

江东控股集团有限公司
及其发行的 16 江控 01、20 江东 01 与 20 江东 04
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100820】

评级对象: 江东控股集团有限责任公司及其发行的 16 江控 01、20 江东 01 与 20 江东 04

	16 江控 01	20 江东 01	20 江东 04
主体/展望/债项/评级时间			
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	-	-
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 11 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 12 月 10 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 4 月 15 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	20.21	48.54	81.06	110.38
刚性债务	320.06	307.10	351.03	384.78
所有者权益	230.94	244.33	269.81	273.80
经营性现金净流入量	-10.97	11.13	4.33	0.94
发行人合并数据及指标:				
总资产	906.27	920.12	966.65	1015.39
总负债	544.24	548.09	571.51	618.33
刚性债务	459.43	463.47	492.46	529.71
所有者权益	362.03	372.02	395.14	397.05
营业收入	95.74	98.05	86.23	20.65
净利润	6.65	6.30	7.76	2.09
经营性现金净流入量	7.78	13.56	11.79	7.21
EBITDA	29.55	30.12	35.36	-
资产负债率[%]	60.05	59.57	59.12	60.90
长短期债务比[%]	231.65	187.19	169.19	110.69
营业利润率[%]	-6.43	-6.49	-12.44	5.33
短期刚性债务现金覆盖率[%]	60.00	82.77	80.31	67.48
营业收入现金率[%]	72.91	79.11	78.89	59.39
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.90	9.70	2.95	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.50	1.67	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.07	-

注: 发行人数据根据江东控股经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com
钟士芹 zsq@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江东控股集团有限责任公司(简称江东控股、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 江控 01、20 江东 01 与 20 江东 04 的跟踪评级反映了 2019 年以来江东控股在外部环境、区域地位等方面保持优势,同时也反映了公司在债务偿付、盈利能力、资金回笼、担保代偿及子公司管控等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内,马鞍山市经济保持增长,为江东控股业务发展提供了较好的外部环境。
- **区域地位稳固。**跟踪期内,江东控股仍是马鞍山市主要的基础设施、国有资产和产业投资运营主体,在马鞍山市城市建设及资产运作领域地位稳固。

主要风险:

- **债务偿付压力较大。**跟踪期内,江东控股刚性债务仍维持较大规模,公司债务偿付压力较大;债务期限结构趋于短期,公司面临的即期债务偿付压力加大。
- **盈利能力弱。**跟踪期内,江东控股主业盈利能力仍较弱,净利润对政府补助依赖度高。
- **资金回笼风险。**跟踪期内,江东控股在土地整理和基础设施建设等方面仍有较大规模资金未回笼,且应收款项变现能力及回收时点存在不确定性,资金回收偏缓,一定程度上影响公司的资金周转。
- **代偿风险。**跟踪期内,江东控股对外担保余额仍较大,且子公司普邦担保的担保业务发生代偿,公司代偿风险较大。

- **管控风险。**跟踪期内，江东控股子公司仍较多，且业务涉及多个行业，公司面临持续的管控风险。

评级关注：

- **华菱星马控股股东变更。**江东控股的控股子公司星马集团及其全资子公司华神建材拟通过公开征集受让方的方式转让所持华菱星马全部股份（15.24%）。截至本评级报告出具日，本次公开征集转让受让方已确定，但股份转让协议能否最终签订、能否获得相关国有资产监督管理机构的批准及本次公开征集转让能否实施完成均存在不确定性。若本次公开征集转让完成后，公司将不再控股华菱星马。新世纪评级将持续关注上述事项对公司信用质量的影响。

➤ 未来展望

通过对江东控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江东控股集团有限责任公司

及其发行的 16 江控 01、20 江东 01 与 20 江东 04

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照江东控股集团有限责任公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）和 2020 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）（分别简称“16 江控 01”、“20 江东 01”及“20 江东 04”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据江东控股提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对江东控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 10 月 27 日发行 16 江控 01，发行规模为 30.00 亿元，期限 5 年，利率为 3.86%，其中 28 亿元拟用于偿还有息债务、剩余部分补充公司的流动资金。公司于 2020 年 1 月 17 日发行 20 江东 01，发行规模为 23.00 亿元，期限 5（3+2）年，利率为 3.98%，均用于偿还有息债务。公司于 2020 年 4 月 23 日发行 20 江东 04，发行规模为 7.00 亿元，期限 5（3+2）年，利率为 3.38%，均用于偿还有息债务。截至 2020 年 4 月末，16 江控 01 募集资金已全部按计划使用，20 江东 01 和 20 江东 04 分别有 0.01 亿元和 6.69 亿元募集资金尚未使用。

