信用评级公告

联合〔2021〕6811 号

联合资信评估股份有限公司通过对榆林市城市投资经营集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持榆林市城市投资经营集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“21 榆林城投 MTN001”和“21 榆林城投 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

榆林市城市投资经营集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
21 榆林城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 榆林城投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 榆林城投 MTN001	15 亿元	15 亿元	2024/01/19
21 榆林城投 MTN002	6 亿元	6 亿元	2024/03/03

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	5
			现金流量	1
			资产质量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）仍为榆林市最重要的基础设施建设和公用事业运营主体。公司经营发展的外部环境良好，区域地位显著，获得政府在资金注入及资产划入、城市基础设施资金拨入和政府补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般和面临较大的集中兑付压力等因素给其信用水平带来的不利影响。

随着城市基础设施项目建设和煤炭运销业务的持续开展，公司经营状况将继续保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“21 榆林城投 MTN001”和“21 榆林城投 MTN002”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，榆林市地区生产总值较上年增长 4.50%，地方财政收入较上年增长 0.15%，经济实力有所增强。公司经营发展的外部环境良好。
2. **区域地位显著。**公司为榆林市最重要的基础设施建设和公用事业运营主体，区域地位显著。
3. **获得有力的外部支持。**公司在资金注入及资产划入、城市基础设施资金拨入和政府补贴等方面获得有力的外部支持。

关注

1. **资产质量一般。**应收类款项对公司资金占用明显，非流动资产占比较高，资产流动性较弱。
2. **面临较大的集中兑付压力。**截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 208.20 亿元，于 2022 年到期的有息债务规模为 55.94 亿元，面临较大的集中兑付压力。

分析师：崔 莹 赵晓敏
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	33.40	33.28	39.28	42.65
资产总额（亿元）	439.27	434.44	529.80	536.02
所有者权益（亿元）	187.17	178.38	205.92	206.32
短期债务（亿元）	39.97	72.68	48.36	44.08
长期债务（亿元）	131.71	106.08	158.45	164.11
全部债务（亿元）	171.68	178.76	206.81	208.20
营业收入（亿元）	13.78	13.33	40.81	16.05
利润总额（亿元）	0.69	0.32	0.54	0.18
EBITDA（亿元）	8.10	8.37	10.61	--
经营性净现金流（亿元）	14.73	9.47	11.47	2.42
营业利润率（%）	-0.39	-3.01	7.57	1.50
净资产收益率（%）	0.18	0.20	0.24	--
资产负债率（%）	57.39	58.94	61.13	61.51
全部债务资本化比率（%）	47.84	50.05	50.11	50.23
流动比率（%）	248.09	154.74	211.22	219.44
经营现金流动负债比（%）	22.58	10.20	15.06	--
现金短期债务比（倍）	0.84	0.46	0.81	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	1.01	0.99	1.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.21	21.36	19.50	--
本部（母公司）口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	187.27	188.00	191.97	196.39
所有者权益（亿元）	67.90	71.21	86.32	88.18
全部债务（亿元）	95.45	98.16	88.70	90.72
营业收入（亿元）	0.07	0.08	0.06	0.02
利润总额（亿元）	5.36	7.09	3.94	1.86
资产负债率（%）	63.74	62.12	55.04	55.10
全部债务资本化比率（%）	58.43	57.96	50.68	50.71
流动比率（%）	419.60	213.03	482.42	499.72
经营现金流动负债比（%）	36.24	8.49	23.20	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 本报告各年度财务数据均采用年末数；4. 2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 榆林城投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2021/02/22	杨廷芳、赵晓敏	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
21 榆林城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/11/09	许狄龙、徐佳	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

榆林市城市投资经营集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本均未发生变化，截至 2021 年 3 月末，均为 8.00 亿元，榆林市国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林市国资委”）持有公司 100.00%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围和职能部门未发生重大变化。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内二级子公司共 20 家。

截至 2020 年末，公司资产总额 529.80 亿元，所有者权益合计 205.92 亿元（少数股东权益 14.58 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 40.81 亿元，利润总额 0.54 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 536.02 亿元，所有者权益 206.32 亿元（少数股东权益 14.78 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 16.05 亿元，利润总额 0.18 亿元。

公司注册地址：陕西省榆林市高新技术产业园区沙河路财富中心 6、7、8 楼；法定代表人：郝君。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“21 榆林城投 MTN001”募集资金已按指定用途使用完毕，“21 榆林城投 MTN002”募集资金已按指定用途使用 5.54 亿元。“21 榆林城投 MTN001”和“21 榆林城投 MTN002”均尚未到付息日。

