



2018年第一期、2019年第一期马鞍山市 博望区城市发展投资有限责任公司城市地 下综合管廊建设专项债券2021年跟踪评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2018年第一期、2019年第一期马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18博望01等级	AA	AA
PR博望01等级	AA	AA
评级日期	2021-06-29	2020-06-18

债券概况

债券简称: 18博望01/18博望管廊债01, PR博望01/19博望管廊债01

18博望01 剩余规模: 5.00 亿元

PR博望01 剩余规模: 1.12 亿元

18博望01 到期日期: 2025年11月29日

PR博望01 到期日期: 2026年04月18日

偿还方式: 每年付息一次, 债券存续期第3-7年末分别按20%比例偿还债券本金

联系方式

项目负责人: 罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员: 万蕾
wanl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对马鞍山市宁博投资发展有限责任公司¹（以下简称“宁博投资”或“公司”）及其2018年11月29日发行的2018年第一期公司债券（以下简称“18博望01”）与2019年04月18日发行的2019年第一期公司债券（以下简称“PR博望01”）的2021年跟踪评级结果为：“18博望01”及“PR博望01”信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：马鞍山市及博望区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较有保障，继续获得较大外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性仍较弱，项目建设面临较大资金压力，面临较大偿债压力和担保业务代偿风险，且存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务具有持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	165.20	138.37	117.45
所有者权益	72.85	56.95	56.40
总债务	75.09	69.61	51.39
资产负债率	55.90%	58.84%	51.98%
现金短期债务比	0.58	0.53	0.83
营业收入	5.83	5.84	5.56
营业外收入	0.94	0.95	1.32
利润总额	1.62	1.55	2.17
销售毛利率	13.35%	14.20%	19.60%
EBITDA	1.98	1.94	2.60
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.50	0.84
经营活动现金流净额	-6.10	-6.09	-4.68
收现比	0.77	0.76	0.81

资料来源：公司2018-2020年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

¹ 2020年9月，公司名称由马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司变更为马鞍山市宁博投资发展有限责任公司。

优势

- **马鞍山市及博望区经济保持增长，为公司发展提供良好外部环境。**马鞍山市基础设施投资高速增长拉动当地经济增长，新兴主导产业实现全增长，博望区经济亦保持增长，为公司发展提供良好外部环境。
- **公司工程代建业务持续性较有保障。**2020 年末公司主要在建基础设施项目计划总投资规模较大，未来业务持续性较有保障。
- **公司继续获得较大外部支持。**2020 年公司获得当地政府无偿划入的尾矿库及尾矿堆等尾砂矿资源资产，且获得财政补贴，提升了资本实力及当期利润水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**2020 年末公司资产以存货及应收款项为主，存货多为项目建设投入，应收款项对营运资金占用较大且回款时间较不确定；且投资性房地产及无形资产主要系自来水管网资产及林地使用权，部分资产使用受限，整体资产流动性仍较弱。
- **公司项目建设面临较大资金压力。**2020 年公司经营活动现金延续净流出态势，年末主要在建基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。
- **公司偿债压力大。**2020 年末公司总债务规模较大，现金短期债务比仍较低，EBITDA 对利息保障程度持续减弱，未来偿债压力大。
- **公司担保业务仍面临较大代偿风险。**2020 年公司担保业务新增代偿金额较大，年末在保余额增大，担保对象多为中小企业，抗风险能力弱，未来公司仍将面临较大代偿风险。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于“18博望01”及“PR博望01”的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、18博望01、PR博望01募集资金使用情况

公司于2018年11月29日发行5.00亿元“18博望01”、2019年4月18日发行2.80亿元“PR博望01”，募集资金原计划4.68亿元用于博望区城市地下综合管廊建设项目，3.12亿元用于补充营运资金。截至2021年4月30日，“18博望01”募集资金专项账户余额58,737.53元，“PR博望01”募集资金专项账户余额73,638.44元。

