



宁国市国有资产投资运营有限公司2021年 公开发行公司债券2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

宁国市国有资产投资运营有限公司2021年公开发行公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 宁国债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宁国市旅游资源丰富，工业基础较好，宁国市国有资产投资运营有限公司（以下简称“宁国国投”或公司）作为宁国市国有资本控股集团有限公司（以下简称“宁国国控”）的核心子公司，主营业务可持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，同时安徽省信用融资担保集团有限公司（以下简称“安徽担保”）提供的保证担保能有效提升“21 宁国债”（以下简称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元关注到公司资产整体流动性较弱，总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资且面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司基础设施建设业务在区域内处于重要地位，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	270.56	248.25	250.19
所有者权益	125.17	125.39	105.44
总债务	109.64	105.44	111.40
资产负债率	53.74%	49.49%	57.86%
现金短期债务比	0.46	0.92	0.54
营业收入	12.55	11.83	8.84
其他收益	4.22	3.35	3.51
利润总额	1.01	2.45	2.34
销售毛利率	-4.32%	12.88%	9.88%
EBITDA	4.31	5.41	3.63
EBITDA 利息保障倍数	2.45	1.42	1.33
经营活动现金流净额	0.76	5.58	1.07

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宁国市旅游资源丰富，工业基础较好。**宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，2022 年实现一般公共预算收入 37.23 亿元，在宣城市 7 个区县中排名第 1，产业方面积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好。
- **公司在建项目较多，业务可持续性较好。**公司是宁国国控的核心子公司和宁国市重要的基础设施建设与运营主体，主要承担宁国市除宁国经开区以外的的基础设施建设和安置房销售等业务，2022 年末存货中在建项目规模较大；此外公司砂石销售在宁国市内具有区域垄断性，主营业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持力度。**2022 年公司在财政补贴等方面继续得到宁国市人民政府较大力度的支持，利润水平均得到了有效提升。
- **安徽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安全性。**经中证鹏元综合评定，安徽担保主体信用等级为 AAA，由其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安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2022 年末，公司存量资产主要沉淀于土地资产、代建和保障房等项目投入、面向宁国市财政局相关政府部门的工程款和往来款，以及砂石经营权等相关资产，资产变现时点存在较大不确定性；此外 2022 年末公司受限资产账面价值合计 15.33 亿元，整体流动性较弱。
- **总债务规模持续扩大，短期偿债压力较大，资金缺口依赖再融资。**2022 年末公司总债务规模扩大至 109.64 亿元，非标占比约二成，整体融资结构有待优化；2023 年到期债务规模近 30 亿元，账面资金对短期债务覆盖能力弱，且近年经营活动现金流净额波动较大，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计为 52.75 亿元，占当期末净资产比重的 42.14%，担保对象均为宁国市当地国有企业及事业单位，区域集中度较高且均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
宁国国控	宁国市重要的基础设施建设主体	331.62	140.56	18.07
宁国国投	宁国国控的核心子公司，宁国市重要的基础设施建设主体	270.56	125.17	12.55
宁国建投	宁国经开区重要的基础设施建设主体	196.66	86.31	14.99

注：（1）宁国国投为宁国市国有资产投资运营有限公司的简称、宁国建投为安徽省宁国建设投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年（末）数据

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分 4/7	城投经营&经营状况	6/7
	区域状况初始评分 4/7	财务状况	5/7

	行政层级	2/5	
调整因素	ESG 因素		0
	审计报告质量		0
	不良信用记录		0
	补充调整		0
个体信用状况			a+
外部特殊支持			2
主体信用等级			AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a+**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是宁国市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宁国市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与宁国市人民政府的联系非常紧密以及对宁国市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为宁国市人民政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+/“17 宁国债”	2022-6-24	何馨逸，张旻燊	城投公司信用评级方法和模型（cspv_ffmx_2019V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspv_ff_2019V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA+/“17 宁国债”	2018-7-20	秦风明，刘书芸	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA/“14 宁国债”	2014-3-21	杨毅嵘，刘书芸	城投公司评级方法（py_ff_2012V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 宁国债	6.00	6.00	2022-6-24	2026-12-20

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月20日公开发行5年期6.00亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还本息债务。截至2023年6月13日，“21宁国债”的募集资金账户的余额为30,010.01元。

三、发行主体概况

截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍为10.00亿元，控股股东仍为宁国国控。2023年3月宁国市国有资产监督管理委员会（以下简称“宁国市国资委”）将持有宁国国控的100%股权无偿划转至宁国市阳城城市公共资源管理服务有限公司，公司层级有所下移，公司实际控制人未变，仍为宁国市国资委。2022年公司合并报表范围内新增6家子公司，减少4家子公司。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新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	合并方式
宁国市粮食储备库有限公司	100.00%	443.00	无偿划拨
宁国皖能国新综合能源有限公司	51.00%	10,000.00	新设
宁国市中津建材贸易有限公司	100.00%	1,000.00	新设
宁国市津途交通建设有限公司	100.00%	40,000.00	新设
宁国市三津水利综合开发有限公司	100.00%	1,000.00	新设
宁国市金津市场管理服务有限公司	100.00%	20,000.00	新设
2、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	不再纳入的原因	
宁国市燕津投资管理有限公司	100.00%	无偿划转	
宁国市阳城城市公共资源管理服务有限公司	100.00%	无偿划转	
宁国市国投保安服务有限公司	100.00%	无偿划转	
宁国市国投规划设计有限公司	100.00%	无偿划转	

资料来源：公司 2022 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来,我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现,地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加,经济下行压力较大,4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出,宏观经济大盘止住下滑趋势,总体维持较强韧性。具体来看,制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性,基建投资增速在政策支持下大幅上升,对于稳定经济增长发挥重要作用;房地产投资趋势下行,拖累固定资产投资;消费在二季度和四季度单月同比出现负增长;出口数据先高后低,四季度同比开始下降。2022年,我国GDP总量达到121.02万亿元,不变价格计算下同比增长3.0%,国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面,2023年全球经济将整体放缓,我国经济增长动能由外需转为内需,内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主,从改善社会心理预期、提振发展信心入手,重点在于扩大内需,尤其是要恢复和扩大消费,并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效,总基调保持积极,专项债靠前发力,适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围,有效支持高质量发展。货币政策精准有力,稳健偏中性,更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性,市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件,将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,并加强政策间的协调联动,提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下,2023年国内经济正在逐步修复,经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境,海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升,地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大,财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位,内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素,但是综合来看,我国经济发展潜力大、韧性强,宏观政策灵活有空间,经济工作稳中求进,经济增长将长期稳中向好。

2020年,城投公司融资环境相对宽松;2021年随着隐性债务监管进一步趋严,城投融资政策进入周期收紧阶段;2022年以来城投融资监管有保有压,城投区域分化加剧

2020年,为了缓解经济下行压力,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,融资环境较为宽松,相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年,随着经济形势好转,稳增长压力减轻,中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格,城投融资政策进入周期收紧阶段。3月,国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》(国资发财评规[2021]18号),要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控,有效防范化解企业重大债务风险。4月,国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号),重申坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年,经济下行压力加大,稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月,央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”,但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月,财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典