“21 榆林城投 MTN001”和“21 榆林城投 MTN002”均设置交叉保护条款、事先承诺条款和事先约束条款，若触发则立即启动约定的保护机制。（1）交叉保护条款的触发情形包括公司及合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付）债券以外的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；公司及合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款、信托贷款、财务公司贷款、银行理财直接融资工具、资产管理计划融资、明股实债和金融租赁单独或累计的总金额达到或超过 1.00 亿元，或公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产 5.00%，以较低者为准。（2）事先承诺条款条件为在债券存续期间，公司应确保合并报表项下未偿还债务融资工具余额占最近一期有息债务（包括金融机构贷款、债务融资工具、公司债、企业债等）的比例不得超过 70.00%。（3）事先约束条款触发情形为公司未经持有人会议同意出售或转移重大资产（同时存在账面价值和评估价值的，以高者为准（下同））或重要子公司或通过其他形式不再将重大资产、重要子公司纳入合并报表（该类资产价值单独或累计金额超过公司最近一年或一期合并财务报表的净资产 10.00%及以上；该类子公司单独或合计总资产、净资产、营业收入或净利润占公司最近一年或一期合并财务报表的总资产、净资产、营业收入或净利润 35.00%及以上）。

表 1　截至 2021 年 3 月末由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 榆林城投 MTN001	15.00	15.00	2021/01/19	3
21 榆林城投 MTN002	6.00	6.00	2021/03/03	3

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府

融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	会议/文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资

2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

榆林市经济实力有所增强，为公司发展提供了良好的外部经营发展环境。

根据《榆林市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，榆林市全年实现地区生产总值（GDP）4089.66 亿元，比上年增长 4.5%。其中，第一产业增加值 272.48 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值 2555.64 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 1261.55 亿元，增长 2.6%。三次产业结构为 6.7:62.5:30.8。

2020 年，榆林市 992 户规模以上工业企业完成总产值 4712.98 亿元，比上年下降 3.4%。其中，重工业总产值 4608.50 亿元，下降 3.3%。同期，榆林市固定资产投资比上年增长 8.6%。

根据《榆林市 2020 年财政预算执行情况和 2021 年财政预算草案的报告》，2020 年，榆林市实现地方财政收入 406.20 亿元，比上年增长 0.15%，其中税收收入为 337.3 亿元，下降 4.9%，税收收入占比为 83.04%。榆林市财政支出 702.5 亿元，下降 5.5%。同期，榆林市政府性基金收入为 46.30 亿元，下降 0.8%，主要系国有土地出让收入减少所致。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权未发生变化，榆林市国资委仍为公司唯一股东和实际控制人。

2. 外部支持

作为榆林市最重要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司在资金注入及资产划入、城市基础设施资金拨入和政府补贴等方面获得有力的外部支持。

（1）资金注入和资产划入

2020 年，公司子公司榆林市水务集团有限责任公司收到财政拨入三县供水项目资本金 0.52 亿元，计入“资本公积”。

2020 年，榆林市政府将榆林矿业集团有限公司（以下简称“榆林矿业”）和榆林能源化工

投资有限公司（以下简称“榆林能化”）100.00%股权无偿划入公司，增加“资本公积”10.99亿元。

（2）城市基础设施建设资金拨入

2020年，公司收到榆林市政府拨入的城市基础设施建设资金35.10亿元，计入“专项应付款”。

（3）政府补贴

2020年及2021年1－3月，公司收到的政府补助分别为4.49亿元和1.82亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

3. 企业信用记录

根据企业信用报告（授信机构版，中征码：6108010000318308），截至2021年7月5日，公司本部无已结清和未结清关注类、不良类和欠息信贷记录。

截至2021年7月22日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理人员和管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

受合并范围变化影响，2020年，公司营业收入较上年增长明显。受公用事业板块和其他业务毛利率提高影响，公司综合毛利率较上年增长明显。

2020年，公司实现营业收入40.81亿元，较上年增长206.05%，主要系当年并入榆林矿业和榆林能化增加煤炭运销收入所致。受下游用户使用量增加和加大以往年度欠费收缴力度影响，公司供水、供热、供电、供气收入较上年均有所增长。公司商品房销售收入较上年下降30.95%，主要系已完工商品房项目基本销售完毕、结转收入较少所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021年1－3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供水业务	3.30	24.78	42.73	3.51	8.60	57.00	1.09	6.79	47.2
城市供热	1.76	13.23	28.82	2.49	6.11	39.75	0.35	2.18	-68.04
供电业务	0.75	5.59	-218.59	1.03	2.52	-105.61	0.41	2.55	-102.37
工程业务	0.57	4.31	33.67	0.80	1.96	39.39	0.02	0.12	-162.13
商品房销售	2.94	22.05	3.36	2.03	4.96	-27.77	--	--	--
供气业务	2.87	21.49	4.81	3.73	9.15	8.30	1.32	8.22	16.55
其他业务	1.14	8.55	-71.94	2.74	6.72	23.44	0.08	0.50	-184.6
煤炭运销	--	--	--	22.91	56.14	3.53	12.27	76.45	3.37
化学品	--	--	--	1.57	3.84	1.81	0.51	3.18	2.10
合计	**13.33**	**100.00**	**-0.75**	**40.81**	**100.00**	**8.46**	**16.05**	**100.00**	**1.99**

