

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)
2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【619】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 罗力
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
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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）2020 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	2020 年 06 月 29 日	2019 年 06 月 25 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、2017 年 9 月 22 日发行的 17 雨山 02 的 2020 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：马鞍山市经济保持增长，雨山区区位优势明显，招商引资情况良好，为公司发展提供良好外部环境，公司主业经营收入继续提高，新增自营项目拓宽了公司业务规模，未来持续性较好，雨山区政府继续给予公司大力支持，且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了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现欠佳，面临较大的项目建设资金压力，偿债压力加大以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 马鞍山市经济保持增长，雨山区区位优势明显，招商引资情况良好，为公司发展提供了良好外部环境。马鞍山市以钢铁等传统主导产业为基础，新兴产业增速明显，推动其 2019 年实现地区生产总值 2,111.10 亿元，同比增长 8.0%，其中战略新兴产业产值同比增长 17.0%；雨山区多个重大项目签约投资，推动其 2019 年实现地区生产总值 213.53 亿元，同比增长 7.0%，规模以上工业增加值增长率 15.5%，为公司发展提供了良好的外部环境。

- **公司主业经营收入继续提高,新增自营项目拓宽了公司业务规模,未来持续性较好。**公司主要承担马鞍山市雨山区内基础设施、保障性住房建设等职能,2019年营业收入和利润总额分别为7.27亿元和1.77亿元。截至2019年末,公司主要在建代建、自营项目计划总投资50.77亿元,未来业务持续性较好。
- **雨山区政府给予公司大力支持,增强了公司资本实力。**2019年,雨山区财政局和马鞍山市雨山区人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“雨山区国资委”)注入货币资金、农贸市场、商业用房等资产合计8.20亿元;且公司当年获得1.50亿元财政补贴。
- **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。**公司资产以应收款项及存货为主,2019年末公司应收款项及存货占总资产比重为83.37%,应收款项回收时间和规模不确定,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。
- **项目建设面临较大资金压力。**2019年公司收现比为0.70,主业回款能力仍欠佳,截至2019年末,公司主要代建工程及自营项目尚需投资合计22.97亿元,经营活动现金流难以覆盖项目建设支出,未来存在较大资金压力。
- **公司有息债务规模较大,未来偿债压力加大。**随着融资规模增加,2019年末公司有息债务增至62.80亿元,占期末负债总额的74.61%,现金短期债务比降至0.81,2019年EBITDA利息保障倍数降至0.67,未来偿债压力加大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2019年末,公司对外担保金额合计8.99亿元,占期末所有者权益的比重为13.85%;此外,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”)主要为区内中小企业提供融资担保;公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标(单位:万元)

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,490,634.40	1,270,272.13	1,226,601.29
所有者权益	648,960.40	554,750.53	536,090.85
有息债务	627,964.48	611,087.68	593,193.68

资产负债率	56.46%	56.33%	56.29%
现金短期债务比	0.81	0.98	6.08
营业收入	72,725.41	68,806.89	65,335.54
其他收益	15,162.89	15,108.22	15,538.95
利润总额	17,693.11	20,368.60	17,848.21
综合毛利率	7.58%	7.30%	6.76%
EBITDA	29,649.27	24,284.14	20,625.60
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.82	0.48
经营活动现金流净额	17,656.64	-85,435.43	-42,029.64
收现比	0.70	0.03	0.36

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	101.94	116.50	122.48
所有者权益合计	80.79	83.60	86.33
担保余额	837.04	1,004.98	1,088.79
融资担保责任余额	681.45	810.97	373.65
当期担保增加净额	39.46	89.26	362.99
准备金覆盖率	3.44%	2.38%	1.95%
融资担保放大倍数（倍）	8.28	9.54	4.33
当期担保代偿率	8.15%	4.52%	3.42%

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）计算，自2018年起按《融资担保公司监督管理条例》及其配套制度计算。

资料来源：中合担保2018-2019年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

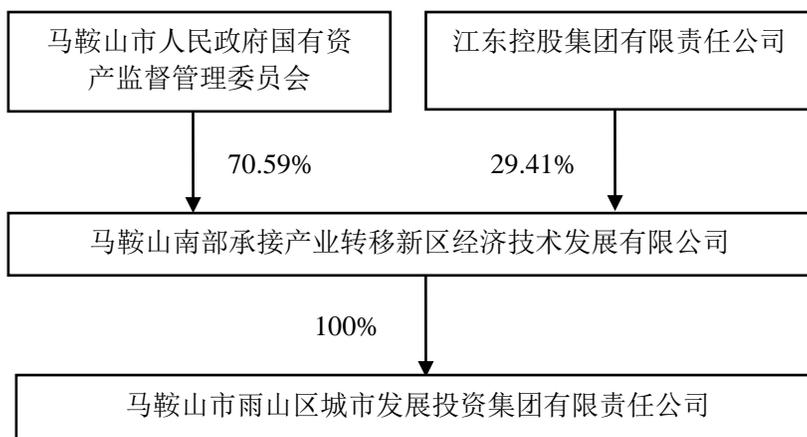
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月31日发行7年期5亿元公司债券（第一期），并于2017年9月22日发行7年期5亿元公司债券（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2020年5月28日，本期债券募集资金专项账户余额为10.23万元。

