

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0497 号

运城市城市建设投资开发集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“23 运城城投 MTN002”、“24 运城城投 MTN002”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“23 运城城投 MTN002”、“24 运城城投 MTN002”信用等级均为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二六年七月二十二日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责，亦不对评级委托方、受评对象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。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司

2026年7月22日

运城市城市建设投资开发有限公司 主体及相关债项 2026 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹		跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员	
AA+/稳定		2026/7/22	AA+/稳定	卢宝泽	高美琪	
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
23 运城城投 MTN002	AA+	AA+	经营风险	区域环境	100.0%	74.5
24 运城城投 MTN002	AA+	AA+		业务运营	100.0%	68.0
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”			财务风险	盈利与获现能力	45.0%	19.0
				债务负担	20.0%	12.0
				债务保障程度	35.0%	12.0
主体概况			调整因素			无
运城城市城市建设投资开发集团有限公司是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体,主要从事运城市范围内的基础设施建设、公用事业运营以及汽车销售等业务。截至 2026 年 3 月末,运城发展投资集团有限公司为公司控股股东;运城市人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。			个体信用状况（BCA）			a+
			评级模型结果			AA+
			外部支持调整子级			3
注 1：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						
注 2：2025 年，受现金收入比率提升、短期债务规模下降等因素影响，公司个体信用状况由 a 变为 a+						

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，运城市经济实力仍很强；公司主营业务仍具有很强的区域专营地位，继续得到实际控制人及相关方的支持。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力和短期偿债压力，资产流动性依然较弱，营业收入持续下降，毛利润持续亏损。综合考虑，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“23 运城城投 MTN002”、“24 运城城投 MTN002”到期不能偿还的风险仍很低。

同业比较

项目	运城市城市建设投资开发有限公司	临汾市投资集团有限公司	晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司	长治市财通投资控股集团有限公司
地区	运城市	临汾市	晋中市	长治市
GDP 总量（亿元）	2248.00	2513.80	2462.60	2558.30
人均 GDP（万元）	48322	65406	74252	82892
一般公共预算收入（亿元）	115.07	162.79	185.14	215.70
政府性基金收入（亿元）	35.95	49.41	19.81	41.53
地方政府债务余额（亿元）	614.96	772.34	716.80	565.90
资产总额（亿元）	353.40	377.40	433.43	361.18
所有者权益（亿元）	144.19	143.80	207.50	175.08
营业收入（亿元）	13.39	10.07	19.51	28.65
净利润（亿元）	0.51	1.10	2.30	-0.47
资产负债率（%）	59.20	61.90	52.13	51.53

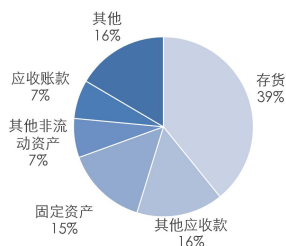
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA+ 的同行业企业，表中数据年份均为 2025 年

注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

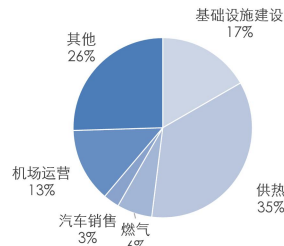
¹ 主体信用等级及评级展望在 2027 年 7 月 21 日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

主要指标及依据

公司资产构成（2025年末）



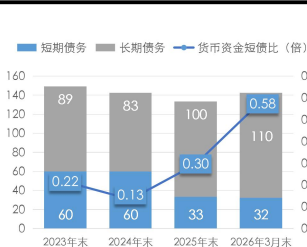
公司营业收入构成（2025年）



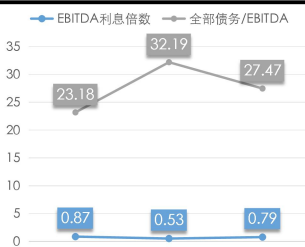
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2023年	2024年	2025年	2026年Q1
资产总额	334.09	347.66	353.40	360.07
所有者权益	119.91	136.13	144.19	144.83
营业收入	30.22	15.25	13.39	3.67
净利润	0.87	0.61	0.51	-0.22
全部债务	149.28	142.49	133.33	142.52
资产负债率	64.11	60.84	59.20	59.78
全部债务资本化比率	55.46	51.14	48.04	49.60

公司债务构成（单位：亿元）



公司偿债指标（单位：倍）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2023年	2024年	2025年
地区	运城市		
GDP 总量	2329.90	2190.60	2248.00
人均 GDP（元）	49445	46721	48322
一般公共预算收入	124.64	113.55	115.07
政府性基金收入	47.07	35.58	35.95
财政自给率	24.01	21.22	22.51

优势

- 运城市原材料工业基础良好，工业门类相对齐全，近年来重点提升改造传统产业和打造“合汽生材”等新兴产业，同时现代物流、电子商务和文化旅游等为代表的第三产业发展较快，经济实力仍很强；
- 公司主要从事运城市的基础设施建设和公用事业运营，主营业务仍具有很强的区域专营地位；
- 作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，跟踪期内，公司在资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的支持。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较弱；
- 跟踪期内，受汽车销售上游供应商破产重整影响，公司营业收入持续下降，同时机场运营成本较高，毛利润持续亏损；
- 公司短期债务规模及占比较高，面临较大的短期偿债压力。

评级展望

预计运城市经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营性，能够持续获得实际控制人及相关方的有力支持，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（RTFU002202504）》

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+（24 运城城投 MTN002）	2025/07/28	孟洁 魏巍	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202504）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+（22 运城城投 MTN001）	2023/07/27	孟洁 唐骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AA/稳定	AA（20 运城城投 MTN001）	2020/03/06	张晨曦 黄一戈	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
23 运城城投 MTN002	2025/07/28	10.00 亿元	2023/08/11-2026/08/11	-	-
24 运城城投 MTN002	2025/07/28	10.00 亿元	2024/04/26-2029/04/26	-	-

注：“23 运城城投 MTN002”设时点回售条款和调整票面利率条款。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及运城市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“运城城投”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

运城城投前身为运城市建设投资有限公司，系于 2003 年 6 月经运城市人民政府（以下简称“运城市政府”）批准，由运城市财政局和运城市鑫佰融交通建设有限公司²（以下简称“鑫佰融”）出资设立的有限责任公司（国有控股），初始注册资本为人民币 1.50 亿元，出资占比分别为 96.7%和 3.3%。2018 年 11 月，公司更为现名。历经数次增资和股权变更，截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元³；运城发展投资集团有限公司（以下简称“运城发投集团”）为公司唯一股东，运城市工业和信息化局（运城市人民政府国有资产监督管理委员会）（以下简称“运城市国资委”）为公司实际控制人。