截至 2020 年 6 月 25 日，该公司待偿还债券本金余额为 283.00 亿元，已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2020 年 6 月 25 日公司待偿债券情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	发行时间	本息兑付情况
14 马城投债	15.00	7	7.14	2014 年 4 月	已还本 12 亿元
15 江东控股 MTN001	7.00	5	5.50	2015 年 8 月	未到期
16 江东控股 PPN001	3.00	5	5.05	2016 年 3 月	已还本 0.6 亿元
16 江东 01	20.00	5	5.95	2016 年 3 月	已还本 0.4 亿元
16 江东控股 MTN001	21.00	5	4.81	2016 年 3 月	未到期
16 江控 01	30.00	5	3.86	2016 年 10 月	未到期
16 江东 02	10.00	5	4.12	2016 年 11 月	未到期
17 江东控股 PPN001（品种一）	11.00	5(3+2)	6.38	2017 年 8 月	未到期
17 江东控股 PPN001（品种二）	9.00	5	6.50	2017 年 8 月	未到期
18 江东控股 MTN002	10.00	5(3+2)	6.00	2018 年 4 月	未到期
18 江东控股 PPN001	10.00	4(2+2)	6.95	2018 年 7 月	未到期
18 江东控股 ZR001	10.00	5	6.85	2018 年 4 月	未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
18 江东控股 ZR002	10.00	2	6.50	2018 年 9 月	未到期
19 江东控股 PPN001	10.00	5(3+2)	5.10	2019 年 1 月	未到期
19 江控 01	15.00	5(3+2)	5.04	2019 年 3 月	未到期
19 江控 02	15.00	5(3+2)	4.98	2019 年 6 月	未到期
19 江东控股 ZR001	5.00	3	5.50	2019 年 5 月	未到期
19 江东控股 ZR002	10.00	5	5.50	2019 年 6 月	未到期
19 江东控股 MTN001	20.00	5	4.59	2019 年 9 月	未到期
20 江东 01	23.00	5(3+2)	3.98	2020 年 1 月	未到期
20 江东控股 PPN001	10.00	5(3+2)	3.90	2020 年 3 月	未到期
江东控股 2020 年度第一期理财直接融资工具	5.00	3(2+1)	5.05	2020 年 3 月	未到期
20 江东 04	7.00	5(3+2)	3.38	2020 年 4 月	未到期
20 江东控股 PPN002	10.00	5(3+2)	3.90	2020 年 5 月	未到期
合计	296.00	--	--	--	已还本 13.0 亿元

资料来源：Wind、江东控股

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面

临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎

疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委

联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号), 加强融资平台公司融资管理。5月, 财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号), 严格规范政府购买服务预算管理, 明确列示政府购买服务负面清单。6月, 财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券, 进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年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), 明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外, 不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资, 不得违规新增地方政府融资平台公司贷款; 不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任; 不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

2018年下半年以来, 城投企业的融资政策环境有所改善。2018年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; 指出要“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, 国务院办公厅下发《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), 对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充, 明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度, 同时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, 不得盲目抽贷、压贷或停贷, 防范存量隐性债务资金链断裂风险; 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。此外, 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。2019年3月, 《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式, 妥善解决融资平台到期债务, 不能搞“半拉子”工程。6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 提出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。

2020年初, 我国出现新型冠状病毒肺炎疫情, 疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效, 但我国仍面临境外输入病例风险, 必要的疫情防控仍将持续。受此影响, 部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长, 基建扩容被普遍认为是重要抓手之一, 城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体, 其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要, 核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时, 城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压, 以及防疫等基本支出需求增加, 政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓, 对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模, 部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

2019 年以来马鞍山市经济增速有所放缓,但仍保持在较高水平,工业发展情况较好,产业转型升级不断增强。

2019 年,马鞍山市经济保持增长,产业转型升级不断增强。2019 年马鞍山市实现地区生产总值 2111.0 亿元,按可比价格计算,同比增长 8.0%。其中,三次产业增加值分别为 94.1 亿元、1033.3 亿元和 983.6 亿元,同比分别增长 3.2%、9.6%和 6.6%。第一、二、三产业比重由上年的 4.5:53.6:41.9 调整为 2019 年的 4.5:48.9:46.6。

2019 年马鞍山市规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 9.1%;多数主要工业产品产量保持增长,其中,生铁、粗钢、钢材基本与上年持平,啤酒、水泥同比有所增长;战略性新兴产业产值同比增长 17.0%,其中,节能环保、高端装备制造、新材料和新能源汽车产业分别增长 33.0%、17.1%、15.5%和 14.3%。

2019 年马鞍山市固定资产投资增速放缓。当年全市固定资产投资同比增长 5.9%。其中,三次产业投资增速分别为-25.9%、14.4%和-0.2%;工业投资占全市固定资产投资比重为 48.8%,拉动全市投资增长 6.5 个百分点。重点项目方面,2019 年全市实施重点项目 694 个,完成投资 1226.6 亿元;列入安徽省亿元以上重点项目完成投资 1173.7 亿元;万石中欧智能产业园等 205 个重点项目开工建设,华旺高端装饰等 193 个重大项目加快推进,奥克斯智能家电产业园一期等 102 个项目竣工投产。

2020 年第一季度,受新冠肺炎疫情影响,马鞍山市实现地区生产总值 457.8 亿元,同比下降 3.9%;全市规模以上工业增加值同比下降 1.7%;固定资产投资同比下降 7.5%。

图表 2. 2017 年以来马鞍山市主要经济指标 (单位:亿元, %)

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1738.09	8.7	1918.10	8.2	2111.00	8.0	457.80	-3.9
第一产业增加值	85.16	3.8	86.85	2.8	94.10	3.2	—	—
第二产业增加值	989.43	8.7	1027.96	8.6	1033.30	9.6	—	—
第三产业增加值	663.50	9.5	803.29	8.2	983.60	6.6	—	—
规模以上工业增加值	—	9.0	—	9.1	—	9.1	—	-1.7
全社会固定资产投资	2255.72	9.3	—	10.1	—	5.9	—	-7.5
社会消费品零售总额	529.45	12.5	589.95	13.7	658.90	11.7	169.36	-9.4
进出口总额 (亿美元)	38.05	19.3	44.80	18.2	52.10	16.3	8.78	-30.3

资料来源:2017~2019 年马鞍山市国民经济和社会发展统计公报及马鞍山市统计局网站

2019 年马鞍山市 (不包含县) 土地成交面积持续回落,土地成交均价上升。当期土地出让面积为 259.45 万平方米,同比下降 25.72%;其中住宅用地成交面积增长 33.22%至 71.79 万平方米,成交均价上升 13.69%至 5711.97 元/平方米,带动土地成交总价增至 50.01 亿元。2020 年第一季度,马鞍山市土地出让成交面积为 24.79 万平方米,土地成交金额为 1.23 亿元。