二、发行主体概况

2019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。

图1 截至2019年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

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，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，同时承担了部分市场化项目的建设及运营工作。

2019年雨山区国资委将公司持有的马鞍山市雨山高新技术创业服务有限公司（以下简称“高新技术公司”）51.00%股权无偿划出。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共7家。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因	不再纳入合并报表的年份
马鞍山市雨山高新技术创业服务有限公司	49.00%	10,000.00	对高新技术企业的创业服务；创业投资业务咨询等。	持股比例减少	2019 年

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，

优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工

作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

马鞍山市以钢铁等传统主导产业为基础，新兴主导产业增速明显，逐步形成多元经济环境，2019年经济保持较快增长，但固定资产投资增速有所放缓

2019年马鞍山市实现地区生产总值2,111.10亿元，按可比价计算，比上年增长8.0%，增速略有回落但仍在较高水平。2019年度，马鞍山市第一产业增加值94.1亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值1,033.3亿元，同比增长9.6%；第三产业增加值983.6亿元，同比增长6.6%。三次产业比由2018年的4.5:53.6:41.9调整为4.5:48.9:46.6，第三产业占比继续提高。2019年马鞍山市人均GDP为89,411.27元，是全国平均水平的1.26倍。

工业经济方面，马鞍山市全年规模以上工业增加值同比增长9.1%，仍保持较高水平；全市36个工业大类行业中，有31个行业实现增长，行业增长面为86.1%，比上年提升8.3个百分点。马鞍山市的传统主导产业仍然是钢铁及机械制造、轻化及建材、食品加工、电力等产业；同时“3+5”新兴主导产业快速发展，其中，节能环保产业增长33.0%、高端装备制造产业增长17.1%，新一代信息技术产业增长4.9%。根据2019年发布的《关于加快推进全市主导产业优化升级的意见》，马鞍山市未来将从优化升级传统主导产业、聚力推进新兴主导产业发展、加快发展现代服务业、积极培育接续（未来）产业四个层面加快构建现代产业体系。到2025年，力争现有传统主导产业产值占规模以上工业总产值60%左右，新兴主导产业产值占规模以上工业总产值比重35%左右，现代服务业占服务业比重超过60%。

2019年马鞍山市固定资产投资同比增长5.9%，受一、三产业投资下降的影响，固定资产投资增速较上年减少4.2个百分点；其中，第一产业投资下降25.9%，第二产业投资增长14.4%，第三产业投资下降0.2%。2019年马鞍山市实施重点项目694个，完成投资1,226.6亿元，奥克斯智能家电产业园一期等102个项目竣工投产。

马鞍山市消费品市场仍保持较高增速，对经济增长形成较好支撑，2019年社会消费品零售总额为658.90亿元，同比增长11.7%；全市全年实现外贸进出口总额52.1亿美元，比上年增长16.3%；年末全市金融机构本外币存款余额2,467.92亿元，同比增长10.32%，贷款余额1,845.68亿元，增速较上年增加4.64个百分点至13.20%。

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	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,111.0	8.0%	1,918.10	8.2%
第一产业增加值	94.1	3.2%	86.85	2.8%
第二产业增加值	1,033.3	9.6%	1,027.96	8.6%
第三产业增加值	983.6	6.6%	803.29	8.2%
工业增加值	-	-	-	-
固定资产投资	-	5.9%	-	10.1%
社会消费品零售总额	658.90	11.7%	589.95	13.7%
进出口总额（亿美元）	52.1	16.3%	44.80	18.2%
存款余额	2,467.92	10.32%	2,237.05	12.19%
贷款余额	1,845.68	13.20%	1,630.41	8.56%
人均 GDP（元）	89,411.27		82,075.31	
人均 GDP/全国人均 GDP	126.12%		126.97%	

注：①存款余额增长率=（当年末存款余额-上年末存款余额）/上年末存款余额；②贷款余额增长率=（当年末贷款余额-上年末贷款余额）/上年末贷款余额；③人均 GDP=地区生产总值/地区常住人口×100%；④表中“-”系未公开披露相关数据。

资料来源：2018-2019 年马鞍山市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年马鞍山市实现公共财政收入158.35亿元，同比增长4.85%；同期马鞍山市公共财政支出为253.91亿元，同比增长12.08%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为62.36%。

马鞍山市雨山区交通便利，区位优势明显，是马鞍山市主城区之一，区内招商引资情况良好

马鞍山市雨山区是马鞍山市主城区之一，区内下辖马鞍山市重要的企事业单位，包括马钢集团、中冶华天、中钢天源、安徽工业大学（新校区）、河海大学文天学院、安徽冶金科技学院与马鞍山高等师范专科学校等，区位优势较为明显。

2019年马鞍山市雨山区完成地区生产总值213.53亿元，同比增长7.0%。从三次产业结构来看，第三产业在雨山区占据主导地位，但第三产业增加值增速有所放缓，随着雨山区注重招商引资工作并取得进展，第二产业增加值增速在三次产业结构中处于领先地位。