型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，经济及财政实力居宣城市下辖区县前列，积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好

区位特征：宁国市是安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富。宁国市是安徽省辖县级市，由宣城市代管。宁国市地处安徽省东南部，东临苏杭，西靠黄山，融入上海、南京、杭州、合肥四大城市2小时经济圈，连接皖浙两省七县市。宁国市市域面积2,487平方公里，下辖6个街道和13个乡镇，设有国家级宁国市经济技术开发区（以下简称“宁国经开区”）。2022年末，宁国市常住人口为38.9万人，户籍人口37.8万人，人口呈净流入态势。皖赣铁路贯穿境内，宁宣、宁绩、宁千、宁广高速和青龙湾通用机场投入使用，宣绩高铁开工建设，宁金高速淤潜段、申嘉湖西延宁国段加速推进，对接沪苏浙的快速通道正在形成。宁国市生态环境优良，旅游资源丰富，是水阳江、青弋江、富春江的源头，拥有国家级水利风景区、国家级森林公园青龙湖和省级板桥自然保护区，是全国生态保护建设示范区、首届中国生态文明奖、中国十大最美城镇和中国优秀旅游城市；目前，宁国全市拥有4A级景区3家（恩龙世界木屋村、九天银瀑风景区、宁国青龙湾生态度假区）、3A级景区6家。

经济发展水平：宁国市经济总量在宣城市7个区县中排名第2，人均GDP排名第一，整体经济发展水平较好。2022年宁国市地区生产总值为454.3亿元，在宣城市7个区县中排名第2，按可比价格计算，同比增长6.0%，三次产业结构比重由2020年的6.7:57.9:35.4调整为2022年的6.3:59.2:34.5，第二产业占比有所提升。近三年宁国市投资保持两位数增长，2022年全市固定资产投资同比增长14.9%，其中工业投资增长34.7%，但房地产投资下降47.5%。在固定资产投资的拉动下，2022年全市第二产业增加值269.1亿元，同比增长8.4%，为经济发展的主导力量。2022年宁国市人均GDP是全国人均GDP的1.36倍，在宣城市各区县中排名第一。

土地市场方面，近三年宁国市整体土地成交规模向好。2020-2022 年宁国市住宅用地成交规划建面分别为 28.87 万平方米、45.96 万平方米和 82.10 万平方米，成交总金额分别为 7.53 亿元、8.56 亿元和 14.53 亿元，平均成交楼面价分别为 2,607 元/平方米、1,862 元/平方米和 1,770 元/平方米，成交价格有所下行。

表2 2022 年宣城市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
宣州区	519.2	2.7%	77,353	33.35	--
宁国市	454.3	6.0%	116,932	37.23	--
广德市	404.3	5.8%	81,000	35.90	31.00
郎溪县	214.8	3.8%	68,954	22.68	12.01
泾县	155.2	4.0%	56,265	16.58	8.70
绩溪县	101.6	0.4%	73,208	8.88	3.04
旌德县	65.2	4.0%	58,024	6.80	4.71

注：“--”表示未获取相关数据，宁国市人均 GDP 采用 2022 年统计公报数据，其余市人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 宁国市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	454.3	6.0%	431.7	10.7%	384.6	5.3%
固定资产投资	--	14.9%	--	17.0%	--	13.2%
社会消费品零售总额	133.4	3.0%	129.5	21.8%	106.3	3.0%
人均 GDP（元）	116,932		100,591		110,977	
人均 GDP/全国人均 GDP	136.45%		138.85%		137.37%	

注：“--”表示未获取相关数据

资料来源：2020-2022 年宁国市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宁国市工业基础较好，以汽车零部件为首着力打造现代产业集群。宁国市是国家级汽车零部件高新技术产业基地、中国耐磨铸件之都、中国无源电子元器件基地，传统五大主导产业为汽车零部件、耐磨铸件及精密制造产业、电子信息、循环经济产业、食品及农林深加工产业。2022 年全市规模以上工业增加值同比增长 10.1%，其中汽车零部件产业同比增长 22.4%，高端装备及耐磨铸件产业同比增长 16.0%，主导产业发展态势较好。全市 A 股上市企业达 5 家，数量在全省县域中居首位。

目前宁国市以汽车零部件为首，着力打造现代产业集群。在汽车零部件方面，以安徽中鼎控股（集团）股份有限公司为龙头，带动中小企业的发展，引导并支持中小企业技术改造，重点提高产品研发和成果转化能力。在耐磨铸件方面，宁国市依托工程机械精密基础件、汽车、工程机械及通用机械用精密零部件生产等重点项目，将耐磨铸件产业由单一生产耐磨材料向专用机械铸件、机械装备制造、模具制造、再生资源等产业延伸发展，做大做强高端装备和精密铸造产业，积极争创国家火炬耐磨铸件特色产业基地。根据十四五规划，宁国市将坚持工业强市战略，促进产业由“单体”向“梯队”转变，加快构建“1+5+N”现代产业体系，努力培育 1 个千亿级汽车零部件首位产业和循环经济产业、生产性服务业产

业、耐磨铸件和精密制造产业、电子信息产业、食品及农林产品深加工产业等 5 个百亿级产业集群，推动传统产业转型升级、新兴产业加快发展。

财政及债务：宁国市一般公共预算收入在宣城市下辖区县排名第一，地方政府债务余额保持增长。宁国市实行省直管县的财政体制，2022 年实现一般公共预算收入 37.23 亿元，在宣城 7 个区县中排名第 1，扣除留抵退税因素后增长 7.0%。近年宁国市汽车零部件、耐磨铸件及精密制造等主导产业发展良好，同时随着宁国市以汽车零部件为首，着力打造现代产业集群战略的逐步实施，落地企业数量和收入规模逐步扩大，税源不断丰富，2022 年宁国市实现税收收入 25.16 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.8%。区域债务方面，2022 年宁国市政府债务余额 94.02 亿元，其中一般债务 29.67 亿元，专项债务 64.35 亿元，近年债务余额保持增长。

表4 宁国市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	37.23	35.19	30.98
税收收入占比	67.58%	68.77%	69.56%
财政自给率	68.24%	77.79%	66.57%
政府性基金收入	--	15.88	14.52
地方政府债务余额	94.02	75.46	65.62

