



CREDIT RATING REPORT

报告名称

中金-淄博城运燃气收费收益权资产 支持专项计划资产支持证券 跟踪评级报告

目录

结构摘要及跟踪评级观点
资产支持专项计划概要
基础资产质量分析
现金流分析
增信措施分析
主要参与方分析
评级结论



信用等级说明

DGZX-R【2025】00637

大公国际资信评估有限公司通过对中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划的信用状况进行跟踪评级，确定优先级资产支持证券“城运燃优”的信用等级维持 AAA_{sf}。

特此说明。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二五年六月二十三日



结构摘要

资产支持证券

债券简称	本次等级	上次等级	发行规模(亿元)	剩余规模(亿元)	预期到期日
城运燃优	AAA _{sf}	AAA _{sf}	15.20	14.09	2031/9/16
城运燃次	-	-	0.80	0.80	2031/9/16
还本付息方式	优先级按季度付息并过手摊还本金				
上次评级日	2024年9月14日				

交易要素

基础资产	系指原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人根据《收费收益权转让协议》受让取得的由初始权益人作为供气企业因向特定用户供应及销售天然气而自基准日起对特定用户享有的特定期间的供气收费收益权
基础资产跟踪基准日	2025年2月28日
归集频率	加速清偿事件发生前，按季度归集至监管账户；加速清偿事件发生后，按月归集至监管账户

主要参与方

原始权益人/回售和赎回承诺人/权利维持机构/差额支付承诺人/运营维持承诺人/资产服务机构	淄博市城市资产运营集团有限公司 (以下简称“淄博城运”或“公司”)
初始权益人/抵押人/出质人	淄博城市燃气(沂源)有限公司 (以下简称“城燃沂源公司”)
管理人/计划管理人/销售机构	中国国际金融股份有限公司 (以下简称“中金公司”)
托管银行/托管人	兴业银行股份有限公司济南分行 (以下简称“兴业银行济南分行”)
监管人/监管银行	中国民生银行股份有限公司济南分行 (以下简称“民生银行济南分行”)
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

跟踪评级观点

中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划(以下简称“本计划”或“专项计划”)于2024年10月23日设立,大公国际资信评估有限公司(以下简称“大公国际”)对本计划的基础资产和主要参与方表现进行了持续关注。基于本次跟踪评级期间所获得的相关信息,大公国际对本计划进行了跟踪评级,维持优先级资产支持证券“城运燃优”的信用等级为AAA_{sf}。

正面

- 本次跟踪评级期间,城燃沂源公司仍是沂源县城市重要的管道天然气服务单位,具有较强的区域专营优势;
- 2024年,受益于山东省药用玻璃股份有限公司(以下简称“山东药玻”)产能扩大用气需求量的增长及下游用户数量的增加,城燃沂源公司在沂源县经济开发区内销气量和销气收入同比均有所增长;
- 公司是淄博市主要的产业化发展运营主体,在淄博市产业发展中发挥重要作用,继续获得政府在增资和政府补助等方面的支持;
- 淄博城运不可撤销及无条件地承诺对专项计划账户内可供分配资金不足以支付税费、专项计划费用和优先级资产支持证券的预期收益和未偿本金余额的差额部分承担连带责任的差额支付义务,仍对专项计划本息的足额兑付具有很强的增信作用。

关注

- 城燃沂源公司《燃气经营许可证》即将到期,需关注其续签情况;
- 城燃沂源公司的客户集中度有所上升,需关注山东药玻经营情况变动可能对本计划基础资产回款产生的影响;
- 公司存货、在建工程 and 无形资产等资产在总资产中占比仍较高,资产流动性一般;

**淄博城运主要财务数据（单位：亿元、%）**

项 目	2025. 3	2024	2023	2022
总资产	2,397.69	2,387.95	2,207.29	2,001.10
所有者权益	839.97	841.15	837.39	801.98
总有息债务	1,141.98	1,102.09	945.63	811.28
营业收入	56.29	270.14	302.21	328.54
净利润	1.61	9.36	9.71	19.23
经营性净现金流	4.02	3.45	3.33	2.68
毛利率	17.49	16.49	14.64	16.30
总资产报酬率	0.25	1.23	1.31	2.13
资产负债率	64.97	64.78	62.06	59.92
债务资本比率	57.62	56.71	53.04	50.29
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.01	0.86	1.56
经营性净现金流/总负债	0.26	0.24	0.26	0.25

注：公司提供了 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月财务报表，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023~2024 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2025 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级方法及模型

本评级报告所依据的评级方法为《收益权类资产支持证券信用评级方法与模型》（版本号：PFM-ABS-SYQ-2024-V.2.1），大公国际资产证券化产品信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键假设，关键假设内容详见评级方法与模型。

评级历史关键信息

债项 评级	评级 时间	项目组 成员	评级 方法	评级 报告
优先级:AAA _{sf}	2024/9/14	-	收益权类 资产支持 证券信用 评级方法	未公开披 露

- 2024 年以来，公司期末总负债和总有息债务规模继续增长，债务负担加重且仍存在较大的短期偿债压力；
- 公司对外担保规模仍较大，区域集中度高，仍存在一定或有风险。

评级小组负责人：曾凤智

评级小组成员：吕 伟

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



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“大公国际”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除本次评级事项构成的委托关系外，大公国际关联公司大公低碳科技（北京）有限公司对淄博城运提供了低碳转型挂钩公司债评估认证服务，经审查不存在利益冲突的情形。

大公国际评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公国际及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

三、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为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、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公国际对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公国际的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公国际对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告系大公国际基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公国际对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告评级分析在一定程度上受到评级对象或其发行人、相关参与方及其他监管认定的专业机构所提供资料和历史数据（如有）的合法性、真实性、准确性、完整性的影响，评级结果存在局限性。最终评级结果由评审委员会确定，可能与评级模型分析得出的结果存在差异。

六、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，有效期为被跟踪债券的存续期。在有效期限内，大公国际将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

七、本报告版权属于大公国际所有，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。



资产支持专项计划概要

（一）交易概要

计划管理人中金公司于2024年10月23日设立本计划，本计划发行总规模为16.00亿元。本次跟踪评级期间为2024年9月15日至本报告出具日，其中基础资产信息截至2025年2月28日，资产支持证券信息截至2025年3月18日。

本计划项下的基础资产系指原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人根据《中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划收费收益权转让协议》（以下简称“《收费收益权转让协议》”）受让取得的由初始权益人作为供气企业因向特定用户供应及销售天然气而自基准日起对特定用户享有的特定期间内的供气收费收益权。专项计划设立后，若初始权益人调整供气价格或变更气费收入结算方式的，则调整供气价格以及变更气费收入结算方式形成的供气价款收入亦在供气收费收益权范围内，属于基础资产。