三、发行主体概况

2020年9月，根据公司股东会决议以及马鞍山市市场监督管理局出具的变更登记公告，公司名称由马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司变更为现名。2020年公司注册资本未发生变化，但股权结构有所调整，股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）减少注册资本3,050.00万元，安徽横望控股集团有限公司（原名马鞍山市横望实业发展有限公司，以下简称“横望控股”）增加注册资本3,050.00万元。截至2020年末，公司注册资本仍为94,100.00万元，其中马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司（以下简称“南部经发”）、农发基金及横望控股依次分别持股76.62%、15.70%和7.68%，该股权变更未办理工商变更。其中，农发基金不直接参与公司日常经营，约定的年投资收益率为1.2%；2020年12月，南部经发由马鞍山市人民政府国有资产监督管理委员会直接控股（70.59%）变更为由江东控股集团有限责任公司直接全资控股。截至2020年末，南部经发仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为马鞍山市人民政府（详见附录二）。

2020年3月，根据公司股东会决议，委派费载会、崔俊、韦能亮为公司董事，免去开敏、张俊、王骁驰董事职务；任命陈如年担任公司监事职务，免去张俊公司监事职务。同年3月，经公司董事会决议并经股东同意，任命陈云担任公司总经理（法定代表人）职务，免去李云总经理（法定代表人）职务。

2020年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共10家（详见附录四）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，

城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。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》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

马鞍山市基础设施投资高速增长拉动当地经济增长，新兴主导产业实现全增长，但消费增速下滑明显

马鞍山市位于安徽东部，横跨长江两岸，毗邻南京、合肥两大省会城市，是南京都市圈核心层城市和皖江城市带承接产业转移示范区核心城市。马鞍山市现辖三县三区，面积4,049平方公里，截至2020年11月1日零时²，全市常住人口215.99万人。2020年马鞍山市实现地区生产总值2,186.90亿元，按可比价计算，比上年增长4.2%，增速回落；三次产业结构由2019年的4.5:48.9:46.6调整为4.5:47.8:47.7，第二、三产业仍占主导地位，且第三产业占比继续提高。按常住人口计算，2020年马鞍山市人均GDP为10.12万元，是全国平均水平的1.40倍。

工业经济方面，2020年马鞍山市全年规模以上工业增加值同比保持增长，但增速有所下滑；全市36个工业大类行业中，有19个行业增长，行业增长面52.8%。比上年下降33.3个百分点。马鞍山市的传统

² 根据《马鞍山市第七次全国人口普查公报（第一号）》。

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（八大战略性新兴产业）当年全部增长，其中，新一代信息技术产业增长94.8%、节能环保产业增长67.7%、生物产业增长41.5%、数字创意产业增长25.7%、新能源产业增长18.5%，新能源汽车产业、高端装备制造产业以及新材料产业亦实现不同程度的增长。

从拉动经济增长的三大要素来看，2020年马鞍山市投资增速回升，出口保持增长，消费品市场增速下滑。其中，2020年马鞍山市固定资产投资增长主要靠高速增长的基础设施投资（同比增速为41.0%）拉动；全市当年实施重点项目705个，完成投资1,199.78亿元。对外贸易方面，2020年全市实现出口总额33.3亿美元，其25.6%的较高增速带动当年进出口总额继续增长。消费方面，受疫情等因素影响，全年社会消费品零售总额增速同比下降9个百分点至2.7%。此外，2020年末全市金融机构本外币存、贷款余额增速同比均有所提升。

表1 马鞍山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,186.90	4.2%	2,111.0	8.0%
第一产业增加值	99.19	1.6%	94.1	3.2%
第二产业增加值	1,045.37	5.5%	1,033.3	9.6%
第三产业增加值	1,042.34	2.9%	983.6	6.6%
规模以上工业增加值	-	6.6%	-	9.1%
固定资产投资	-	8.4%	-	5.9%
社会消费品零售总额	795.79	2.7%	658.90	11.7%
进出口总额（亿美元）	58.2	12.1%	52.1	16.3%
存款余额	2,778.85	12.60%	2,467.92	10.32%
贷款余额	2,261.34	22.52%	1,845.68	13.20%
人均GDP（元）		101,248.65		89,411.27
人均GDP/全国人均GDP		139.76%		126.12%

注1. “-”数据未公告；

注2. 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；

注3. 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；

注4. 2019年人均GDP=当年地区生产总值/当年末地区常住人口×100%；2020年人均GDP按马鞍山市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2019-2020年马鞍山市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年马鞍山市实现公共财政收入169.54亿元，同比增长7.1%，总量在全省16市居第5位；全市公共财政支出为264.79亿元，同比增长4.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为64.03%。当年全市实现政府性基金收入79.23亿元，同比增长37.2%。