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：宁国市近年国民经济与社会发展统计公报和财政预算执行情况报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年 3 月末，宁国市已公开发债的城投平台共 3 家，分别为宁国市国有资本控股集团有限公司（以下简称“宁国国控”）、宁国市国有资产投资运营有限公司（以下简称“宁国国投”）和安徽省宁国建设投资集团有限公司（以下简称“宁国建投”）。宁国国控为宁国市重要的基础设施建设和运营主体，实控人为宁国市国资委，宁国国投为宁国国控核心子公司，主要负责宁国市的市政项目投资、安置房建设、砂石销售等业务。宁国建投为宁国经开区重要的基础设施建设主体，主要负责宁国经开区内的基础设施建设、土地开发整理和厂房租赁等业务。根据 2022 年 1 月发布的“关于印发《宁国市产业投资集团组建方案》的通知”，宁国市授权市国资委、宁国国控和宁国建投按 51%、25%和 24%的认缴比例注册成立宁国市产业投资集团有限公司（以下简称“宁国产投”），定位为市政府所属一级企业，注册资本 10 亿元，主营股权投资、基金管理、风险投资、债券投资及融资担保等类金融业务，2022 年 3 月 9 日宁国产投成立。整体而言，宁国市平台数量较少，各平台定位清晰。

表5 宁国市主要投融资平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
宁国国控	宁国市国资委	140.56	57.61%	18.07	161.87	宁国市重要的基础设施建设与运营主体
宁国国投	宁国国控	125.17	53.74%	12.55	109.64	宁国国控的核心子公司，宁国市重要的基础设施建设主体
宁国建投	宁国经开区管理委员会	86.31	56.11%	14.99	69.93	宁国经开区重要的基础设施建设主体

注：财务数据为 2022 年/2022 年末数据，宁国建投总债务数据未包含调整项

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开披露的评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为宁国国控的核心子公司，仍为宁国市重要的基础设施建设主体，主要业务包括宁国市除宁国经开区以外的基础设施建设和安置房销售等业务，2022年公司营业收入保持增长，但毛利率显著下滑；公司在建和待结转项目规模较大，砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，主营业务可持续性较好，但在建工程和安置房等项目尚需投入规模较大，公司面临一定资金支出压力

公司仍为宁国市重要的基础设施建设与运营主体，主要承担宁国市除宁国经开区以外的基础设施建设和安置房销售等业务，且砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，整体收入呈多元化趋势发展。2022年工程项目、安置房销售和砂石销售业务毛利率降幅较大，导致公司整体毛利率大幅下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建项目	62,019.18	49.41%	1.79%	43,579.73	36.82%	10.71%
安置房收入	8,607.46	6.86%	-38.58%	16,446.25	13.90%	12.29%
砂石销售	30,608.52	24.39%	-0.54%	25,061.69	21.18%	21.91%
保安服务费	2,138.88	1.70%	11.50%	2,465.72	2.08%	15.79%
公交运输	1,299.91	1.04%	-195.22%	587.85	0.50%	-318.53%
房地产收入	15,493.84	12.34%	-19.18%	20,986.49	17.73%	8.04%
其他	1,768.04	1.41%	56.57%	3,250.36	2.75%	71.53%
主营业务小计	121,935.84	97.15%	-5.44%	112,378.10	94.96%	13.09%
其他业务收入	3,574.27	2.85%	34.09%	5,969.51	5.04%	8.88%
合计	125,510.10	100.00%	-4.32%	118,347.60	100.00%	12.88%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程项目

公司承担宁国市除经开区以外范围的基础设施建设业务；2022年公司工程项目收入持续增长，且在建项目规模较大，业务可持续性较好，但面临一定的资金支出压力

宁国市基础设施建设项目由宁国市人民政府根据规划决定，公司与宁国市人民政府签订相关代建协议，作为投资和建设方负责提供项目建设所需的资金、技术，安排融资和组织项目的建设，待项目竣工后将完工验收合格的项目移交给宁国市政府，宁国市政府按竣工决算总价加上一定比例项目管理费返还。公司2022年公司实现工程项目收入6.20亿元，主要来自棚户区改造-汪溪街道征迁等项目结算，但项目加成比例较2021年下降，毛利率为1.79%。

表7 2021-2022 年公司主要工程项目建设收入确认情况（单位：万元）

年份	工程名称	成本	收入
2022 年	棚户区改造-汪溪街道征迁、棚户区改造-南山街道征迁、工地围挡项目等	60,906.24	62,019.18

2021 年	清华观、2016 年白改黑工程、宁国市污水处理厂扩建工程等	38,910.47	43,579.73
--------	-------------------------------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建基础设施计划投资总额为72.45亿元，已完成投资53.75亿元，未来尚需投资18.69亿元。整体而言公司基础设施建设业务可持续性较好，但后续面临一定的资金支出压力。

表8 截至 2022 年末公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
宁国市河沥片区城中村棚户区改造项目	19.10	18.36	0.74
宁国市西津街道征迁棚户区改造项目	15.30	8.05	7.25
宁国市城乡一体化综合提升项目	23.15	18.08	5.07
宁国市城市停车场建设项目	9.88	8.89	0.99
宁国智能公交城乡一体化项目	5.01	0.37	4.64
合计	72.45	53.75	18.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房产销售

公司2022年安置房收入结算规模有所下降，剩余可销售面积规模较大，对未来收入形成较好保障，但在建安置房也面临一定的资金支出压力；公司仍承担商品房燕津湖畔项目的开发销售，需关注未来潜在的去化压力

公司安置房销售业务由全资子公司宁国市安居投资建设管理有限公司（以下简称“安居公司”）负责，安居公司系2018年宁国市人民政府注入，主营业务为房地产开发和棚户区改造等，公司安置房业务具有一定公益性质，销售价格由政府指导定价，采用一房一价原则，因此近年毛利率波动较大。2022年公司确认安置房销售收入0.86亿元，主要来自燕津湖畔项目的结转确认。

表9 2020-2022 年公司主要工程项目建设收入确认情况（单位：万元）

年份	2022 年收入	2022 年成本	2021 年收入	2021 年成本
河沥新城（一期）	-	65.17	33.47	371.20
宁阳新苑	109.69	53.44	341.04	393.52
延福花园	1,219.17	1,223.52	16,071.74	13,659.50
燕津湖畔-锦园	3,598.42	5,731.89	-	-
燕津湖畔-濮园	3,680.18	4,854.51	-	-
合计	8,607.46	11,928.54	16,446.25	14,424.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司安置房项目剩余可销售面积较大，未来收入有较好保障。在建安置房项目预计总投资18.09亿元，累计总投资11.52亿元，未来尚需投资6.57亿元，仍面临一定的资金支出压力。