公司作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事运城市范围内的基础设施建设业务，供热、燃气、机场运营等公用事业运营业务，以及汽车销售、融资租赁、保理、粮油轮换等业务。

截至 2025 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 17 家，较 2024 年末减少 1 家，为无偿划出的运城市华运能源有限公司（以下简称“华运能源”）⁴，增加 1 家，为投资设立的运城市山水文化信息咨询合伙企业（有限合伙）⁵。

图表 1 截至 2025 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例	获得时间	获得方式
运城市热力有限公司	运城热力	1000	72.56	2015 年	划拨
运城市经纬燃气有限公司	经纬燃气	3500	100.00	2015 年	划拨
运城市金城置业有限公司	金城置业	13500	100.00	2015 年	投资设立
上海运晟融资租赁有限公司	运晟租赁	100000	75.00	2017 年	投资设立
山西建运汽车销售有限公司	建运汽车	3000	100.00	2018 年	收购
山西汇建工程项目管理有限公司	汇建工程	4500	100.00	2018 年	投资设立
运晟商业保理（深圳）有限公司	运晟保理	5000	71.00	2018 年	投资设立
运城民航机场有限公司	运城民航	16400	100.00	2018 年	划拨
运城市发投物业管理有限公司	发投物业	500	100.00	2019 年	收购
运城市静态交通运营有限公司	静态交运	23000	100.00	2020 年	投资设立
运城市政通资产运营发展有限公司	政通资运	27500	54.55	2021 年	投资设立
运城市北部创新集聚区投资开发建设有限公司	北部创投	10000	100.00	2021 年	投资设立
北京运晟私募基金管理有限公司	运晟私募	1000	70.00	2021 年	投资设立

² 鑫佰融作为公司的参股东，实际不参与公司的日常经营，未向公司派遣董事、监事、高管。

³ 公司实收资本中 2 亿元为股东货币出资，8 亿元由资本公积转入。

⁴ 根据运城发投集团《关于运城市华运能源有限公司股权划转的通知》运发投【2025】63 号决议文件，将公司持有的运城市华运能源有限公司 77%股权无偿划转至运城发展投资集团有限公司，自划转基准日起，运城市华运能源有限公司不再纳入本公司合并财务报表范围。截至本报告出具日，暂未完成工商变更。

⁵ 该子公司成立于 2023 年，2023 年、2024 年末未正式经营，故之前未纳入合并范围。

图表 1 截至 2025 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例	获得时间	获得方式
运城市华通土地整理有限责任公司	华通土整	5000	100.00	2022 年	划拨
运城市地方粮食战略储备库有限责任公司	粮储公司	4318	100.00	2022 年	划拨
永济市蒲坂城市建设投资集团有限公司	蒲坂城投	4800	51.00	2022 年	划拨
运城市山水文化信息咨询合伙企业（有限合伙）	山水文化基金	5000	51.00	2023 年	投资设立

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“23 运城城投 MTN002”、“24 运城城投 MTN002”到期利息已按期支付；“23 运城城投 MTN002”债券投资人于 2025 年 8 月 11 日行使投资人回售选择权，回售金额 9.80 亿元，“24 运城城投 MTN002”尚未到本金兑付日。上述债券募集资金均已全部使用完毕。

个体信用状况

行业分析

地方政府债务风险防范化解工作持续深化，坚决遏制新增隐性债务，并有序推进存量债务置换与融资平台数量压减，未来化债政策重心或从隐性债务向平台经营性债务延伸，推动城投公司实质性转型

2025 年以来，我国加快落实一揽子隐性债务化解政策，将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，在稳步推进隐性债务置换的同时，分类有序推动地方政府融资平台改革转型，坚决剥离政府融资功能，严禁新设或异化产生各类融资平台。同时，财政部正式设立债务管理司，进一步强化政府债务的全口径监测监管。随着地方政府债务风险防范化解工作持续深化，隐性债务有序置换，地方债务结构不断优化，融资平台数量持续压减、转型步伐加快。

展望未来，化债工作迈入后半程，在隐性债务大规模置换取得阶段性成效后，政策重心正从隐性债务化解向平台经营性债务风险化解延伸，要求城投公司实质性转型、增强自我造血能力，同时优化债务重组和置换办法，多措并举化解经营性债务风险。

城投行业信用风险整体缓释，市场化转型加速推进，但区域及主体间分化显著，且需关注转型过程中可能面临的外部支持边际变化、经营性风险上升等衍生挑战

随着化债政策持续发力，大规模隐性债务置换有序推进，城投公司债务压力有所缓解，行业信用风险整体缓释。但受内外部多种因素影响，部分企业非标逾期、商票逾期、失信被执行等负面事件仍时有发生，尾部城投公司流动性压力仍存。随着“退平台”进入收官验收期，各地城投公司加速转型步伐，通过区域内兼并重组整合资源，持续增强自身造血能力，服务地方发展。

不同区域城投公司的转型进程及转型难度存在明显分化。资源富集、经济发达地区的城投公司，有望获得更多优质资产注入和业务支持，转型步伐相对更快；而资源匮乏、产业支撑不

足地区的城投公司，转型阻力与经营挑战则更为突出。同时，城投公司在业务结构调整、经营模式转换的过程中，还可能面临职能定位转变带来的地方政府支持力度边际变化以及经营性风险上升等衍生问题，相关潜在风险亦需关注。

业务运营

经营概况

跟踪期内，受汽车销售上游供应商破产重整等影响，公司营业收入持续下降，毛利润持续亏损，毛利率呈现一定程度下滑

公司作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，主要从事运城市范围内的基础设施建设业务，供热、燃气、机场运营等公用事业运营业务，以及汽车销售、融资租赁、保理、粮油轮换等业务。

2025 年，公司营业收入持续下降。其中，基础设施建设业务收入略有上升；供热业务在供热用户增加带动下有所增长；燃气业务受商业供气减少导致收入下降；汽车销售业务持续大幅下降，主要系上游成都大运汽车集团有限公司（以下简称“成都大运”）破产重整，公司暂未购置新车辆，以销库存为主；机场运营收入随着旅客吞吐量及货邮吞吐量的增加，逐年增长。公司其他业务主要包括融资租赁、保理、粮油轮换等，收入略有增长。