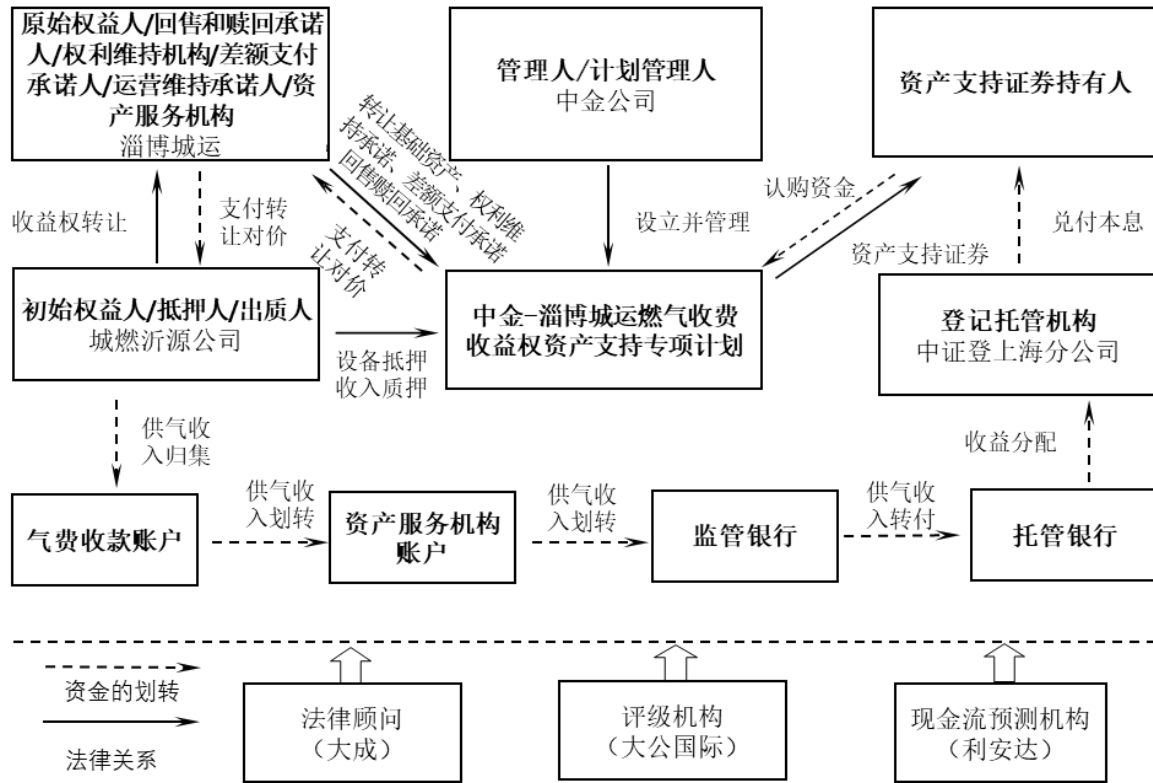
城燃沂源公司作为出质人，将其合法享有并有权处分的基础资产项下的应收账款作为质押物质押给专项计划，并已在中国人民银行征信中心完成应收账款质押登记（登记编码：37563686004933508236）；城燃沂源公司作为抵押人，将其拥有的特定区域内的供气设备及管网设施作为抵押物抵押给专项计划，并已在中国人民银行征信中心完成抵押登记（登记编码：37845835004933461685）。

专项计划主要参与方如下表所示：

表1 专项计划主要参与方		
项目	主要参与方	简称
原始权益人/回售和赎回承诺人/权利维持机构/差额支付承诺人/运营维持承诺人/资产服务机构	淄博市城市资产运营集团有限公司	淄博城运或公司
初始权益人/抵押人/出质人	淄博城市燃气（沂源）有限公司	城燃沂源公司
管理人/计划管理人/销售机构	中国国际金融股份有限公司	中金公司
托管银行/托管人	兴业银行股份有限公司济南分行	兴业银行济南分行
监管银行	中国民生银行股份有限公司济南分行	民生银行济南分行
法律顾问	北京大成律师事务所	大成
评级机构	大公国际资信评估有限公司	大公国际
现金流预测机构	利安达会计师事务所（特殊普通合伙）	利安达
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司	中证登上海分公司

资料来源：根据《中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）整理

专项计划交易结构如下图所示：


图 1 中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划交易结构

资料来源：根据《标准条款》整理

（二）资产支持证券

本计划发行总规模为 16.00 亿元，其中，优先级资产支持证券发行规模为 15.20 亿元，按季度付息并过手摊还本金；次级资产支持证券发行规模为 0.80 亿元，由淄博城运全额认购。本计划优先级及次级资产支持证券预期到期日均为 2031 年 9 月 16 日。在本计划成立之日起第 3 年、第 6 年、第 7 年，原始权益人享有赎回选择权¹和调整票面利率选择权，优先级资产支持证券持有人享有回售选择权²。

表 2 专项计划资产支持证券基本情况（单位：万元、%）

资产支持证券	债券代码	债券简称	发行规模	发行利率	预期到期日	本息兑付方式
优先级	263314.SH	城运燃优	152,000.00	2.99	2031 年 9 月 16 日	按季度付息并过手摊还本金
次级	263315.SH	城运燃次	8,000.00	-		-
合计	-	-	160,000.00	-	-	-

数据来源：根据《标准条款》整理

根据《中国国际金融股份有限公司关于中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划 2024 年第 1 期（总第 1 期）收益分配的公告》和《中国国际金融股份有限公司关于中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划 2025 年第 1 期（总第 2 期）收益分配的公告》（以下统称为“《收益分

¹ 未来最近回售日为 2027 年 9 月 17 日。

² 未来最近赎回日为 2027 年 9 月 17 日。



配报告》”），本次跟踪期内，本计划分别于 2024 年 12 月 17 日、2025 年 3 月 18 日进行了第 1~2 次兑付。截至 2025 年 3 月 18 日，城运燃优已兑付本金 11,111.20 万元，已分配收益 1,776.88 万元。

表 3 截至 2025 年 3 月 18 日本计划资产支持证券本息兑付情况（单位：万元）

项目	城运燃优	城运燃次	合计
发行规模	152,000.00	8,000.00	160,000.00
第 1 次兑付金额	6,187.16	-	6,187.16
其中：本金	5,502.40	-	5,502.40
利息	684.76	-	684.76
第 2 次兑付金额	6,700.92	-	6,700.92
其中：本金	5,608.80	-	5,608.80
利息	1,092.12	-	1,092.12
未偿本金余额	140,888.80	8,000.00	148,888.80

资料来源：根据《收益分配报告》整理

基础资产质量分析

（一）基础资产回款、归集与划转情况

本计划前 2 个归集期间，基础资产实际回款金额和预测现金流基本一致；本计划基础资产回收款归集及划转均按照《标准条款》等约定执行。

根据利安达出具的《现金流预测报告》，本计划前 2 个归集期间基础资产预测现金流为 17,803.71 万元；根据《中金-淄博城运燃气收费收益权资产支持专项计划资产服务机构报告》（以下简称“《资产服务机构报告》”）本计划前 2 个归集期间基础资产实际回收款金额为 17,800.78 万元；本计划前 2 个归集期间基础资产实际回款金额是预测数值的 0.9998 倍，基础资产实际回款金额和预测现金流基本一致。

表 4 实际现金流与预测现金流对比（单位：万元、倍）

归集期间	实际现金流	预测现金流	实际/预测现金流
2024/09/01~2024/11/30（不含）	8,921.00	8,923.93	0.9997
2024/11/30~2025/02/28（不含）	8,879.78	8,879.78	1.0000
合计	17,800.78	17,803.71	0.9998

资料来源：根据《现金流预测报告》及《资产服务机构报告》提供资料整理

根据《标准条款》及相关交易文件约定，在每个回收款归集日（D+1 日）15:00 前，资产服务机构应将资产服务机构收款账户中的基础资产回收款全部划转至监管账户；在每个回收款转付日（D+3 日），资产服务机构应当根据《监管协议》的约定将监管账户中的等额于必备金额³的资金划转至专项计划账户。

自专项计划设立日至本次基础资产跟踪基准日，本计划共涉及 2 次基础资产归集；根据监管账户流水，淄博城运分别于回收款归集日 2024 年 12 月 2 日、2025 年 3 月 3 日将收到基础资产产生的回收款 8,921.00 万元、8,879.78 万元全部划转至监管账户。

³ 系指在专项计划设立后，为满足各期优先级资产支持证券的各期应付本金和预期收益以及专项计划费用支付的需要，在各个回收款期间内由基础资产产生的现金流需要达到的最低金额，即各回收款期间对应的兑付日应支付的优先级资产支持证券的应付本金和预期收益，及专项计划费用之和。



自专项计划设立日至本次基础资产跟踪基准日，本计划共涉及 2 次必备金额划转；根据托管账户流水，淄博城运分别于回收款转付日 2024 年 12 月 4 日、2025 年 3 月 5 日将必备金额 7,187.67 万元⁴、6,701.36 万元划转至专项计划账户。

