

2017 年马鞍山市雨山区城市发展投资集团
有限责任公司

公司债券(第一期、第二期)
2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【345】号 01

债券简称：
第一期：17 雨山 01/17
马雨山债 01；第二期：
17 雨山 02/17 马雨山债
02

增信方式：保证担保

担保主体：中合中小企业
融资担保股份有限公
司

债券剩余规模：
第一期：5 亿元；第二期：
5 亿元

债券到期日期：
第一期：2024 年 7 月 31
日；第二期：2024 年 9
月 22 日

债券偿还方式：两期债
均按年付息，债券存续
期内第三至七个计息年
度末分别偿还发行总额
的 20%

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2017 年马鞍山市雨山区城市发展投资集团有限责任公司 公司债券（第一期、第二期）2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AAA 第二期：AAA	第一期：AAA 第二期：AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 25 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对马鞍山市雨山区城市发展投资集团有限责任公司（以下简称“雨山城投”或“公司”）及其 2017 年 7 月 31 日发行的 17 雨山 01 与 2017 年 9 月 22 日发行的 17 雨山 02 的 2019 年度跟踪评级结果为：17 雨山 01 和 17 雨山 02 信用等级均维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司营业收入继续增长，未来业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保人”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力及一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年马鞍山市实现地区生产总值 1,918.10 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.2%，为公司发展提供了良好基础。
- 公司营业收入保持增长，未来业务持续性较好。2018 年公司营业收入为 6.88 亿元，同比增长 5.31%。截至 2018 年底，公司主要在建代建项目总投资 34.60 亿元，土地整理的账面价值达 17.67 亿元，代建工程和土地整理业务未来持续性较好。
- 公司获外部支持力度较大。2018 年公司获得财政补贴 1.51 亿元，有效地提高了公司利润水平。
- 保证担保有效提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，中合担保主体

长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产以应收款项和存货为主，应收款项的应收对象主要为政府部门和国有企业，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；部分应收对象为民营企业，需关注其坏账风险；存货主要为开发成本和土地整理，变现能力较差，整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现进一步变差，面临较大的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出扩大至 8.54 亿元，表现进一步变差；截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资金额为 20.34 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，未来将面临较大的偿债压力。**截至 2018 年底，公司有息债务规模为 56.33 亿元，占负债总额的比重为 78.72%；2018 年公司利息保障倍数为 0.95，面临较大的偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保金额为 5.01 亿元，占期末所有者权益的比重为 9.02%；此外，马鞍山市金福融资担保有限公司在担保余额为 2.38 亿元，公司对外担保对象部分为民营企业，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,270,272.13	1,226,601.29	984,235.30
所有者权益	554,750.53	536,090.85	491,366.32
有息债务	563,260.70	589,623.68	359,563.68
资产负债率	56.33%	56.29%	50.08%
流动比率	6.61	9.74	4.37
营业收入	68,806.89	65,335.54	52,631.03
其他收益	15,108.22	15,538.95	0.00
营业外收入	8.13	0.00	17,293.71
利润总额	20,368.60	17,848.21	19,711.11
综合毛利率	7.30%	6.76%	8.77%
EBITDA	24,284.14	20,625.60	20,257.17
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.89	1.87
经营活动现金流净额	-85,435.43	-42,029.64	-47,325.23

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告的期初数

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保主要财务指标（亿元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	116.50	122.48	121.04
所有者权益	83.60	86.33	82.69
担保余额	1,004.98	1,088.79	869.47
准备金覆盖率	2.38%	1.95%	1.99%
融资担保放大倍数（倍）	9.54	4.33	3.71
当期担保代偿率	4.52%	3.42%	1.97%

注 1：2017 年数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2016-2017 年按《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融〔2015〕91 号），2018 年按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：中合担保 2016 和 2018 年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