2025 年，公司毛利润及毛利率继续下降，主要受机场运营业务持续亏损影响。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务类别	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	1.43	4.74	1.99	13.03	2.24	16.73
供热	3.16	10.45	3.36	22.02	4.72	35.25
燃气	1.26	4.18	0.93	6.08	0.85	6.35
汽车销售	15.26	50.49	4.31	28.25	0.39	2.89
机场运营	1.14	3.77	1.63	10.67	1.78	13.30
其他	7.97	26.38	3.04	19.96	3.41	25.49
合计	30.22	100.00	15.25	100.00	13.39	100.00
业务类别	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.16	11.00	0.21	10.63	0.25	11.01
供热	0.53	16.85	0.83	24.64	1.14	24.23
燃气	0.19	14.95	0.17	18.24	0.16	18.45
汽车销售	0.35	2.31	0.48	11.13	0.01	2.77
机场运营	-3.08	-270.55	-3.37	-207.00	-4.73	-265.79
其他	1.47	18.44	0.43	14.09	0.48	14.11
合计	-0.38	-1.27	-1.25	-8.20	-2.70	-20.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2026 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，毛利润 0.30 亿元，毛利率 8.14%。

基础设施建设

公司继续承担运城市范围内的基础设施建设，业务仍具有很强的区域专营性

受运城城市政府委托，公司负责运城市范围内的道路、桥梁等基础设施建设，业务具有很强的区域专营性。公司基础设施建设业务具体由公司本部和子公司汇建工程负责。

公司基础设施建设业务主要采取代建模式，项目建设资金由公司自筹。对于2018年及以前承建的项目，根据与运城城市政府签订的《委托代建合作协议》，公司按照政府要求进行项目投资建设，项目竣工验收后，由审计部门对项目进行竣工决算并确定项目实际成本。运城城市政府按照实际成本加成10%~13%与公司进行结算，公司据此确认收入并结转成本。在项目回款期，由运城市财政局安排分期支付。

2019年以来，公司新承建的项目采用代建管理模式。根据运城城市政府发布的《“城建111工程”百项重点项目的通知》⁶，子公司汇建工程承接了其中部分市政项目，此类项目全部由财政专项资金进行投资，运城市财政局每年向公司拨付专项建设资金，项目的建设具体由具有相关资质的第三方执行，汇建工程负责资金、进度、安监等项目管理，项目完工后交付至运城城市政府，公司向委托方按照投资总额收取1%~3%不等的管理费，并将管理费部分确认为收入。此外，公司部分项目采用自建自营模式，在项目完工后作为自有资产进行运营。

自成立以来，公司承担了运城市河东广场地下停车场建设项目、舜帝街东延（安邑东路至机场大道）道路工程项目、静态交通智慧停车项目、运城市盐湖区半坡调蓄库项目等基础设施建设工程，对于加快运城市基础设施建设步伐、改善居民生活环境具有重要意义。2025年，公司基础设施建设业务实现收入2.24亿元，毛利率为11.01%。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2026年3月末，公司在建重点项目主要包括科创城项目、光电产业园项目等，计划总投资26.80亿元，累计投资17.59亿元，尚需投资9.21亿元。

图表3 截至2026年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资金额	尚需投资
科创城项目	14.30	12.82	1.48
光电产业园项目	9.65	4.04	5.61
停车场相关项目	2.85	0.73	2.12
合计	26.80	17.59	9.21

资料来源：公司提供，东方金城整理

截至2026年3月末，公司拟建项目为运城市农科双创中心项目，计划总投资11.85亿元。总体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

供热

子公司运城热力拥有城市集中供热项目特许经营权，供热业务仍具有较强的区域专营优势

公司的供热业务主要由子公司运城热力运营。运城热力成立于2007年3月，拥有运城市集中供热项目特许经营权，是运城市同蒲铁路以南唯一的热力供应商，具有较强的区域专营优势。

业务模式上，运城热力从上游供应商处购入热源，通过管网输送至用户，通过赚取购销差

⁶ 全称为《运城市人民政府办公厅关于印发大运城“城建111工程”百项重点项目的通知》（运政办发〔2018〕37号）。

价实现盈利。运城热力上游供应商主要为运城关铝热电有限公司，热源采购价格为 25 元/吉焦。下游客户主要为居民客户和非居民客户，供热价格为居民用户 16 元/平方米，非居民用户 24 元/平方米，供热业务收费采取预收采暖费模式。

截至 2025 年末，公司拥有管网 171 公里，换热站 287 座，供热面积 2459 万平方米。

图表 4 公司供热业务情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
居民用户供热价格（元/米）	16	16	16
非居民用户供热价格（元/米）	24	24	24
供热面积（万平方米）	2057	2300	2459
管网长度（千米）	169	171	171
换热站（座）	246	271	287

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025 年，公司实现供热业务收入 4.72 亿元，小幅增长，主要系供热用户增加所致；毛利率较为稳定。

燃气

公司燃气业务仍具有较强的区域专营优势，跟踪期内，受用户结构变化及采销量下降影响，公司燃气收入有所下降，但毛利率保持增长

公司的燃气业务主要由子公司经纬燃气负责运营。经纬燃气成立于 2002 年 3 月，注册资本为 3500 万元。目前，运城市城区的天然气供应由山西民生天然气有限公司和经纬燃气经营，两家企业均具备天然气特许经营权，经纬燃气主要负责运城市中心城区，具有较强的区域专营优势。

经纬燃气的气源为山西省燃气公司，燃气供应能力充足。截至 2025 年末，经纬燃气输气管道 907 公里，形成运城市新、旧城区八纵十横的输气网络。燃气价格方面，2025 年 6 月，运城市天然气价格上调，根据运发改价管字【2025】96 号，运城市天然气收费分为居民生活用气、独立采暖用气两种，其中居民生活用气销售标准：28 立方米以内（含），价格为 2.90 元/立方米；超出 28 立方米、不足 40 立方米（含），价格为 3.38 元/立方米；超出 40 立方米，价格为 4.07 元/立方米。居民独立采暖用气销售标准：300 立方米（含）以内，价格为 2.90 元/立方米；超出 300 立方米，价格为 3.38 元/立方米。2025 年，公司实现燃气业务收入 0.85 亿元，受用户结构变化及采销量下降影响有所下降；毛利率较为稳定。

图表 5 公司燃气业务情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
期末管道总长度（公里）	783.70	856.10	907
用户数（万户）	9.2	9.2	9.5
采购量（万立方米）	3079	2232	2087
销售量（万立方米）	3079	2232	2087
购销率（%）	100	100	100