表10 截至 2022 年末公司在建安置房投资情况（单位：万元；平方米）

项目名称	可售面积	剩余可售面积	预计总投资	累计总投资
------	------	--------	-------	-------

河沥新城（一期）	75,719.08	23,363.68	95,000.00	30,616.39
宁阳新苑	97,678.27	47,589.91	32,000.00	42,870.56
延福花园	96,340.79	11,212.51	53,870.96	41,708.06
合计	269,738.14	82,166.10	180,870.96	115,195.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商业房地产销售业务原由子公司宁国市国新城镇化建设有限公司（以下简称“国新城镇化”）负责，2021年10月公司将国新城镇化100%股权转让给控股股东宁国国控，目前仍承担燕津湖畔项目的开发销售业务，燕津湖畔-锦园2022年确认收入1.34亿元，燕津湖畔-濮园2022年确认收入0.21亿元。截至2022年末，公司合同负债中的预收购房款规模为1.15亿元，较2021年末的2.57亿元有所下降，未来需关注剩余可售项目的潜在去化压力。截至2022年末，公司在建商品房项目预计总投资6.80亿元，已投资6.59亿元，至少尚需投资0.33亿元，面临一定的资金压力。

表11 截至 2022 年末公司房地产项目建设和销售情况（单位：万平方米，万元）

项目	预计总投资	已投资金额	可售面积	剩余可售面积	2022 年确认收入	2021 年确认收入
燕津湖畔-锦园	48,000.00	49,239.95	5.90	2.63	13,400.12	3,859.85
燕津湖畔-濮园	20,000.00	16,702.38	2.47	1.41	2,093.72	--
合计	68,000.00	65,942.33	8.37	4.04	15,493.84	3,859.85

注：2022年公司对部分项目投资额和可售面积数据核算调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）砂石销售

公司砂石销售业务在宁国市仍处于垄断地位，预计未来业务可持续性较好，但2022年受经营权成本摊销影响对公司利润贡献有限

根据2019年8月16日印发的宁办发[2019]93号《关于加强全市砂石资源管理的实施意见》文件，宁国市政府按照“政府主导、国企运作、多元参与”原则，采取“政府授权国有企业运营”模式进行全市砂石经营的管理。同时，授权全市范围内的所有砂石资源收储、加工、销售等事项由公司负责。全市范围内所有河道疏浚、市政建设、房地产建设工程等项目在建设过程中产生的砂石资源，由砂石资源管理工作领导小组办公室会同业主单位核定砂石资源交付量，统一交由公司收储管理。同时，公司负责确保砂石市场供应，在收储完成后，经过运输、第三方代加工环节，再通过销售砂石成品获得合理的市场化利润。砂石经营过程中产生的生产成本主要分为原材料成本（包括收储成本和运输成本）和代加工费用，产生的经营收入为销售砂石成品的收入。

公司砂石经营业务具体由子公司宁国城市建设投资有限公司负责，2022年实现销量298.74万吨，实现砂石销售收入2.05亿元，此外2022年公司实现砂石拍卖收入1.03亿元。毛利率方面，2022年公司砂石销售毛利率为-0.54%，毛利率降幅明显主要系砂石经营权成本摊销所致。

表12 公司 2021-2022 年砂石销售情况

项目	2022 年	2021 年
销量（万吨）	298.74	308.34
销售收入（万元）	20,484.83	25,061.69
销售单价（元/吨）	68.57	81.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据《关于加强全市砂石资源管理的实施意见》，宁国市各部门及下属乡镇根据项目设计工程量制定年度砂石资源交付计划，向公司提供砂石资源，同时市资源规划局、水利局、城管执法局、公安局等部门配合加大对非法开采、加工、运输、销售砂石等资源行为的检查及查处力度，使得公司在宁国市砂石销售处于垄断地位。2021年12月，公司得到宁国市人民政府东津河、中津河、西津河和小型水库砂石资源开采权的注入，预计未来业务可持续性较好。

（四）其他业务

公司公交运输业务公益性较强，业务仍处于亏损状态；其他业务对营业收入形成一定补充

公司公交运输收入计入其他业务，由子公司宁国市国泰公共交通运营有限责任公司负责全市范围内的公交系统运营，该项业务公益性较强，前期投入成本较多，因此运营呈亏损状态，未来从短期来看，还将对车辆更新、移动电视设备、全市电调系统等方面不断投入。2022年末公司拥有18条城市运行线路，线路总长度269公里，由于居民出行方式多样以及公司对部分燃油车进行更新等影响，2022年公司运送乘客次数较2021年仍有所下滑。此外，公司其他收入包括租赁收入、保安服务费、屠宰业务、规划设计费、城市管理费收入等，为公司收入提供一定补充。

表13 2021-2022 年公司公交运输业务情况

项目	2022 年	2021 年
运行线路（条）	18	18
线路总长度（公里）	269.00	269.00
运营车辆（辆）	100	133
运送乘客次数（万人次）	521.09	573.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

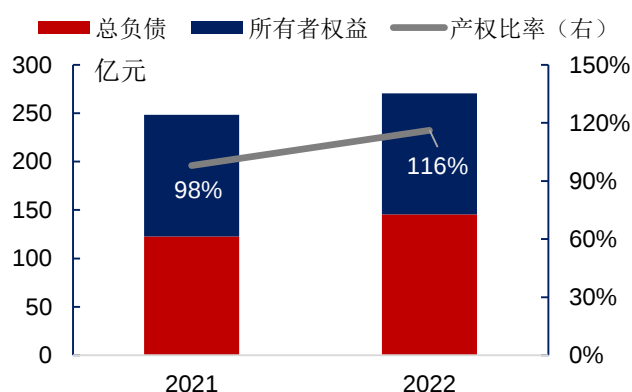
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内新增6家子公司，减少4家子公司。

资本实力与资产质量

2022年公司所有者权益规模较为稳定，存量资产主要沉淀于面向宁国市财政局等相关单位的工程款和往来款、土地资产和代建项目相关投入，资产变现时点存在较大不确定性，整体流动性较弱

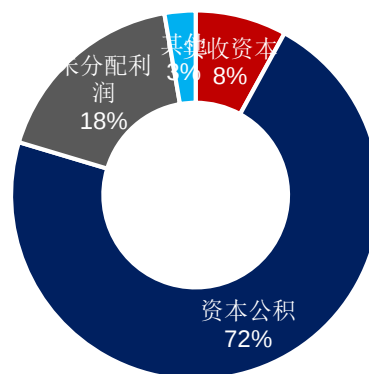
2022年公司所有者权益规模较稳定，以实收资本、资本公积和未分配利润等构成；受公司总债务规模保持增长以及宁国市发改委代付宣绩铁路项目部分出资款计入其他应付款等因素影响，2022年公司总负债规模进一步提高，产权比率较2021年有所上升。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模保持增长态势，资产构成以应收款项（面向宁国市财政局等相关政府部门的工程款和往来款）、存货（土地使用权和代建项目等工程投入）和砂石经营权等相关资产为主。公司2022年应收账款余额持续增长，2022年末公司对宁国市财政局的应收账款余额为44.19亿元，已计提坏账准备0.22亿元；其他应收款主要系应收政府及相关单位和控股股东的往来款，2022年末前五大合计占比89.01%，其中对安徽五星养殖集团有限责任公司0.59亿元¹应收款已全额计提坏账准备；公司应收款项规模较大，且回收时间存在较大的不确定性，对营运资金形成了一定占用。存货是公司最主要的资产，主要由土地使用权、工程项目、项目资产等构成：2022年末土地使用权账面价值49.95亿元，用途主要为商业住宅和工业等；工程项目账面价值21.73亿元，主要包括棚户区改造-河沥城中村项目、棚户区改造汪溪街道征迁等；项目资产账面价值16.24亿元，主要包括河沥街道拆迁项目、南山街道拆迁项目等；总体来看，公司存货的收入实现时点存在一定的不确定性，变现能力较弱。公司砂石经营权资产涉及预付款项和无形资产，其中预付款项主要系预付宁国市自然资源与规划局的砂石款，账龄多为2年以内，2022年规模有所增长；除砂石经营权外，公司无形资产还包括林地使用权和停车场收费权等。