雨山区工业仍保持快速发展，2019年规模以上工业增加值增长率达15.5%。招商引资方面，为加强与长三角城市合作，雨山区组建南京、昆山、宁波三个招商联络处，与上海万石集团联合招商。2019年，双世界500强日本伊藤忠丸红装配式型钢支撑、东莞厚威自动化包装材料等32个亿元以上项目成功签约，总投资突破50亿元的万石产业园项目当年签约、开工、封顶，并已有国塑机械、优瑞玛特合心等6个长三角及欧洲地区高端制造

项目签约入驻。雨山区未来拟聚力发展高端装备制造和新一代信息技术两大主导产业，以实现整体规模实力进一步提升。2019年全区战略新兴产业实现产值同比增长9.1%。

近年雨山区聚焦重点项目建设，2019年固定资产投资增速14.2%，继续提升。2019年总投资50亿元的万石中欧国际智造产业园、总投资20亿元的飞马智科智能装备及大数据产业园、总投资20亿元的中钢新能源汽车零部件及动力电池前驱体、总投资15亿元的纳百川汽车动力热交换系统制造、总投资10亿元的音飞智能储存设备等重大项目相继开工建设。

消费方面，雨山区2019年实现社会消费品零售总额97.71亿元，增速为12.4%。雨山区对外贸易规模不大，2019年实现进出口贸易总额0.88亿美元，同比增长3.3%。

表3 雨山区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	213.53	7.0%	219.15	8.0%
第一产业增加值	2.39	2.5%	2.24	0.5%
第二产业增加值	58.04	11.5%	65.80	12.3%
第三产业增加值	153.10	5.2%	151.12	6.4%
规模以上工业增加值	-	15.5%	-	16.1%
固定资产投资	-	14.2%	-	11.7%
社会消费品零售总额	97.71	12.4%	86.96	13.5%
进出口总额（亿美元）	0.88	3.3%	0.86	33.6%
人均GDP（元）	82,223.69		84,111.50	
人均GDP/全国人均GDP	115.98%		130.11%	

注：①人均GDP=地区生产总值/年末户籍人口×100%；②表中“-”系未公开披露相关数据。
 资料来源：2018-2019年雨山区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年雨山区实现公共财政收入10.53亿元，同比增长3.80%；同期雨山区公共财政支出为11.50亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为91.57%。

四、经营与竞争

公司是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，近年主营业务来自工程代建，包括项目建设以及土地整理两个方面。2019年，由于采石5A风景区规划调整，采石镇原整理土地项目纳入风景区范围，故公司不再经营相应地块土地整理业务，2019年未产生相应收入。同时公司还从事租赁、担保、贷款、金融服务等其他业务，此类业务收入规模较小。随着代建工程收入增加，2019年公司实现营业收入7.27亿

元，同比增长5.69%。毛利率方面，因部分项目成本上涨，2019年公司代建工程业务毛利率小幅下降至6.13%，得益于租赁、贷款和其他业务利润率提升，2019年公司综合毛利率稳中有升，但总体毛利率水平一般。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	70,653.11	6.13%	61,016.24	6.36%
土地整理收入	0.00	-	6,407.77	6.36%
租赁收入	1,189.13	68.69%	605.29	30.79%
担保费收入	203.83	-121.74%	329.88	92.32%
利息收入	533.73	100.00%	447.70	53.35%
其他收入	145.61	57.24%	0.00	-
合计	72,725.41	7.58%	68,806.89	7.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建业务具有区域垄断优势，收入持续增长，但主业回款能力较弱；因规划调整，公司未来不再经营采石核心区和剩余地块的土地整理业务

公司主要承担马鞍山市雨山区内基础设施、保障性住房建设等职能，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滨江新区建设投资有限公司（以下简称“滨江建投”）及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”）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。

表5 公司工程项目委托代建合同主体及主要条款情况

受托方	委托方	投资收益率	回款安排
滨江建投	十七冶集团	代建回购金额=项目总投资成本×(1+费率)，初步代建管理费率为3%，如遇物价上涨等因素可协商调整。	每年根据双方确认的完成投资额结算代建回购金额。
向山建投	马鞍山市雨山区人民政府		

资料来源：公司提供

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。

2019 年，公司确认代建工程业务收入 7.07 亿元收入（收入确认明细见附录二），因部分项目成本上涨，2019 年毛利率较上年下降至 6.13%。截至 2019 年末，公司主要在代建

建项目为雨山区滨江新区安置房项目，总投资合计 4.90 亿元，已投资 3.80 亿元，尚需投资 1.10 亿元；此外，公司经营其他零星工程。截至 2019 年末，公司存货中待结算工程账面价值合计 6.44 亿元；另有已完工的代建项目滨江九华小区安置房项目和雨山区棚户改造一期项目计入开发成本，余额分别为 15.61 亿元和 9.43 亿元，待后续结算，预计可对公司代建工程业务收入提供稳定来源。

表 6 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

运营主体	项目名称	项目总投资	项目已投资	是否签订代建协议
滨江建投	雨山区滨江新区安置房项目	49,000.00	38,048.44	是
合计		49,000.00	38,048.44	