图表 3. 2017 年以来马鞍山市土地市场情况¹

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
土地成交面积（万平方米）	590.37	349.30	259.45	24.79
其中：住宅用地	88.14	53.89	71.79	3.10
商服用地	15.79	4.07	6.96	0.07
工业用地	451.57	288.41	142.35	17.69
其他用地	34.87	2.93	38.35	3.93
土地成交金额（亿元）	59.49	36.11	50.01	1.23
其中：住宅用地	43.94	27.08	41.01	0.30
商服用地	3.80	0.73	1.62	0.03
工业用地	10.69	8.19	3.50	0.62
其他用地	1.06	0.12	3.89	0.28
土地成交均价（元/平方米）	1007.72	1033.90	1927.40	494.23
其中：住宅用地	4985.42	5024.25	5711.97	967.74
商服用地	2406.08	1787.47	2320.40	4714.29
工业用地	236.69	284.00	245.70	348.22
其他用地	305.08	409.56	1013.72	702.80

资料来源：Wind

2. 业务运营

该公司是马鞍山市主要的基础设施投建、国有资产和产业投资运营主体，业务较多元；土地整理及汽车制造业务是目前公司收入最重要的来源，天然气、水务等公共服务业务对收入形成有益补充，其他业务持续处于亏损状态。跟踪期内，公司土地整理、基础设施建设、天然气、水务等业务整体运营平稳，但受重卡和专用车等产品市场需求萎缩、土地出让进度波动等因素影响，公司营业收入及毛利均有所下滑；公司在土地整理和基础设施建设等方面仍有较大规模资金未回笼，且后续有一定规模投资支出安排，公司面临一定资金平衡压力。

该公司为马鞍山市主要的基础设施投建、国有资产和产业投资运营主体。主要受汽车制造板块和土地整理业务营业收入下降的影响，2019 年公司营业收入较上年下降 12.06% 至 86.23 亿元。2019 年，汽车制造业务仍是公司收入的最主要来源，占营业收入的比重超过 70%；以天然气销售为主的公共服务收入也是公司收入的有益补充。从毛利来看，2019 年公司实现毛利 13.20 亿元，汽车制造和土地整理业务为公司毛利主要来源，分别实现 8.66 亿元和 5.32 亿元。此外，主要由于公司出租房产每年折旧较大导致其他业务持续亏损。2020 年第一季度，公司实现营业收入 20.65 亿元，同比下降 30.05%；实现毛利 5.77 亿元，较上年同期下降 22.11%，主要受汽车制造业务毛利大幅下降影响。

¹ 数据统计范围：金家庄区、花山区、雨山区、博望区、郑蒲港新区、示范园区。

图表 4. 2017 年以来公司营业收入及毛利构成情况² (单位: 亿元, %)

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	95.74	100.00	98.05	100.00	86.23	100.00	20.65	100.00
汽车制造	57.93	60.51	70.75	72.16	61.00	70.75	10.56	51.15
土地整理	17.05	17.81	9.83	10.02	6.90	8.00	7.06	34.17
公共服务	9.39	9.81	9.15	9.33	11.17	12.95	2.35	11.38
其他业务	11.36	11.87	8.32	8.49	7.16	8.30	0.68	3.29
营业毛利	13.23	100.00	14.77	100.00	13.20	100.00	5.77	100.00
汽车制造	8.51	64.32	9.50	64.30	8.66	65.62	1.17	20.23
土地整理	7.47	56.46	6.68	45.21	5.32	40.28	4.66	80.71
公共服务	1.41	10.66	0.97	6.57	1.29	9.78	0.09	1.56
其他业务	-4.16	-31.44	-2.38	-16.08	-2.07	-15.68	-0.15	-2.50

资料来源: 江东控股

(1) 汽车制造

该公司汽车制造业务收入主要来源于并表子公司华菱星马汽车(集团)股份有限公司(股票代码 600375, 以下简称“华菱星马”)。截至 2020 年 3 月末, 公司控股子公司安徽星马汽车集团有限公司(以下简称“星马集团”)及其全资子公司马鞍山华神建材工业有限公司(以下简称“华神建材”)合计持有华菱星马 15.24% 股份, 不存在股份质押情况。

华菱星马主要生产重卡、专用车(散装水泥汽车、混凝土搅拌车、混凝土泵车、压缩式垃圾运输车和重型自卸车等)以及汽车零部件, 2019 年主要受市场需求萎缩、销售订单减少影响, 华菱星马实现营业收入 63.83 亿元, 同比下降 12.47%, 其中汽车制造业收入 61.00 亿元, 同比下降 13.77%。从产销量来看, 2019 年华菱星马中重卡产量及销量分别为 17730 辆和 16795 辆, 同比分别减少 14.69% 和 17.19%; 专用车上装产量及销量分别为 12395 辆和 12001 辆, 同比分别减少 4.95% 和 8.35%。

2020 年第一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 重卡和专用车等产品市场需求萎缩, 华菱星马产品销量大幅下滑。当期, 中重卡和专用车上装的产量分别为 0.35 万辆和 0.23 万辆, 同比分别下降 34.90% 和 21.49%; 销量分别为 0.25 万辆和 0.15 万辆, 同比分别下降 50.44% 和 45.71%; 华菱星马实现营业收入 10.70 亿元, 同比下降 44.15%。

图表 5. 华菱星马营业收入及毛利情况(单位: 亿元, %)

产品名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重卡及专用车	53.41	89.14	66.11	90.66	56.66	88.76
汽车配件	4.49	7.49	4.55	6.24	4.31	6.75
维修	0.04	0.06	0.09	0.12	0.04	0.06
其他	1.98	3.31	2.17	2.98	2.82	4.42
收入合计	59.92	100.00	72.92	100.00	63.83	100.00
重卡及专用车	7.79	89.61	8.35	85.77	8.32	91.04