注：1. 2020年煤炭收入不包含1－4月榆林能化和榆林矿业煤炭收入；2. 合计数出现尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020年，公司扭亏为盈，综合毛利率较上年提高9.21个百分点，主要系供水、供热、供电、供气业务毛利率和其他业务毛利率较上年提升所致。公司供电业务毛利率为负[3]。公司商品房销售业务毛利率为负，主要系当年收入部分对应造价成本较高和利息资本化所致。

2021年1－3月，公司实现营业收入16.05亿元，综合毛利率为1.99%，利润总额为0.18亿元。

[3] 近几年，煤炭价格一直处于高位，火电价格受国家管控，2018－2020年公司供电业务持续亏损。

2. 基础设施建设

公司基础设施建设业务包括市政统建项目和道路桥梁项目两类，其中市政统建项目已基本完工，暂无在建和拟建项目；道路及桥梁项目由财政拨款、公司建设，公司资金支出压力不大。

公司作为榆林市基础设施建设主体，参与基础设施建设领域较广，包括道路工程、水利工程、环卫工程、供热工程和市政建筑物工程等。

（1）市政统建项目

公司接受榆林市政府委托作为榆林市重大事业项目的统建项目牵头方履行项目法人职责，承担项目前期手续办理、施工单位招标和质量把控等任务。项目建设资金由公司代垫（部分项目政府会预先拨款支持建设），项目完工后由榆林市财政局与公司进行相关结算，由公司将相关项目移交，榆林市财政局按建造成本加合理利润根据财政统筹情况逐步支付公司资金，公司以此确认收入。2020 年，公司实现工程收入 0.80 亿元，收入规模较小，主要系完工交付市政统建类项目较少所致。截至 2021 年 3 月末，公司已完工未结算市政统建类项目账面价值 33.82 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司暂无在建和拟建市政统建项目。

（2）道路及桥梁项目

榆林市市政建设投资开发有限责任公司（以下简称“市政公司”）主要负责道路、桥梁等基础设施项目建设。项目建设期间，项目建设资金由榆林市政府相关部门全额拨款垫付，计入“专项应付款”，项目工程投入计入“在建工程”；项目完工后，项目工程投入转入“固定资产”，政府拨款由“专项应付款”转入“资本公积”。

2020 年，公司完工道路及桥梁项目并结转资本公积金额为 5.87 亿元，该部分资产预计无法为公司带来收益。

3. 煤炭运销

公司煤炭运销板块主要由榆林矿业和榆林能化负责，采购和销售对象集中，煤炭运销对公司收入规模贡献较大。

榆林矿业成立于 2006 年 9 月，经营业务包括煤炭流通贸易及煤炭中转、煤炭洗选加工、非煤产品的集装箱中转和公铁联运等物流服务等，营业收入主要来源于煤炭运销收入。榆林矿业煤炭运销业务货种以沫煤为主，年运销量约 400 万吨，包括煤炭运输和煤炭销售，2019 年运销量约 400 万吨。业务模式方面，榆林矿业采取以销定购模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。榆林矿业使用中国神华能源股份有限公司的铁路专用线进行运输。结算方式方面，公司与上下游客户主要采用现款方式进行结算，但接受少量票据，账期一般控制在 30 天以内。从集中度来看，2020 年，榆林矿业从国能销售集团华北能源贸易有限公司采购金额占比为 80.00%，采购集中度高；前五大客户销售金额合计占比为 100.00%，销售集中度高。

榆林能化成立于 2008 年 9 月，经营业务包括煤炭销售和工程施工等。榆林能化煤炭销售业务货种以兰煤为主，业务模式和结算方式与榆林矿业类似。2020 年，榆林能化煤炭主要采购自陕西盛世融合供应链管理有限公司和中煤科工（陕西）供应链管理有限公司，占比分别为 56.42%和 9.06%；煤炭主要销售至荆门盈德气体有限公司（占 52.96%），集中度较高。

4. 公共事业运营

公司公用事业运营板块主要由供水、供热和供气业务构成，业务具有区域专营性，业务风险小。

（1）供水业务

跟踪期内，公司供水业务仍主要由子公司榆林市自来水公司（以下简称“自来水公司”）、榆林市水务集团榆横工业园区供水有限公司（以下简称“榆横公司”）和榆林市水务集团王圪堵水库有限责任公司（以下简称“王圪堵水库”）负责。自来水公司负责市区范围内的企业和居民生活供水，年供水能力 1752 万吨，供水面积 35.40 平方公里。榆横公司负责榆横工业园区的工业和生活供水，年供水能力 8500 万立方

米，供水面积 112.00 平方公里。王圪堵水库总库容 3.89 亿立方米，设计日供水能力 40 万立方米，年供水能力 1.44 亿立方米，于 2021 年 3 月末开始投入使用。

在水费收取方面，自来水公司按月核对使用水量，客户缴费至指定账户；榆横公司和王圪堵水库均采用按月结算方式，月底抄表并双方确认，次月 10 日前结清。跟踪期内，榆林市水费价格仍按榆林市物价局核定价执行，未进行调整。