资料来源：公司提供，东方金诚整理

汽车销售

跟踪期内，受上游供应商破产重整等影响，公司汽车销售收入大幅下降

汽车销售业务由子公司建运汽车负责，建运汽车系公司于 2018 年 4 月收购的全资子公司，主要销售产品为牵引车、载货车等重型卡车和挂车。建运汽车主要从成都大运汽车集团有限公司运城分公司进行整车采购，然后通过下属子公司直接销售给山西省范围内的零散客户，终端客户以个人消费者为主。

成都大运股东系大运汽车股份有限公司（以下简称“大运汽车”），大运汽车以重卡、轻卡、中卡等汽车产量为主，拥有全系列商用车生产资质，其重卡产销量曾稳居行业前十，随后受重卡需求下滑、头部车企挤压市场空间、新增新能源板块持续亏损等多重因素影响，大运汽车资金链断裂。2024 年 11 月 1 日，大运汽车、成都大运及湖北大运汽车有限公司被其供应商向山西省运城市中级人民法院申请破产审查；同月 19 日，运城市中级人民法院正式裁定受理成都大运汽车集团有限公司及大运汽车股份有限公司、湖北大运汽车有限公司的破产重整申请，并指定大运汽车重整清算组担任管理人，成都大运汽车正式进入破产重整程序；截至目前，成都大运仍处于破产重整阶段。

2025 年，受上游成都大运破产重整影响，公司暂未购置新车辆，以销库存为主，汽车销售业务收入大幅下降，且该业务受行业景气度、市场需求等影响较大，收入的实现具有一定的不确定性。

机场运营

公司机场运营业务因运营成本较高、收取服务费用相对较低而亏损较大，主要依赖政府补贴弥补亏损；随着机场扩建工程的开展，预计旅客吞吐量及航线数将进一步提升

2018 年 12 月，公司将运城民航纳入合并范围，运城民航是运城盐湖国际机场⁷的唯一运营主体，业务具有很强的专营性。

运城民航主要负责运城盐湖国际机场的建设改造、运营管理、客货运输代理、旅客服务及航空相关配套服务等，通过向航空公司收取起降费及向旅客收取餐饮费等各项服务费用形成收入。机场运营成本主要包括机场的建设改造、机场跑道维护，日常运营支出和人力成本等。由于机场运营属于公共交通服务行业，具有较强的公益性，公司收取的服务费相对较低，机场运营业务亏损较大，主要靠政府补贴弥补亏损。

2025 年，运城国际机场扩建工程完工，已转入固定资产，截至 2025 年末账面价值为 25.39 亿元。运城国际机场扩建工程包括航站区扩建项目和飞行区扩建项目，其中航站区改造项目建设内容包括拆除现有的 T1 航站楼（含航管楼及塔台），原址新建 27000 平方米的航站楼；在现机坪西侧扩建机坪，增加安检口机坪机位数；在 T2 航站楼东北侧、飞行区内建设 1500 平方米的航管楼，在 T2 航站楼东南侧约 40 米处航站区内建设 1 座独立的塔台等。飞行区扩建项目建设内容包括飞行区指标由 4D 升级为 4E；在机场原跑道北侧新建一条长 3200 米、宽 45 米的跑道，两侧道肩各宽 7.5 米；将原跑道改为 E 类平行滑行道，原跑道中心线向北偏移 10 米作为平行滑行道中心线进行加盖，并延长平行滑行道，与新建跑道等长以及其他配套工程。

⁷ 原运城张孝机场，2024 年 4 月 17 日更为现名。

运城国际机场扩建工程完工后，运城盐湖国际机场共设两座航站楼，其中 T1 航站楼面积 2.7 万平方米，T2 航站楼面积 2.8 万平方米，中间连廊面积 700 平方米；民航站坪设 20 个机位，其中 C 类 18 个、D 类 2 个；跑道长 3200 米、宽 60 米（含道肩）；飞行区等级 4E，可满足年旅客吞吐量 450 万人次的使用需求。廊桥 13 座，30 个停机位，消防救援等级 9 级，应急救援等级 8 级，具备保障波音 B747-400 及同类机型的条件和能力。目前，运城盐湖国际机场通航城市 38 个，航线 41 条。

图表 6 运城盐湖国际机场运营情况

运营指标	2023 年	2024 年	2025 年
旅客吞吐量（万人）	219.63	254.52	287.35
货邮吞吐量（万吨）	7082	8005	8558.9
起降架次	22298	22623	25206

资料来源：公司提供，东方金城整理

2025 年，运城民航实现机场运营收入 1.78 亿元；受机场改扩建影响，运营成本维持在较高水平，亏损程度较大，毛利率为负；同期，运城民航获得机场运营补贴 2.60 亿元以弥补亏损。

其他业务

公司其他业务主要包括融资租赁、保理、粮油轮换等，跟踪期内，其他业务收入略有增长

公司其他业务包括融资租赁、保理、粮油轮换等。其中，融资租赁业务由子公司运晟租赁负责运营。截至 2026 年 3 月末，运晟租赁融资租赁资产剩余 54 笔，融资租赁租金余额 94953.13 万元；自运晟租赁成立以来，30 天以上逾期率为 1.63%；不良率为 2.26%，风险控制有待加强。2025 年，公司实现融资租赁收入 0.61 亿元。

公司保理业务由子公司运晟保理负责，运晟保理主要依托于核心企业（包括但不限于央企、大型国企、上市公司、行业/地方龙头企业），为其上下游中小微企业提供专业的保理融资等供应链金融服务。服务行业主要有政府采购项目、房地产、医疗、教育、通讯、电力等具有稳定现金流的行业。2025 年，公司实现保理收入 0.13 亿元。

公司粮油轮换业务主要由粮储公司负责，粮储公司成立于 2009 年，系运城市重要的粮食战略储备库，主要进行粮食收购和仓储等相关业务，主要职能是确保市级储备粮油、市级应急成品粮油和代储的省级储备粮的安全存储和管理。2025 年，公司实现粮食轮换收入 1.99 亿元。

除此之外，2023 年 5 月，蒲坂城投取得了资源储量 3205 万吨、年开采量 175.14 万吨的片麻岩采矿特许经营权，开采年限为 18.3 年，预计每年可实现收入约 3 亿元。截至 2025 年末，公司暂未实现相关业务收入。

企业管理

截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元。运城发投集团为公司唯一股东，运城市国资委为公司实际控制人。