其他资产方面，2022年公司作为宁国市人民政府的出资人对宣绩铁路进行投资导致其他非流动资产大幅增长，当期货币资金规模有所下降。长期股权投资主要系公司直接或间接持有的宁国中安创业投资

¹ 安徽五星养殖集团有限责任公司是宁国市当地民营公司，主营畜禽养殖业投资与管理，粮食收购、储藏，粮食及其初制品加工、销售等

基金合伙企业（有限合伙）等公司股权，2022年通过权益法核算的投资收益为-346.00万元，需关注被投资企业未来的经营情况。投资性房地产主要系房屋建筑物，公司采用成本模式计量。

受限资产方面，2022年末公司受限资产规模为15.33亿元，资产受限比重为5.67%，包括1.87亿元货币资金（主要为借款质押和保证金）、0.55亿元一年内到期的非流动资产（定存质押）、0.26亿元固定资产、6.61亿元存货（土地使用权抵押）和6.03亿元投资性房地产。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.79	4.73%	18.98	7.65%
应收账款	43.98	16.25%	38.00	15.31%
预付款项	4.08	1.51%	4.03	1.62%
其他应收款	35.41	13.09%	29.22	11.77%
存货	102.90	38.03%	108.91	43.87%
流动资产合计	200.09	73.95%	200.36	80.71%
固定资产	1.44	0.53%	1.14	0.46%
长期股权投资	3.12	1.15%	3.52	1.42%
投资性房地产	8.67	3.20%	8.86	3.57%
无形资产	30.89	11.42%	31.94	12.87%
其他非流动资产	25.38	9.38%	1.27	0.51%
非流动资产合计	70.47	26.05%	47.90	19.29%
资产总计	270.56	100.00%	248.25	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入保持增长，主营业务可持续性较好，但整体盈利能力大幅下滑，对政府补助依赖较大；投资收益对盈利形成补充但波动较大，未来收益持续性存在不确定性

公司是宁国市重要的基础设施建设与运营主体，公司营业收入主要包括工程项目、安置房收入和砂石销售等，2022年公司营业收入规模持续增长，主要系代建收入和砂石销售收入增长所致。2022年末公司存货中代建项目和项目资产的账面价值较大，对未来收入能够形成较好支撑，且公司砂石销售和交通运输业务在宁国市内具有区域垄断性，总体而言公司主营业务可持续性较好。毛利率方面，2022年工程项目和安置房销售毛利率降幅较大，导致公司整体毛利率下降，但政府补助对公司利润总额形成较好支撑。2022年公司收到计入其他收益的政府补助4.22亿元，但需关注未来公司获得政府补助的持续性存在一定不确定性。公司2022年投资收益0.29亿元对盈利形成一定贡献，但较2021年降幅较大，主要系权益法核算的长期股权投资收益下降。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	12.55	11.83
营业利润	1.02	2.45
投资收益	0.29	0.78
其他收益	4.22	3.35
利润总额	1.01	2.45
销售毛利率	-4.32%	12.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，非标融资占比二成左右，整体融资成本较高；公司短期债务占比提升，货币资金对到期债务覆盖能力下降，考虑到近年公司经营活动现金流净额波动较大，债务偿还仍将主要依赖再融资和股东支持

近年公司总债务规模持续增长，2022年末公司总债务规模为109.64亿元。从融资品种来看，银行借款、债务融资和非标融资的占比约为5：3：2，非标融资占比较高。银行借款主要由质押借款、抵押借款和保证借款等构成，保证人为当地其他国企，抵押物为房产和土地，质押物为定期存单等，借款单位主要为四大行和城商行；公司债券融资期限为3-7年，票面利率在4.89%-7.14%；非标融资主要为融资租赁及信托借款，大部分融资成本在8.80%以内。从期限结构来看，2022年末公司短期债务占比有所提升，但仍控制在20%以内，整体期限结构把控尚可。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.18	6.31%	6.45	5.25%
合同负债	1.20	0.82%	2.69	2.19%
其他应付款	32.63	22.44%	14.91	12.14%
一年内到期的非流动负债	18.76	12.90%	13.06	10.63%
流动负债合计	64.25	44.19%	39.22	31.92%
长期借款	39.29	27.03%	40.87	33.26%
应付债券	20.46	14.08%	28.17	22.93%
长期应付款	4.06	2.80%	2.81	2.28%
其他非流动负债	17.32	11.91%	11.80	9.60%
非流动负债合计	81.14	55.81%	83.64	68.08%
负债合计	145.39	100.00%	122.86	100.00%
总债务	109.64	75.41%	105.44	85.82%
其中：短期债务	28.51	19.61%	21.46	17.46%
长期债务	81.14	55.81%	83.98	68.36%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司2022年末获得政府资产注入因此净资产规模变动不大，但总负债规模提升推高公司2022年末资产负债率至53.74%。2022年末公司短期债务占比有所提高，2023年到期债务规模近30亿元，同时在建项目投入消耗部分账面资金，导致现金短期债务比进一步下滑。考虑到近年公司经营活动现金流波动较大，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，与多家金融机构建立了良好合作关系，且必要时可获得一定力度的外部支持。2022年末公司未使用银行授信额度为56.29亿元，备用流动性充裕，预计未来一段时间内公司再融资渠道将保持畅通，融资弹性尚可。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	53.74%	49.49%
现金短期债务比	0.46	0.92
EBITDA 利息保障倍数	2.45	1.42