2020 年，公司实现供水收入 3.51 亿元，较上年增长 6.36%，主要系下游客户用水量增加所致。

（2）供热业务

跟踪期内，公司供热业务仍由榆林市热力有限责任公司和榆林市汇通供热有限公司负责。截至 2021 年 3 月末，公司共有 2 个供热总站，122 个供热小站，居民供热面积合计为 862.13 万平方米，非居民供热面积 212.86 万平方米。

跟踪期内，公司供热价格仍执行榆林市物价局统一标准，未发生变化。2020 年，公司实现供热收入 2.49 亿元，较上年增长 41.48%，主要系公司加大供热欠费的清收力度和供热面积增加所致。

（3）供气业务

公司供气业务仍主要由陕西榆林中燃天然气有限公司（以下简称“中燃公司”）负责，截至 2021 年 3 月末，中燃公司拥有各类输气管道 1002.50 公里，年输气能力超过 10.27 亿立方米/年，累计完成居民用户签约 35886 户，工商服用户 519 户，工业 12 户。

跟踪期内，公司天然气价格仍执行榆林市物价局制订标准，除非居民用户每立方米执行价格由 1.89 元上升为 1.94 元外，其他保持不变。2020 年，受工业用气客户数量增加影响，公司供气收入较上年增长 29.97%。

5. 商品房业务

公司已完工商品房项目销售进入收尾阶段，在建商品房项目尚需投资规模不大。

商品房建设方面，公司已完工商品房项目包括榆溪沁苑和榆溪雅园项目，截至 2021 年 3 月末分别完成投资 2.83 亿元和 18.35 亿元，销售进入收尾阶段。同期，公司在建商品房项目共两个，分别为耀泽碧云苑[4]和榆溪圣境二期[5]。耀泽碧云苑项目计划总投资 6.75 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 1.68 亿元，其中房地产公司投资 1.66 亿元，该项目已经开始预售。榆溪圣境二期项目计划总投资 8.00 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 6.57 亿元，其中房地产公司投资 6.57 亿元，该项目尚未开始预售。

商品房销售方面，截至 2021 年 3 月末，榆溪沁苑项目已全部销售完毕。榆溪雅园项目总建筑面积 27.70 万平方米，已销售 27.15 万平方米。2020 年，公司商品房销售收入 2.03 亿元，主要来自榆溪沁苑和榆溪雅园项目。

6. 未来发展

公司在巩固现有优势业务的基础上，通过重组、合并或退出的方式进一步整合资源，将现有业务转型为基础设施建设和公益事业、清洁能源、金融服务、城市公共交通服务和智慧城市五大板块。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度审计报告经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。公司会计估计和会计政策未发生变更。

2020 年，公司合并范围新增 2 家二级子公司，均为无偿划入。2021 年 1—3 月，公司合并范围内二级子公司减少 1 家，为无偿划转。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内二级子公司共 20 家。榆林矿业和榆林能工的划入对公司资

[4] 该项目系房地产公司与榆林市耀泽地产有限责任公司合作建设，公司出资占比为 40.00%。

[5] 该项目系房地产公司与西安明丰置业有限公司合作建设，公司出资占比为 40.00%。

产负债表和利润表有一定影响，公司财务数据可比性一般。

2. 资产质量

公司资产规模有所增长，应收类款项对公司资金占用明显，非流动资产占比较高，资产流动性较弱，公司资产质量一般。

截至 2020 年末，公司资产总额较上年末增长 26.49%，主要系榆林市政府无偿划入榆林矿业和榆林能化所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。

表5 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.28	7.66	38.59	7.28	41.80	7.80
预付账款	2.59	0.60	12.42	2.34	13.65	2.55
其他应收款	36.18	8.33	37.42	7.06	36.10	6.73
存货	68.14	15.68	66.83	12.61	67.82	12.65
流动资产	**143.64**	**33.06**	**160.92**	**30.37**	**165.70**	**30.91**
长期应收款	41.85	9.63	42.41	8.01	42.41	7.91
长期股权投资	6.02	1.39	15.64	2.95	16.09	3.00
固定资产	122.93	28.30	143.36	27.06	143.63	26.80
在建工程	112.73	25.95	148.68	28.06	149.51	27.89
非流动资产	**290.79**	**66.94**	**368.88**	**69.63**	**370.32**	**69.09**
资产总额	**434.44**	**100.00**	**529.80**	**100.00**	**536.02**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

（1）流动资产

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末增长 36.40%，主要系货币资金和预付账款增长所致。公司货币资金较上年末增长 15.93%，主要由银行存款（占 79.95%）和其他货币资金（占 20.04%）构成，其中受限货币资金 19.02 亿元，主要为定向专用资金、保证金和存单质押等，货币资金受限比例为 49.29%。公司预付账款较上年末增长 380.18%，主要系预付建设工程款和煤炭业务采购款增长所致。公司其他应收款较上年末增长 3.45%，主要为应收榆林市财政局款项（占 73.01%）和空港管委会土地储备中心（占 12.69%）；从账龄来看，1 年以内的占 11.20%、1~2 年的占 13.26%、2~3 年的占 14.28%、3~4 年的占 14.04%、4~5 年的占 11.01%、5 年以上的占 36.21%，账龄较长，对公司资金形成明显占用。公司其他应收款累计计提坏账准备 3.55 亿元，坏账比例为 8.66%。公司存货较上年末变动不大，仍主要由开发成本（占 98.77%）构成，主要为房地产开发成本和土地使用权，截至 2020 年末，存货累计计提跌价准备 164.49 万元。