资料来源：公司提供

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。公司自 2016 年经营该业务以来累计实现收入 1.32 亿元。2019 年因采石 5A 风景区规划调整，公司采石镇一期核心区、剩余地块纳入风景区范围，公司不再经营上述地块土地整理业务。故 2019 年公司无新增土地整理投资，未产生相应收入。后续成本回收来自马鞍山市雨山区人民政府回款，具体回款时间及相应金额不确定。

公司自营业务丰富了收入来源，但目前整体业绩贡献有限，自营项目建设面临较大资金缺口，智能装备标准化厂房建设项目租赁收入暂未达预期，业务后续收益尚待观察

为进一步提升公司的盈利能力与丰富业务收入来源，公司近年来投资建设智能装备标准化厂房项目、东区产城一体化项目等自营项目，其中，智能装备标准化厂房建设项目、东区产城一体化项目以及长三角一体化雨山区三台产业集聚区一期工程项目（以下简称“长三角一体化产业集聚区一期工程”）均由公司子公司雨山经发负责建设。智能装备标准化厂房建设项目已于 2018 年投入运营，2019 年实现租赁收入 351.54 万元，暂未达预期。截至 2019 年末公司自营项目建设情况如下表所示。

表 7 截至 2019 年末公司主要自营项目建设情况（单位：亿元）

运营主体	项目名称	总投资金额	已投资金额	尚需投资金额
雨山经发	智能装备标准化厂房建设项目	2.50	2.50	0.00
	东区产城一体化项目	12.57	2.80	9.77
	长三角一体化产业集聚区一期工程	12.27	0.09	8.87
滨江建投	马鞍山市雨山区安置房项目	18.53	15.30	3.23
合计		45.87	20.69	21.87

资料来源：公司提供

智能装备标准化厂房建设项目位于雨山经济开发区东区，公司计划将其用于租赁与出售。东区产城一体化项目建设内容包括农产品电商中心、科技研发中、创业厂房以及商超、公寓等附属设施，项目建成后均拟用于出售。长三角一体化产业集聚区一期项目位于马鞍山市雨山经济开发区三台创业园区内，系公司 2019 年新增项目。项目主要包括标准化厂房、研发办公楼、中小企业孵化器、仓库、人才公寓等主体工程以及室外配套工程，建设总投资 12.27 亿元。标准化厂房、研发办公楼、服务中心、人才公寓、钢贸交易中心等建成后拟出租给入驻园区的企业，部分自建厂房用于出售，预计未来可产生经营收入合计 19.87 亿元，分 14 年运营期实现。

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，待东区产城一体化项目、长三角一体化产业集聚区一期工程及马鞍山市雨山区安置房项目完工投入运营或对外销售，预计拓宽公司的收入来源。但公开对外销售项目是否能达到预期，将同当地经济发展、招商引资情况以及房地产市场行情存在关联，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	预计销售总收入	预计住宅销售收入
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 2019 年末，公司自营项目计划总投资合计 45.87 亿元，尚需投资 21.87 亿元，存在较大资金压力。

公司担保、贷款及其他业务对收入规模提升有限，担保业务存在一定的代偿风险

公司担保、贷款业务主要由子公司金福担保负责。金福担保主要从事马鞍山市雨山区内中小企业融资担保业务及资金拆借业务，其中资金拆借业务主要系公司利用自有资金进行拆借，收取借款利息，2019 年金福担保实现利息收入 533.73 万元，毛利率为 100.00%。

担保业务方面，2019 年实现担保费收入 203.83 万元，毛利率较上年大幅减少至-121.74%，主要系金福担保新增代偿所致。

金福担保自 2015 年起参与“新型银政担 4321”担保模式，对小微企业单户在保余额 500 万以下的企业提供风险补偿，其中担保公司承担 40%，中央和省财政代偿补偿专项资金承担 30%，银证担合作风险试点银行承担 20%，所在地本级财政分担 10%。截至 2019 年末，金福担保累计发生担保额 10.85 亿元，累计担保户数 363 户，累计担保笔数 440 笔，在保余额为 2.71 亿元，在保户数为 34 户，累计代偿户数 7 户，累计代偿金额 0.22 亿元；其中，2019 年新增 1 笔 393.7 万元代偿（系马鞍山市金马建筑安装工程有限公司贷款违约所致）。

表 9 金福担保的担保业务经营情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
当年担保费收入	203.83	329.88
当年提取担保赔偿准备金	256.42	515.87
当年提取一般风险准备	10.97	10.97
期末担保余额	27,142	23,785
担保放大倍数	1.59	1.57
金福担保公司期末净资产	22,069.45	21,835.84
累计担保户数	363	336
累积担保笔数	440	403
累计担保额	108,513	90,269
累积代偿笔数	8	7
累计代偿金额	2,202	1,891
当年担保代偿率	2.64%	3.49%

资料来源：公司提供

总体来看，金福担保对公司主营业务收入规模提升有限，且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。

此外公司还从事租赁等其他业务。2019 年公司实现租赁收入 1,189.13 万元，同比增长 96.46%，毛利率大幅增至 68.69%，较上年提高 37.9 个百分点。