² 图表中合计数与各分项合计数有差系尾数四舍五入所致, 下同。

产品名称	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
汽车配件	0.73	8.39	1.13	11.63	0.64	7.04
维修	0.01	0.10	0.02	0.21	0.01	0.10
其他	0.16	1.90	0.23	2.40	0.17	1.82
毛利合计	8.69	100.00	9.73	100.00	9.14	100.00

资料来源：根据华菱星马公开数据整理

星马集团及华神建材拟通过公开征集受让方的方式转让所持华菱星马全部股份，并于2020年6月12日确定浙江吉利新能源商用车集团有限公司为本次公开征集转让受让方，后续将与其就拟签订的股份转让协议细节进行商议，股份转让协议签订后仍须按照规定程序呈报相关国有资产监督管理机构审核批准方可实施。股份转让协议能否最终签订、能否获得相关国有资产监督管理机构的批准及本次公开征集转让能否实施完成均存在不确定性。若本次公开征集转让完成后，公司将不再控股华菱星马。截至2020年3月末，华菱星马总资产为130.32亿元，净资产为28.03亿元。

(2) 土地整理

该公司经马鞍山市政府授权进行土地一级开发业务，土地来源主要包括国企改制、搬迁、破产企业及旧城改造形成的国有存量土地和城建开发项目配套土地，主要集中于市辖区范围内，业务模式为：公司作为项目投资方，主要负责项目资金的筹措，具体征迁的工作由市各征迁机构具体负责，征迁完成后，由公司实施土地出让前期一级开发，实现“三通一平”或“七通一平”后移交给市国土部门，由马鞍山市土地储备中心（以下简称“土储中心”）通过“招拍挂”方式进行出让，市财政局收到土地出让金后，扣除相关土地出让基金，拨付给公司土地开发投入的全部成本，并支付相应的开发管理费用，计入公司营业收入，开发管理费的比例视每块土地的具体情况而定。2019年公司实现土地整理收入6.90亿元，同比下降29.81%；2020年第一季度公司实现土地整理收入7.06亿元。截至2020年3月末，公司运营土地27409亩，其中具备出让条件的经营性用地面积9409亩；公司未出让土地已投资额为75.26亿元，公司拥有较大规模的可整理开发土地，可为其业务资金平衡提供一定保障。

(3) 公共服务

该公司公共服务业务主要由子公司马鞍山市江东城市基础设施投资有限公司（以下简称“城基投资”）经营，业务涉及天然气销售、污水处理、公共交通、收费公路、驾校培训、餐饮住宿以及类金融服务（担保、典当、小额贷款）等。其中，天然气业务由城基投资和香港中华煤气（马鞍山）有限公司共同设立的马鞍山港华燃气有限公司（以下简称“港华燃气”）运营，主要承担马鞍山市市政、工商业及民用住宅燃气管线的基础设施建设、施工管理及所有燃气终端客户的燃气供应和管理工作，是马鞍山市唯一的一家集经营管道天然气、压缩天然气、燃气具销售、燃气工程设计和施工于一体的城市燃气企业，2019年及2020年第一季度，公司天然气销售量分别为28,637.00万立方米和7,009.00万立方米；公共交通运输业务主要由城基投资全资子公司马鞍山市公共交通集团有限责任公司运营，目前垄断了马鞍山城区公交运营线路。2019年及2020年第一

季度，公司分别实现天然气销售收入 8.02 亿元和 2.04 亿元；分别实现公共交通（含驾校培训）收入 0.70 亿元和 0.08 亿元。

此外，该公司类金融服务主要包括担保业务及小额贷款业务。担保业务由子公司马鞍山市普邦融资担保股份有限公司（以下简称“普邦担保”，为新三板挂牌公司，代码 835076）经营，担保对象主要为马鞍山市范围内中小型工业制造业企业。普邦担保 2019 年及 2020 年第一季度分别实现营业收入 3057.96 万元和 847.60 万元，其中担保费收入分别为 858.32 万元和 272.95 万元；分别代偿 0 元和 1557.47 万元，其中按比例应由普邦担保最终承担的代偿金额分别为 0 元和 216.53 万元³。截至 2020 年 3 月末，普邦担保的担保余额为 12.94 亿元，应收代偿款 0.28 亿元。小额贷款业务运营主体为子公司安徽普邦小额贷款有限公司（以下简称“普邦小贷”），客户主要为当地中小型企业，行业较分散，每笔贷款额基本在 1000 万元及以下。截至 2020 年 3 月末，公司小额贷款业务贷款余额为 1.80 亿元，其中逾期金额为 0.29 亿元。

图表 6. 2017 年以来公司公共服务业务营业收入及毛利构成情况（单位：亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9.39	100.00	9.15	100.00	11.17	100.00	2.35	100.00
天然气销售及配套设施 ⁴	7.63	81.26	7.29	79.67	9.11	81.56	2.04	86.81
污水处理	0.11	1.17	0.14	1.53	0.17	1.52	0.05	2.13
公共交通（含驾校培训）	0.84	8.95	0.78	8.52	0.70	6.27	0.08	3.40
收费公路	0.26	2.77	0.26	2.84	0.27	2.40	0.03	1.30
餐饮	0.34	3.62	0.33	3.61	0.40	3.60	0.03	1.30
类金融服务	0.21	2.24	0.35	3.83	0.52	4.65	0.12	5.06
营业毛利	1.41	100.00	0.97	100.00	1.29	100.00	0.09	100.00
天然气销售及配套设施	1.62	114.89	1.05	108.25	1.47	113.95	0.20	222.22
污水处理	0.06	4.26	0.08	8.25	0.09	6.98	0.03	33.33
公共交通（含驾校培训）	-0.96	-68.09	-1.03	-106.19	-1.35	-104.65	-0.29	-322.21
收费公路	0.25	17.73	0.26	26.80	0.27	20.93	0.03	33.33
餐饮	0.23	16.31	0.26	26.80	0.30	23.25	0.01	11.11
类金融服务	0.21	14.89	0.35	36.08	0.51	39.53	0.11	122.22