在产业投资带动下，2020年博望区经济实现增长，但消费增长放缓，工业经济下滑

博望区于2012年设立，位于安徽省马鞍山市最东端，与江苏江宁、溧水、高淳三区接壤，地处长三

角经济圈和南京一小时都市圈内；现辖博望、新市、丹阳三镇，全区总面积351平方公里。在投资带动下，2020年博望区实现地区生产总值131.9亿元，同比增长2.8%，仍高于全国平均水平。从三次产业结构来看，第二产业仍占据主导地位，当年实现增加值65.86亿元。按常住人口计算，2020年博望区人均GDP为8.32万元，为全国人均GDP的1.15倍。

工业方面，出于提升工业企业质量考虑，博望区主动优化企业结构，全区工业经济出现下滑。2020年全区规模以上工业增加值同比下降26.5%；高新技术产业增加值、战略性新兴产业产值同比分别下降29.7%、30.9%。

固定资产投资方面，2020年区内5G数字中心产业集聚基地、艾瑞森纳米等离子涂层设备等29个项目开工建设，向上科技刀具小镇、宁博创造产业园等42个项目加快推进，乔威进精密数控机床、奥特佳电动压缩机等一批项目竣工投产。全年新签约亿元以上项目23个，总投资160亿元，韵达智慧物流园、腾亚精密制造基地等一批投资超20亿元项目相继落地；推动博望区2020年固定资产投资同比增长10.9%，仍保持较高增速。

2020年博望区消费增长放缓，实现限额以上零售额2.13亿元，同比增长5.2%。金融方面，全区银行业金融机构本外币各项存、贷款余额均实现增长。

表2 博望区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	131.9	2.8%	127.95	9.3%
第一产业增加值	9.35	1.9%	8.85	2.8%
第二产业增加值	65.86	1.7%	66.88	14.4%
第三产业增加值	56.7	4.8%	52.22	3.2%
规模以上工业增加值	-	-26.5%	37.2	12.1%
固定资产投资	-	10.9%	-	15.7%
社会消费品零售总额	42.82	2.4%	26.48	11.7%
进出口总额（亿美元）	-	-	1.15	-8.3%
存款余额	108.89	20.40%	90.43	8.74%
贷款余额	64.32	24.00%	51.87	8.49%
人均GDP（元）		83,227		66,295
人均GDP/全国人均GDP		114.88%		93.52%

注1. “-”数据未公告；

注2. 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；

注3. 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；

注4. 2019年人均GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口；2020年人均GDP按马鞍山市第七次全国人口普查数据计算；

注5. 2019年规模以上工业增加值数据来自《博望区政府工作报告（2020年）》。

资料来源：博望区2019-2020年国民经济和社会发展统计公报、博望区政府工作报告（2020年），中证鹏元整理

2020年博望区实现公共财政收入8.46亿元，同比增长17.48%³；实现区级政府性基金收入25万元，比上年下降98.87%。

五、经营与竞争

2020年公司主营业务未发生变化，当年新增农副业生产基地等租赁业务，收入仍主要来自代建工程业务。2020年公司代建工程收入及营业收入均有所减少。毛利率方面，受租赁业务毛利率较低及其他业务盈利性下降影响，2020年公司销售毛利率继续下滑。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	52,257.64	12.71%	54,801.84	12.71%
房屋销售	161.90	49.44%	384.36	50.80%
供水业务	369.18	-18.85%	119.35	-190.52%
担保业务	266.14	100.00%	337.29	100.00%
租赁业务	2,984.78	8.15%	0.00	-
其他业务	2,241.28	27.48%	2,756.18	37.15%
合计	58,280.91	13.35%	58,399.02	14.20%

资料来源：公司提供

2020年公司代建工程收入有所减少，但未来业务持续性较有保障，同时项目建设面临较大资金压力

公司主要负责运营博望区范围内的基础设施建设项目和土地整理类项目，相关项目多与博望区人民政府及其附属单位签订了委托代建合同书，由公司负责项目投融资和建设，博望区政府每年根据工程进度按照工程建设成本加成一定比例向公司拨付工程款项，项目工程建设成本包含工程成本、拆迁补偿成本和其他待摊成本（资本化利息、其他费用）。2019年公司与博望区人民政府签订了《马鞍山市博望区市政道路及附属工程委托代建协议之补充协议》、与马鞍山市临湖土地整治有限责任公司和安徽横望控股集团有限公司分别签订了《马鞍山市博望区土地整治工程委托代建协议》，约定自2019年起，公司承接的市政道路及附属工程以及土地整治工程均按经双方确认的工程投资成本加成15%确认投资收益。2020年公司获得代建工程收入5.23亿元，仍来自博望区市政道路等代建工程项目以及土地整理项目等，毛利率维持在12.71%。