表 5 截至本次基础资产跟踪基准日监管账户资金归集及转付情况（单位：万元）

归集期间	回收款 归集日	监管账户 归集金额	回收款 转付日	划转至托管账户的 必备金额	划出至资产服务机 构账户的金额 ⁵
2024/09/01~2024/11/30	2024/12/02	8,921.00	2024/12/04	7,187.67	1,733.33
2024/12/01~2025/02/28	2025/03/03	8,879.78	2025/03/05	6,701.36	2,178.42

数据来源：根据监管账户流水整理

同时，本次跟踪期内，专项计划未触发权利完善事件、加速清偿事件、流动性储备金划转事件、和流动性差额支付启动事件等事件。

综合来看，自专项计划设立日至本次基础资产跟踪基准日，本计划基础资产回收款归集及转付情况均按照《标准条款》等约定执行。

（二）基础资产运营情况

本次跟踪评级期间，城燃沂源公司仍是沂源县城市重要的管道天然气服务单位，具有较强的区域专营优势；城燃沂源公司《燃气经营许可证》即将到期，需关注《燃气经营许可证》续签情况。

本次跟踪评级期间，城燃沂源公司仍是沂源县城市重要的管道天然气服务单位，城燃沂源公司在沂源县具有较强的区域专营优势。城燃沂源公司现《燃气经营许可证》（许可编号：鲁 2016030800200），许可有效期自 2022 年 10 月 28 日起至 2025 年 10 月 27 日⁶，即将到期，需关注续签情况。

2024 年，受益于山东药玻产能扩大用气需求量的增长及下游用户数量的增加，城燃沂源公司在沂源县经济开发区内销气量和销气收入同比均有所增长；但同时，城燃沂源公司的客户集中度有所上升，需关注山东药玻经营情况变动可能对本计划基础资产回款产生的影响。

2024 年末，城燃沂源公司天然气管道长度为 403.47 公里，较 2023 年末增加 1.23 公里；管道天然气输气能力保持稳定，仍为 4.80 亿立方米/年。用户数量方面，2024 年末，在沂源县经济开发区内，城燃沂源公司下游用户数量为 55 户，较 2023 年末增加 14 户；用户类型仍以工业企业为主。2024 年，受益于山东药玻产能扩大用气需求量的增长及下游用户数量的增加，城燃沂源公司销气量和销气收入同比均有所增长，分别增长 30.48%、24.50%。

城燃沂源公司的管道天然气供应商未发生变化，仍为其母公司淄博城市燃气有限公司（以下简称“淄博城燃”），2024 年，城燃沂源公司不含税平均购气价格为 3.03 元/立方米，较 2023 年有所回落；2025 年 1~3 月不含税平均购气价格为 3.14 元/立方米。

沂源县天然气销售价格由淄博市发展和改革委员会制定与调整。淄博市非居民天然气价格实行

⁴ 包含流动性储备金必备金额 1,000 万元。依据《标准条款》，资产服务机构在第一个流动性储备金转付日将监管账户中等额于流动性储备金必备金额 1,000 万元的基础资产回收款转付至专项计划账户流动性储备金科目项下，计划管理人扣留该基础资产回款 1,000 万元作为流动性储备金，并计入专项计划托管账户流动性储备金科目项下。

⁵ 依据《标准条款》，若资产服务机构指令监管银行向专项计划账户足额划付必备金额和流动性储备金之后，监管账户中的超过必备金额和流动性储备金的剩余资金，资产服务机构可以划出监管账户并自由支配。特别地若发生任一加速清偿事件、提前终止事件，无论该等事件后续是否消除资产服务机构于其后的所有回收款转付日均向专项计划账户应转付监管账户中的全部基础资产回收款。

⁶ 根据《山东省燃气经营许可管理办法》（鲁建燃热字〔2016〕13 号）的规定，燃气经营许可证有效期限原则上为三年，到期可申请延续。



上下游联动调整机制，非居民用气销售价格，原则上3个月为一个联动调整周期。2024年，淄博市非居民管道天然气销售价格涉及4次调整，最高销售价格分别为4.30元/立方米、3.55元/立方米、3.83元/立方米、4.28元/立方米。2024年，城燃沂源公司在沂源县经济开发区天然气不含税平均销气单价分别为3.33元/立方米，较2023年有所回落；2025年1~3月不含税平均销气单价为3.41元/立方米。

表6 2022~2024年（末）及2025年1~3月（末）城燃沂源公司在沂源县经济开发区的供气业务情况

项目	2025年1~3月（末）	2024年（末）	2023年（末）	2022年（末）
不含税平均购气价格（元/立方米）	3.14	3.03	3.23	3.37
销气量（万立方米）	3,345.96	11,966.06	9,170.62	7,372.15
不含税平均销气单价（元/立方米）	3.41	3.33	3.49	3.69
销气收入（万元）	11,409.74	39,846.97	32,005.46	27,203.23
燃气费回收率 ⁷ （%）	100.00	100.00	100.00	100.00
户数（户）	55	55	41	36

数据来源：根据城燃沂源公司提供资料整理

燃气收费模式方面，在沂源县经济开发区城燃沂源公司分别与特定用户签订供气合同，预收燃气费，依据天然气计量交接凭证，每月结算一次。2024年，城燃沂源公司对应的特定用户燃气费回收率保持稳定。

2024年，城燃沂源公司在沂源县经济开发区的前五大客户不含税销售金额为34,199.40万元，占当年天然气不含税销售收入⁸的85.83%，客户集中度有所上升；2024年前三大客户较2023年未发生变化，其中对第一大客户山东药玻不含税销售金额占比较2023年增加4.29个百分点，且占当年天然气不含税销售收入的比例超50%，主要系2024年山东药玻完成2个中硼硅模制瓶厂房、4台炉投产运行，产能扩大，用气量需求量增长所致；城燃沂源公司对主要客户的依赖程度进一步上升，需关注山东药玻经营情况变动可能对本计划基础资产回款产生的影响。城燃沂源公司与山东药玻新签订合同的期限为5年，自2022年1月1日至2026年12月31日；与淄博卓意玻纤材料有限公司（以下简称“卓意玻纤”）新签订合同的期限为5年，自2022年8月16日至2027年8月15日。

⁷ 城燃沂源公司在沂源县经济开发区的收费方式为预收。

⁸ 指城燃沂源公司在沂源县经济开发区的不含税销售收入，下同。

**表 7 城燃沂源公司在沂源县经济开发区的前五大客户销售情况（单位：万元、%）**

客户名称 ⁹	2024 年		2023 年	
	销售金额（不含税）	占比	销售金额（不含税）	占比
1	21,347.43	53.57	15,451.64	48.28
2	6,293.70	15.79	7,252.40	22.66
3	2,997.18	7.52	3,176.79	9.93
4	1,815.29	4.56	742.40	2.32
5	1,745.80	4.38	687.72	2.15
合 计	34,199.40	85.83	27,310.95	85.33

数据来源：根据城燃沂源公司提供资料整理

山东药玻成立于 1993 年，为 A 股上市公司，股票代码 600529.SH；截至 2025 年 3 月末，山东药玻注册资本及实收资本均为 6.64 亿元，山东药玻实控人为沂源县财政局。山东药玻主营业务为药用辅材及包装材料制造、玻璃包装容器制造业务等业务，模制瓶系列产品和棕色瓶系列产品是山东药玻毛利润的核心来源。

2024 年末，山东药玻资产规模同比有所增长，资产结构仍以流动资产为主，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成。2024 年末，山东药玻货币资金同比有所减少。同期末，山东药玻交易性金融资产均为结构性存款产品，同比有所增长。山东药玻存货主要由原材料和库存商品构成，2024 年末同比有所增长主要系库存商品增加所致。同期末，山东药玻应收账款同比有所减少，截至 2024 年末，应收账款前五大客户欠款余额为 1.32 亿元，占应收账款期末余额的 12.57%，集中度较低；账龄在 1 年以内的应收账款合计为 10.06 亿元。2024 年末，山东药玻非流动资产主要由固定资产构成。2024 年末，山东药玻固定资产的同比增长主要由房屋及建筑物、通用设备、专用设备和运输工具等的增长构成，主要是在建工程转入所致。2024 年末，山东药玻在建工程规模同比下降 54.19%，主要是药用包装材料产业园一期工程项目、高档轻量玻璃瓶项目和预灌封注射器扩产改造项目转入固定资产所致。2025 年 3 月末，山东药玻资产规模较 2024 年末增长 0.33 亿元，其中存货较 2024 年末增加 1.48 亿元，山东药玻资产其他科目较 2024 年末变化均不大。