资料来源：根据江东控股提供的资料整理、计算

（4）基础设施建设

作为马鞍山市主要的基础设施投资建设主体，该公司承担了马鞍山市部分重大基础设施建设项目。公司基建业务具体运作模式为：2015 年以前，公司主要与马鞍山市政府通过签署委托代建协议或项目差额补助协议，公司负责资金筹措以及城市基础设施项目建设，马鞍山市政府拨付项目资本金，项目回款期内，由马鞍山市政府分期进行回购。2015 年以后，对于城市地下综合管廊、海绵城市、棚改、易地扶贫搬迁以及市域（郊）铁路等由国务院和国家发展和改革委员会等机构文件明确规定的政府采购和政府购买

³ 普邦担保的政策性担保业务一般由普邦担保、安徽省信用担保集团有限公司、银行和地方政府按 4:3:2:1 比例共担风险。

⁴ 此项目包括港华燃气的其他业务收入，因此与审计报告中天然气销售业务的数据有差别。

服务项目，公司采用上述模式进行运营；对于不符合政府采购和政府购买服务的重大建设项目，公司作为政府出资方，会同项目行业主管部门通过 PPP 模式招选社会资本，与社会资本组建项目公司作为项目建设主体，公司将根据 PPP 协议享受项目公司收益分红。

2017 年以来，除保障房代建外，该公司不再确认基建项目回购收入，因承担公益性项目的建设和公用事业运营，每年可获得省市及地方财政拨付的专项补贴资金和奖励资金（包括省市交通建设补贴、市级基建补贴、拆迁补偿款以及燃气、污水、公交、文体等运营补贴），计入政府补助收入。2019 年及 2020 年第一季度，公司未实现基础设施建设业务收入，主要系代建保障房未交付所致；同期分别收到城市基础设施建设补贴 15.09 亿元和 1.00 亿元，系以前年度工程项目回款。截至 2019 年末，公司委托代建及政府购买基础设施建设（不含保障房代建）已完工项目累计投入 168.63 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建项目预计总投资 77.95 亿元，已完成投资额为 70.70 亿元；主要拟建项目预计总投资为 14.33 亿元。此外，公司作为政府出资方已分别参与投资了马鞍山市垃圾焚烧发电项目、东部污水处理厂特许经营权项目、马鞍山市中心城区水环境综合治理、马鞍山市郑蒲港铁路项目 4 个 PPP 项目，其中公司对马鞍山市垃圾焚烧发电项目和东部污水处理厂特许经营权项目控股，持股比例分别为 50% 和 51%，对马鞍山市中心城区水环境综合治理和马鞍山市郑蒲港铁路项目参股比例分别为 5% 和 15%。上述 4 个项目公司需合计出资 2.04 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司已投资额为 1.84 亿元，尚需投资 0.20 亿元，已收到项目公司分红 205.22 万元，均来自东部污水处理厂特许经营权项目，其余项目因进展原因未取得分红。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建及拟建工程情况⁵（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已完成投资	未来计划投资		
			2020年4-12月	2021年	2022年
一、主要在建项目	77.95	70.70	3.67	2.76	2.87
体育中心项目 ⁶	23.50	24.98	0.57	-	-
秀山医院一期	5.90	4.78	0.56	0.56	-
冯桥路改造	1.89	1.32	0.20	0.20	0.17
2016 年棚户区改造项目	20.46	20.12	0.34	-	-
2017 年棚户区改造项目	26.20	19.50	2.00	2.00	2.70
二、主要拟建项目	14.33	-	3.40	3.43	-
秀山医院二期	6.83	-	3.40	3.43	-
陶村棚户区改造项目	3.50	-	-	-	-
废弃地综合利用	4.00	-	-	-	-
合计	92.28	70.70	7.07	6.19	2.87

资料来源：江东控股

（5）其他业务

该公司其他经营业务主要包括经营性物业、保障性安居工程代建、商业房地产开发、工业标准化厂房以及文化旅游开发等。2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现其他

⁵ 陶村棚户区改造项目和废弃地综合利用尚未确定未来投资计划。

⁶ 该项目实际投资额超出预计总投资。

业务收入 7.16 亿元和 0.68 亿元，其中房地产经营收入分别为 0.12 亿元和 0.01 亿元，跟踪期内收入规模较小主要系公司未开发房地产新项目，收入均来自存量房产销售所致；经营权租赁收入分别为 1.66 亿元和 0.29 亿元，主要为厂房出租收入。公司房地产业务由安徽荣马置地科技有限责任公司（以下简称“荣马置地”）负责，主要致力于马鞍山市的旧城改造和保障房、安置房和廉租房建设；马鞍山市鑫马秀山投资开发有限公司亦承担保障房的建设。截至 2020 年 3 月末，公司在建保障房建设项目为润合家园项目，总投资为 3.90 亿元，已投入 2.30 亿元。公司未来是否新增房地产开发业务视市场环境而定，目前存续的保障房项目建设大多接近尾声，待完工后逐年确认收入。公司用于出租房产每年折旧较大，受此影响，公司其他业务处于亏损状态。