雨山区政府给予公司大力支持，增强了公司资本实力

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一，2019 年公司持续获得雨山区政府给予的在资产及业务方面的大力支持。2019 年，雨山区财政局拨入 3.22 亿元资金，计入资本公积；雨山区国资委将马鞍山市雨山农业开发有限公司

（以下简称“雨山农开”）48.72%股权、万家花园农贸市场、滨江新区安置房一期 37 套商业用房以及金福花园菜市场无偿划转给公司，合计增加资本公积 4.99 亿元，相关房屋所有权属证明均正在办理中。此外，公司当年获得合计 1.50 亿元财政补贴。2019 年 12 月，公司无偿划转高新技术公司 51.00% 股权至雨山区国资委，减少资本公积 4,490.00 万元。

表 10 公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

资本公积			
时间	资产名称	金额	政府文件
2019 年	货币资金	32,196.00	雨财[2020]264 号
2019 年	雨山农开 48.72% 股份	19,866.61	雨国资[2019]2 号
2019 年	万家花园农贸市场、商业用房	22,962.21	雨国资[2019]5 号
2019 年	金福花园菜市场	7,023.94	雨国资[2019]6 号
财政补贴			
时间	补贴金额	政府文件	
2019 年	12,000.00	雨财[2020]264 号	
2019 年	3,000.00	雨财[2020]265 号	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司减少1家二级子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的二级子公司共7家。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但仍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，资产流动性较弱

随着经营发展，2019年公司资产保持增长，期末规模为149.06亿元，同比增长17.35%。其中流动资产占比94.09%。

2019年末公司货币资金为7.28亿元，其中9,535.00万元系银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款，使用受限。2019年末公司应收账款同比增长19.47%至14.88亿元，主要包括应收中国十七冶集团有限公司9.15亿元和马鞍山市雨山区财政局4.85亿元。

2019年公司其他应收款规模持续扩大，2019年末账面价值为37.46亿元，同比增长54.24%，主要系应收马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司往来款大幅增加所致。前五大应收对象金额合计占其他应收款账面价值77.68%，集中度较上年有所下降，具体包括应收马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司10.79亿元、马鞍山市雨山农业开发有限公司10.19亿元、马鞍山市雨山区土地和房屋征收管理局2.98亿元、马鞍山市海源置业发展有限公司2.78亿元和马鞍山市雨山区财政局2.35亿元。其中，马鞍山市海源置业发展有限公司为民营企业，存在一定的坏账风险。2019年末预付款项账面价值为7.48亿元，同比增长19.85%。总体来看，公司应收款项规模较大，占当期资产总额的35.11%，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，回款时间较不确定。随着基础设施建设等项目结算，2019年公司存货规模略有减少至71.94亿元，包括开发成本44.45亿元、土地整理投入18.05亿元、待结算工程6.44亿元以及拟开发土地3.01亿元。其中，开发成本主要包括15.61亿元滨江九华小区安置房项目、15.30亿元雨山区安置房项目、9.43亿元雨山区棚户改造一期项目以及2.59亿元滨江新区安置房等项目投入；拟开发土地为8宗工业用地，土地性质均为划拨地，合计面积为133.55万平方米。

2019年末公司可供出售金融资产账面余额2.89亿元，主要系对马鞍山基石智能制造产业基金、马鞍山市雨山徽银城镇化一号基金（有限合伙）等投资。2019年末公司长期股权投资余额为2.67亿元，主要系新增对雨山农开、高新技术公司和安徽祥云科技有限公司投资所致。2019年公司新增投资性房地产3.00亿元，系雨山区国资委无偿划入万家花园农贸市场、滨江新区安置房一期37套商业用房以及金福花园菜市场所致，相关房屋所有权属证明均正在办理中。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	72,771.78	4.88%	49,115.30	3.87%
应收账款	148,784.51	9.98%	124,541.73	9.80%
预付款项	74,822.62	5.02%	62,429.25	4.91%
其他应收款	374,570.19	25.13%	242,841.26	19.12%
存货	719,416.43	48.26%	722,979.66	56.92%
流动资产合计	1,402,576.52	94.09%	1,244,157.21	97.94%
可供出售金融资产	28,934.58	1.94%	24,734.58	1.95%
长期股权投资	26,727.23	1.79%	0.00	0.00%
投资性房地产	29,986.15	2.01%	0.00	0.00%
非流动资产合计	88,057.88	5.91%	26,114.91	2.06%

资产总计	1,490,634.40	100.00%	1,270,272.13	100.00%
-------------	---------------------	----------------	---------------------	----------------

资料来源：公司 2018-2019 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，2019 年末公司应收款项及存货占总资产比重为 83.37%，应收款项回收时间和规模不确定，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

公司营业收入及毛利率保持增长，但利润较依赖政府补助

随着工程项目的推进及确认收入，2019年公司实现营业收入7.27亿元，同比增长5.69%，综合毛利率小幅提高至7.58%，主要系租赁、贷款等其他业务规模及盈利能力提升所致。2019年公司获得政府补助1.50亿元、中小企业发展专项补助和国家小微企业业务降费奖补分别为75.96万元和86.93万元，提升了公司利润水平。公司投资收益主要为银行理财产品收益，其中2019年投资收益减少主要系购买理财产品规模下降所致。受投资收益下降影响，2019年利润总额降至1.77亿元。