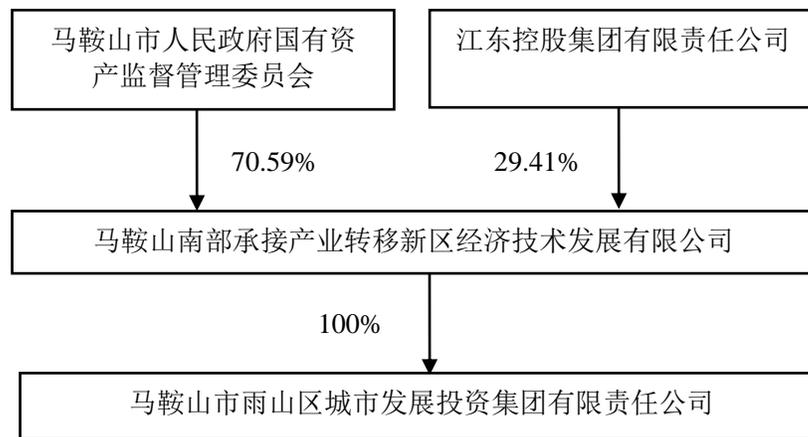
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月31日发行7年期5亿元的公司债券（第一期），并于2017年9月22日发行7年期5亿元的公司债券（第二期），第一期和第二期公司债券募集资金均计划用于智能装备标准化厂房项目、东区产城一体化项目以及补充流动资金。截至2018年12月31日，第一期和第二期公司债券募集资金专项账户余额为436.69万元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、控股股东、控股股东持股比例和实际控制人均未发生变化，公司注册资本仍为3.2亿元，控股股东仍为马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司，持股比例为100%，实际控制人仍为马鞍山市人民政府国有资产监督管理委员会。公司法定代表人于2018年9月13日由陶金变更为牛萍。

图1 截至2018年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年公司董事和监事人员发生变动，截至2018年末，公司董事为牛萍、陶蕾、沈道祥、李静、姚克才和赵骏，其中牛萍为法定代表人、董事长、总经理；公司监事为孙志华、汪小妹和周德轩，其中孙志华为监事长。

公司主要负责马鞍山市雨山区的市政基础设施建设与经营、土地开发整理等业务。截至2018年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，同上年相比无变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严

防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出

	方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)		合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年马鞍山市经济发展势头良好,作为主要推动力的固定资产投资保持快速增长

2018年马鞍山市实现地区生产总值1,918.10亿元,按可比价格计算,比上年增长8.2%,增速有所回落但仍在较高水平。2018年度,马鞍山市第一产业增加值86.85亿元,同比增长2.8%;第二产业增加值1,027.96亿元,同比增长8.6%;第三产业增加值803.29亿元,同比增长8.2%。三次产业比由2017年的4.9:56.9:38.2调整为4.5:53.6:41.9,第三产业占比有所提高。2018年,马鞍山市人均GDP为82,075.31元,高于全国平均水平。

2018年马鞍山市固定资产投资同比增长10.1%,增速较上年提高0.8个百分点,为马鞍山市经济发展的主要推动力。其中,第一产业投资同比增长15.6%,第二产业投资同比增长45.5%,第三产业投资同比下降9%;三次产业投资比重为2.2:45.1:52.7。

工业经济方面,马鞍山市全年规模以上工业增加值比上年增长9.1%。全市36个工业大类行业中,有28个行业实现增长,行业增长面为77.8%,比上年提升5.5个百分点。企业效益大幅提升,规模以上工业企业实现利税总额323.57亿元,增长28.4%。战略性新兴产业快速发展。全年战略性新兴产业产值比上年增长19.2%;其中,新能源汽车产业增长48.4%,

节能环保产业增长36.2%，高端装备制造产业增长18.8%，生物产业增长15.9%，新材料产业增长15.7%，数字创意产业增长12.5%。

市场消费方面，2018年马鞍山市社会消费品零售总额为589.95亿元，同比增长13.7%，增速较上年有所提高。

表 2 马鞍山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,918.10	8.2%	1,738.09	8.7%
第一产业增加值	86.85	2.8%	85.16	3.8%
第二产业增加值	1,027.96	8.6%	989.43	8.7%
第三产业增加值	803.29	8.2%	663.50	9.5%
固定资产投资	-	10.1%	2,255.72	9.3%
社会消费品零售总额	589.95	13.7%	529.45	12.5%
进出口总额（亿美元）	44.80	18.2%	38.05	19.3%
存款余额	2,237.05	12.2%	1,994.05	6.52%
贷款余额	1,630.41	8.5%	1,501.85	11.21%
人均 GDP（元）	82,075.31		75,503.48	
人均 GDP/全国人均 GDP	126.97%		126.56%	

注：人均 GDP=地区生产总值/地区常住人口×100%

资料来源：马鞍山市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年马鞍山市实现公共财政收入 151.02 亿元，同比增长 9.2%；同期马鞍山市公共财政支出为 226.34 亿元，同比减少 0.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 66.72%。

2018年马鞍山市雨山区经济保持较快增长

2018年雨山区预计完成地区生产总值214亿元，同比增长8.5%，增速较上年提高0.3个百分点。2018年雨山区工业经济持续发展，全区规模以上工业增加值增速预计为11%，较上年提高2个百分点；全区战略新兴产业预计同比增长22%。

