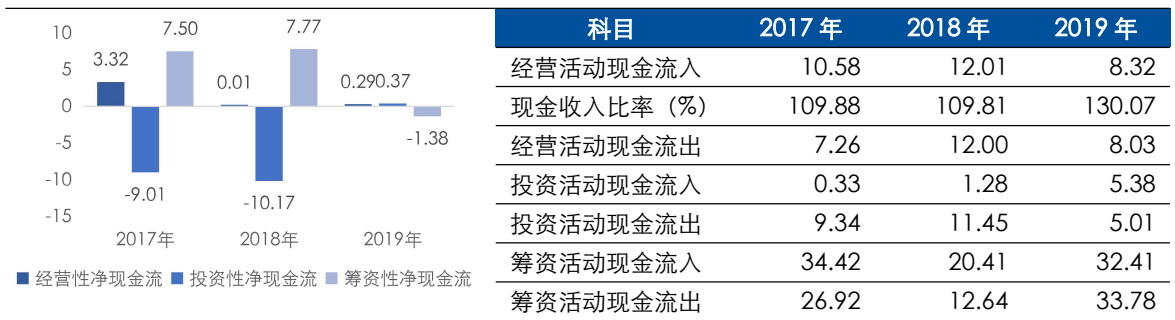
2019 年，公司经营活动现金流入同比下降 30.72%，主要为收到的项目结算款和相关单位的往来款，同比有所下降系项目结算进度放缓所致；现金收入比率同比增加 20.26 个百分点，主营业务回款水平仍较高。公司经营活动现金流出主要由公司支付项目工程款、往来款等形成，同比下降 30.83% 主要系往来款减少所致。

2019 年，公司投资活动现金流入同比增加 4.10 亿元，主要系对外投资收回的收益较高所致；投资活动现金流出同比下降 56.24%，主要系购建固定资产等支出下降所致；投资性净现金流为由净流出转为净流入。

2019 年，公司筹资活动现金流入同比增长 58.79%，主要系股东增资、取得借款及发行债券收到的现金；筹资活动现金流出同比大幅增长 167.25%，主要系债务集中到期所致；筹资性净现金流由净流入转为净流出。

2019 年，公司现金及现金等价物净增加额为 -0.72 亿元，净流出规模有所减小。

图表 15 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

偿债能力

公司作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体, 业务仍具有较强的区域专营性, 在增资、补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持, 综合偿债能力仍然很强

从短期偿债能力指标来看, 2019年末, 公司流动比率与速动比率均有所下降, 流动资产中变现能力较弱的存货等占比较高, 流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。

图表 16 公司偿债能力指标情况 (单位: %)

项目	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)
流动比率	330.63	140.58	112.41
速动比率	244.10	88.75	48.37
现金比率	145.65	51.14	24.15
长期债务资本化比率	55.82	44.67	43.44
全部债务/EBITDA (倍)	10.06	6.52	5.20
EBITDA 利息倍数	330.63	140.58	112.41

资料来源: 公司提供及公司审计报告, 东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看, 2019年末, 公司长期债务资本化比率处于较高水平, EBITDA对全部债务的覆盖程度仍然较弱。同时, 公司经营性现金流入易受波动性较大的项目结算款、往来款等影响, 存在一定的不确定性, 对债务的保障程度较低。

综合来看, 公司作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体, 业务仍具有较强的区域专营性, 在增资、补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持, 东方金诚认为公司的偿债能力仍然很强。

过往债务履约情况

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2020年7月11日, 公司本部已结清贷款中有11笔关注类贷款, 主要系因到期续贷产生的重分类所致; 未结清贷款中无不良/违约类或关注类贷款信息。截至本报告出具日, 公司在资本市场发行的债券及债务融资工具到期本息均已按期支付。

抗风险能力

基于对榆林市及府谷县地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司自

身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的县及县级市城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与行业对比组企业相比，公司所在地区府谷县的经济总量、人均 GDP 以及 GDP 增速均处于最高水平；一般公共预算收入规模亦较高。公司自身资产规模在对比组中处于上游水平，净资产规模则偏低；营业收入规模尚可，但利润总额水平很高；债务率水平相对偏高。

图表 17 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	府谷国资	太和县国有资产投资 控股集团有限公司	汉川市汉融投资建 设开发有限公司	当阳市鑫源投资开 发有限责任公司
地区	府谷县	太和县	汉川市	当阳市
GDP	564.8	454.4	551.3	501.2
GDP 增速	9.6	9.0	8.7	6.5
人均 GDP (元)	207521	31276	53135	107405
一般公共预算收入	35.25	30.40	24.41	17.81
一般公共预算支出	51.63	93.60	56.38	42.98
资产总额	136.46	304.71	67.06	102.47
所有者权益	52.28	132.85	49.22	77.31
营业收入	5.52	11.22	5.08	3.14
利润总额	5.27	3.57	1.27	2.60
资产负债率	61.69	56.40	26.60	24.55
全部债务资本化比率	49.94	46.27	25.32	15.03