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照《公司法》等要求建立了法人治理结构，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。根据公司公告，2022年12月郭士光不再担任公司董事长和法人，原公司董事余乐担任公司董事长，公司董事袁先锋任公司总经理。此外，程正、王雷、王莉任公司董事，卫萍萍、何珊珊、韦旻任公司监事。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月29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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计为52.75亿元，占年末净资产的42.14%，被担保对象均为宁国市当地国有企业，区域集中度较高，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表18 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
安徽省宁国建设投资集团有限公司	24,500.00	2028-11-18	无
宁国市新农村建设投资有限公司	20,000.00	2034-6-16	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	14,900.00	2040-6-30	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	13,670.00	2023-12-10	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	12,900.00	2042-12-15	无
安徽省宁国市众益新型城镇化建设有限公司	12,750.00	2024-4-14	无
宁国市新农村建设投资有限公司	11,880.00	2028-12-26	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	8,475.00	2023-10-20	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	7,600.00	2023-11-8	无
宁国市新农村建设投资有限公司	7,348.50	2026-5-11	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	5,000.00	2040-7-24	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	5,000.00	2024-1-14	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	5,000.00	2040-7-24	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	4,000.00	2026-11-8	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	3,724.00	2033-7-8	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	3,652.68	2027-7-28	无
宁国市新农村建设投资有限公司	3,500.00	2025-5-6	无
宁国市新农村建设投资有限公司	3,500.00	2025-5-6	无
宁国市三津乡村发展有限公司	3,000.00	2034-10-21	无
宁国市众益水务有限公司	3,000.00	2023-8-4	无
宁国市众益水务有限公司	2,000.00	2023-10-7	无
宁国市新农村建设投资有限公司	1,933.87	2023-9-10	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	1,600.00	2023-2-18	无
宁国市新农村建设投资有限公司	1,500.00	2023-11-30	无
宁国市新农村建设投资有限公司	1,400.00	2023-12-23	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	1,330.00	2023-12-13	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	1,208.34	2024-5-31	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	1,200.00	2033-7-8	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	1,128.41	2033-7-8	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	1,041.83	2024-5-31	无
宁国市新农村建设投资有限公司	1,000.00	2023-7-29	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	967.00	2033-7-8	无
宁国市新农村建设投资有限公司	950.00	2023-9-27	无

宁国市宁港水务有限公司	926.70	2023-1-19	无
宁国市新农村建设投资有限公司	911.82	2023-4-29	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	703.00	2033-7-8	无
宁国市新农村建设投资有限公司	500.00	2023-12-21	无
宁国市宁港水务有限公司	449.89	2023-4-10	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	400.00	2023-3-14	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	300.00	2033-7-8	无
宁国市新农村建设投资有限公司	120.00	2028-12-26	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	100.00	2040-6-30	无
安徽省宁国建设投资集团有限公司	100.00	2042-12-15	无
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	100.00	2042-12-15	无
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	15,959.26	2033-7-8	无
安徽宁川贸易有限公司	6,500.00	2023/2/24	无
宁源国泰融资租赁有限公司	1,345.62	2024/9/30	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	68,000.00	2035-12-26	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	21,600.00	2027-6-24	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	21,600.00	2027-6-24	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	20,461.61	2026-12-1	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	17,445.11	2025-9-29	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	11,600.00	2037-12-28	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	11,084.98	2025-10-25	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	10,979.86	2025-7-4	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	10,000.00	2037-12-28	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	9,900.00	2027-9-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	9,000.00	2027-9-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	9,000.00	2027-7-1	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	8,500.00	2037-12-28	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	8,450.00	2023-2-24	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	8,000.00	2037-12-28	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	7,500.00	2037-12-28	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	5,250.00	2037-12-28	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	5,040.00	2027-9-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	4,500.00	2027-9-21	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	4,100.00	2025-4-23	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	3,330.00	2027-9-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	3,298.79	2026-4-13	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	3,298.79	2026-4-14	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	3,202.00	2023-12-21	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	2,600.46	2024-5-26	无

宁国市国有资本控股集团有限公司	2,600.46	2024-6-25	无
宁源国泰融资租赁有限公司安徽分公司	2,439.11	2024-2-5	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	2,120.00	2023-11-15	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	2,020.00	2023-11-15	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	1,990.00	2027-9-6	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	1,971.00	2023-12-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	1,800.00	2027-9-21	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	1,500.00	2037-12-28	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	1,390.00	2023-12-21	无
宁国市国新城镇化建设有限公司	1,000.00	2023-2-23	无
宁源国泰融资租赁有限公司	443.16	2023-6-4	无
宁国市国有资本控股集团有限公司	50.00	2037-12-28	无
宁源国泰融资租赁有限公司	1,345.62	2024-9-30	无
合计	527,486.87	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是宁国市人民政府下属重要企业，宁国市国资委间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宁国市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与宁国市人民政府的联系非常紧密。宁国市国资委间接持有公司100%股权，对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司代建业务直接源于政府及相关单位，且近年在股权划转、资产注入和财政补贴等方面得到受到政府支持的次数多且支持力度较大，预计未来公司与宁国市人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对宁国市人民政府非常重要。公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，在基础设施建设领域对宁国市人民政府的贡献的很大，但公司非最核心平台，具有一定的可替代性，公司作为已发债主体，违约会对宁国市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

安徽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安全性

安徽担保承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

安徽担保成立于2005年11月，原名安徽省信用担保集团有限公司，是在安徽省中小企业信用担保中

心、安徽省创新投资有限公司的基础上，吸纳安徽省科技产业投资有限公司、安徽省经贸投资集团有限责任公司，由安徽省人民政府全额出资成立的省级担保机构，成立时注册资本18.60亿元。后经多次增资，安徽担保资本实力不断增强，截至2021年末，安徽担保实收资本增加至218.46亿元，并更名为现名。2022年安徽担保合计收到来自安徽省财政厅的注资13.80亿元，截至2022年末安徽担保实收资本为232.26亿元，注册资本暂未变更，仍为186.86亿元，唯一股东和实际控制人为安徽省人民政府。安徽担保股权结构如下表所示。

表19 截至 2022 年末安徽担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
安徽省人民政府	232.26	100.00%

资料来源：安徽担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

安徽担保是安徽省重要的担保机构，承担省内政策性担保及再担保体系建设职责，整体担保业务规模大。安徽担保的担保业务主要包括融资担保、非融资担保和再担保业务，其中以支持中小微及“三农”企业为主的政策性再担保业务为主；再担保业务主要由安徽担保子公司安徽省融资再担保有限公司负责开展，安徽担保本部主要开展除再担保业务以外的担保业务。

安徽担保再担保客户主要为安徽省内各市、县担保机构，均属于安徽省再担保体系内成员。截至2022年末，安徽担保再担保业务担保余额为1,262.32亿元，同比上升28.93%，主要系全省再担保合作机构发挥助企纾困职能，扩大政府性融资担保覆盖面，同时全省体系机构积极创新业务产品，提升服务效能，小额批量的见贷即保业务增长显著，带动安徽担保2022年再担保业务同比快速增长。