2018年雨山区固定资产投资预计同比增长10%，较上年提高1个百分点。社会消费品零售总额预计为86亿元，同比增长12%，较上年降低0.5个百分点。进出口贸易方面，雨山区预计实现进出口总额0.86亿美元，同比增长27.7%，较上年提高19.6个百分点。

表 3 马鞍山市雨山区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	214	8.5%	197.50	8.2%

规模以上工业增加值	-	11%	-	9.0%
固定资产投资	-	10%	-	9.0%
社会消费品零售总额	86	12%	76.7	12.5%
进出口总额（亿美元）	0.86	27.7%	0.67	8.1%

资料来源：2017 年马鞍山市雨山区国民经济和社会发展统计公报和马鞍山市雨山区 2019 年度政府工作报告，中证鹏元整理

2018年马鞍山市雨山区实现公共财政收入10.15亿元，同比增长3.75%，其中税收收入8.00亿元，同比增长12.32%，占同期公共财政收入的比重为78.82%；同期马鞍山市雨山区公共财政支出为10.56亿元，同比减少13.97%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为96.05%。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要承担着马鞍山市雨山区内基础设施、保障性住房建设与土地开发整理等职能。随着公司对代建工程的不断投入，2018 年公司营业收入同比增长 5.51% 至 6.88 亿元；从营业收入构成来看，代建工程业务收入仍是其主要来源，2018 年公司实现代建收入 6.10 亿元，占当年营业收入的比重为 88.68%。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 7.30%，同比略有提高，主要系租赁业务盈利能力有所改善所致。2018 年公司代建工程和土地整理业务收回现金规模较小，主业回款能力较弱。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	61,016.24	6.36%	59,334.19	6.36%
土地整理收入	6,407.77	6.36%	4,636.27	6.36%
租赁收入	605.29	30.79%	639.45	-22.94%
担保费收入	329.88	92.32%	166.13	91.71%
利息收入	447.70	53.35%	559.50	60.38%
合计	68,806.89	7.30%	65,214.08	6.76%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建工程和土地整理收入保持增长，未来该等业务持续性较好，但主业回款能力较弱；若在建自营项目完工投入运营，将有助于拓宽收入来源与提升利润水平，但 2018 年末主要在建项目尚需投入规模较大，面临较大的资金压力

1、代建工程

公司作为马鞍山市雨山区主要的基础设施与安置房等项目的投融资与建设主体之一，在区域业务承接方面具备一定的垄断优势。公司代建工程业务主要由子公司马鞍山市向山

建设投资发展有限责任公司（以下简称“向山建投”）及马鞍山市滨江新区建设投资有限责任公司（以下简称“滨江建投”）负责，其中滨江建投主要承接代建中国十七冶集团有限公司（以下简称“十七冶集团”）委托工程项目，向山建投代建项目主要来源于马鞍山市雨山区人民政府。

滨江建投与十七冶集团就具体代建项目签订《工程项目委托代建合同》，合同约定代建项目建设内容，建设期间所需资金由公司自行筹措，滨江建投定期与十七冶集团进行结算，结算价款按照项目实际开发成本 \times （1+代建费率）进行确认，滨江建投按照项目结算价款确认代建工程业务收入，并相应地结转代建工程业务成本，每年年末滨江建投对当年确认的代建工程业务收入与成本进行归集。马鞍山市雨山区人民政府委托向山建投代建基础设施与安置房等项目并就具体委托代建项目签订《工程项目委托代建合同》，合同约定向山建投负责代建项目的建设，马鞍山市雨山区人民政府每年依据当年的实际投资额加成代建管理费率结算价款，向山建投依据每年结算价款确认收入。需关注的是，公司部分安置房与基础设施代建项目未按照委托代建协议按时结算，公司将该部分项目成本投入计入存货开发成本与待结算工程，此外滨江建投与十七冶集团、向山建投与马鞍山市雨山区人民政府签订的代建合同均未明确约定结算价款的具体支付时间。2018 年公司确认代建工程业务收入 6.10 亿元，毛利率为 6.36%，收入确认明细见附录二。

截至 2018 年末，公司主要在建项目均为代建工程，总投资合计 34.60 亿元，尚需投资合计 3.57 亿元，该业务持续性较好，但面临一定的资金压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
雨山区棚户区改造项目	11.70	9.43	2.27
滨江新区安置房项目	4.90	3.60	1.30
滨江九华小区安置房项目	18.00	18.27	-
合计	34.60	31.30	3.57