跟踪期内，公司撤销监事会，其余组织架构和法人治理结构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2025 年和 2026 年 1~3 月合并财务报表。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年度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。跟踪期内，公司审计机构未发生变化。公司 2026 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2025 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 17 家，较 2024 年末减少 1 家直接控股子公司，为无偿划出的华运能源；增加 1 家直接控股子公司，为投资设立的山水文化基金。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较弱；公司部分应收对象为民营企业，应收类款项存在无法收回的风险

跟踪期内，公司资产总额持续增长，以流动资产为主，2026 年 3 月末，公司流动资产占比为 65.65%，主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金等构成。

2025 年末，公司存货略有下降，主要系会展中心、河东广场地下停车场、武警支队新建办公楼项目转至固定资产；同期末，存货主要由待开发土地 80.23 亿元以及基础设施建设项目开发成本 45.57 亿元等构成。其中，待开发土地合计 61 宗，其中 1 宗为政府注入，其余均为公司招拍挂所得，均已获取权证，土地性质为商业用地、城镇住宅用地等。公司其他应收款主要为往来款，2025 年末，其他应收款前五名对象分别为运城市财政局（39.43 亿元）、运城关铝热电有限公司（以下简称“关铝热电”，5.29 亿元，国有企业）、山西鑫农石油有限公司⁸（2.47 亿元，以下简称“鑫农石油”，民营企业）、鑫佰融（0.93 亿元，国有企业）和运城护理职业学院（0.60 亿元），合计金额 48.71 亿元，占比 81.93%；同期末，公司其他应收款共计提坏账准备 4.33 亿元。

公司应收账款主要为应收运城市财政局的市政工程款，2025 年末大幅减少，主要系市政工程款回款导致。2025 年末，公司应收账款前五名对象分别为运城市财政局（18.64 亿元）、四川华晟联采供应链管理有限公司（1.34 亿元，民企，货款）、关铝热电（0.98 亿元，国有企业，往来款）、垣曲县五龙镁业有限责任公司（0.83 亿元，民企，保理款）和运城蓝投桃李春风开发运营有限公司（0.58 亿元，民企，保理款），合计金额 22.37 亿元，占比 88.22%。公司应收账款共计提坏账准备 0.32 亿元。公司货币资金有所增长，2025 年末主要由银行存款构成。

图表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
资产总额	334.09	347.66	353.40	360.07
流动资产	256.62	251.45	231.14	236.37
存货	142.87	149.29	138.43	139.44
其他应收款	45.62	49.55	55.12	51.62

⁸ 2020 年 7 月，公司间接控股子公司山西建海能源有限公司（以下简称“建海能源”）与直接控股子公司运晟保理签订债权转让协议，约定运晟保理转让其持有的鑫农石油 2.59 亿元债权，建海能源与鑫农石油重新签订借款协议。2020 年 10 月，建海能源向运城市盐湖区人民法院提起诉讼、向北京仲裁委员会提请仲裁，要求鑫农石油及相关责任人偿还欠款本息，同时向法院申请财产保全。2020 年末，运城市盐湖区人民法院查封了相关资产，2021 年末已申请强制执行鑫农石油部分资产。截至 2025 年末，该笔账款尚有 2.47 亿元未收回，公司已计提坏账准备 1.23 亿元。

图表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
应收账款	52.01	41.22	24.65	23.86
货币资金	12.88	8.05	9.89	18.89
非流动资产	77.48	96.21	122.26	123.70
固定资产	16.26	24.33	51.95	52.40
其他非流动资产	6.59	19.50	24.85	24.85
长期应收款	14.60	15.04	17.76	17.93
在建工程	28.28	24.77	10.41	11.23
无形资产	9.27	9.91	9.85	9.84

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产大幅增长，主要由固定资产、其他非流动资产、长期应收款、在建工程和无形资产等构成。公司固定资产大幅增加主要系机场改扩建项目完工转入所致；2025 年末主要为持有的房屋建筑物及机器设备等。公司其他非流动资产增加主要为永济市人民政府向子公司蒲坂城投无偿划入农用地、滩涂地和伍姓湖公园相关配套资产，2025 年新增办理产权并移交 5.67 亿元。

公司长期应收款较为稳定，主要为应收的融资租赁款和投资款。2025 年末，长期应收款中 4.63 亿元为公司对山西正威供应链管理有限公司（以下简称“山西正威”）的投资款，由于山西正威及其股东深圳正威供应链控股有限公司（以下简称“深圳正威”）经营不善，山西正威存在终本案件、法定代表人限高消费以及深圳正威存在失信被执行、被执行、终本案件、法定代表人限高消费等负面舆情，投资款收回存在风险，公司已于 2025 年 5 月向山西省运城市中级人民法院申请强制执行，2026 年 1 月，公司将该笔债权有偿转让至运城经济技术开发区鑫诚利达新材料有限公司⁹，转让价格为 4.89 亿元，转让价款约定 8 年内支付完成；长期应收款中 4.32 亿元为子公司政通资运与山西夏县农村商业银行股份有限公司于 2022 年 12 月签订的不良资产等额置换协议，共计 5 亿元¹⁰，截至 2025 年末余额为 4.32 亿元。

公司在建工程主要为自建自营的光电产业园项目和粮食储备库项目等；2025 年末，受机场扩建工程中飞行区扩建项目转固影响，规模有所下降。公司无形资产主要系引黄灌溉服务中心 20 年特许经营权（5.49 亿元）和采矿权（1.81 亿元）。

截至 2025 年末，公司受限资产 53.27 亿元，占净资产的比例为 36.95%，包括受限的存货 41.10 亿元、应收账款 1.29 亿元、固定资产 3.27 亿元、投资性房地产 5.46 亿元、无形资产 0.42 亿元和采矿权及经营收益权 1.72 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，仍以资本公积为主

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其中公司实收资本未发生变化。资本公积有所增长，增加事项为永济市人民政府向子公司蒲坂城投无偿划入农用地、滩涂地和伍姓湖公园相关配套

⁹ 该企业成立于 2025 年 4 月 23 日，系运城经济开发区建设发展有限公司间接控股子公司，注册资本为 50.00 万元，营业范围包括金属及新材料研发制造、贸易流通、技术、软件、信息化服务及咨询配套服务等业务。

¹⁰ 根据运城市政府（运政办发【2022】34 号）关于《运城市农村信用社高风险机构使用稳定发展资金化解风险专项工作方案的通知》。相关文件涉及保密内容，东方金诚根据公司 2025 年审计报告摘录基础信息。