⁹ 本次跟踪评级前五大客户分别为山东省药用玻璃股份有限公司、淄博卓意玻纤材料有限公司、山东鲁阳节能材料股份有限公司绝热材料分公司、瑞阳制药有限公司、山东瑞丰高分子材料有限公司；上次跟踪评级前五大客户分别为山东省药用玻璃股份有限公司、淄博卓意玻纤材料有限公司、山东鲁阳节能材料股份有限公司绝热材料分公司、淄博华源新材料有限公司、山东瑞丰高分子材料有限公司。

**表 8 2022~2024 年（末）及 2025 年 1~3 月（末）山东药玻主要财务指标（单位：亿元、%）¹⁰**

会计科目	2025 年 1~3 月（末）	2024 年（末）	2023 年（末）	2022 年（末）
货币资金	11.43	10.65	14.66	13.52
交易性金融资产	16.14	17.25	12.18	11.01
应收账款	10.17	9.55	9.70	8.72
存货	14.27	12.79	10.55	12.10
固定资产	34.95	35.71	29.95	23.46
资产总计	101.73	101.40	93.19	87.84
应付票据	6.41	6.79	6.28	7.22
应付账款	7.76	9.04	7.66	6.96
负债合计	19.43	21.32	17.84	18.23
所有者权益	82.30	80.08	75.35	69.62
经营性净现金流	0.91	11.65	10.48	2.52
投资性净现金流	0.10	-11.18	-7.45	-14.88
筹资性净现金流	-	-4.65	-1.87	16.68
营业收入	12.42	51.25	49.82	41.87
毛利率	30.21	31.72	28.03	26.84
利润总额	2.67	11.11	9.11	7.08
净利润	2.24	9.43	7.76	6.18

数据来源：根据公开资料整理

2024 年末，山东药玻负债规模同比有所增长，负债结仍以流动负债为主；流动负债主要由应付票据和应付账款构成。2024 年末，山东药玻应付票据规模同比有所增长。同期末，山东药玻应付账款规模同比有所增长，账龄主要集中在一年以内。2025 年 3 月末，山东药玻负债应付账款较 2024 年末下降 1.27 亿元，负债其他科目较 2024 年末变化均不大。

2024 年末，山东药玻所有者权益为 80.08 亿元，同比有所增长；其中，股本为 6.64 亿元，资本公积为 26.87 亿元；未分配利润为 39.75 亿元，同比有所增长。截至 2025 年 3 月末，山东药玻所有者权益为 82.30 亿元，较 2024 年末有所增长，主要是未分配利润增加所致。

2024 年，山东药玻营业收入为 51.25 亿元，同比有所增长。同期，期间费用率和毛利率同比均有所增长；同期，山东药玻利润总额和净利润随着营业收入的增长而有所增长。2025 年 1~3 月，山东药玻实现营业收入 12.42 亿元，同比下降 1.97%，营业利润同比下降 2.69%，净利润同比增长 1.29%。

2024 年，山东药玻经营性现金流仍保持为净流入状态，且净流入规模有所增加；投资性现金流仍保持为净流出状态，且净流出规模有所增加，主要是投资支出增加所致；筹资性现金流仍保持为净流出状态，且净流出规模有所增加，主要是分配股利、利润或偿付利息所支付的现金增加所致。2025 年 1~3 月，山东药玻经营性净现金流、投资性净现金流分别为 0.91 亿元、0.10 亿元，无筹资性现金流活动发生。

根据公开资料查询结果，卓意玻纤成立于 2011 年，截至 2025 年 3 月末，卓意玻纤注册资本为 3.00 亿元，控股股东为山东玻纤集团股份有限公司，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。卓意玻纤主要从事玻璃纤维及制品、玻璃钢制品的生产、销售。

本次跟踪评级期间，城燃沂源公司在沂源县经济开发区内，用户类型仍以工业企业为主，回收

¹⁰ 尾差系四舍五入所致，全文同。



率保持稳定。2024年，城燃沂源公司销气量和销气收入同比均有所增长；但同时，城燃沂源公司的客户集中度有所上升，需关注山东药玻经营情况变动可能对本计划基础资产回款产生的影响。

现金流分析

（一）基准情景分析

根据利安达出具的《现金流预测报告》，在专项计划剩余特定期限内，即在2025年3月1日至2031年8月31日的特定期限内，基础资产对应预测运营收入为206,665.43万元。

表9 城燃沂源公司在沂源县经济开发区天然气供气收入预测情况（单位：万元）

期间	收入	期间	收入
2025年03月~2025年05月	6,939.67	2028年06月~2028年08月	7,323.63
2025年06月~2025年08月	7,323.63	2028年09月~2028年11月	8,923.93
2025年09月~2025年11月	8,923.93	2028年12月~2029年02月	8,879.78
2025年12月~2026年02月	8,879.78	2029年03月~2029年05月	6,939.67
2026年03月~2026年05月	6,939.67	2029年06月~2029年08月	7,323.63
2026年06月~2026年08月	7,323.63	2029年09月~2029年11月	8,923.93
2026年09月~2026年11月	8,923.93	2029年12月~2030年02月	8,879.78
2026年12月~2027年02月	8,879.78	2030年03月~2030年05月	6,939.67
2027年03月~2027年05月	6,939.67	2030年06月~2030年08月	7,323.63
2027年06月~2027年08月	7,323.63	2030年09月~2030年11月	8,923.93
2027年09月~2027年11月	8,923.93	2030年12月~2031年02月	8,879.78
2027年12月~2028年02月	8,879.78	2031年03月~2031年05月	6,939.67
2028年03月~2028年05月	6,939.67	2031年06月~2031年08月	7,323.63
合计			206,665.43

数据来源：根据《现金流预测报告》整理

在基准情景下，未考虑流动性储备金的影响，预计基础资产各期运营收入在扣除本计划相关费用后对优先级资产支持证券各期应付本息能够足额覆盖。

基准情景下，未考虑流动性储备金的影响，在扣除相关费用后，基础资产各期运营收入对优先级证券本息覆盖倍数为1.30~1.38倍。

**表 10 基准情景下预计现金流入对专项计划优先级资产支持证券覆盖倍数（单位：万元、倍）**

期间	运营收入	优先级本息覆盖倍数	期间	运营收入	优先级本息覆盖倍数
T3	6,939.67	1.35	T16	7,323.63	1.34
T4	7,323.63	1.38	T17	8,923.93	1.33
T5	8,923.93	1.35	T18	8,879.78	1.31
T6	8,879.78	1.32	T19	6,939.67	1.32
T7	6,939.67	1.36	T20	7,323.63	1.34
T8	7,323.63	1.36	T21	8,923.93	1.32
T9	8,923.93	1.35	T22	8,879.78	1.31
T10	8,879.78	1.31	T23	6,939.67	1.32
T11	6,939.67	1.34	T24	7,323.63	1.30
T12	7,323.63	1.35	T25	8,923.93	1.32
T13	8,923.93	1.34	T26	8,879.78	1.30
T14	8,879.78	1.30	T27	6,939.67	1.31
T15	6,939.67	1.34	T28	7,323.63	1.30