（2）非流动资产

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末增长 26.85%，主要系长期股权投资、固定资产和在建工程增长所致。公司长期应收款较上年末变动不大，主要为棚改资金转贷（公司从银行及省级保障房公司取得棚改贷款并转带给榆林市各县级保障房公司）。公司长期股权投资较上年末增长 159.57%，主要系合并榆林矿业所致。公司固定资产较上年末增长 16.63%，主要系划入榆林矿业和榆林能化所致，截至 2020 年末，累计计提折旧 23.10 亿元，成新率为 86.12%。公司在建工程较上年末增长 31.89%，主要系水、电、热、气管网扩容建设投入和自营项目会展中心[6]和体育中心建设投入。

[6] 会展中心项目为公司自营项目，由公司自筹资金建设，建设完成后以出租形式实现资金平衡。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末增长 1.17%，变动不大，主要系货币资金增长所致。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 19.27 亿元，占资产总额的比重为 3.40%，全部为货币资金受限。

3. 资本结构

受政府垫款转入资本公积和榆林市政府划拨资产影响，公司所有者权益较 2019 年末有所增长，公司权益稳定性较强。

截至 2020 年末，公司所有者权益为 205.92 亿元，较上年末增长 15.44%，主要系资本公积增长所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 3.88%）、资本公积（占 80.08%）和未分配利润（占 7.59%）构成，权益稳定性较强。截至 2020 年末，公司实收资本较上年末无变化，公司资本公积较上年末增长 13.68%，主要系市政公司项目完工后政府垫款转入资本公积和榆林市政府无偿划入榆林矿业和榆林能化所致。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益为 206.32 亿元，较上年末增长 0.19%，变动不大。公司所有者权益结构较上年末变动较小。

公司全部债务有所增长，整体债务负担适中，债务结构有待优化，2022 年面临较大的集中兑付压力。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 26.49%，主要系非流动负债增长所致，公司负债结构仍以非流动负债为主。

表6 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	10.12	3.95	13.80	4.26	13.86	4.20
一年内到期的非流动负债	70.31	27.46	33.15	10.24	29.24	8.87
流动负债	**92.83**	**36.25**	**76.19**	**23.52**	**75.51**	**22.90**
长期借款	53.10	20.74	79.52	24.55	82.68	25.08
应付债券	27.25	10.64	50.71	15.66	53.18	16.13
长期应付款	81.34	31.76	111.29	34.36	112.15	34.01
非流动负债	**163.23**	**63.75**	**247.69**	**76.48**	**254.19**	**77.10**
负债总额	**256.06**	**100.00**	**323.88**	**100.00**	**329.70**	**100.00**

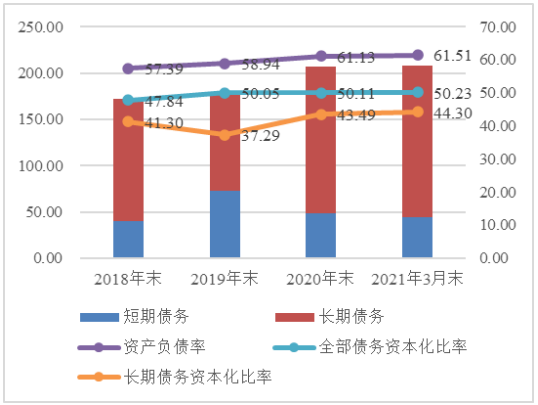
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末下降 17.93%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司应付账款较上年末增长 36.40%，主要系划入榆林矿业和榆林能化新增应付煤炭采购款所致。公司一年内到期的非流动负债较上年末下降 52.85%，主要由一年内到期的应付债券（占 61.51%）构成。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 51.75%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。公司长期借款较上年末增长 49.73%，主要由质押借款和保证借款构成。公司应付债券较上年末增长 86.06%，主要系新发行“20 榆林城投 CP001”“20 榆林城投 PPN001”（发行规模合计 28.00 亿元）所致。公司长期应付款（不含专项应付款）较上年末增长 9.75%，主要系应付融资租赁款增长所致。本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

截至 2020 年末，公司全部债务 206.81 亿元，较上年末增长 15.69%。其中，短期债务占 23.38%，较上年末下降 17.28 个百分点。从债务指标看，截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.13%、50.11%和 43.49%，分别较上年末提高 2.19 个百分点、0.05 个百分点和 6.19 个百分点，公司债务负担适中。

图 1　公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 1.80%，负债总额和负债结构较上年末均变化不大。公司全部债务为 208.20 亿元，其中短期债务为 44.08 亿元（占 21.17%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别提高 0.38 个百分点、0.12 个百分点和 0.82 个百分点至 61.51%、50.23%和 44.30%。