安徽担保直接融资担保业务主要为信用债券担保，客户全部为安徽省内各市、县级城投类企业，被担保方主体信用级别均在AA-及以上，以AA为主。2022年末安徽担保直接融资担保业务余额同比大幅增长28.06%至608.14亿元。截至2022年末，安徽担保具备一定规模的直接融资担保储备项目，未来直接融资担保业务仍有一定发展空间。安徽担保间接融资担保客户群体为安徽省内国有企业和中小企业，中小企业类业务单笔金额相对较小，整体客户资信实力较弱；近年来安徽担保为控制业务风险，逐步压缩中小企业类间接融资担保业务规模，截至2022年末间接融资担保业务余额为52.61亿元。安徽担保持续开展包括诉讼保全担保、工程保证担保以及其他非融资业务在内的非融资担保业务，2022年末非融资担保业务余额为35.44亿元，其中上述三类业务余额分别为22.40亿元、8.20亿元和4.84亿元。整体来看非融资担保业务规模较小，盈利能力有限。

2022年安徽担保本部共代偿5户8笔，总金额为1.09亿元，代偿项目均为间接融资担保业务，代偿5户均为民营企业。2022年再担保业务代偿户数为711户，合计代偿规模为21.25亿元，当期担保代偿率为2.69%。2022年安徽担保本部全口径当期担保代偿率为1.17%，较上年变化不大，全口径代偿追偿额为4.04亿元。

截至2022年末，安徽担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为3.70亿元、

25.54亿元及2.47亿元，担保风险准备金合计为31.71亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为237.72%。

表20 安徽担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
融资担保余额	660.75	518.02	373.10
直接融资担保余额	608.14	474.89	328.32
间接融资担保余额	52.61	43.13	44.78
再担保余额	1,262.32	979.09	1,191.15
非融资担保余额	35.44	26.18	29.87

资料来源：安徽担保提供，中证鹏元整理

安徽担保资产主要为其他权益工具投资等股权资产，截至2022年末，安徽担保资产总额为336.42亿元，同比下降2.43%，主要是因安徽担保无偿划转持有的子公司安徽省科技产业投资有限公司（以下简称“安徽科投”）88.02%股权所致。截至2022年末，安徽担保货币资金为71.03亿元，占资产总额的比例为21.11%，无受限货币资金，整体来看货币资金规模较大，可对担保业务提供较好支撑。2022年末应收款项类金融资产为4.25亿元，主要是安徽担保前期发生的应收代偿款项，后续转让给子公司安徽担保资产管理有限公司。近年安徽担保应收代偿款规模较大，截至2022年末为13.34亿元，其中账龄超过1年的代偿款占比为72.14%，平均账龄较长，需关注其代偿款回收风险。安徽担保其他权益工具投资为对外股权投资资产，2022年末账面价值为208.82亿元，占资产总额比例的62.07%，主要为安徽担保对安徽省内市县担保机构以及根据政府要求履行政策性职能而对产业园区等投融资公司的持股。近年安徽担保对现有股权投资项目逐步增加投资，投资资金来源于政府注资，整体规模较大。

从三类资产占比情况来看，截至2022年末安徽担保本部Ⅰ级资产、Ⅱ级资产和Ⅲ级资产占（资产总额-应收代偿款）的比例分别为20.53%、59.46%和19.52%，三类资产占比均符合监管要求。

截至2022年末，安徽担保负债总额为89.44亿元，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为3.70亿元和25.54亿元，该部分负债无实际偿付压力。安徽担保有息负债主要为长短期借款和应付债券，截至2022年末长短期借款余额分别为14.00亿元和4.50亿元，同年末应付债券余额30.00亿元，为2021年和2022年分别发行15.00亿元的2年期PPN产品，其中2021年发行的15亿元PPN产品将于2023年8月19日到期。截至2022年末安徽担保代管担保基金账面余额5.00亿元，无实际偿付压力。截至2022年末安徽担保所有者权益合计246.97亿元，其中实收资本232.26亿元，资本实力强。截至2022年末，安徽担保融资担保责任余额放大倍数为6.89倍。

安徽担保营业收入主要来源于担保费收入、投资收益和其他业务收入。得益于担保业务的快速发展，2022年安徽担保的担保费收入同比大幅增长73.63%，担保费收入占营业收入的比重提升至70.85%。近年来投资收益有所波动，2022年公司投资收益为1.43亿元，同比下降29.16%。此外，安徽担保于2022年6月30日无偿划出子公司安徽科投全部股权，导致计入其他业务收入的石油商品贸易业务收入不再纳入

营业收入，受此影响，2022年安徽担保营业收入较2021年大幅下滑75.77%至10.24亿元。安徽省政府继续推进“4321”担保体系的建设，为更好降低中小微企业融资成本，再担保业务不收取费用，同时安徽担保直保业务收费水平相对较低，叠加代偿率较高，各年计提准备金规模较大，导致担保业务整体利润率较低。2022年安徽担保净资产收益率为0.45%，较2021年上升0.24个百分点，但仍处于较低水平。总体来看，近年来安徽担保的担保业务持续发展，但受代偿率较高影响计提准备金规模较大，安徽担保整体盈利能力较弱。

表21 安徽担保主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	336.42	344.79	289.12
货币资金	71.03	58.74	38.63
应收代偿款净额	13.34	12.96	12.80
所有者权益合计	246.97	235.74	217.69
营业收入	10.24	42.28	47.06
担保费收入	7.26	4.18	3.33
净利润	1.08	0.47	0.21
净资产收益率	0.45%	0.21%	0.10%

资料来源：安徽担保 2020-2022 年审计报告及安徽担保提供，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，安徽担保唯一股东和实际控制人为安徽省人民政府，股东背景强。安徽担保近年持续获得来自安徽省财政厅的注资，政银担业务持续获得来自于中央财政、安徽省政府等的风险补偿资金，为安徽担保的持续发展提供了支撑。

综上所述，安徽担保股东背景强，职能定位重要，资本实力强，货币资金规模大，代偿能力极强。但中证鹏元也关注到，安徽担保盈利能力较弱，较大规模的股权投资削弱了安徽担保整体资产流动性。经中证鹏元综合评定，安徽担保主体信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，经济及财政实力在宣城市区县中位列前茅，积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好。公司存量资产主要沉淀于土地资产、代建和保障房等项目投入、面向宁国市财政局相关政府部门的工程款和往来款，资产流动性较弱，同时近年公司总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资，但考虑到公司作为宁国国控的核心子公司，2022年末存货中代建项目规模较大，且砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，主营业务可持续性较好。整体来看，公司抗风险能力尚可，且安徽担保提供的保证担保仍能提升本期债券的安全性。