资产，2025 年办理产权移交 5.67 亿元，以及中国民用航空局拨入公司的机场改扩建资金 1.87 亿元；减少事项为子公司华运能源无偿划出导致。未分配利润主要为经营活动产生的净利润累积，跟踪期内保持增长。少数股东权益为公司非全资子公司其他股东权益。

图表 8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
所有者权益	119.91	136.13	144.19	144.83
实收资本	10.00	10.00	10.00	10.00
资本公积	92.76	101.36	106.08	106.89
未分配利润	13.32	13.95	14.58	14.40
少数股东权益	2.05	8.82	11.45	11.42

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所下降，以非流动负债为主；公司短期债务规模及占比较高，面临一定的短期偿债压力

跟踪期内，公司负债规模有所下降，2026 年 3 月末，公司非流动负债占比为 71.31%。同期末，公司流动负债有所减少，主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款、短期借款和其他流动负债等构成。

2025 年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的应付债券 15.47 亿元、长期借款 5.37 亿元和长期应付款 3.04 亿元。其他应付款主要系与其他国有企业或政府机构的往来款，其中 2025 年末账龄超过 1 年的重要其他应付款对象分别为永济市工业信息化和科技局（0.68 亿元）、运城市国库支付局（0.45 亿元）、山西焦煤运城盐化集团有限责任公司（0.27 亿元）和永济市建筑工程公司（0.10 亿元）。公司应付账款主要系应付的货款；其他流动负债大幅下降主要系短期应付债券到期兑付所致。

跟踪期内，公司非流动负债有所增长，主要由应付债券、长期借款和长期应付款等构成。2025 年末，公司应付债券有所增加主要系新增发行了中期票据。公司长期借款总体较为稳定，同期末包括保证借款 26.85 亿元、抵押借款 18.85 亿元、信用借款 1.50 亿元和质押借款 0.63 亿元（含一年内到期部分），主要借款方包括农发行、国开行、山西银行、山西运城农村商业银行等。同期末，公司长期应付款包括融资租赁款（5.24 亿元）、化解不良贷款稳发资金（3.07 亿元）、政府专项债资金（16.43 亿元）和储备粮油基金（0.59 亿元）。

图表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
负债总额	214.19	211.53	209.21	215.24
流动负债	88.51	85.62	64.70	61.76
一年内到期的非流动负债	44.41	46.01	23.88	23.32
其他应付款	12.31	9.94	14.92	14.40
应付账款	10.94	9.92	10.48	11.01
短期借款	4.87	6.90	9.54	9.01
其他流动负债	10.67	7.20	0.22	0.19

图表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
非流动负债	125.67	125.91	144.51	153.48
应付债券	39.00	39.00	54.80	63.80
长期借款	46.65	41.47	42.52	42.27
长期应付款	25.39	28.57	31.88	31.64

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2025 年末，公司全部债务有所下降，主要由银行借款、债券和非银金融机构借款等构成，债务资金主要用于项目建设、补充流动资金及偿还借款；2025 年末，公司短期债务占比为 24.58%，公司面临较大的短期偿债压力。跟踪期内，公司资产负债率整体略有下降。

图表 10 公司全部债务、债务率情况（单位：亿元、%）

指标名称	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
全部债务	149.28	142.49	133.33	142.52
其中：短期债务	59.81	59.96	33.42	32.33
长期债务	89.47	82.53	99.90	110.19
资产负债率	64.11	60.84	59.20	59.78

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2025 年末，公司对外担保余额 5.87 亿元，担保比率 4.07%，被担保对象均为当地国有企业，公开渠道未查询到相关负面信息，代偿风险较小。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润总额对财政补贴的依赖程度很大，盈利能力整体较弱

跟踪期内，公司营业收入及营业利润率有所下降。公司期间费用较为稳定，主要为财务费用、管理费用和销售费用，对营业收入形成较大侵蚀。公司利润总额及净利润均有所下降，利润总额对财政补贴的依赖程度很大。公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
营业收入	30.22	15.25	13.39	3.67
营业利润率	-1.59	-9.05	-21.67	-
期间费用	6.22	5.34	5.57	1.82
期间费用/营业收入	20.59	35.00	41.59	49.49
利润总额	1.00	0.65	0.59	-0.17
其中：财政补贴	8.02	8.08	10.72	-
净利润	0.87	0.61	0.51	-0.22
总资本收益率	1.42	0.98	1.04	-

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
净资产收益率	0.73	0.45	0.35	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流对主营业务回款及往来款依赖较大，现金流状况欠佳

跟踪期内，公司经营活动现金流入主要系公司收到的与其他单位的往来款、主营业务回款及政府补助款等形成；现金收入比率有所增长，主营业务现金获取能力有所升高；经营活动现金流出主要是公司支付的主营业务成本及与其他单位的往来款；公司经营性现金流仍为净流入，但经营现金流对主营业务回款及往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出主要为投资运城国际机场扩建工程等自建自营项目等形成的现金流出；公司投资性现金流持续净流出。

公司筹资活动现金流入主要是取得借款和发行债券等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要为偿还债务和相应利息所形成的现金流出；公司筹资性现金流继续为净流出。公司现金及现金等价物净增加额波动较大，整体现金流状况欠佳。

图表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
经营活动现金流入	43.01	63.38	58.63	12.21
现金收入比率（%）	77.13	178.91	215.45	45.77
经营活动现金流出	44.17	42.36	40.87	10.09
经营活动产生的现金流量净额	-1.16	21.02	17.75	2.12
投资活动现金流入	1.24	0.27	0.02	8.54 万元
投资活动现金流出	24.83	13.05	5.87	1.06
投资活动产生的现金流量净额	-23.58	-12.78	-5.85	-1.06
筹资活动现金流入	107.14	65.56	61.49	15.13
筹资活动现金流出	86.03	78.63	71.55	7.19
筹资活动产生的现金流量净额	21.12	-13.07	-10.06	7.94
现金及现金等价物净增加额	-3.63	-4.83	1.84	8.99

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，考虑到公司承担了运城市范围内的基础设施建设，供热、燃气、机场运营等公用事业运营，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，并具备较好的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率和速动比率均有所上升，流动资产中变现能力较差的存货和应收类款项占比很高，资产流动性较弱，流动资产对流动负债保障能力较弱。公司货币资金对短期债务的覆盖情况较弱。公司经营活动现金流易受波动较大的主营业务回款及往来款影响，对流动负债保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率有所上升，全部债务资本化比率较为稳定，公司 EBITDA 对利息保障能力较强，但对全部债务的保障程度较弱。