注1：2018年公司雨山区棚户区改造项目无新增投资；

注2：因成本上涨，滨江九华小区安置房项目已投资金额超总投资金额。

资料来源：公司提供

2、土地整理业务

土地整理业务方面，公司受马鞍山市雨山区人民政府委托实施委托地块的土地收购、整理与储备工作，马鞍山市土地发展中心负责对滨江新区土地出让金实行集中管理，待土地出让后，马鞍山市土地发展中心提取出让金中包含的土地收购整理开发成本，返还给土地整理单位。同时，还按照土地整理成本的一定比例支付公司土地整理管理费用，公司依据收到返还的开发成本及管理费确认土地整理收入，2018 年度公司收到马鞍山市土地发

展中心支付的采石镇一期核心区等土地开发的相关成本与收益，实现土地整理业务收入为 0.64 亿元，收入规模不大。截至 2018 年末，公司土地整理项目已投资 11.69 亿元，且存货中土地整理账面价值为 17.67 亿元，未来随着整理的土地实现出让，将可实现一定规模的土地整理收入，持续性较好。但需关注其收入规模受政府出让计划以及区域土地市场景气度影响较大，存在不确定性。

表 6 截至 2018 年末公司在整理的主要土地项目情况（单位：亿元）

名称	项目类型	总投资	已投资
土地整理项目	采石镇一期核心区	19.50	11.69
	采石镇一期剩余地块		

资料来源：公司提供

3、自营业务

为进一步提升公司的盈利能力与丰富业务收入来源，公司投资建设本期债券募投项目智能装备标准化厂房项目与东区产城一体化项目，同时建设马鞍山市雨山区安置房项目，智能装备标准化厂房项目与东区产城一体化项目均系公司子公司雨山经发负责建设。其中智能装备标准化厂房项目已投入运营，2018 年产生租赁收入 320.80 万元。截至 2018 年末公司自营项目建设情况如下表所示。

表 7 截至 2018 年底公司自营项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	已投资金额	尚需投资金额
智能装备标准化厂房项目	2.50	2.50	0.00
东区产城一体化项目	12.57	1.80	10.77
马鞍山市雨山区安置房项目	18.53	12.53	6.00
合计	33.60	16.83	16.77

资料来源：公司提供

公司计划将智能装备标准化厂房项目用于租赁与出售，在债券存续期间，智能装备标准化厂房项目预计可实现收入 2.46 亿元。东区产城一体化项目收入主要来自农产品电商中心出售、科技研发中心出售与创业厂房出售及酒店、公寓、商超等配套设施出售，预计可实现销售收入 17.71 亿元。公司在建的马鞍山市雨山区安置房项目，销售模式为以政府指导价格（通常低于同类商品市场价格）进行定向销售给安置户，待项目完工后，预计可实现销售收入 21.16 亿元，其中住宅销售收入为 15.97 亿元。总体看来，待智能装备标准化厂房项目、东区产城一体化项目与马鞍山市雨山区安置房项目完工投入运营或对外销售，预计可实现收入规模为 44.62 亿元，有效地拓宽了公司收入来源。但公开对外销售项目是否能达到预期，将同当地房地产市场行情景气度存在关联，存在一定不确定性。

表 8 公司马鞍山市雨山区安置房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑总面积	住宅销售面积	销售总收入	住宅销售收入
马鞍山市雨山区安置房项目	54.85	42.04	21.16	15.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司主要在建项目计划总投资合计 68.20 亿元，尚需投资合计 20.34 亿元，存在较大的资金压力。

此外公司还从事租赁、担保和贷款业务。2018 年公司实现租赁收入 605.29 万元，保持相对稳定，毛利率为 30.79%，同比大幅提高，主要系 2018 年公司对租赁业务的投入减少所致。2018 年，子公司马鞍山市金福融资担保有限公司（以下简称“金福担保”）为 31 户中小微企业提供担保 2.50 亿元，实现担保费收入 329.88 万元，同比有所增长，毛利率为 92.32%，保持在高位；截至 2018 年末，金福担保累计发生担保额 9.03 亿元，在保余额为 2.38 亿元，累计代偿 0.18 亿元；由于金福担保主要为区内中小企业提供融资担保，中小企业经营规模小、自身抗风险能力弱，金福担保融资担保业务存在一定的代偿风险。2018 年金福担保通过资金拆借业务实现利息收入 447.70 万元，同比有所减少，毛利率为 53.35%。