总体来看，公司营业收入及毛利率均保持增长，但主业盈利能力不强，利润主要来自政府补助，且利润水平随投资收益同步波动；未来自营项目完工投入经营有助于拓宽公司收入来源，但收入能否达预期存不确定性。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	72,725.41	68,806.89
其他收益	15,162.89	15,108.22
投资收益	1,382.28	5,106.66
营业利润	17,727.78	20,526.34
利润总额	17,693.11	20,368.60
综合毛利率	7.58%	7.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流仍表现不佳，难以覆盖项目建设支出，未来项目建设面临较大资金压力

2019年公司收现比提高至0.70，但仍处较低水平，主业回款欠佳。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自工程代建等主业回款，购买商品、接受劳务支付的现金主要系

项目建设支出。除政府补贴款外，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系与其他单位往来款现金收支。综合来看，近年公司经营活动净现金流受往来款收支影响较大，2019年公司经营活动现金流改善主要系往来款净流入规模较大所致。考虑到截至2019年末，公司主要在建项目（含自营项目）尚需投资22.97亿元，经营性净现金流难以覆盖支出，未来项目建设面临较大资金压力。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入均为收到其他与投资活动有关的现金，系赎回理财产品导致；支付其他与投资活动有关的现金15.92亿元，主要系购买理财产品，受此影响，2019年公司投资活动现金净流入额同比减少82.17%至1.55亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入主要来自银行借款及雨山区财政局拨款；公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息；公司支付其他与筹资活动有关的现金主要是支付与借款相关的保证金。综合来看，2019年公司筹资活动现金净流出0.95亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.70	0.03
销售商品、提供劳务收到的现金	50,664.40	2,164.79
收到的其他与经营活动有关的现金	67,538.30	96,818.80
经营活动现金流入小计	118,202.70	98,983.59
购买商品、接受劳务支付的现金	65,662.73	38,614.82
支付的其他与经营活动有关的现金	34,036.22	144,574.67
经营活动现金流出小计	100,546.07	184,419.03
经营活动产生的现金流量净额	17,656.64	-85,435.43
投资活动产生的现金流量净额	15,499.84	86,944.16
筹资活动产生的现金流量净额	-9,535.00	3,471.66
现金及现金等价物净增加额	23,621.47	4,980.38

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模继续增长，偿债能力指标弱化，未来偿债压力大

随着经营发展，近年公司负债及所有者权益均持续增长，2019年末分别为84.17亿元和64.90亿元，但受负债增长较快影响，2019年末公司产权比率提高至129.70%，所有者权益对负债的保障程度降低。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	841,674.00	715,521.59
所有者权益	648,960.40	554,750.53
产权比率	129.70%	128.98%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着经营发展及与其他单位往来借款增加，公司流动负债占比有所提升，2019年末占负债总额的比重为36.98%。2019年末公司短期借款1.14亿元，包括质押借款3,940.00万元和保证借款7,500.00万元。2019年末公司应付票据大幅增至5.40亿元，主要系新增商业承兑汇票4.90亿元导致。2019年末公司应付账款余额3.11亿元，主要系应付未结算工程款。公司其他应付款主要系与其他单位往来款，2019年末余额同比大幅增长106.99%至12.18亿元，其中主要包括应付马鞍山市雨山徽银城镇化一号基金2.93亿元、马鞍山中联房地产开发有限责任公司1.37亿元、江苏金融租赁股份有限公司0.76亿元、徽银金融租赁有限公司0.30亿元和马鞍山市向山农业旅游投资有限责任公司0.80亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债8.27亿元，包括一年内到期的长期借款4.34亿元和一年内到期的其他长期负债3.93亿元。

公司长期借款随融资增加持续增长，2019年末余额35.40亿元，其中主要包括质押+保证借款18.29亿元、保证借款16.57亿元、抵押借款0.45亿元和质押借款0.10亿元。2019年末公司应付债券余额10.00亿元，包括“17雨山01”和“17雨山02”合计8.00亿元和滨江建投发行的“17滨江01”2.00亿元。截至2019年末，公司新增长期应付款5,000.00万元，系应付马钢（上海）融资租赁有限公司融资租赁款。2019年末公司其他非流动负债余额7.13亿元，主要包括0.94亿元中国农发重点建设基金有限公司和5.92亿元三区联合发马经债。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,440.00	1.36%	12,000.00	1.68%
应付票据	53,970.00	6.41%	1,000.00	0.14%
应付账款	31,095.40	3.69%	30,555.47	4.27%
其他应付款	121,765.40	14.47%	58,827.11	8.22%
一年内到期的非流动负债	82,691.44	9.82%	78,531.70	10.98%
流动负债合计	311,285.96	36.98%	188,312.12	26.32%
长期借款	354,041.33	42.06%	316,292.50	44.20%
应付债券	100,000.00	11.88%	120,000.00	16.77%