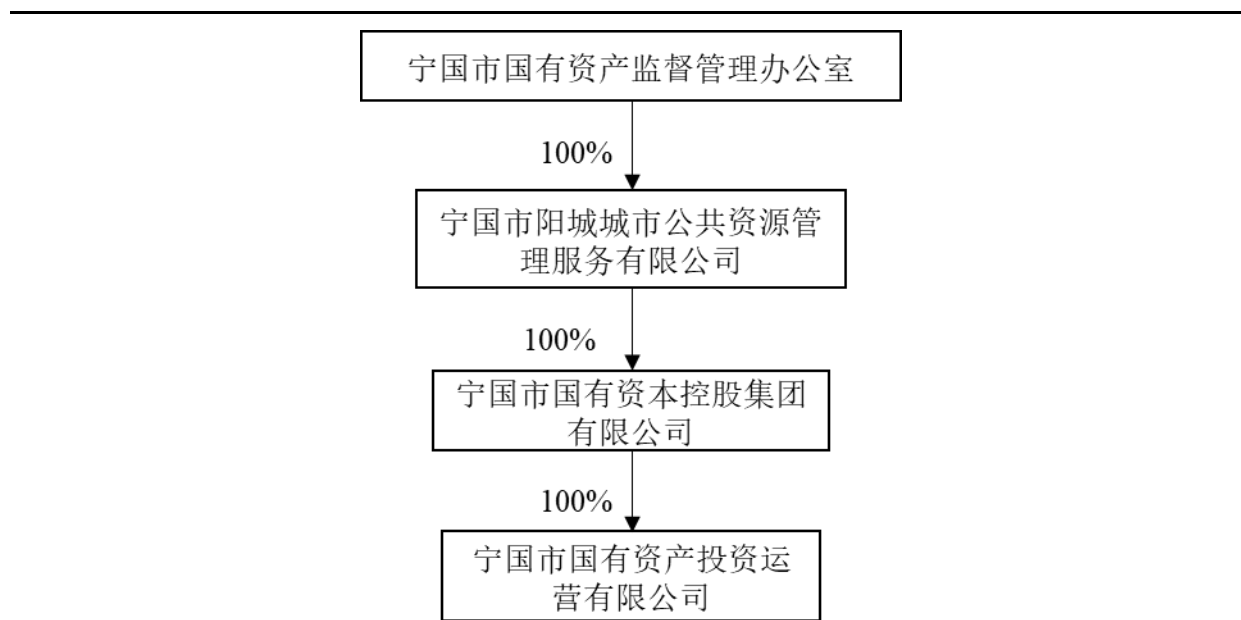
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21宁国债”的信用等级为AAA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	12.79	18.98	15.67
应收账款	43.98	38.00	33.76
其他应收款	35.41	29.22	34.76
存货	102.90	108.91	126.58
流动资产合计	200.09	200.36	223.45
无形资产	30.89	31.94	11.14
非流动资产合计	70.47	47.90	26.74
资产总计	270.56	248.25	250.19
短期借款	9.18	6.45	5.92
其他应付款	32.63	14.91	25.15
一年内到期的非流动负债	18.76	13.06	16.67
流动负债合计	64.25	39.22	59.69
长期借款	39.29	40.87	48.46
应付债券	20.46	28.17	20.13
其他非流动负债	17.32	11.80	13.80
非流动负债合计	81.14	83.64	85.06
负债合计	145.39	122.86	144.75
其中：短期债务	28.51	21.46	26.11
总债务	109.64	105.44	111.40
所有者权益	125.17	125.39	105.44
营业收入	12.55	11.83	8.84
营业利润	1.02	2.45	2.34
其他收益	4.22	3.35	3.51
利润总额	1.01	2.45	2.34
经营活动产生的现金流量净额	0.76	5.58	1.07
投资活动产生的现金流量净额	-10.93	7.90	-12.96
筹资活动产生的现金流量净额	3.41	-7.23	19.24
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	-4.32%	12.88%	9.88%
资产负债率	53.74%	49.49%	57.86%
短期债务/总债务	26.00%	20.35%	23.44%
现金短期债务比	0.46	0.92	0.54
EBITDA（亿元）	4.31	5.41	3.63
EBITDA 利息保障倍数	2.45	1.42	1.33

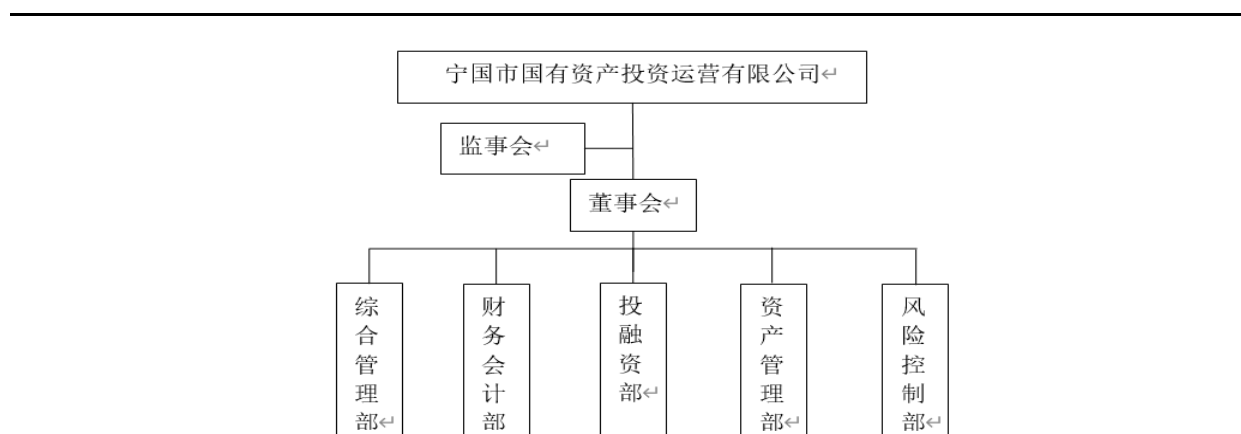
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
		直接	间接	
宁国城市建设投资有限公司	市政基础设施建设	100.00	-	政府注入
宁国市三津新材料有限公司	砂石加工与销售	-	100.00	设立
宁国市中津建材贸易有限公司	建筑材料销售		100.00	设立
宁国市安居投资建设管理有限公司	房地产开发、棚户区改造	100.00	-	政府注入
宁国印象河沥旅游开发有限公司	旅游开发管理		100.00	设立
宁国市安居房产居间服务有限公司	房地产居间服务	-	100.00	设立
宁国市津途交通建设有限公司	建设工程施工	100.00	-	设立
宁国市金津市场管理服务有限公司	集贸市场管理服务	100.00	-	设立
宁国市国泰公共交通运营有限责任公司	公交运输	100.00	-	合并
宁国市青龙湾综合开发有限责任公司	旅游项目开发	100.00	-	政府注入
宁国市三津水利综合开发有限公司	建设工程施工	100.00		设立
宁国市美丽乡村建设发展股份有限公司	土地整理	100.00		政府注入
宁国市金津肉业有限责任公司	生猪屠宰	100.00		政府注入
宁国市粮食储备库有限公司	粮食收购、销售和储存	100.00		政府注入
宁国皖能国新综合能源有限公司	充电基础设施运营	51.00		设立
宁国市国创投资有限公司	创业管理服务	50.00	-	设立
宁国市国泰城镇发展一号基金（有限合伙）*	投资管理	33.78	-	设立

注：*公司实际承担一号基金所有负债，实际控制一号基金，故纳入合并范围

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。