注：1、T3 为第三个兑付日 2025 年 6 月 18 日，T4 为第四个兑付日 2025 年 9 月 16 日，以此类推，下同；

2、当期优先级本息覆盖倍数=（当期基础资产运营收入-当期专项计划端相关费用）/当期优先级资产支持证券本息，下同；

3、专项计划端费用包括兑付兑息费 0.005%；

4、优先级资产支持证券发行利率为 2.99%。

数据来源：根据《现金流预测报告》、大公国际测算整理

（二）压力情景分析

压力情景下，未考虑流动性储备金的影响，预计基础资产各期运营收入在扣除本计划相关费用后能够足额覆盖当期优先级应付本息；若出现沂源县经济开发区内特定用户减少等因素导致基础资产供气收入下降，当压力情景下基础资产运营收入不能足额覆盖优先级本息时，将触发差额支付启动事件；本报告采用的现金流预测及现金流模型基于一定的关键假设，模型参数设置等存在局限性，若发生不可控因素，可能导致目标项目实际现金流入与预测值、评级模型分析与实际情况存在一定偏差。

大公国际根据本计划现金流预期偿付情况构建现金流分析模型，通过压力测试手段评估压力条件下本计划的兑付状况，压力测试手段为降低预测现金流入金额。

本计划前 2 个归集期间，基础资产实际回款金额和预测现金流基本一致，因此在压力情景中，假设在 2025 年 3 月 1 日至 2031 年 8 月 31 日的特定期间内，天然气销量在《现金流预测报告》结果的基础上减少 15%，其他因素不变。压力情景下，未考虑流动性储备金的影响，各期基础资产运营收入扣除相关费用后对优先级本息的覆盖倍数为 1.10~1.17 倍，能够按期足额覆盖。

**表 11 压力情景下预计现金流入对专项计划优先级资产支持证券覆盖倍数（单位：万元、倍）**

期间	运营收入	优先级本息覆盖倍数	期间	运营收入	优先级本息覆盖倍数
T3	5,898.72	1.15	T16	6,225.09	1.14
T4	6,225.09	1.17	T17	7,585.34	1.13
T5	7,585.34	1.15	T18	7,547.81	1.12
T6	7,547.81	1.12	T19	5,898.72	1.12
T7	5,898.72	1.15	T20	6,225.09	1.14
T8	6,225.09	1.16	T21	7,585.34	1.12
T9	7,585.34	1.14	T22	7,547.81	1.11
T10	7,547.81	1.11	T23	5,898.72	1.12
T11	5,898.72	1.14	T24	6,225.09	1.11
T12	6,225.09	1.15	T25	7,585.34	1.12
T13	7,585.34	1.14	T26	7,547.81	1.10
T14	7,547.81	1.10	T27	5,898.72	1.12
T15	5,898.72	1.13	T28	6,225.09	1.10

数据来源：根据《现金流预测报告》、大公国际测算整理

若出现沂源县经济开发区内特定用户减少、或主要客户经营情况不良等因素导致基础资产供气收入下降，或存在现金流预测偏差风险，当压力情景下基础资产运营收入不能足额覆盖优先级本息时，将触发差额支付启动事件。

增信措施分析

本次跟踪评级期间，次级资产支持证券对优先级资产支持证券的信用支撑提升至 5.37%，仍具有一定的增信作用。

本计划分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，根据专项计划设定的现金流偿付顺序，次级资产支持证券先行吸收资产池的损失，为优先级资产支持证券提供损失保护。本次跟踪评级期间，次级资产支持证券对优先级资产支持证券的信用支撑提升至 5.37%，仍具有一定的增信作用。

城燃沂源公司将基础资产项下的应收账款作为质押物质押给专项计划，将其拥有的特定区域内的供气设备及管网设施抵押给专项计划，并已办理抵质押登记，对专项计划的本息足额兑付具有一定的增信作用。

为保障《差额支付承诺函》项下的差额支付义务的实现，城燃沂源公司作为出质人，将其合法享有并有权处分的基础资产项下的应收账款作为质押物质押给专项计划；城燃沂源公司作为抵押人，将其拥有的特定区域内的供气设备及管网设施作为抵押物抵押给专项计划；城燃沂源公司作为出质人及抵押人，为专项计划提供无条件的独立的不可撤销的质押担保及抵押担保，对专项计划的本息足额兑付具有一定的增信作用。

淄博城运不可撤销及无条件地承诺在权利维持费支付启动事件发生后承担补足义务，若发生运营维持事件，将给予初始权益人运营维持；并不可撤销及无条件地承诺对专项计划账户内可供分配资金不足以支付税费、专项计划费用和优先级资产支持证券的预期收益和未偿本金余额的差额部分承担连带责任的差额支付义务，仍对专项计划本息的足额兑付具有很强的增信作用。

淄博城运向管理人中金公司出具《权利维持与运营维持承诺函》，不可撤销及无条件地承诺在权利维持费支付启动事件发生后，就监管账户内资金不足以根据《标准条款》约定偿付当期应付的



必备金额承担补足义务；若发生运营维持事件，淄博城运将给予初始权益人运营维持。

淄博城运向管理人中金公司出具《差额支付承诺函》，不可撤销及无条件地承诺，对专项计划账户内可供分配资金不足以支付税费、专项计划费用和优先级资产支持证券的预期收益和未偿本金余额的差额部分承担连带责任的差额支付义务，仍对专项计划本息的足额兑付具有很强的增信作用。

主要参与方分析

（一）初始权益人/抵押人/出质人：城燃沂源公司

城燃沂源公司成立于2011年，城燃沂源公司主营业务为天然气销售，经营区域为沂源县行政区域。截至2025年3月末，城燃沂源公司注册资本及实收资本均为2,000万元，淄博城运为城燃沂源公司的控股股东，实控人为淄博市财政局。

山东博会有限责任会计师事务所对城燃沂源公司2022年财务报表进行审计，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）山东分所对城燃沂源公司2023~2024年财务报表分别进行了审计，并均出具标准无保留意见的审计报告，2025年1~3月财务报表未经审计。

2024年末，城燃沂源公司资产规模同比有所减少，资产结构以非流动资产为主，流动资产主要由货币资金、其他应收款构成；货币资金主要为银行存款，同比有所增加；其他应收款主要为应收淄博城运往来款，规模同比大幅下降，2024年末应收淄博城运往来款0.75亿元，占其他应收款余额的比例为99.52%。非流动资产主要由固定资产和在建工程构成；2024年末，固定资产规模同比有所增加，主要为天然气管道工程陆续转固所致；同期末，在建工程随着部分天然气管道工程项目转固，以及城燃沂源公司对在建项目的投入减少，在建工程规模有所减少。2025年3月末，城燃沂源公司货币资金较2024年末有所减少；受部分在建项目完工转固影响，固定资产较2024年末增加205.07万元，在建工程较2024年末减少507.91万元，资产其他科目较2024年末变化不大。

表 12 2022~2024 年（末）及 2025 年 1~3 月（末）城燃沂源公司主要财务指标（单位：万元、%）

项目	2025 年 1~3 月（末）	2024 年（末）	2023 年（末）	2022 年（末）
总资产	26,234.52	27,098.53	34,040.87	36,764.37
货币资金	4,030.50	4,671.31	3,863.27	4,279.51
其他应收款	7,483.97	7,482.92	15,171.28	18,726.09
固定资产	12,077.16	11,872.08	8,377.69	7,423.86
在建工程	1,893.61	2,401.52	5,683.32	5,400.52
总负债	18,886.88	19,965.84	27,892.55	31,557.74
短期借款	11,650.00	11,650.00	10,450.00	5,700.00
合同负债	3,875.24	4,152.08	4,035.64	3,746.88
其他应付款	2,032.36	2,221.02	10,072.29	19,800.42
所有者权益	7,347.64	7,132.70	6,148.32	5,206.63
资产负债率	71.99	73.68	81.94	85.84
营业收入	13,623.57	47,881.26	43,488.19	39,682.45
净利润	129.40	745.09	777.88	725.10
经营性净现金流	-479.41	470.01	-3,747.63	2,755.12
投资性净现金流	-121.71	-711.68	-1,274.08	-1,572.18
筹资性净现金流	-39.70	1,049.71	4,605.47	1,343.73