长期应付款	5,000.00	0.59%	0.00	0.00%
其他非流动负债	71,346.71	8.48%	90,916.98	12.71%
非流动负债合计	530,388.04	63.02%	527,209.48	73.68%
负债合计	841,674.00	100.00%	715,521.59	100.00%
其中：有息债务	627,964.48	74.61%	611,087.68	85.40%

注：2018 年有息债务较 2019 年跟踪评级调整增加其他非流动负债中有息部分。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资增加，2019年末公司有息债务增至62.80亿元，同比增长2.76%；从结构上看，以长期借款和应付债券为主。2020-2022年、2023年及以后分别需偿还9.91亿元、9.32亿元、10.18亿元和33.39亿元。

表 16 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
偿还金额	99,101.44	93,230.00	101,780.00	333,853.04

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，公司资产负债率相对稳定，2019年末为56.46%。公司现金短期债务比下降至2019年末的0.81；2019年公司EBITDA持续增加，但有息债务规模持续增长导致其对利息偿付的保障能力减弱，2019年EBITDA利息保障倍数降至0.67，年末有息债务系其当年EBITDA的21.18倍，面临较大的偿债压力。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	56.46%	56.33%
现金短期债务比	0.81	0.98
EBITDA（万元）	29,649.27	24,284.14
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.82
有息债务/EBITDA	21.18	25.16

资料来源：公司 2018-2019 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。

中合担保是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元。截至2020年5月31日，中合担保注册资本及实收资本均为71.76亿元，第一大股东为海航科技股份有限公司（以下简称“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 18 截至 2020 年 5 月 31 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、自有资金投资等业务。担保业务和投资业务是中合担保营业收入的主要来源，2019 年已赚保费和投资收益（含公允价值变动损益）占比分别为 72.39% 和 24.62%。受监管新规影响，中合担保的担保业务规模继续收缩，使得营业收入继续下降。2019 年中合担保实现营业收入 10.22 亿元，同比下降 11.66%；其中，已赚保费 7.40 亿元，同比下降 13.80%。受资本市场行情波动影响，2019 年中合担保投资收益继续下降，但因市场行情波动的负面影响减少，公允价值变动损失下降，总投资收益（含公允价值变动损益）有所回升。2019 年中合担保实现投资收益（含公允价值变动损益）2.52 亿元，同比增长 10.35%；其中投资收益为 3.63 亿元，同比下降 25.02%，公允价值变动损失为 1.11 亿元，同比下降 56.57%。

表 19 2017-2019 年中合担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚保费	73,978.53	72.39%	85,824.71	74.18%	83,129.26	53.77%
投资收益	36,251.76	35.47%	48,345.64	41.79%	58,926.50	38.12%
公允价值变动损益	-11,093.77	-10.85%	-25,546.69	-22.08%	5,056.51	3.27%
汇兑损益	-809.54	-0.79%	2,012.19	1.74%	-3,034.14	-1.96%
其他收益	114.09	0.11%	153.72	0.13%	169.28	0.11%

其他业务收入	3,758.96	3.68%	4,904.39	4.24%	10,346.68	6.69%
合计	102,200.04	100.00%	115,693.96	100.00%	154,594.08	100.00%

资料来源：中合担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年中合担保当期担保增加净额 39.46 亿元，同比下降 55.79%；期末担保余额为 837.04 亿元，同比下降 16.71%；期末融资担保责任余额为 681.45 亿元，同比下降 15.97%；期末融资担保放大倍数由上年末的 9.54 倍下降至 8.28 倍。

截至 2019 年 12 月 31 日，中合担保资产总额为 101.94 亿元，所有者权益合计 80.79 亿元；2019 年度，中合担保实现营业收入 10.22 亿元，利润总额 0.20 亿元。

表 20 中合担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	101.94	116.50	122.48
所有者权益合计	80.79	83.60	86.33
营业收入	10.22	11.57	15.46
已赚保费	7.40	8.58	8.31
投资收益	3.63	4.83	5.89
公允价值变动损益	-1.11	-2.55	0.51
利润总额	0.20	1.14	8.09
净资产收益率	0.35%	0.84%	7.24%
担保余额	837.04	1,004.98	1,088.79
融资担保责任余额	681.45	810.97	373.65
当期担保增加净额	39.46	89.26	362.99
准备金覆盖率	3.44%	2.38%	1.95%
融资担保放大倍数（倍）	8.28	9.54	4.33
当期担保代偿率	8.15%	4.52%	3.42%

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 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）计算，自 2018 年起按《融资担保公司监督管理条例》及其配套制度计算。

资料来源：中合担保 2018-2019 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，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 4 月 7 日），公