公司未来代建业务的收入将主要来源于存货中待结算工程、开发成本以及土地整理类项目。待结算工程和开发成本主要是博望区内的基础设施建设项目，土地整理类项目单个地块整理成本不大，而是以

³ 增长率系根据万元单位的公共财政收入计算得到。

各地块的征迁补偿金、土地报批费、建设用地征迁准备金等费用为主。公司主要的在建基础设施项目有市政道路及附属工程项目、城镇化建设工程等。截至2020年末，公司主要的在建基础设施项目计划总投资55.00亿元，未来业务持续性较有保障，但尚需投资17.49亿元，且经营活动现金延续净流出态势，公司存在较大的资金缺口。

表4 截至2020年12月31日公司在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
市政道路及附属工程	190,000.00	124,145.18	是
博望区城市地下综合管廊建设项目	120,000.00	98,530.32	是
水阳江下游（博望段）水系综合整治项目	50,000.00	25,707.02	是
新博山河防洪备水项目	50,000.00	19,215.26	是
城镇化建设工程	140,000.00	107,521.74	是
合计	550,000.00	375,119.52	-

资料来源：公司提供

2020年公司房屋销售收入持续下降，待售面积较大的保障房可为该业务收入提供一定保障，但未来收入确认规模及时间受项目建设及销售进度影响存不确定性

2020年公司房屋销售收入均来自荣博佳苑项目，当年销售220.70平方米，确认收入161.90万元，毛利率为49.44%；截至2020年12月末，荣博佳苑项目累计出售2.64万平方米，确认收入10,461.85万元。

马鞍山市博望区安置房项目由荣博佳苑安置小区二期、博望四季阳光安置小区和博望新城安置小区三个地块子项目组成，由公司负责建设，建设完毕后全部自行销售。上述项目计划总投资25.09亿元，未来该等项目完工并销售，可为房屋销售收入提供一定保障，但项目建设进度缓慢，未来收入确认规模及时间受项目建设及销售进度影响存不确定性。

表5 截至2020年末房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	可售情况	是否已竣工	总投资	已投资
荣博佳苑	可供出售面积 0.84 万平方米，可出售车位 728 个（包括地下车位和地上车位）。	是	-	-
博望区安置房项目	荣博佳苑安置小区二期 住宅面积 16.88 万平方米，商业用房面积 2.68 万平方米。	否		
	博望四季阳光安置小区 住宅面积 28.52 万平方米，商业用房面积 4.5 万平方米，车位 1,210 个。	是	25.09	22.48
	博望新城安置小区 住宅面积 14.87 万平方米，商业用房面积 2.32 万平方米，车位 1,111 个。	否		

资料来源：公司提供

担保及其他业务丰富了公司收入来源，但整体规模不大，同时担保业务客户主要为中小企业，面临较大代偿风险

公司对外担保业务由子公司横山担保经营，横山担保参与了“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%，银政担合作风险试点银行承担20%，所在地本级财政承担10%。

横山担保主要为当地中小企业提供银行借款的融资担保，担保合同一般每年签署一次。由于公司担保对象多为中小企业，抗风险能力较弱，2020年公司新增3户代偿（其中1户为个人），合计金额1,015.36万元；主要包括为安徽米特吉机械有限公司代偿389.03万元、马鞍山市智峰生态农业发展有限公司代偿621.62万元。目前横山担保已收回个人代偿款；起诉并追偿企业部分款项，经已与相关企业达成和解，后期按照还款协议执行。截至2020年末，横山担保在保户数71户，在保余额增至3.39亿元，考虑到担保对象多为中小企业，抗风险能力弱，未来公司仍将面临较大代偿及代偿损失风险。

2020年公司新增租赁业务，主要系子公司马鞍山市横山石臼湖生态旅游农林发展有限公司出租农业基地以及公司对外出租荣博佳苑一期、四季阳光、市区商铺等，当年合计实现租赁收入0.30亿元。公司其他业务收入主要包括自来水管网等资产的租金收入等。公司将自来水管网出租给马鞍山市丹阳自来水厂，租赁期限至2023年7月31日，租金为每月125万元，该业务收入较稳定，但尚未回款。