此外，该公司全资子公司马鞍山江东产业投资有限公司（以下简称“江东产投”）⁷主要负责对市域范围内的高新技术企业进行股权投资和资本运营。截至 2020 年 3 月末，公司对外投资企业 90 家，总投资额为 64.20 亿元。重点投资企业包括徽商银行股份有限公司、中国十七冶集团有限公司（以下简称“十七冶集团”）等，主要涉及领域包括工程、金融、水务、融资租赁等，主要参股公司经营状况较好。2019 年和 2020 年第一季度，公司分别实现投资净收益 4.00 亿元和 10.21 万元，其中 2019 年投资收益主要来源于对十七冶集团权益法下确认的投资收益 1.99 亿元及理财产品收益 0.48 亿元。

管理

跟踪期内，该公司高管人员有所变动，在组织结构、管理制度、产权状况方面未发生重大变化。公司子公司仍较多，且业务涉及多个行业，管控压力持续。

跟踪期内，该公司注册资本未发生变化，股东及实际控制人仍为马鞍山市人民政府。根据马鞍山市人民政府任免通知，任免张邦彦为公司总经理，免去张道祥总经理职务。根据公司公告，上述人员变动事项不影响公司日常管理、生产经营及偿债能力。跟踪期内，公司组织结构及管理制度无重大变化。公司下属子公司数量多，业务涉及多个行业，公司管理难度依然较大，公司管理水平仍面临挑战。

根据该公司所提供的 2020 年 3 月 7 日的《企业信用报告》，公司本部无银行信贷违约、迟付利息情况；有 1 笔已结清中长期借款五级分类认定为次级，根据颍上县农村信用合作联社出具的说明，系该社系统原因导致公司于 2010 年 8 月 4 日已结清本息未及时扣划。

截至 2020 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台信息查询结果，未发现该公司本部存在重大异常情况。

⁷ 该公司原先以事业部形式存在的各业务板块逐渐演变成各控股子公司形式，2016 年公司新设全资子公司江东产投代替原先的投资管理事业部行使股权投资和资本运营职责。

财务

跟踪期内，该公司盈利仍主要依靠政府补助和投资收益；公司负债经营程度保持在较合理水平，但刚性债务持续扩张，公司面临的偿债压力仍较大，且债务期限结构趋于短期，即期债务偿付压力加大；公司经营活动现金流仍呈净流入状态，但相较于即期债务规模较小，无法对债务偿付提供充分保障；公司资产以土地整理和基础设施建设开发成本、投资性房地产等为主，应收款项变现能力及回收时点存在不确定性，资金回收偏缓，整体资产流动性一般。此外，公司有一定规模对外担保，且担保业务发生代偿，公司面临的担保代偿风险较大。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年第一季度的财务报表未经审计。公司执行企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定。

2019 年末，该公司纳入合并报表范围的子公司 71 家，较上年末新增 2 家，系新设的子公司深圳华菱星马汽车销售有限公司和安徽裕邦物业有限公司。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围子公司较上年末无变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2019 年末，该公司负债总额为 571.51 亿元，较上年末增长 4.27%；受益于资产拨入和经营积累，当年末公司资产负债率下降 0.45 个百分点至 59.12%，仍保持在较合理水平。公司债务仍以长期债务为主，2019 年末长短期债务比为 169.19%，较上年末下降 18.00 个百分点。其中，流动负债为 212.31 亿元，较上年末增长 11.24%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中短期借款余额为 35.01 亿元，较上年末减少 11.99%；应付票据余额为 28.56 亿元，较上年末增长 18.69%；应付账款余额为 26.92 亿元，较上年末下降 0.88%，主要是子公司华菱星马未到结算期的货款；其他应付款（不含应付利息及应付股利）余额 15.29 亿元，较上年末增长 1.81%，主要系应付往来款及保证金；一年内到期的非流动负债 91.67 亿元，包括一年内到期的长期借款 16.24 亿元、一年内到期的应付债券 31.83 亿元和一年内到期的长期应付款 43.59 亿元，同比大幅上升 52.57%，主要系马鞍山江东徽银城镇化基金长期贷款、华澳国际信托有限公司、15 江东控股 MTN001 和 18 江东控股 ZR002 将于一年内到期所致。此外，2019 年末公司其他流动负债较上年末减少 9.76 亿元至 1.85 亿元，主要系短期融资券到期偿付所致。

2019 年末，该公司非流动负债为 359.20 亿元，较上年末略增 0.55%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。从具体构成来看，2019 年末长期借款余额为 78.47 亿元，借款利率集中在 4.50%~5.20%，余额较上年末下降 13.85%；应付债券余额为 210.74 亿元，较上年末增长 34.45%，主要系当期发行 19 江东控股 PPN001、19 江控 01、19

江东控股 MTN001 等多期债券所致；长期应付款余额为 41.05 亿元，主要是融资租赁款和信托借款等，较上年减少 45.90%，主要是马鞍山江东徽银城镇化基金长期贷款等转入一年内到期的非流动负债所致。此外，同期末，公司专项应付款余额为 24.19 亿元，主要包括政府置换债资金 12.58 亿元和其他具有专项或特定用途的款项 6.12 亿元，余额较上年末减少 14.51%。

2020 年 3 月末，该公司负债总额为 618.33 亿元，较 2019 年末增长 8.19%；公司有较大规模债务即将在一年内到期，债务期限结构趋短，当期末长短期债务比为 110.69%，仍以非流动负债为主。其中，流动负债为 293.47 亿元，较上年末增长 38.23%，主要系一年内到期的非流动负债余额较上年末增长 60.01% 至 146.68 亿元所致；非流动负债为 324.86 亿元，较上年末下降 9.56%，减量主要来自于应付债券及长期应付款等。