司本部及子公司滨江建投不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司及滨江建投各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计8.99亿元，占当期末净资产的比重为13.85%，主要为对国企担保；对民企担保金额为3,025.00万元，占对外担保余额的3.37%，设置了反担保措施；对雨山农开的担保金额为7.57亿元，占对外担保总金额的84.27%，集中度较高；存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2019 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	担保到期日	是否有反担保
马鞍山市雨山农业开发有限公司	国企	6,000.00	2020.04.25	否
	国企	6,000.00	2020.09.09	否
	国企	5,360.00	2021.06.25	否
	国企	25,375.00	2026.10.28	否
	国企	20,000.00	2033.07.07	否
	国企	13,000.00	2033.07.07	否
马鞍山市乐马文化旅游投资发展有限公司	国企	5,750.00	2020.08.31	否
马鞍山市雨山区资产经营有限责任公司	国企	5,360.00	2021.06.25	否
马鞍山市星辉金属材料工贸有限责任公司	民企	2,305.00	2020.05.23	是
马鞍山市信盛实业有限公司	民企	720.00	2020.05.13	是
合计	-	89,870.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，马鞍山市经济保持增长，雨山区区位优势明显，招商引资情况良好，为公司发展提供了良好基础。2019 年公司分别实现营业收入和利润总额 7.27 亿元和 1.77 亿元，主业经营收入继续提高；新增自营项目拓宽了公司业务规模，截至 2019 年末公司主要在建代建、自营项目计划总投资 50.77 亿元，未来业务持续性较好。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，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弱，整体流动性较弱。公司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；公司有息债务规模较大，偿债能力指标趋弱，未来偿债压力加大；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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	72,771.78	49,115.30	56,276.40
应收账款	148,784.51	124,541.73	53,570.06
预付款项	74,822.62	62,429.25	59,986.56
其他应收款	374,570.19	242,841.26	246,022.46
存货	719,416.43	722,979.66	651,195.22
可供出售金融资产	28,934.58	24,734.58	17,334.58
长期股权投资	26,727.23	0.00	0.00
投资性房地产	29,986.15	0.00	0.00
总资产	1,490,634.40	1,270,272.13	1,226,601.29
短期借款	11,440.00	12,000.00	0.00
应付票据	53,970.00	1,000.00	0.00
应付账款	31,095.40	30,555.47	31,308.46
其他应付款	121,765.40	58,827.11	55,132.53
一年内到期的非流动负债	82,691.44	78,531.70	23,097.50
长期借款	354,041.33	316,292.50	335,642.50
应付债券	100,000.00	120,000.00	120,000.00
长期应付款	5,000.00	0.00	0.00
其他非流动负债	71,346.71	90,916.98	110,883.68
总负债	841,674.00	715,521.59	690,510.44
有息债务	627,964.48	611,087.68	593,193.68
所有者权益	648,960.40	554,750.53	536,090.85
营业收入	72,725.41	68,806.89	65,335.54
其他收益	15,162.89	15,108.22	15,538.95
投资收益	1,382.28	5,106.66	1,509.21
营业利润	17,727.78	20,526.34	18,142.60
利润总额	17,693.11	20,368.60	17,848.21
净利润	17,242.98	18,659.69	17,273.46
经营活动产生的现金流量净额	17,656.64	-85,435.43	-42,029.64
投资活动产生的现金流量净额	15,499.84	86,944.16	-117,765.45
筹资活动产生的现金流量净额	-9,535.00	3,471.66	120,397.42
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	7.58%	7.30%	6.76%
收现比	0.70	0.03	0.36
产权比率	129.70%	128.98%	128.80%

资产负债率	56.46%	56.33%	56.29%
现金短期债务比	0.81	0.98	6.08
EBITDA（万元）	29,649.27	24,284.14	20,625.60
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.82	0.48
有息债务/EBITDA	21.18	25.16	28.76

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

附录二 2019年公司代建工程业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本
滨江九华小区	30,073.77	28,159.98
商贸园地块	7,022.47	6,575.58
土地整理	4,812.44	4,672.27
滨江新区安置房项目	2,804.74	2,626.26
改水改厕项目	2,513.92	2,353.94
磁山路	1,552.09	1,453.32
电力工程	1,515.70	1,419.25
雨田路（经一路）	1,502.71	1,407.08
M区（映翠花园）	1,437.96	1,346.45
固废处置中心	1,316.23	1,232.47
荷包山游园项目	991.60	928.50
三台地区环境改造提升工程一期	975.84	913.74
创业园3号、4号路工程	888.92	832.35
向山小学北侧地块	885.33	828.99
排水工程	863.94	808.96
向硫矿矿山环境整治	836.65	783.41
其他零星工程	807.41	756.03
如愿路项目	791.60	741.23
棚户区项目	747.84	700.25
癞痢山整治	719.14	673.38
规划六号路（环山路）	628.92	588.90
美好集团项目	621.32	581.78
其他零星项目	6,342.55	5,938.91
合计	70,653.09	66,323.03

注：合计数与审计报告的差异系计算时小数四舍五入导致。
 资料来源：公司提供

附录三 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
马鞍山市滨江新区建设投资有限公司	29,700.00	60.61%	基础设施建设、土地整理
马鞍山市金福融资担保有限公司	21,053.00	83.02%	融资担保
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
马鞍山市向山建设投资发展有限责任公司	8,550.00	66.67%	基础设施建设、土地整理

资料来源：公司 2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{其他流动资产中的理财产品}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据中有息部分} + \text{其他应付款中有息部分} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分} + \text{其他非流动负债中有息部分}$

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。