图表 13 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月（末）
流动比率	289.91	293.66	357.25	382.72
速动比率	128.50	119.31	143.28	156.95
货币资金短债比（倍）	0.22	0.13	0.30	0.58
经营现金流动负债比率	-1.31	24.55	27.44	-
长期债务资本化比率	42.73	37.74	40.93	43.21
全部债务资本化比率	55.46	51.14	48.04	49.60
EBITDA 利息倍数（倍）	0.87	0.53	0.79	-
全部债务/EBITDA（倍）	23.18	32.19	27.47	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

以 2025 年末公司全部债务为基础，若无其他新增债务，则公司一年内到期债务规模为 33.42 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，公司经营活动现金流易受波动较大的主营业务回款及往来款影响而稳定性欠佳。间接融资方面，公司主要根据实际融资需求开展银行融资，截至 2025 年末，公司共获得银行授信额度 108.87 亿元，尚未使用额度 52.98 亿元；直接融资方面，公司暂未储备债券批文。

尽管公司部分偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了运城市范围内的基础设施建设，供热、燃气、机场运营等公用事业运营，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，并具备较好的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约及其他信用记录

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 2026 年 5 月 26 日，公司本部未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录；已结清贷款信息中包含 2 笔不良类贷款记录，系银行系统操作所致，以及 46 笔关注类贷款¹¹记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券/债务融资工具均按时还本付息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善

2026 年一季度 GDP 同比增长 5.0%，增速较上季度回升 0.5 个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长 14.7%，显著高于去年四季度的 3.8%。一季度工业生产同比增长 6.1%，增速比上季度加快 1.1 个百分点。另外，一季度在基建投资快速增长带

¹¹ 46 笔关注类贷款主要系公司对农发行及国开行的多笔借款展期所致，借款最早起始于 2005 年，所有借款均于 2022 年末前偿还完毕。

动下，固定资产投资同比增长 1.7%，对一季度 GDP 增速加快起到了一定推动作用。最后，在国内市场竞争秩序不断优化，以及国际大宗商品及芯片价格较快上涨综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的 GDP 平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长 12.5%，比去年全年增速加快 3.1 个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

展望二季度，GDP 增速有望达到 4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能放缓。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立 8000 亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。

区域经济和财政状况

运城市原材料工业基础良好，工业门类相对齐全，近年来重点提升改造传统产业和打造“合汽生材”等新兴产业，同时现代物流、电子商务和文化旅游等为代表的第三产业发展较快，经济实力仍很强

运城市位于山西省西南部，享有山西转型综改实验区、晋陕豫黄河金三角承接产业转移示范区、中原城市群、关中平原城市群等国家政策的叠加优势。截至 2025 年末，运城市下辖 1 区 10 县，并代管 2 个县级市，总面积 1.42 万平方公里，常住人口 463.23 万人。运城市矿产资源丰富，经地质勘探列入山西省矿产储量表的有煤、铁、金、银、铜等 21 种；其中，具有开采价值的约 54 种，具有优势的矿产资源为铜、铅、镁等。运城市已形成公路、铁路、航空三位一体的立体化交通格局；公路方面，运城市高速公路通车里程 650 公里，位于山西省前列；铁路方面，南同蒲铁路纵贯南北，侯西铁路横亘东西，境内铁路总里程达 600 公里，高铁 1 小时可达西安，2 小时可达太原；航空方面，运城盐湖国际机场已开通北京、上海等多条航线，是山西省第二大民航机场，2025 年民航旅客运输量 287.3 万人次，同比增长 12.9%。文旅方面，运城市拥有 4A 级景区 24 个。

运城市原材料工业基础良好，工业门类相对齐全，为发展原材料深加工、延伸产业链、加快转型发展奠定了基础。当前运城市着眼于集群化、高端化、智能化发展，围绕建链延链补链强链，对传统产业改造升级，对战略性新兴产业进行培育。在全面建设十大主导产业集群基础

上，重点打造“合汽生材”¹²等新兴产业。2025年，运城市钢铁、焦化等传统支柱产业向高端化、智能化、绿色化迈进，全部关停4.3米以下焦炉，焦炭先进产能占比达到100%，炼钢先进产能占比超过80%。战略性新兴产业增加值占规上工业比重提高到22.4%。物流业方面，盐湖国际机场开通4条国际（地区）航线，国际货运库正式启用；阿里巴巴国际站等184家头部电商平台及企业入驻跨境电商综试区，盐湖、稷山县级跨境电商产业园建成运营，跨境电商规模突破10亿元。

跟踪期内，运城市一般公共预算收入及政府性基金收入较为稳定，且持续获得较大规模的上级补助收入，整体财政实力依然很强

跟踪期内，运城市一般公共预算收入较为稳定，同时税收收入占比大幅增长，主要系土地增值税大幅增加所致，但该收入为一次性收入，未来存在一定的不确定性。运城市政府性基金收入较为稳定，主要来自国有土地出让收入，易受地区经济形势及房地产行业景气度等因素影响，存在一定的不确定性。运城市上级补助收入规模很大，是地区财力的最主要来源。截至2025年末，运城市地方政府债务余额614.96亿元，政府负债率逐年上升。债务管控方面，根据《运城市政府性债务风险应急处置预案》，运城市政府建立统一领导、分级负责、快速响应、分类施策、各司其职、协同联动和稳妥处置的政府性债务风险事件应急处置工作机制，防范和化解财政金融风险，确保不发生区域性系统性风险，维护地区经济安全和社会稳定。

图表 14 运城市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP	2329.90	2190.60	2248.00
GDP 增速	5.6	3.5	6.0
人均 GDP（元）	49445	46721	48322
规上工业增加值增速	6.6	5.1	8.1
固定资产投资增速	2.6	0.2	6.1
一般公共预算收入	124.64	113.55	115.07
政府性基金收入	47.07	35.58	35.95
上级补助收入	373.66	414.15	430.73
税收收入占比	66.60	64.73	75.75
财政自给率	24.01	21.22	22.51
地方政府债务余额	421.55	508.72	614.96
政府负债率	18.09	23.22	27.36

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：运城市 2023 年~2025 年国民经济和社会发展统计公报，2023 年~2024 年财政决算情况及 2025 年财政预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对运城市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

公司作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，跟踪期内，在资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的支持

¹² “合”是信息技术与制造业深度融合、“汽”是智能网联新能源汽车、“生”是生物医药大健康、“材”是新材料。

2023年，运城市推进市属国有企业整合重组，公司股权被划入运城发投集团。运城发投集团是运城市最重要的基础设施建设主体，公司作为其重要子公司，亦是运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体。跟踪期内，公司在资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的支持。