公司在财政补助方面获得较大外部支持

公司作为马鞍山市雨山区主要的基础设施与安置房等项目的投融资与建设主体之一，公司在财政补贴方面获得较大的外部支持。根据马鞍山市雨山区财政局的雨财【2018】280 号文件等文件，公司获得财政补贴 1.51 亿元，有效地提高了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，报告采用新会计准则编制，2017 年数据采用 2018 年审计报告的期初数。2018 年公司合并财务报表范围无变化，截至 2018 年末纳入公司合并报表的子公司仍为 8 家。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但以应收款项及存货为主，应收款项回收时间不确定，存货变现能力较弱，部分资产使用受限，资产整体流动性较弱

2018 年公司资产保持增长，期末规模为 127.03 亿元。从资产构成来看，2018 年末流

流动资产占资产总额的比重为 97.94%，仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款和存货组成。公司货币资金主要为银行存款和用于担保的保证金、定期存款，账面价值为 4.91 亿元，其中账面价值为 0.95 亿元的用于担保的保证金、定期存款使用受限。2018 年末应收票据及应收账款账面价值为 12.45 亿元，同比增长 132.48%，主要系公司新增应收马鞍山市雨山区财政局的款项所致；其中包括应收中国十七冶集团有限公司款项 8.54 亿元和应收马鞍山市雨山区财政局款项 3.92 亿元。2018 年末预付款项账面价值为 6.24 亿元，同比略有增长，主要为公司从事基础设施及安置房建设中预付的项目工程款。2018 年末公司其他应收款账面价值为 24.28 亿元，前五大的应收单位分别为马鞍山市雨山农业开发有限公司、马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司、马鞍山市海源置业发展有限公司、马鞍山市雨山区土地征迁安置事务管理局和马鞍山市雨山区财政局，应收上述对象的金额合计占期末其他应收款账面价值的比重为 82.00%，其中马鞍山市海源置业发展有限公司为民营企业，应收款项金额为 2.78 亿元，存在一定的坏账风险。总体看来，公司应收款项规模较大，占到当期资产总额的 28.92%，对公司资金形成一定占用，应收对象主要为政府部门和国有企业，回款风险不大但回款时间较不确定。随着代建工程与土地整理业务的持续推进，近年公司存货规模持续增加，截至 2018 年末账面价值为 72.30 亿元，包括开发成本 43.27 亿元、土地整理投入 17.67 亿元、待结算工程 8.42 亿元和拟开发土地 3.01 亿元。其中拟开发土地为 8 宗工业用地，合计面积为 133.55 万平方米。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	49,115.30	3.87%	56,276.40	4.59%
应收账款	124,541.73	9.80%	53,570.06	4.37%
预付款项	62,429.25	4.91%	59,986.56	4.89%
其他应收款	242,841.26	19.12%	246,022.46	20.06%
存货	722,979.66	56.92%	651,195.22	53.09%
流动资产合计	1,244,157.21	97.94%	1,208,200.69	98.50%
资产总计	1,270,272.13	100.00%	1,226,601.29	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模保持增长，但以应收款项和存货为主，应收款项回收时间不确定，部分应收对象为民营企业，需关注其坏账风险；以开发成本和土地整理为主的存货变现能力较弱，部分货币资金使用受限，整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持增长，政府补助有效地提高了公司利润水平

随着公司对代建工程的不断投入，2018 年公司实现营业收入 6.88 亿元，同比增长 5.31%。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 7.30%，同比略有提高，主要系租赁业务的毛利率有所改善所致。2018 年公司取得投资收益 5,106.66 万元，来源于理财产品的收益。2018 年公司获得政府补贴 1.51 亿元，有效地提高了利润水平。由于公司营业收入有所增长且盈利能力略有提高，利润总额同比提高至 2.04 亿元。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	68,806.89	65,335.54
投资收益	5,106.66	1,509.21
其他收益	15,108.22	15,538.95
营业利润	20,526.34	18,142.60
利润总额	20,368.60	17,848.21
综合毛利率	7.30%	6.76%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现进一步变差，2018 年末主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司代建工程和土地整理业务的现金收支。由于公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少，2018 年收现比同比降低至 0.03，主业回款能力较弱。公司收到与支付其他与经营活动有关的现金均为公司的往来款流入与流出和收到的政府补助，且 2018 年净流出规模增长，导致 2018 年经营活动现金净流出规模也有所增长。截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资金压力。