数据来源：城燃沂源公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 1~3 月财务报表



2024年末，城燃沂源公司负债结构全部由流动负债构成，规模同比有所减少；流动负债主要由短期借款及合同负债构成。2024年末，城燃沂源公司短期借款主要由保证借款构成，规模同比有所增加；同期末，合同负债规模同比有所增长，全部为预收燃气款；其他应付款规模同比大幅减少，主要为应付往来款减少所致。2025年3月末，城燃沂源公司负债规模较2024年末减少1,078.96万元，主要系合同负债减少276.84万元和其他流动负债减少683.55万元所致；负债其他科目较2024年末变化不大。

2024年末，城燃沂源公司所有者权益同比有所增加，所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，实收资本为2,000.00万元；未分配利润同比有所增加。2025年3月末，城燃沂源公司所有者权益较2024年末增长3.01%，主要为未分配利润增加所致。

2024年，随着城燃沂源公司下游用户数量的增长，以及主要客户用气量的增长，城燃沂源公司营业收入同比有所增长。同期，城燃沂源公司净利润同比有所减少。2025年1~3月，城燃沂源公司实现营业收入13,623.57万元，净利润129.40万元。

2024年，城燃沂源公司经营收入增加，经营性现金流由净流出转为净流入；同期，投资性现金流仍保持为净流出，净流出规模有所减少；2024年，筹资性净现金流仍保持为净流入状态，流入规模有所减少。2025年1~3月，城燃沂源公司经营性净现金流为-479.41万元，投资性净现金流为-121.71万元，筹资性净现金流为-39.70万元。

截至2025年3月末，城燃沂源公司无对外担保；无重大未决诉讼。根据城燃沂源公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2025年5月13日，城燃沂源公司未结清信贷中不存在关注类或不良类信贷记录，无到期未偿或逾期偿付情况，已结清账户中存在1个关注类账户，已于2020年10月29日偿还完毕。

总的来说，城燃沂源公司经营业务较为单一，资产结构清晰，城燃沂源公司作为本计划初始权益人，仍有利于本计划的实施。

(二) 原始权益人/回售和赎回承诺人/权利维持机构/差额支付承诺人/运营维持承诺人/资产服务机构：淄博城运

跟踪期内，公司股权结构和注册资本未发生变化。截至2025年3月末，公司注册资本61.07亿元，实收资本56.75亿元，淄博市财政局为公司控股股东和实际控制人，对公司持股比例为99.10%。

根据公司最新章程，公司设股东会；设董事会，董事会成员5人；设监事会，监事会成员5人；经理层设总经理1名。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至2025年4月15日，公司本部未结清信贷中无关注类或不良类信贷记录，已结清信贷中存在2个中长期借款关注类账户记录。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的到期债券本息均已按时兑付；存续债券已到付息日的正常付息。

公司是淄博市主要的产业化发展运营主体，近年来积极推进产业创新发展及市场化产业布局，业务结构多元，有利于降低经营风险；2024年，公司营业收入同比下降，主要系贸易业务量减少所致。

公司是淄博市主要的产业化发展运营主体，近年来积极推进产业创新发展及市场化产业布局，涉及贸易、化工、工程施工、矿产、土地整理、资产经营等。总体来看，公司业务结构多元，有利于降低经营风险。2024年，贸易业务和化工业务仍为公司营业收入的主要来源，毛利润结构较为分散。



其他业务主要包括基础设施建设、房地产、燃气、湿电子化学品业务等，对公司毛利润形成补充。

2024年，公司营业收入同比下降，主要系贸易业务量减少所致；毛利润同比变化不大，毛利率同比提升。分板块来看，受业务量减少影响，贸易业务收入同比下降，毛利率保持在较低水平；化工业务收入和毛利润同比均增长，毛利率亦同比提升；工程施工业务收入同比下降，主要是结算项目规模减少所致，毛利润同比变化不大，毛利率同比提升；矿产业务收入同比变化不大，毛利润和毛利率同比增长；土地整理业务收入和毛利润同比变化不大，毛利率仍较高；资产经营业务收入和毛利润同比变化不大，毛利率同比小幅下降；其他业务收入同比增长，毛利润同比变化不大，毛利率同比有所下降。

表 13 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2025 年 1~3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	56.29	100.00	270.14	100.00	302.21	100.00	328.54	100.00
贸易业务	10.78	19.16	70.85	26.23	110.15	36.45	127.71	38.87
化工业务	15.75	27.98	73.22	27.10	61.28	20.28	16.73	5.09
工程施工业务	10.12	17.98	30.22	11.19	38.99	12.90	59.30	18.05
矿产业务	4.07	7.24	25.36	9.39	25.39	8.40	21.36	6.50
土地整理业务	0.09	0.17	13.73	5.08	14.28	4.72	27.79	8.46
资产经营业务	5.27	9.35	10.24	3.79	10.52	3.48	8.31	2.53
其他业务	10.20	18.12	46.51	17.22	41.59	13.76	67.34	20.50
毛利润	9.84	100.00	44.55	100.00	44.25	100.00	53.55	100.00
贸易业务	0.10	0.99	0.71	1.59	1.18	2.67	1.38	2.57
化工业务	0.38	3.83	1.90	4.26	1.45	3.28	0.52	0.97
工程施工业务	0.89	9.04	5.81	13.04	5.79	13.08	9.95	18.58
矿产业务	1.50	15.25	8.31	18.66	7.68	17.35	5.20	9.71
土地整理业务	0.01	0.09	8.40	18.85	8.20	18.53	17.15	32.03
资产经营业务	4.49	45.58	7.77	17.45	8.12	18.36	5.79	10.81
其他业务	2.48	25.23	11.65	26.16	11.83	26.74	13.57	25.34
毛利率		17.49		16.49		14.64		16.30
贸易业务		0.90		1.00		1.07		1.08
化工业务		2.39		2.59		2.37		3.11
工程施工业务		8.79		19.22		14.84		16.78
矿产业务		36.84		32.78		30.23		24.35
土地整理业务		9.90		61.16		57.43		61.71
资产经营业务		85.20		75.91		77.20		69.62
其他业务		24.34		25.06		28.45		20.15

数据来源：根据公司提供资料整理

2025 年 1~3 月，公司营业收入同比有所下降，毛利润同比变化不大，毛利率同比提升。

2024 年以来，公司总资产规模持续增长，仍以非流动资产为主；其他应收款账龄较长，需关注款项回收情况；存货、在建工程 and 无形资产等在总资产中占比仍较高，投资性房地产存在一定估值波动风险，公司资产流动性一般。



2024年以来，公司总资产规模持续增长，仍以非流动资产为主。

表 14 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	130.48	5.44	129.30	5.41	94.46	4.28	79.24	3.96
其他应收款	139.97	5.84	141.18	5.91	144.16	6.53	151.83	7.59
存货	569.63	23.76	566.26	23.71	511.26	23.16	457.05	22.84
流动资产合计	991.55	41.35	992.90	41.58	888.46	40.25	838.38	41.90
其他权益工具投资	132.69	5.53	132.56	5.55	121.52	5.51	89.65	4.48
投资性房地产	448.95	18.72	449.52	18.82	449.29	20.35	354.29	17.70
固定资产	106.07	4.42	107.67	4.51	86.73	3.93	91.52	4.57
在建工程	533.26	22.24	517.23	21.66	468.95	21.25	436.20	21.80
无形资产	125.62	5.24	128.88	5.40	139.23	6.31	141.29	7.06
非流动资产合计	1,406.14	58.65	1,395.04	58.42	1,318.83	59.75	1,162.72	58.10
总资产	2,397.69	100.00	2,387.95	100.00	2,207.29	100.00	2,001.10	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2024 年末，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货等构成。其中，货币资金同比大幅增长。其他应收款仍主要由往来款构成，规模继续下降；期末累计计提坏账准备 2.78 亿元；3 年以上账龄款项占比较高，账龄较长，需关注款项回收情况；按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款占比 53.04%。2024 年末，公司存货同比有所增长，主要由工程施工、开发成本等构成。2025 年 3 月末，公司主要流动资产科目较 2024 年末变化不大。