资产划拨方面，永济市人民政府向子公司蒲坂城投无偿划入农用地、滩涂地和伍姓湖公园相关配套资产，2025年办理产权移交5.67亿元；中国民用航空局向公司划入机场改扩建资金1.87亿元。财政补贴方面，2025年，公司收到财政补贴10.72亿元。

考虑到公司将继续在运城市的基础设施建设及公用事业运营领域中发挥重要作用，实际控制人及相关方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对运城市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

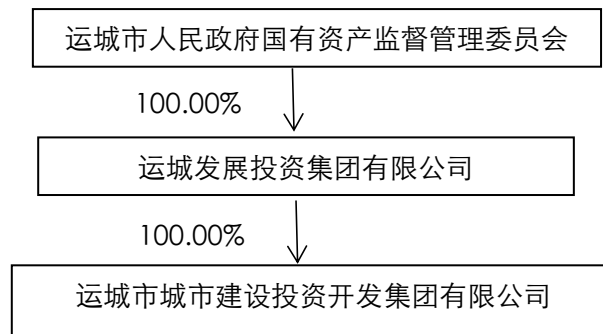
东方金诚认为，公司主要从事运城市的基础设施建设和公用事业运营，主营业务仍具有很强的区域专营地位。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较弱；跟踪期内，受汽车销售上游供应商破产重整影响，公司营业收入持续下降，同时机场运营成本较高，毛利润持续亏损；公司短期债务规模及占比较高，面临较大的短期偿债压力。

运城市原材料工业基础良好，工业门类相对齐全，近年来重点提升改造传统产业和打造“合汽生材”等新兴产业，同时现代物流、电子商务和文化旅游等为代表的第三产业发展较快，经济实力仍很强。作为运城市重要的基础设施建设和公用事业运营主体，跟踪期内，公司在资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的支持。

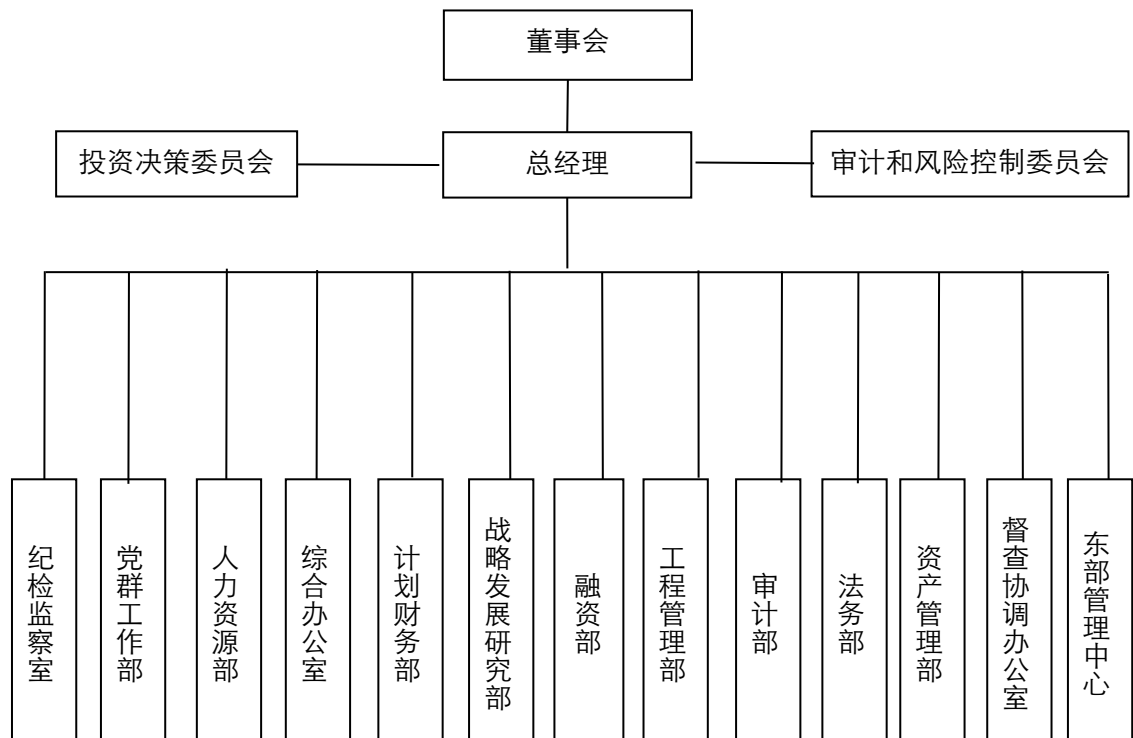
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“23 运城城投 MTN002”、“24 运城城投 MTN002”到期不能偿还的风险仍很低。

附件一：截至 2026 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

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	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月(末)
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	334.09	347.66	353.40	360.07
存货	142.87	149.29	138.43	139.44
固定资产	16.26	24.33	51.95	52.40
其他应收款	45.62	49.55	55.12	51.62
负债总额	214.19	211.53	209.21	215.24
应付债券	39.00	39.00	54.80	63.80
长期借款	46.65	41.47	42.52	42.27
长期应付款	25.39	28.57	31.88	31.64
全部债务	149.28	142.49	133.33	142.52
其中：短期债务	59.81	59.96	33.42	32.33
所有者权益	119.91	136.13	144.19	144.83
营业收入	30.22	15.25	13.39	3.67
净利润	0.87	0.61	0.51	-0.22
经营活动产生的现金流量净额	-1.16	21.02	17.75	2.12
投资活动产生的现金流量净额	-23.58	-12.78	-5.85	-1.06
筹资活动产生的现金流量净额	21.12	-13.07	-10.06	7.94
主要财务指标				
营业利润率（%）	-1.59	-9.05	-21.67	-
总资本收益率（%）	1.42	0.98	1.04	-
净资产收益率（%）	0.73	0.45	0.35	-
现金收入比率（%）	77.13	178.91	215.45	45.77
资产负债率（%）	64.11	60.84	59.20	59.78
长期债务资本化比率（%）	42.73	37.74	40.93	43.21
全部债务资本化比率（%）	55.46	51.14	48.04	49.60
流动比率（%）	289.91	293.66	357.25	382.72
速动比率（%）	128.50	119.31	143.28	156.95
货币资金短债比（倍）	0.22	0.13	0.30	0.58
经营现金流动负债比率（%）	-1.31	24.55	27.44	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.87	0.53	0.79	-
全部债务/EBITDA（倍）	23.18	32.19	27.47	-

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（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。