资料来源：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 2019 年，东方金诚整理

结论

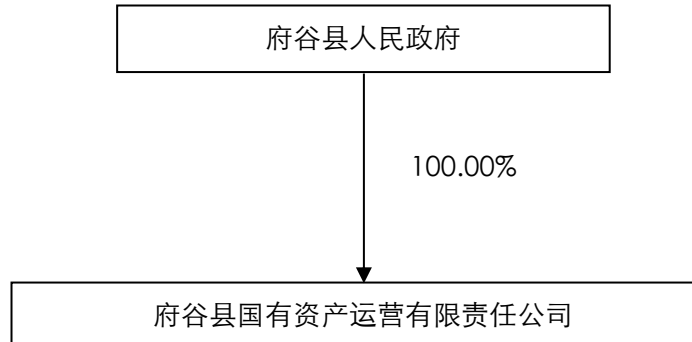
东方金诚认为，跟踪期内，府谷县经济保持较快增长，工业经济以煤炭、化工及材料工业等为支柱，经济实力较强；公司继续从事府谷县基础设施建设、路权收费、供电供热、供水等，业务仍具有较强的区域专营性；跟踪期内，作为府谷县重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司在增资、补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货等占比较高，资产流动性较弱；跟踪期内，公司债务率仍维持在较高水平，存在一定的集中偿付压力；公司对府谷县民营企业的拆借款回收事项有一定进展，但仍面临一定的资金回收风险。

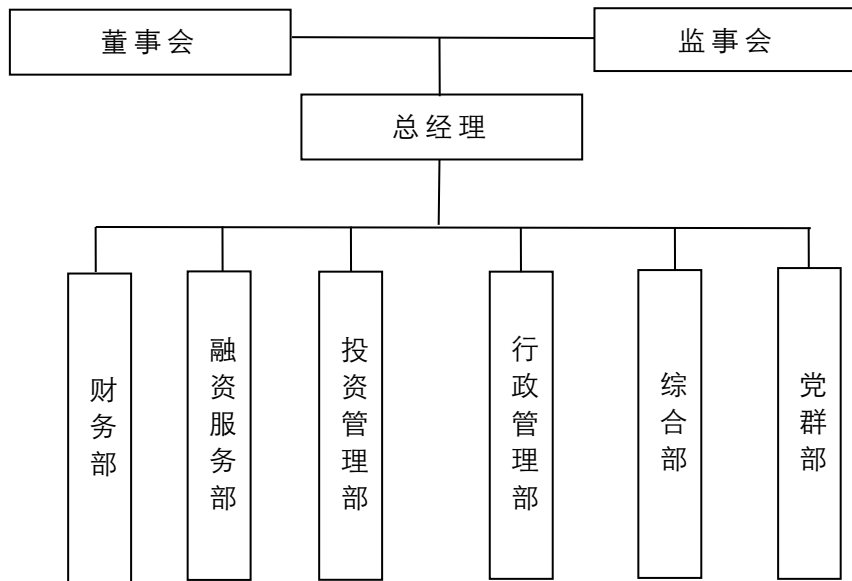
综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，维持“13 府谷债/PR 府谷债”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2019 年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	2017年	2018年	2019年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	139.13	148.94	136.46
其中：无形资产	1.16	2.48	39.96
长期股权投资	19.25	27.32	26.78
固定资产	36.42	44.40	23.59
存货	15.61	19.03	22.01
货币资金	26.28	18.77	8.30
负债总额	89.05	92.04	84.18
其中：长期借款	48.67	34.39	33.36
其他应付款	9.19	11.12	18.24
一年内到期的非流动负债	0.46	19.47	11.49
专项应付款	5.83	7.14	8.89
全部债务	74.24	66.04	52.15
其中：短期有息债务	10.97	20.10	11.99
所有者权益	50.08	56.90	52.28
营业收入	7.57	10.32	5.52
利润总额	3.24	5.08	5.27
经营活动产生的现金流量净额	3.32	0.01	0.29
投资活动产生的现金流量净额	-9.01	-10.17	0.37
筹资活动产生的现金流量净额	7.50	7.77	-1.38
主要财务指标			
营业利润率（%）	46.57	46.40	27.88
总资本收益率（%）	5.18	6.13	7.50
净资产收益率（%）	7.93	8.82	10.08
现金收入比率（%）	109.88	109.81	130.07
资产负债率（%）	64.00	61.80	61.69
现金比率（%）	145.65	51.14	24.15
长期债务资本化比率（%）	55.82	44.67	43.44
全部债务资本化比率（%）	59.72	53.72	49.94
流动比率（%）	330.63	140.58	112.41
速动比率（%）	244.10	88.75	48.37
经营现金流动负债比率（%）	18.39	0.04	0.85
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	2.82	1.00
全部债务/EBITDA（倍）	10.06	6.52	5.20

注：表中其他应付款不含应付利息及应付股利。

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 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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。

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“2013年府谷县国有资产运营有限责任公司公司债券”的存续期内密切关注府谷县国有资产运营有限责任公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，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或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向府谷县国有资产运营有限责任公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，府谷县国有资产运营有限责任公司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。如府谷县国有资产运营有限责任公司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8月25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、引用或以其他方式传播。

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其他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。