刚性债务方面，该公司通过银行借款、发行债券，以及吸收产业基金投资、信托贷款、融资租赁等进行融资，近年来刚性债务持续扩张，公司面临的债务偿付压力较大。2020 年 3 月末，公司刚性债务为 529.71 亿元，占负债总额的 85.67%，股东权益与刚性债务比率为 74.96%。其中，银行借款 153.35 亿元，债券 275.53 亿元，产业基金投资、信托贷款、融资租赁等借款 63.06 亿元；公司银行借款仍以抵质押借款为主，抵质押物主要为票据、房屋、建筑物及土地使用权等。此外，公司刚性债务期限结构趋于短期，2020 年 3 月末短期刚性债务较上年末增长 45.38% 至 235.84 亿元，占刚性债务的 44.52%，其中包括债券 79.70 亿元、信托及融资租赁等借款 37.73 元；短期刚性债务现金覆盖率降至 67.48%，公司面临一定即期债务偿付压力。从 2019 年末存量债务到期情况看，2020-2022 年，公司需偿还刚性债务（不含应付票据）分别为 126.68 亿元、138.25 亿元和 93.22 亿元。

2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 41.07 亿元，担保比率为 10.34%，其中包括对马鞍山郑蒲港新区建设投资有限公司的 12.00 亿元担保和对马鞍山慈湖高新技术产业开发区投资发展有限公司的 6.80 亿元等。另外，普邦担保对外担保合计 12.94 亿元，客户以马鞍山市范围内中小型工业制造业企业为主，已发生代偿，公司面临较大的或有负债风险。

图表 8. 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保金额
普邦担保对外担保合计	12.94
马鞍山郑蒲港新区建设投资有限公司	12.00
马鞍山慈湖高新技术产业开发区投资发展有限公司	6.80
宿州马鞍山投资集团（控股）有限公司	2.80
马鞍山市滨江新区建设投资有限公司	2.50
当涂县清源水务投资有限公司	2.00
马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司	1.62
马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司	0.36
安徽华骐环保科技股份有限公司	0.06
合计	41.07

资料来源：江东控股

此外，截至 2019 年末，该公司子公司华菱星马就客户拖欠华菱星马货款事宜通过司法程序、协商和解等方式解决，要求偿还货款，货款总额为 4.14 亿元。

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流入主要来源于土地整理收入、汽车制造销售收入及天然气销售收入等，2019 年及 2020 年第一季度公司营业收入现金率分别为 78.89% 和 59.39%，主要受土地出让回款安排以及汽车制造业务采用银行承兑汇票、分期付款等方式结算的影响。公司主营业务获现能力相对较强，近年来经营活动现金流均呈净流入状态，2019 年及 2020 年第一季度经营性现金净流入分别为 11.79 亿元和 7.21 亿元。

2019 年该公司赎回理财产品的规模较少，导致当年收回投资收到的现金同比下降 88.48% 至 12.39 亿元。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要为购入土地及工程支出，同比下降 24.92% 至 13.55 亿元；投资支付的现金主要为对联营公司投资支出，同比大幅下降 90.33% 至 5.97 亿元，受此影响公司当年投资性现金净流入 2.31 亿元。2019 年，公司偿还到期债务及融资规模均较大，筹资活动产生的现金流量净额为 0.80 亿元。2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.85 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 29.24 亿元。

该公司 EBITDA 主要由费用化的利息支出构成，2019 年 EBITDA 为 35.36 亿元，能覆盖当年利息支出，但由于刚性债务规模大，公司 EBITDA 对刚性债务保障能力弱。同时，公司经营活动现金持续净流入，但经营性现金流净额规模较小，无法对债务偿付提供充分保障。

图表 9. 2017-2019 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出（倍）	1.35	1.50	1.67
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.07	0.07
经营性现金净流入量与流动负债比率（%）	4.38	7.64	5.85
经营性现金净流入量与刚性债务比率（%）	1.70	2.94	2.47
非筹资性现金净流入量与流动负债比率（%）	-7.49	25.21	6.99
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率（%）	-2.90	9.70	2.95

资料来源：江东控股

(3) 资产质量分析

2019 年末，该公司所有者权益为 395.14 亿元，同比增长 6.21%，其中实收资本仍为 30.00 亿元，资本公积较上年末增长 7.31% 至 276.72 亿元，主要系政府划拨一宗国有出让殡葬用地土地使用权 11.51 亿元，以及马鞍山科技馆、青少年宫、妇女儿童活动中心资产 6.50 亿元等。同期末，公司实收资本及资本公积合计占比 77.62%，资本结构仍较稳定。2020 年 3 月末，公司所有者权益较上年末增长 0.48% 至 397.05 亿元，主要系经营积累所致。

2019 年末，该公司资产总额为 966.65 亿元，同比增长 5.06%；公司资产仍以非流动资产为主，当年末占总资产的 59.46%。从具体构成看，2019 年末公司流动资产为 391.84 亿元，同比增长 9.44%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中，货币资金余额 126.86 亿元，较上年末增长 11.63%；以保证金为主的受限资金合计 20.44 亿元，年末公司现金比率为 61.36%，考虑到部分资金受限，公司即期支付能力一般；

应收账款余额为 63.42 亿元，较上年末略增 0.47%，公司应收账款前五名占比达 64.57%，应收账款对象较为集中，其中应收马鞍山市财政局款项 31.36 亿元、马鞍山市向山镇人民政府 8.48 亿元、广州市深马汽车贸易有限公司 1.69 亿元，对公司资金形成一定占用，由于汽车销售业务货款回收慢，预计未来现金流量现值低于其账面价值，当年末公司坏账准备余额为 5.55 亿元；其他应收款余额为 46.76 亿元，较上年末增长 5.74%，主要为应收马鞍山市财政局、马鞍山市雨山区土地和房屋征收管理局、安徽省投资集团有限公司等往来款 21.76 亿元、4.10 亿元和 3.62 亿元；存货余额为 143.84 亿元，较上年末增长 23.30%，主要系土地整理投入等导致存货中工程施工增加所致；此外，其他流动资产余额为 6.70 亿元，同比下降 61.27%，系公司理财产品赎回所致。