公司继续获得较大外部支持

2020年12月，子公司马鞍山市润湖水务有限责任公司获得博望区人民政府无偿划入的博望区尾矿库及尾矿堆等尾砂矿资源资产，并按评估价值⁴入账，合计增加资本公积15.02亿元。

此外，根据马鞍山市博望区财政局文件，2020年公司获得财政补贴资金0.94亿元，计入营业外收入，提升了当期利润水平。

六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化。

2020年公司将投资性房地产的后续计量模式，由成本计量模式变更为公允价值计量模式，该会计政策变更的影响金额如下：

表6 会计政策变更的影响金额

资产负债表（2020年12月31日）：

⁴ 其中，根据宁信国评报字【2021】第208号，13处尾矿库及尾矿堆等尾砂矿资源资产的评估价值为1.94亿元；根据华宇信德评字[2021]第R-099号，13处尾矿库及尾矿堆等区域场地城乡建设用地增减挂钩流转土地使用权资产的评估价值为13.08亿元。

政策变更前：	政策变更后：
投资性房地产609,421,092.60元	投资性房地产610,490,272.02元

利润表（2020年度）：

公允价值变动损益：1,069,179.42元

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产以存货及应收款项为主，存货多为项目建设投入，应收款项回款时间较不确定，非流动资产流动性差，加之部分资产使用受限，整体资产流动性仍较弱

随着经营发展，2020年末公司资产总额保持增长，公司资产仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金中9.64亿元作为承兑汇票保证金、用于担保的存款保证金及履约保证金使用受限；应收账款账面价值有所增长，其中主要包括应收博望区人民政府8.23亿元、马鞍山市临湖土地整治有限责任公司2.30亿元、马鞍山市丹阳自来水厂1.10亿元、马鞍山市横山石臼湖生态农业专业合作社0.30亿元以及横望控股0.29亿元。公司其他应收款主要系往来款项，2020年末前五大应收款项包括应收横望控股10.48亿元、马鞍山市土地储备中心7.29亿元、马鞍山市自然资源与规划局博望分局3.93亿元、马鞍山市临湖土地整治有限责任公司2.94亿元以及马鞍山市博望区住房和城乡建设局1.82亿元。整体来看，公司应收款项主要系应收政府部门及其附属单位款项，部分款项账龄较长，同时受政府财政资金安排影响回款时间较不确定。

随着资产注入以及土地增加，2020年末公司存货账面价值大幅增长，其中主要包括开发成本27.98亿元、待结算工程27.94亿元、拟开发土地9.21亿元和土地整理6.79亿元；开发成本主要系尾砂矿和尾矿堆等区域场地城乡建设用地增减挂钩流转土地使用权以及安置房等项目投入；拟开发土地多为商住地，部分为街巷用地；此外，公司存货中账面价值3.27亿元的土地已用于抵押。

2020年公司追加投资马鞍山市横山浦银投资发展基金有限公司0.90亿元，带动年末可供出售金融资产增长，主要包括投资马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限责任公司5.00亿元、马鞍山市横山浦银投资发展基金有限公司2.13亿元和北方信托-鑫航8号集合资金信托计划1.67亿元。公司投资性房地产主要系博望区人民政府于2013年划入的博望区自来水管网等资产。公司无形资产系林地使用权，2020年末账面价值随摊销减少。

整体而言，公司资产以存货及应收款项为主，存货主要系项目建设投入，应收款项对营运资金占用较大且回款时间较不确定，投资性房地产及无形资产主要系自来水管网资产及林地使用权，可供出售金融资产所投企业股权流动性不强，2020年末包括货币资金及存货在内的受限资产合计15.91亿元，整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.76	7.12%	11.18	8.08%
应收账款	12.26	7.42%	11.12	8.04%
其他应收款	35.68	21.60%	38.89	28.11%
存货	77.25	46.76%	49.96	36.11%
流动资产合计	138.16	83.63%	112.61	81.39%
可供出售金融资产	8.99	5.44%	8.03	5.81%
投资性房地产	6.10	3.70%	6.23	4.50%
无形资产	9.62	5.82%	9.78	7.07%
非流动资产合计	27.04	16.37%	25.75	18.61%
资产总计	165.20	100.00%	138.37	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入及毛利率有所下降，外部支持仍是利润的重要来源