投资活动方面，随着公司赎回银行理财产品，2018 年公司投资活动现金流入规模同比显著增长，使得公司投资活动产生的现金由 2017 年的净流出转为 2018 年的净流入。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动的现金流入主要通过银行借款，筹资活动的现金流出主要用于偿付债务本息。由于 2018 年公司借款规模同比大幅减少，2018 年公司筹资活动净流入同比减少至 0.35 亿元。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.03	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	2,164.79	23,538.42
收到的其他与经营活动有关的现金	96,818.80	85,777.37
经营活动现金流入小计	98,983.59	110,815.78
购买商品、接受劳务支付的现金	38,614.82	33,770.19
支付的其他与经营活动有关的现金	144,574.67	117,801.16
经营活动现金流出小计	184,419.03	152,845.42
经营活动产生的现金流量净额	-85,435.43	-42,029.64
投资活动产生的现金流量净额	86,944.16	-117,765.45
筹资活动产生的现金流量净额	3,471.66	120,397.42
现金及现金等价物净增加额	4,980.38	-39,397.67

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，未来将面临较大的偿债压力

公司负债总额保持增长，截至 2018 年末为 71.55 亿元。从负债结构来看，2018 年末公司非流动负债占比仍较大。得益于公司利润累积，2018 年末公司所有者权益同比增长 3.48% 至 55.48 亿元。由于公司负债增长较快，2018 年末公司产权比率略有增长至 128.98%，净资产对负债总额的保障程度仍较低。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	715,521.59	690,510.44
其中：流动负债	188,312.12	123,984.26
非流动负债	527,209.48	566,526.18
所有者权益	554,750.53	536,090.85
产权比率	128.98%	128.80%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。2018 年末公司短期借款余额 1.20 亿元，为新增的质押借款 0.80 亿元和保证借款 0.40 亿元。2018 年末公司应付票据及应付账款账面余额为 3.16 亿元，同比略有增长，主要为应付的工程款。2018 年末公司其他应付款账面余额为 5.88 亿元，同比略有增长，主要为应付马鞍山市雨山徽银城镇化一号基金、马鞍山中联房地产开发有限责任公司、马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司等公司的往来款。公司一年内到期的非

流动负债账面余额为 7.85 亿元，同比显著增长。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债组成。2018 年末公司长期借款账面余额为 31.63 亿元，主要包括质押+保证借款 18.85 亿元、保证借款 6.84 亿元、信用借款 4.60 亿元。应付债券为本期债券和滨江建投发行的“马鞍山市滨江新区建设投资有限公司非公开发行 2017 年公司债券（第一期）”，债券本金合计 12 亿元。截至 2018 年末，其他非流动负债规模为 9.09 亿元，包括中国农发重点建设基金有限公司提供的项目贷款与马鞍山南部承接产业转移新区经济发展公司的借款。截至 2018 年底，公司有息债务规模为 56.33 亿元，同比减少 4.47%。从有息债务的偿还期限看，公司有息债务以长期债务为主，未来将面临较大的长期偿付压力。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,000.00	1.68%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	31,563.12	4.41%	31,308.46	4.53%
其他应付款	58,827.11	8.22%	57,255.94	8.29%
一年内到期的非流动负债	78,531.70	10.98%	23,097.50	3.34%
流动负债合计	188,312.12	26.32%	123,984.26	17.96%
长期借款	316,292.50	44.20%	335,642.50	48.61%
应付债券	120,000.00	16.77%	120,000.00	17.38%
其他非流动负债	90,916.98	12.71%	110,883.68	16.06%
非流动负债合计	527,209.48	73.68%	566,526.18	82.04%
负债合计	715,521.59	100.00%	690,510.44	100.00%
其中：有息债务	563,260.70	78.72%	589,623.68	85.39%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标看，2018 年末公司资产负债率为 56.33%。由于公司流动负债增长幅度较大，公司流动比率同比有所降低至 6.61，需注意的是，公司流动资产以存货为主，存货中开发成本和土地整理的变现能力较弱，一定程度上削弱了短期偿债能力。由于公司利润总额同比有所提高，2018 年公司 EBITDA 同比增长 17.74% 至 2.43 亿元，利息保障倍数同比略有提高至 0.95，但 EBITDA 对债券本息的保障能力仍较弱。2018 年末公司有息债务系其当年 EBITDA 的比值虽同比降至 23.19，但偿债能力指标仍较弱，面临较大的偿债压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	56.33%	56.29%
流动比率	6.61	9.74

速动比率	2.77	4.49
EBITDA（万元）	24,284.14	20,625.60
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.89
有息债务/EBITDA	23.19	28.59