表 15 2024 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	款项性质	账龄	占比	坏账准备
淄博市淄川区财金控股有限公司	36.00	南部生态产业新城及黄山城乡统筹示范区建设项目款项	3 年以上	25.02	0
淄博高新城市投资运营集团有限公司	17.97	拆借款	3 年以上	12.49	0
淄博金路通客运服务有限公司	9.83	拆借款	2~5 年	6.84	0
淄博齐信资产管理有限公司	6.59	拆借款	3 年以上	4.58	0
淄博市自来水有限责任公司	5.91	供水项目款	5 年以上	4.11	0
合计	76.31	-	-	53.04	0

资料来源：根据公司提供资料整理

2024 年末，公司非流动资产仍主要由其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产等构成。其中，其他权益工具投资同比有所增长；投资性房地产同比变动不大，由房屋、建筑物及土地使用权构成，投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险；固定资产规模同比增长，主要由房屋及建筑物、机器设备等构成；在建工程同比有所增长，主要为委托代建及自营项目，需关注未来项目结转和资金回收情况；无形资产同比有所下降，主要由土地使用权、采矿权及探矿权等构成。2025 年 3 月末，主要非流动资产



科目较 2024 年末变化不大。

2025 年 3 月末，公司受限资产合计 465.34 亿元，占总资产的比重为 19.41%，占净资产的比重为 55.40%。同时，存货、在建工程和无形资产等资产在总资产中占比仍较高，公司整体资产流动性一般。此外，截至 2024 年末，公司存在子公司股权质押情况。

表 16 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	49.45	票据保证金及存单质押等
存货	70.66	抵押
固定资产	33.24	抵押
投资性房地产	226.92	抵押
在建工程	49.50	抵押
无形资产	22.85	抵押
长期股权投资	12.73	质押
合计	465.34	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2024 年以来，公司总负债规模和资产负债率持续增长；总有息债务规模持续增长，占总负债比重较高，债务负担加重，公司仍存在较大的短期偿债压力。

2024 年以来，公司总负债规模和资产负债率持续增长，整体债务负担加重。

表 17 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	162.04	10.40	139.86	9.04	88.65	6.47	77.86	6.49
应付账款	92.64	5.95	119.99	7.76	117.62	8.59	98.12	8.18
其他应付款	120.54	7.74	122.03	7.89	127.57	9.31	114.35	9.54
一年内到期的非流动负债	226.94	14.57	232.08	15.00	229.91	16.78	136.04	11.35
其他流动负债	83.95	5.39	102.69	6.64	81.89	5.98	29.88	2.49
流动负债合计	767.64	49.28	787.63	50.92	704.52	51.43	523.35	43.64
长期借款	252.68	16.22	228.26	14.76	226.44	16.53	225.55	18.81
应付债券	340.75	21.87	336.68	21.77	248.68	18.15	250.62	20.90
长期应付款	122.54	7.87	120.66	7.80	119.97	8.76	137.82	11.49
非流动负债合计	790.09	50.72	759.16	49.08	665.38	48.57	675.77	56.36
总负债	1,557.73	100.00	1,546.80	100.00	1,369.89	100.00	1,199.12	100.00
短期有息债务	516.35	33.15	505.17	32.66	415.86	30.36	269.92	22.51
长期有息债务	625.63	40.16	596.92	38.59	529.77	38.67	541.36	45.15
总有息债务¹¹	1,141.98	73.31	1,102.09	71.25	945.63	69.03	811.28	67.66
资产负债率		64.97		64.78		62.06		59.92

数据来源：根据公司提供资料整理

¹¹ 本报告中有息债务口径不含其他权益工具，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末其他权益工具余额分别为 12.00 亿元、14.70 亿元、7.55 亿元和 5.89 亿元。



2024年末，公司流动负债仍主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等构成。其中，短期借款同比大幅增长，期末以保证借款和信用借款为主；应付账款同比小幅增长，主要为尚未结算的工程款项；其他应付款同比小幅下降，主要由资金往来款构成；一年内到期的非流动负债同比小幅增长；其他流动负债同比增长，主要系短期应付债券增加及新增保理业务所致。2025年3月末，短期借款较2024年末有所增长，其他主要流动负债科目较2024年末有不同程度的下降。

2024年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。其中，长期借款同比微增；应付债券同比大幅增长，主要系当年新增债券融资规模较大所致；长期应付款同比变化不大，主要由融资性售后回租和政府专项债等构成。2025年3月末，公司主要非流动负债科目较2024年末有不同程度的增长。

2024年末，公司总有息债务规模继续增长，占总负债比重较高，债务负担加重；短期有息债务占总总有息债务的比重继续上升。截至2025年3月末，公司总有息债务较2024年末小幅增加，期末现金及现金等价物余额对短期有息债务的覆盖倍数为0.16倍，公司仍存在较大的短期偿债压力。

公司对外担保规模仍较大，区域集中度高，对外担保仍存在一定或有风险。

截至2025年3月末，公司对外担保余额187.27亿元，担保比率22.30%。被担保对象全部为当地国有企业，区域集中度高；部分被担保企业2024年净利润亏损，期末资产负债率较高。公司对外担保仍存在一定或有风险。

截至2025年3月末，公司无重大未决诉讼。

2024年末，公司所有者权益同比小幅增长，少数股东权益占比继续上升。

2024年末，公司所有者权益同比小幅增长，其中，实收资本随着股东增资同比小幅增长；其他权益工具规模同比大幅下降；资本公积同比微增；其他综合收益同比有所增长；受利润分配影响，未分配利润同比大幅下降；少数股东权益占比继续上升。2025年3月末，公司所有者权益较2024年末微降。

表 18 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司所有者权益构成（单位：亿元、%）

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	56.75	6.76	56.75	6.75	55.40	6.62	54.88	6.84
其他权益工具	5.89	0.70	7.55	0.90	14.70	1.76	12.00	1.50
资本公积	462.02	55.00	458.60	54.52	456.67	54.53	456.67	56.94
其他综合收益	181.06	21.56	181.13	21.53	170.31	20.34	151.93	18.95
未分配利润	5.98	0.71	6.27	0.74	13.90	1.66	13.39	1.67
归属于母公司所有者权益合计	722.24	85.98	720.82	85.70	721.06	86.11	697.80	87.01
少数股东权益	117.73	14.02	120.33	14.30	116.33	13.89	104.18	12.99
所有者权益合计	839.97	100.00	841.15	100.00	837.39	100.00	801.98	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2024 年，公司较大规模的期间费用仍对利润形成一定侵蚀；盈利水平同比小幅下降。

2024 年，公司期间费用规模仍较大，期间费用率同比有所增长，仍对利润形成一定侵蚀；期间费用构成仍以管理费用和财务费用为主，管理费用和财务费用同比变化不大。



2024年，公司其他收益仍主要由递延收益转入、财政补贴等构成，规模同比小幅增长；投资收益同比小幅增长，主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益；公允价值变动收益同比大幅下降，主要为按公允价值计量的投资性房地产。同期，公司营业利润、利润总额、净利润同比均小幅下降；总资产报酬率和净资产收益率随盈利变化小幅降低，盈利水平同比小幅下降。

2025年1~3月，公司期间费用同比增长，营业利润、利润总额和净利润均同比增长。

表 19 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2025 年 1~3 月	2024 年	2023 年	2022 年
期间费用	7.83	32.96	32.58	33.82
管理费用	3.59	12.85	12.61	11.85
财务费用	3.75	17.60	17.67	19.73
期间费用率	13.92	12.20	10.78	10.29
其他收益	0.49	2.09	1.98	2.81
投资收益	0.36	2.21	2.17	1.48
公允价值变动收益	0.01	0.37	1.09	1.72
营业利润	1.83	11.19	11.33	21.83
利润总额	1.94	11.57	12.10	21.88
净利润	1.61	9.36	9.71	19.23
总资产报酬率	0.25	1.23	1.31	2.13
净资产收益率	0.19	1.11	1.16	2.40