公司收入仍主要来自代建工程收入，2020年公司代建工程收入及营业收入均有所减少，主业收现比仍不高。毛利率方面，受租赁业务毛利率较低及其他业务盈利性下降影响，2020年公司销售毛利率继续下滑。2020年公司获得以政府补助为主的营业外收入，当年利润水平提升。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

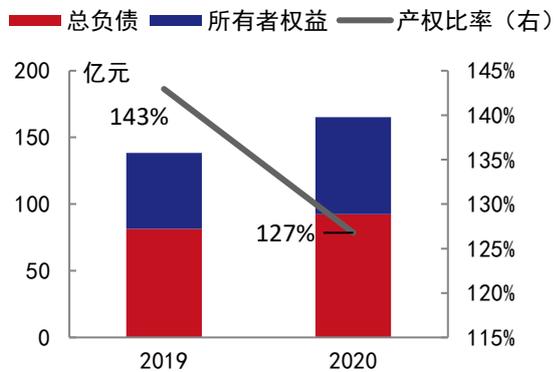
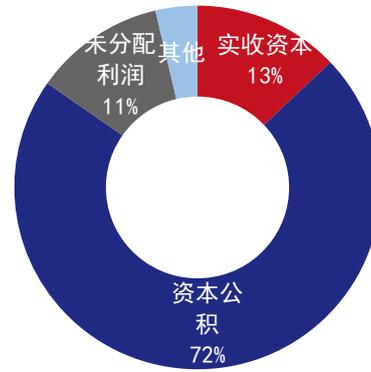
指标名称	2020年	2019年
营业收入	5.83	5.84
收现比	0.77	0.76
营业利润	0.68	0.60
营业外收入	0.94	0.95
利润总额	1.62	1.55
销售毛利率	13.35%	14.20%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，偿债能力指标偏弱，未来偿债压力大

2020年末公司总负债及所有者权益分别增至75.09亿元和72.85亿元，产权比率随之下降；公司所有者权益仍以资本公积为主，随着资产注入，2020年公司资本公积增加15.02亿元。

图1 公司资本结构

图2 2020年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着长期借款及长期应付款增加，2020年末公司债务以非流动负债为主。2020年末公司短期借款大幅减少，期末余额包括质押借款1.03亿元、抵押借款0.99亿元、信用借款0.50亿元和保证借款0.39亿元。2020年末公司应付票据均为商业承兑汇票；其他应付款主要系往来款及借款，其中主要包括应付南部经发借款5.72亿元、马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限责任公司有息借款3.56亿元、马鞍山市横山浦银投资发展基金有限公司往来款3.33亿元、马鞍山市横望人力资源有限公司往来款2.41亿元和马鞍山市横望园林绿化有限公司2.08亿元。2020年末公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款2.49亿元、一年内到期的长期应付款4.75亿元和一年内到期的应付债券1.00亿元。

2020年末公司长期借款增加，其中质押借款10.68亿元、抵押借款2.17亿元、保证借款9.47亿元、信用借款1.99亿元。公司应付债券系“18博望01”及“PR博望01”，2020年末余额随着摊销减少。此外，公司于2021年1月18日发行15.00亿元“21宁博01”。2020年末公司长期应付款增幅较大，主要系新增信托借款及融资租赁款所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.91	3.16%	7.26	8.92%
应付票据	7.06	7.65%	6.18	7.59%
其他应付款	25.04	27.11%	25.78	31.67%
一年内到期的非流动负债	8.24	8.92%	4.68	5.75%
流动负债合计	44.76	48.46%	45.19	55.51%
长期借款	21.82	23.63%	17.62	21.65%
应付债券	6.77	7.33%	7.77	9.54%
长期应付款	19.01	20.58%	9.33	11.46%
非流动负债合计	47.60	51.54%	36.22	44.49%
负债合计	92.36	100.00%	81.41	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务增至75.09亿元，总债务占总负债的比重有所下降；长期债务占总债务比重略有提高，公司需于一年内偿还的债务金额为20.36亿元。