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

中合担保成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元。2016年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本人民币20.50亿元，由海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司分别出资认购19.10亿股、0.80亿股和0.60亿股。截至2019年4月30日，中合担保注册资本为71.76亿元，第一大股东为海航科技，持股比例为26.62%；海航科技与第三大股东海航资本集团有限公司作为关联方，合计持有中合担保43.34%的股权。中合担保无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。

表 15 截至 2019 年 4 月 30 日中合担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例
海航科技股份有限公司	191,040.00	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%
合计	717,640.00	100.00%

资料来源：中合担保提供

中合担保主要从事债券担保、银行贷款担保等融资担保、非融资担保、自有资金投资、投资管理、投资咨询等业务，营业收入主要来源于担保业务和投资业务。受投资收益下降

的影响，2018年中合担保实现营业收入11.57亿元，同比下降25.16%。2018年中合担保扣除分出保费后的已赚保费8.31亿元，同比增长3.24%。中合担保投资收益主要来源于可供出售金融资产和以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产。受投资资产结构调整和市场行情波动影响，2018年中合担保投资收益大幅下滑，实现投资收益（含公允价值变动收益）2.28亿元，同比下降64.37%。受融资担保放大倍数接近监管上限影响，中合担保的担保业务发展明显放缓，2018年当期担保增加额89.26亿元，同比下降75.41%；期末担保余额为1,004.98亿元，同比下降7.70%；期末融资担保责任余额为810.97亿元，融资担保放大倍数为9.54倍。

截至2018年12月31日，中合担保资产总额为116.50亿元，所有者权益合计83.60亿元；2018年度，中合担保实现营业收入11.57亿元，利润总额1.14亿元。

表 16 中合担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	116.50	122.48	121.04
所有者权益合计	83.60	86.33	82.69
现金类资产	21.60	29.47	36.20
营业收入	11.57	15.46	14.63
已赚保费	8.58	8.31	7.82
投资收益	4.83	5.89	4.79
公允价值变动损益	-2.55	0.51	1.11
利润总额	1.14	8.09	6.89
净资产收益率	0.84%	7.24%	7.52%
担保余额	1,004.98	1,088.79	869.47
融资担保责任余额	810.97	373.65	306.80
当期担保增加额	89.26	362.99	586.67
拨备覆盖率	180.11%	243.72%	370.37%
准备金覆盖率	2.38%	1.95%	1.99%
融资担保放大倍数（倍）	9.54	4.33	3.71
当期担保代偿率	4.52%	3.42%	1.97%
累计代偿回收率	26.72%	19.75%	18.87%

注 1：2017 年数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2016-2017 年按《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融〔2015〕91 号），2018 年按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：中合担保 2016 和 2018 年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为5.01亿元，占期末所有者权益的比重为9.02%。此外，马鞍山市金福融资担保有限公司在担保余额为2.38亿元，公司对外担保对象部分为民营企业，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额
马鞍山市乐马文化旅游投资发展有限公司	国有企业	6,000.00
马鞍山市雨山农业开发有限公司	国有企业	35,000.00
马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司	国有企业	6,000.00
马鞍山市星辉金属材料工贸有限责任公司	民营企业	2,330.00
马鞍山市信盛实业有限公司	民营企业	720.00
合计	-	50,050.00

资料来源：公司 2018 年审计报告

八、评级结论

跟踪期内，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年公司营业收入为 6.88 亿元，保持增长；2018 年末公司主要在建代建项目总投资规模较大，土地整理的账面价值达 17.67 亿元，代建工程和土地整理业务未来持续性较好。公司继续获得较大力度的外部支持。同时，中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到，截至 2018 年末，公司资产以应收款项和存货为主，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；以开发成本和土地整理为主的存货变现能力较差，整体流动性较弱。公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金支出压力；截至 2018 年末，公司有息债务规模较大，偿债能力指标