从有息债务到期分布情况来看，截至 2021 年 3 月末，公司于 2021 年 4－12 月、2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年到期的有息债务分别为 15.57 亿元、55.94 亿元、34.44 亿元、23.84 亿元和 25.94 亿元，公司于 2022 年面临较大的集中兑付压力。

4.　盈利能力

公司营业收入较上年增长明显，政府补贴对公司利润总额贡献程度很高，公司整体盈利能力弱。

受榆林矿业和榆林能化划入及公司新增煤炭运销收入影响，2020 年营业收入较上年增长 206.05%。公司营业成本较上年增长 178.09%，增幅小于营业收入增幅。2020 年，公司营业利润率为 7.57%，较上年提高 10.59 个百分点。

表 7　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业收入	13.33	40.81	16.05
营业成本	13.43	37.36	15.73
费用总额	7.34	9.93	1.96
其中：管理费用	3.24	4.85	0.73
财务费用	3.94	4.95	1.19
其他收益	3.35	0.13	0.00
投资收益	0.59	3.55	0.08
营业外收入	4.85	4.37	1.82
利润总额	0.32	0.54	0.18
营业利润率	-3.01	7.57	1.50
总资本收益率	1.23	1.36	--
净资产收益率	0.20	0.24	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从期间费用来看，2020 年，公司费用总额较上年增长 35.35%，主要系管理费用和财务费用增长所致。公司部分借款费用已进行利息资本化处理。2020 年，公司管理费用较上年增长 49.44%，主要系职工薪酬和管网折旧增加所致。公司期间费用率（费用总额/营业收入*100%）为 24.34%，考虑利息资本化，公司费用控制能力较弱。

2020 年，公司其他收益和营业外收入分别为 0.13 亿元和 4.37 亿元，主要为收到的各项政府补贴。2020 年，公司投资收益主要为对陕西建工第九建设集团有限公司和陕西华电榆横煤电有限责任公司股权投资收益。公司利润总额为 0.54 亿元，较上年增长 70.62%。公司其他收益和营业外收入合计占利润总额的比重为 833.33%，对利润总额的贡献程度很高。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年提高 0.13 个百分点和 0.04 个百分点。公司整体盈利能力弱。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 16.05 亿元，主要来自煤炭运销业务。公司利润总额 0.18 亿元。

5.　现金流分析

公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量高，投资活动现金持续净流出，筹资活动现金由净流入转为净流出，未来公司仍存在较大的外部融资需求。

表 8　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	11.25	43.05	18.03
经营活动现金流入小计	21.33	48.58	20.15
购买商品、接受劳务支付的现金	71.16	31.46	16.01
经营活动现金流出小计	11.86	37.10	17.73
经营活动现金流量净额	**9.47**	**11.47**	**2.42**
收回投资收到的现金	2.21	3.13	--
收到其他与投资活动有关的现金	3.80	5.09	0.03
投资活动现金流入小计	6.05	8.43	0.03
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6.58	7.66	0.87
投资活动现金流出小计	18.32	13.62	1.28
投资活动现金流量净额	**-12.27**	**-5.19**	**-1.24**
筹资活动现金流入小计	50.92	65.40	26.02
筹资活动现金流出小计	47.68	76.90	27.45
筹资活动现金流量净额	**3.24**	**-11.50**	**-1.43**
现金收入比	84.40	105.49	112.34

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 127.77%。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长 282.53%，主要系新增煤炭运销业务所致。2020 年，公司经营活动现金流出量较上年增长 212.80%。其中公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长 342.09%。公司经营活动现金持续净流入。2020 年，公司现金收入比较上年提高 21.09 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入量较上年增长 39.24%，主要为投资收回的现金。投资活动现金流出主要为在建工程施工和管网投入及支付其他与投资活动有关的现金。公司收回和支付其他与投资活动有关的现金主要为棚改资金转贷当年发生额。公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入较上年增长 28.44%，主要为取得借款收到的现金。2020 年，受偿还债务本息增长影响，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出，未来公司仍有较大的外部融资需求。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.42 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.24 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-1.43 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到公司可获得有力的外部支持，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率和速动比率分别较上年提高 56.48 个百分点和 42.16 个百分点，现金短期债务比较上年末有所提高。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别较上年末提高 8.22 个百分点和 6.13 个百分点，公司现金短期债务比为 0.97 倍，扣除受限货币资金后现金短期债务比为 0.53 倍。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为10.61亿元，较上年增长26.71%。2020年，公司EBITDA利息倍数较上年有所提升，公司EBITDA对利息的覆盖程度较高。公司EBITDA对全部债务的覆盖倍数较上年有所提升。整体看，公司长期偿债能力一般。

表 9　公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	154.74	211.22	219.44
速动比率	81.34	123.50	129.63
长期偿债能力指标			
现金短期债务比	0.46	0.81	0.97
EBITDA 利息倍数	0.99	1.34	--
全部债务/EBITDA	21.36	19.50	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 128.04 亿元，未使用授信额度 41.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 19.30 亿元，担保比率 9.35%。公司对外担保对象为陕西榆神能源开发建设集团有限公司（以下简称“榆神能源”），其经营情况正常[7]，公司或有负债风险较小。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自母公司，营业收入主要来自子公司，母公司对子公司的控制能力较强。母公司整体债务负担适中，但短期偿债压力较大。