图 3 公司债务占负债比重

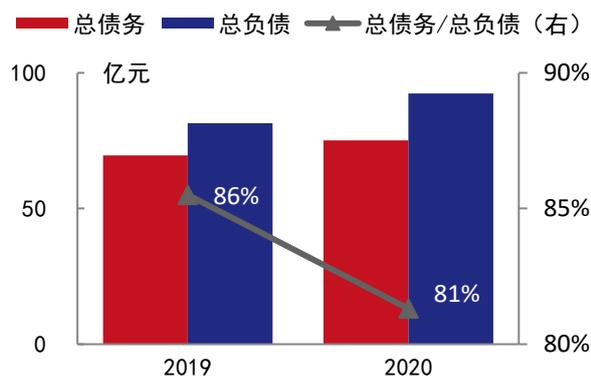
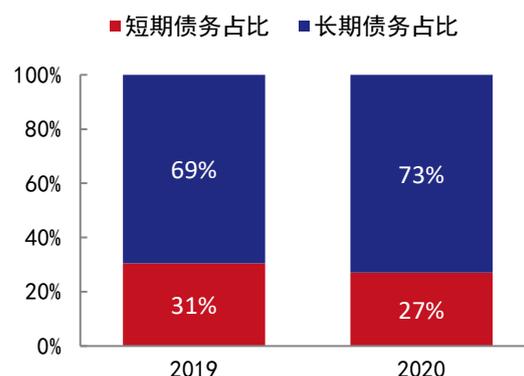


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2020年末公司资产负债率有所下降，现金短期债务比仍较低；随着利息支出增加，2020年公司EBITDA对利息保障程度持续减弱。整体来看，公司总债务规模较大，偿债能力指标偏弱，未来偿债压力大。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	55.90%	58.84%
现金短期债务比	0.58	0.53
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.50

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月13日），公司本部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；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。

或有事项分析

截至2020年12月末，公司对外担保金额合计28.33亿元，占当年末净资产比重为38.89%，被担保方虽均为国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	企业性质	担保终止日期	担保余额	是否有反担保
安徽横望控股集团有限公司	国企	2021-2-14	19,900.00	否
		2021-2-23	4,000.00	否
		2021-3-12	3,000.00	否
		2021-3-13	4,500.00	否
		2021-3-20	5,000.00	否
		2021-7-23	3,000.00	否
		2021-8-24	4,000.00	否
		2021-10-27	1,000.00	否
		2022-8-27	1,000.00	否
		2023-7-16	19,900.00	否
		2023-7-15	5,000.00	否
		2023-7-16	5,000.00	否
		2023-8-6	2,950.00	否
		2023-7-31	8,900.00	否
		2029-3-30	5,000.00	否
		2032-6-2		否
2032-7-19	20,500.00	否		
2032-7-18		否		
2032-6-28		否		
马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司	国企	2026-3-16	24,680.00	否
马鞍山市临湖土地整治有限责任公司	国企	2024-11-5	6,170.00	否
		2024-12-15	18,000.00	否
马鞍山市石门文化旅游开发有限责任公司	国企	2021-4-3	10,000.00	否
		2023-7-2	9,500.00	否
		2024-1-20	4,500.00	否
马鞍山市花山区城市发展投资集团有限责任公司	国企	2022-6-26	4,566.28	否
		2025-4-24	19,930.00	否
马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限公司	国企	2031-3-16	35,600.00	否
马鞍山濮塘实业发展有限公司	国企	2021-8-30		否
		2021-9-26	10,700.00	否
马鞍山市横望园林绿化有限公司	国企	2027-9-1	15,500.00	否
		2027-9-1		否
马鞍山市横望交通有限公司	国企	2021-10-20	500	否
		2021-10-29	1,000.00	否
		2021-10-28		否