较弱，面临较大的偿债压力；公司面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持 17 雨山 01 和 17 雨山 02 信用等级为 AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	49,115.30	56,276.40	129,232.60
其他应收款	242,841.26	246,022.46	172,487.00
存货	722,979.66	651,195.22	528,160.45
总资产	1,270,272.13	1,226,601.29	984,235.30
短期借款	12,000.00	0.00	14,250.00
其他应付款	58,827.11	57,255.94	97,652.40
一年内到期的非流动负债	78,531.70	23,097.50	7,160.00
长期借款	316,292.50	335,642.50	162,920.00
应付债券	120,000.00	120,000.00	0.00
总负债	715,521.59	690,510.44	492,868.98
有息债务	563,260.70	589,623.68	359,563.68
所有者权益	554,750.53	536,090.85	491,366.32
营业收入	68,806.89	65,335.54	52,631.03
营业利润	20,526.34	18,142.60	2,448.52
营业外收入	8.13	0.00	17,293.71
利润总额	20,368.60	17,848.21	19,711.11
经营活动产生的现金流量净额	-85,435.43	-42,029.64	-47,325.23
投资活动产生的现金流量净额	86,944.16	-117,765.45	-99,195.75
筹资活动产生的现金流量净额	3,471.66	120,397.42	167,783.68
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	7.30%	6.76%	8.77%
收现比	0.03	0.36	0.16
产权比率	128.98%	128.80%	100.31%
资产负债率	56.33%	56.29%	50.08%
流动比率	6.61	9.74	4.37
速动比率	2.77	4.49	1.99
EBITDA（万元）	24,284.14	20,625.60	20,257.17
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.89	1.87
有息债务/EBITDA	23.19	28.59	17.75

注：2017年数据采用2018年审计报告的期初数

资料来源：公司2016年、2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2018年公司代建工程业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本
滨江新区安置房项目	19,231.22	18,007.42
向山小学北侧地块	11,154.42	10,444.59
创新路（规划三号路）	5,059.57	4,737.60
滨江新区廉租房项目	4,030.45	3,773.97
南部入口地块	3,399.01	3,182.71
绿化工程	2,433.23	2,278.39
零星工程	2,092.23	1,959.09
雨翠路	1,746.46	1,635.32
新庄路（华山南路）	1,425.31	1,334.61
纬六路（永兴路）	996.95	933.51
自来水工程	863.64	808.68
牛渚路项目	735.33	688.54
棚户区项目	728.26	681.92
黄山路项目	661.24	619.16
转水路	544.03	509.41
滨江新区安置房二期项目	541.72	507.25
纬五路（永庆路）	516.94	484.05
土地整理	424.05	397.07
祈福路项目	419.79	393.07
千村整治锁库安置点（锁库新村）	405.99	380.16
向阳路	371.78	348.12
千村整治向阳安置点（郎甸）	367.64	344.24
九华寺广场项目	360.39	337.46
便道工程	348.74	326.55
棚户区剩余地块	342.30	320.51
经三路（雨翠路）	283.55	265.51
陶村土地增减挂	230.78	216.09
桥梁工程	158.45	148.37
电力工程	147.59	138.20
小甸塘项目	142.81	133.72
向山农贸市场	130.63	122.31
纬一路（永佳路）	100.24	93.86
汽零园	96.62	90.47
围墙工程	95.35	89.28

南山矿医院周边城中村改造项目	94.08	88.09
安置房项目（向阳嘉苑）	61.45	57.53
天河路	57.24	53.60
镇老卫生院（镇新办公楼）改造	41.05	38.43
南山路项目	31.52	29.52
工矿废弃地复垦	24.16	22.62
路灯工程	22.63	21.19
向濮路	22.35	20.92
松材线虫病疫木除害基地异地重建项目	18	16.86
开心农场内部道路建设工程	16.00	14.98
石山公园项目	13.55	12.69
向山教堂	13.10	12.27
山东峴环保搬迁	4.25	3.98
南庄村土地复垦项目	3.07	2.87
西部入口	1.99	1.86
杨庄路	1.22	1.14
向山路项目	1.07	1.00
北山社区	1.07	1.00
南山农贸市场	0.84	0.79
垃圾集散地工程	0.66	0.62
沙池路	0.11	0.10
峴山路	0.11	0.10
合计	61,016.24	57,133.39

资料来源：公司提供

附录三 截至2018年末纳入公司合并范围的子公司(单位:万元、%)

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
马鞍山市金福融资担保有限公司	21,053.00	64.02	融资担保
马鞍山雨山经济开发区经济发展有限公司	10,000.00	100.00	房地产开发
马鞍山市向山建设投资发展有限责任公司	5,700.00	100.00	基础设施建设、土地整理
马鞍山市滨江新区建设投资有限公司	18,000.00	100.00	基础设施建设、土地整理
马鞍山市雨山土地开发投资有限责任公司	20,000.00	100.00	土地开发
马鞍山市雨山区市场建设管理有限责任公司	10,000.00	100.00	市场管理
马鞍山市雨山文化旅游建设投资有限公司	10,000.00	100.00	旅游基础设施建设
马鞍山市雨山高新技术创业服务有限公司	10,000.00	100.00	对高新技术企业的创业服务

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ ¹
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据及应付账款中的有息部分+其他应付款中的有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债

¹ 2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数计算公式为 EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。