公司资产和营业收入主要来自子公司，母公司向子公司派驻高层管理人员，子公司重大事项需报母公司决策，母公司对子公司的控制能力较强。截至 2020 年末，母公司资产总额 191.97 亿元，较上年末增长 2.11%，占合并口径的 36.23%。其中，现金类资产为 3.38 亿元，较上年末下降 76.23%。

截至 2020 年末，母公司所有者权益 86.32 亿元，较上年末增长 21.22%，其中，实收资本占 9.27%，资本公积占 60.57%，母公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2020 年末，母公司负债总额 105.65 亿元，较上年末下降 9.54%。母公司全部债务[8]88.70 亿元，其中短期债务占 23.57%。母公司全部债务资本化比率为 50.68%。

2020 年，母公司实现营业收入 625.35 万元，占合并口径的 0.15%，利润总额为 3.94 亿元。2020 年，母公司经营活动现金净流入 5.58 亿元。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额为 196.39 亿元，较上年末变动不大。母公司全部债务资本化比率为 50.71%，整体债务负担适中。母公司现金短期债务比为 0.39 倍，短期偿债压力较大。2021 年 1－3 月，母公司实现营业收入 186.69 万元，利润总额为 1.86 亿元。

十、存续期内债券偿债能力分析

公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力尚可，经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般。公司于 2022 年存在集中偿债压力。

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券余额 71.00 亿元，本年度剩余应到期债券金额为 0.00 亿元。公司存续债券将于 2022 年达到待偿本金峰值 32.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产 42.65 亿元；2020 年，经营活动现金流入量、经营活动现金流金额和 EBITDA 分别为 48.58 亿元、11.47 亿元和 10.61 元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 1.52 倍、0.36 倍和 0.33 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	32.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	*
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.33

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据；3. 本年度剩余应到期债券金额为 0.00 亿元，上表相关指标用“*”列示
资料来源：联合资信整理

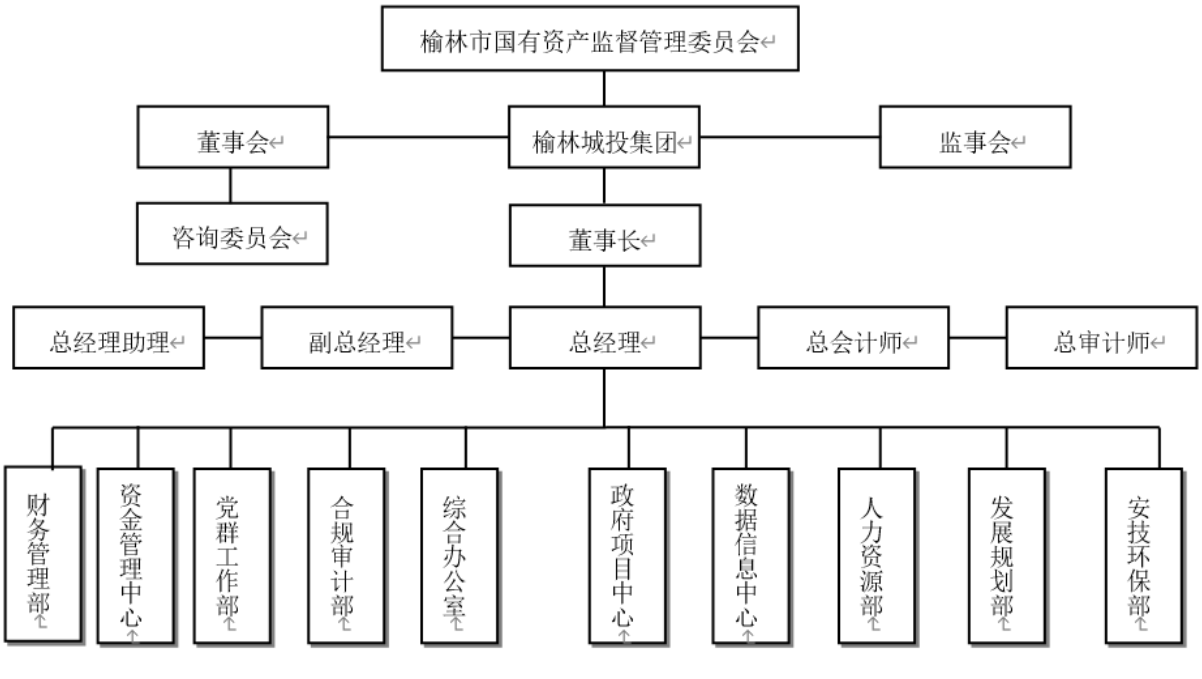
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA$^+$，维持“21 榆林城投 MTN001”和“21榆林城投MTN002”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

[7] 截至 2020 年末，榆神能源总资产 177.30 亿元，所有者权益 110.33 亿元。2020 年，榆神能源实现营业收入 5.31 亿元，利润总额 1.05 亿元。