马鞍山创意软件园管理发展有限公司	国企	2022-12-30	10,000.00	否
合计			283,296.28	-

资料来源：公司提供

八、结论

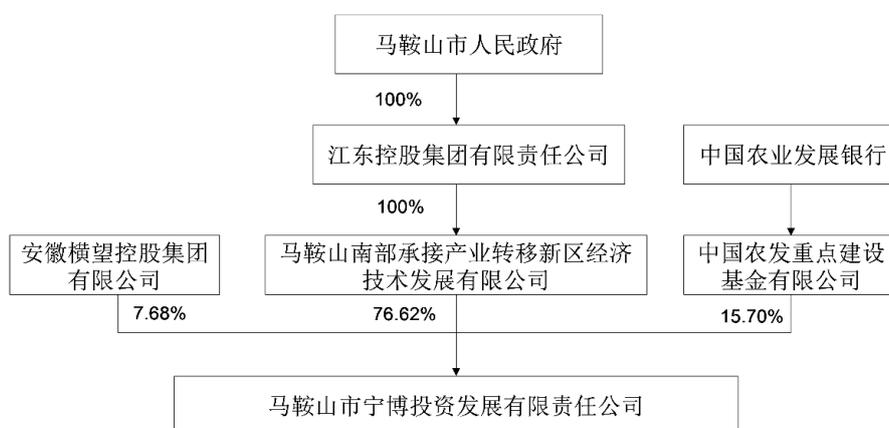
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18博望01”及“PR博望01”信用等级为AA。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	11.76	11.18	10.93
其他应收款	35.68	38.89	23.70
存货	77.25	49.96	47.14
流动资产合计	138.16	112.61	93.07
非流动资产合计	27.04	25.75	24.38
资产总计	165.20	138.37	117.45
短期借款	2.91	7.26	1.00
其他应付款	25.04	25.78	26.98
一年内到期的非流动负债	8.24	4.68	7.14
流动负债合计	44.76	45.19	38.14
长期借款	21.82	17.62	13.62
应付债券	6.77	7.77	4.97
长期应付款	19.01	9.33	2.82
非流动负债合计	47.60	36.22	22.91
负债合计	92.36	81.41	61.05
总债务	75.09	69.61	51.39
所有者权益	72.85	56.95	56.40
营业收入	5.83	5.84	5.56
营业利润	0.68	0.60	0.85
营业外收入	0.94	0.95	1.32
利润总额	1.62	1.55	2.17
经营活动产生的现金流量净额	-6.10	-6.09	-4.68
投资活动产生的现金流量净额	-1.54	-1.86	-1.69
筹资活动产生的现金流量净额	7.74	6.79	-6.28
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	13.35%	14.20%	19.60%
收现比	0.77	0.76	0.81
资产负债率	55.90%	58.84%	51.98%
现金短期债务比	0.58	0.53	0.83
EBITDA（亿元）	1.98	1.94	2.60
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.50	0.84

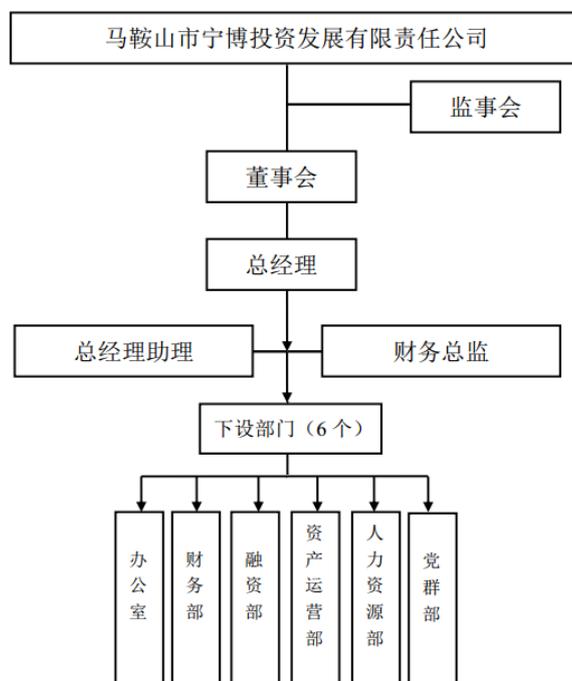
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
1	马鞍山市横山石臼湖生态旅游农林发展有限公司	3.00	100.00%	商务服务业
2	马鞍山市宝城博望置业有限公司	1.00	100.00%	房地产业
3	马鞍山市望湖投资有限公司	1.21	90.52%	商务服务业
4	马鞍山市博望高新技术创业投资有限公司	0.10	100.00%	商务服务业
5	马鞍山横山融资担保有限公司	2.15	62.85%	其他金融业
6	马鞍山市博望区资产运营管理有限公司	1.50	100.00%	农业
7	马鞍山市润湖水务有限责任公司	2.70	82.11%	水的生产和供应业
8	马鞍山市横山综合管廊有限责任公司	3.00	100.00%	建筑安装业
9	马鞍山市石臼湖高科创新投资有限责任公司	0.13	50.00%	商务服务业
10	马鞍山市横山创业投资有限责任公司	1.00	100.00%	商务服务业

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。