数据来源：根据公司提供资料整理

2024年，公司经营性净现金流同比小幅增长，投资性现金流净流出规模仍较大，筹资流入仍是公司可用偿债来源的重要组成部分。

2024年，公司经营性现金流净流入规模同比小幅增长，对利息的保障程度同比基本保持稳定；受投资支付的现金同比大幅增长等影响，投资性现金流净流出规模同比增长且规模仍较大；随着融资规模增长，筹资性现金流净流入规模同比大幅增长，筹资流入仍是公司可用偿债来源的重要组成部分。

表 20 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1~3 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营性净现金流	4.02	3.45	3.33	2.68
投资性净现金流	-18.83	-76.55	-62.97	-192.61
筹资性净现金流	10.89	98.94	62.73	169.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.36	0.08	0.07	0.08
经营性净现金流/流动负债（%）	0.52	0.46	0.54	0.59
经营性净现金流/总负债（%）	0.26	0.24	0.26	0.25

数据来源：根据公司提供资料整理

2025年1~3月，公司经营性现金流净流入规模同比变动不大；投资性现金流净流出规模同比大幅下降；筹资性现金流净流入规模同比大幅下降。



公司融资渠道仍较为多元，包括银行借款、发行债券、融资租赁等。

2024年，公司融资渠道仍较为多元，包括银行借款、发行债券、融资租赁等。2024年末，公司长短期借款中信用借款占比为10.56%。公司已发行多期债券，债券品种较多。截至2025年3月末，公司已获得银行授信1,079.47亿元，尚未使用授信577.48亿元。此外，公司存在融资租赁、保理等。

公司是淄博市主要的产业化发展运营主体，在淄博市产业发展中发挥重要作用，继续获得政府在增资和政府补助等方面的支持。

公司是淄博市主要的产业化发展运营主体，近年来积极推进产业创新发展及市场化产业布局，在淄博市产业发展中发挥重要作用，继续获得政府在增资和政府补助等方面的支持。

增资方面，2024年，淄博市财政局对公司增资1.35亿元，计入实收资本。政府补助方面，2024年，公司其他收益为2.09亿元，主要由递延收益转入、财政补贴等构成；计入营业外收入的与企业日常活动无关的政府补助为0.07亿元。

（三）其他主要参与方

本次跟踪评级期间，专项计划未触发计划管理人解任事件、托管银行解任事件。本计划管理人中金公司、托管银行兴业银行济南分行、监管银行民生银行淄博分行经营和财务状况良好，仍有利于保障专项计划的顺利实施。

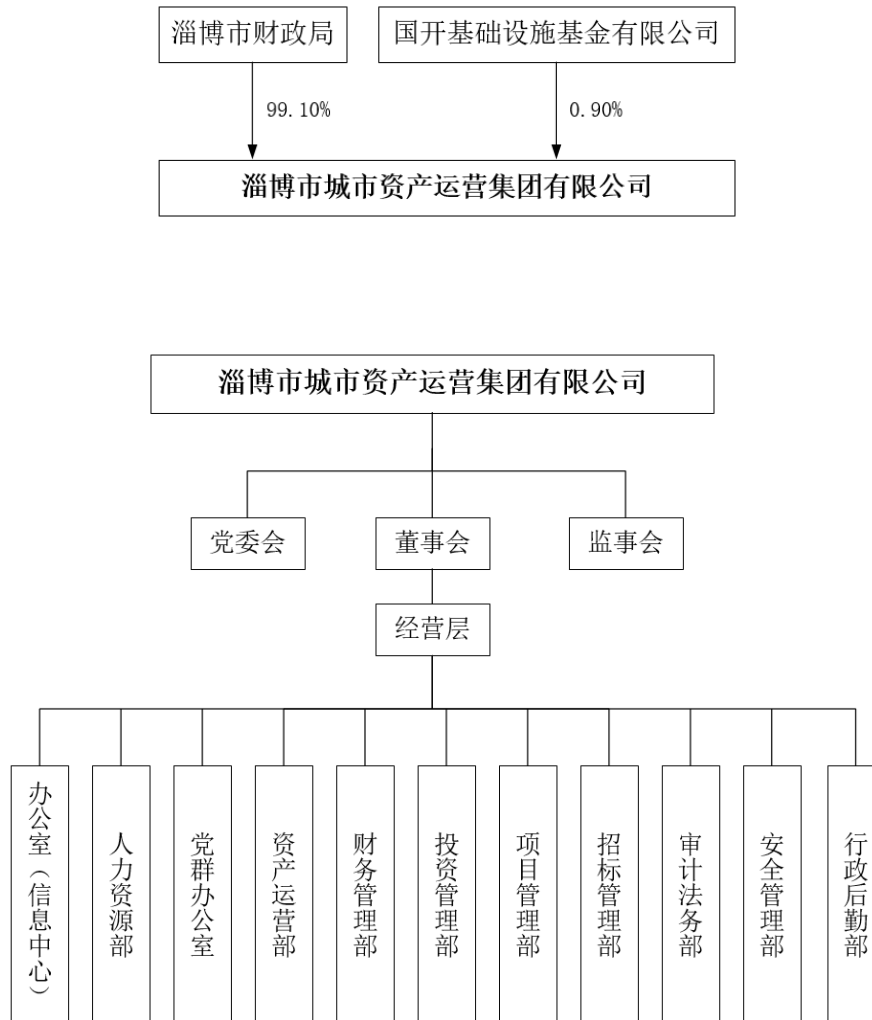
评级结论

综合分析，大公国际维持本计划优先级资产支持证券“城运燃优”的信用等级为AAA_{sf}。



附件 1 公司治理

截至 2025 年 3 月末淄博市城市资产运营集团有限公司股权结构及组织结构图



资料来源：根据淄博城运提供资料整理



附件 2 主要财务指标

淄博市城市资产运营集团有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2025年1~3月 (末) (未经 审计)	2024年(末)	2023年(末)	2022年(末)
货币资金	130.48	129.30	94.46	79.24
应收账款	74.96	71.90	68.33	60.23
其他应收款	139.97	141.18	144.16	151.83
存货	569.63	566.26	511.26	457.05
固定资产	106.07	107.67	86.73	91.52
总资产	2,397.69	2,387.95	2,207.29	2,001.10
短期借款	162.04	139.86	88.65	77.86
其他应付款	120.54	122.03	127.57	114.35
流动负债合计	767.64	787.63	704.52	523.35
长期借款	252.68	228.26	226.44	225.55
应付债券	340.75	336.68	248.68	250.62
非流动负债合计	790.09	759.16	665.38	675.77
负债合计	1,557.73	1,546.80	1,369.89	1,199.12
实收资本	56.75	56.75	55.40	54.88
资本公积	462.02	458.60	456.67	456.67
所有者权益合计	839.97	841.15	837.39	801.98
营业收入	56.29	270.14	302.21	328.54
利润总额	1.94	11.57	12.10	21.88
净利润	1.61	9.36	9.71	19.23
经营性净现金流	4.02	3.45	3.33	2.68
投资性净现金流	-18.83	-76.55	-62.97	-192.61
筹资性净现金流	10.89	98.94	62.73	169.14
EBIT	5.95	29.34	28.86	42.52
EBITDA	-	44.55	39.90	51.96
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.01	0.86	1.56
总有息债务	1,141.98	1,102.09	945.63	811.28
毛利率 (%)	17.49	16.49	14.64	16.30
总资产报酬率 (%)	0.25	1.23	1.31	2.13
净资产收益率 (%)	0.19	1.11	1.16	2.40
资产负债率 (%)	64.97	64.78	62.06	59.92
应收账款周转天数 (天)	117.41	93.44	76.58	53.39
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.36	0.08	0.07	0.08
担保比率 (%)	22.30	20.65	19.92	-



附件 3 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
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) + 其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项) + 其他长期有息债务
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ¹²	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹³	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹² 一季度取 90 天。¹³ 一季度取 90 天。



附件 4 信用等级符号和定义

资产支持证券信用等级符号和定义

信用等级	定义
AAA _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 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。