[8] 母公司全部债务不包含长期应付款中的有息部分。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末公司合并范围内二级子公司情况

子公司名称	行业	注册资本（万元）	持股比例（%）
榆林市城市投资房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00
陕西榆林中燃天然气有限公司	天然气	12000.00	50.00
榆林市国信融资担保有限公司	融资担保	30000.00	100.00
榆林城投建设开发有限公司	建筑施工	10000.00	100.00
榆林市城投集团资产运营管理有限公司	资产投资管理	20000.00	100.00
榆林经济开发区汇通热电有限公司	热电	48662.00	94.76
榆林市汇通供热有限公司	供热	100.00	100.00
榆林市市政建设投资开发有限责任公司	城市建设	12404.00	100.00
榆林市自来水公司	自来水的生产及销售	970.00	100.00
榆林市污水处理厂	污水处理	1000.00	100.00
榆林市水务集团有限责任公司	水资源的开发、利用	10000.00	100.00
榆林市热力有限责任公司	城市集中供热	4830.00	100.00
榆林城投杭萧绿建科技有限公司	工程施工	6000.00	73.50
榆林城市一卡通有限责任公司	电子	2078.80	51.00
榆林市保障性安居工程建设有限公司	保障房建设	10000.00	100.00
榆林城投公共服务有限公司	公共服务	500.00	100.00
榆林市城投物业服务有限公司	物业服务	350.00	100.00
榆林城投地质环境治理投资有限公司	地质环境	10000.00	80.00
榆林矿业集团有限公司	煤炭化工	20000.00	100.00
榆林能源化工投资有限公司	能源化工	10000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况

序号	被担保单位	担保余额（万元）	借款期限
1	陕西榆神能源开发建设集团有限公司	60000.00	2019/06/28－2022/06/28
2	陕西榆神能源开发建设集团有限公司	78000.00	2019/07/30－2027/07/05
3	陕西榆神能源开发建设集团有限公司	55000.00	2019/08/29－2022/09/05
合计		**193000.00**	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.40	33.28	39.28	42.65
资产总额（亿元）	439.27	434.44	529.80	536.02
所有者权益（亿元）	187.17	178.38	205.92	206.32
短期债务（亿元）	39.97	72.68	48.36	44.08
长期债务（亿元）	131.71	106.08	158.45	164.11
全部债务（亿元）	171.68	178.76	206.81	208.20
营业收入（亿元）	13.78	13.33	40.81	16.05
利润总额（亿元）	0.69	0.32	0.54	0.18
EBITDA（亿元）	8.10	8.37	10.61	--
经营性净现金流（亿元）	14.73	9.47	11.47	2.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.34	16.32	16.98	--
存货周转次数（次）	0.19	0.19	0.55	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.08	--
现金收入比（%）	167.49	84.40	105.49	112.34
营业利润率（%）	-0.39	-3.01	7.57	1.50
总资本收益率（%）	1.22	1.23	1.36	--
净资产收益率（%）	0.18	0.20	0.24	--
长期债务资本化比率（%）	41.30	37.29	43.49	44.30
全部债务资本化比率（%）	47.84	50.05	50.11	50.23
资产负债率（%）	57.39	58.94	61.13	61.51
流动比率（%）	248.09	154.74	211.22	219.44
速动比率（%）	137.07	81.34	123.50	129.63
经营现金流动负债比（%）	22.58	10.20	15.06	--
现金短期债务比（倍）	0.84	0.46	0.81	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	1.01	0.99	1.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.21	21.36	19.50	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告将长期应付款纳入长期债务核算；3. 本报告各年度财务数据均采用年末数；4. 2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.85	14.24	3.38	7.97
资产总额（亿元）	187.27	188.00	191.97	196.39
所有者权益（亿元）	67.90	71.21	86.32	88.18
短期债务（亿元）	23.51	55.46	20.90	20.61
长期债务（亿元）	71.94	42.70	67.79	70.11
全部债务（亿元）	95.45	98.16	88.70	90.72
营业收入（亿元）	0.07	0.08	0.06	0.02
利润总额（亿元）	5.36	7.09	3.94	1.86
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	10.95	5.01	5.58	4.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	*	7.16	105.60	0.00
营业利润率（%）	-96.10	-189.41	-56.08	99.93
总资本收益率（%）	3.18	4.25	2.35	--
净资产收益率（%）	7.65	10.10	4.77	--
长期债务资本化比率（%）	51.44	37.49	43.99	44.29
全部债务资本化比率（%）	58.43	57.96	50.68	50.71
资产负债率（%）	63.74	62.12	55.04	55.10
流动比率（%）	419.60	213.03	482.42	499.72
速动比率（%）	274.79	141.22	305.29	321.79
经营现金流动负债比（%）	36.24	8.49	23.20	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.26	0.16	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. “/”表示数据未获得；3. 2018－2020 年，公司营业收入规模较小，相关指标用 “*” 列示；4. 2021 年一季度母公司财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=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
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1．本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2．本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3．联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4．联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5．联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6．任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。