2019 年末，该公司非流动资产余额为 574.81 亿元，较上年末增长 2.26%，主要为长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产。其中，长期股权投资余额为 52.57 亿元，同比增长 4.84%，其中对宿州马鞍山投资集团（控股）有限公司、十七冶集团、马鞍山市江东徽银城镇化一号基金（有限合伙）的投资余额分别为 21.04 亿元、11.95 亿元和 6.70 亿元；投资性房地产余额为 130.44 亿元，包括房屋、建筑物 31.89 亿元和土地使用权 98.55 亿元，较上年末减少 17.38%，主要系未出租的投资性房地产转入固定资产及土地使用权转入无形资产所致；固定资产余额较上年末增长 26.57% 至 74.57 亿元，主要系投资性房地产转入及政府划入马鞍山科技馆、青少年宫、妇女儿童活动中心所致；在建工程余额为 215.76 亿元，较上年末增长 2.70%，主要包括城市路网工程 128.71 亿元、体育中心项目 24.88 亿元、建委城市道路 17.57 亿元、示范园区南区路网 15.83 亿元和其余项目；无形资产以土地使用权为主，余额较上年末增长 47.44% 至 47.83 亿元，主要受投资性房地产转入影响；其他非流动资产 29.92 亿元，较上年末减少 0.94%，其中公益性生物资产及林地资产余额为 20.52 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 1015.39 亿元，较 2019 年末增长 5.04%。其中，货币资金余额较 2019 年末增长 23.92% 至 157.20 亿元，其中受限 20.18 亿元；应收账款余额较上年末增长 16.09% 至 73.62 亿元，主要为应收马鞍山市财政局款项增长所致；其他资产项目较上年末变化不大。

(4) 流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 184.56% 和 116.42%，较上年末分别下降 3.04 个百分点和 9.53 个百分点；公司现金比率较上年末上升 0.74 个百分点至 61.36%，短期刚性债务现金覆盖率较上年末下降 2.46 个百分点至 80.31%。2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别下降至 150.09% 和 98.93%，主要由于即期债务大幅增加，公司现金比率及短期刚性债务现金覆盖率均有所下降，分别为 54.23% 和 67.48%，公司即期债务偿付压力加大。

从资产受限情况看，截至 2019 年末，该公司受限资产的账面价值为 89.92 亿元，占资产总额的比重为 9.30%。其中，用于承兑及按揭保证金等的货币资金为 20.44 亿元；用于质押的应收票据为 1.40 亿元；因借款、信托、债券等受限的投资性房地产为 52.13 亿元；用于售后回租及抵押的固定资产为 5.80 亿元；用于抵押的无形资产为 3.81 亿元；用于质押取得借款的长期应收款为 6.33 亿元。

3. 公司盈利能力

2019 年该公司综合毛利率较上年上升 0.24 个百分点至 15.31%。其中汽车制造业毛利率为 14.20%，较上年上升 0.77 个百分点；土地整理业务毛利率为 77.05%，较上年上升 9.11 个百分点，主要是当年出让土地价格较高所致；公共服务业务毛利率为 11.55%，较上年上升 0.95 个百分点。此外，由于公司用于出租房产每年折旧较大，导致其他业务毛利率持续为负。

图表 10. 2017 年以来公司主要业务毛利率情况（单位：%）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
汽车制造	14.69	13.42	14.20	11.05
土地整理	43.81	67.94	77.05	66.02
公共服务	15.02	10.60	11.55	3.83
其他	-36.62	-28.61	-28.91	-22.06
综合毛利率	13.82	15.07	15.31	27.95

资料来源：江东控股

从期间费用来看，2019 年该公司期间费用 25.66 亿元，同比增长 18.29%，占营业收入的比重较上年上升 7.63 个百分点至 29.76%。此外，公司计提资产减值损失 1.61 亿元；得益于股权投资、金融资产及理财产品收益，公司实现投资净收益 4.00 亿元。当年公司营业亏损为 10.73 亿元，但得益于以城市基础设施建设补贴为主的政府补助收入 19.44 亿元，公司实现净利润 7.76 亿元，同比上升 23.21%。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 20.65 亿元，同比下降 30.05%，主要系汽车制造收入下降所致。当期公司综合毛利率为 27.95%，较上年同期上升 2.85 个百分点。同期，公司获得补助收入 1.44 亿元，实现净利润 2.09 亿元，同比下降 28.25%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是马鞍山市主要的基础设施投建、国有资产和产业投资运营主体，业务较多元；土地整理及汽车制造业务是目前公司收入的最重要来源，天然气、水务等公共服务业务对收入形成有益补充，其他业务持续处于亏损状态。跟踪期内，公司土地整理、基础设施建设、天然气、水务等业务整体运营平稳，但受重卡和专用车等产品市场需求萎缩、土地出让进度波动等因素影响，公司营业收入及毛利均有所下滑；公司在土地整理和基础设施建设等方面仍有较大规模资金未回笼，且后续有一定规模投资支出安排，公司面临一定资金平衡压力。

跟踪期内，该公司盈利仍主要依靠政府补助和投资收益；公司负债经营程度保持在较合理水平，但刚性债务持续扩张，公司面临的偿债压力仍较大，且债务期限结构趋于短期，即期债务偿付压力加大；公司经营活动现金流仍呈净流入状态，但相较于即期债务规模较小，无法对债务偿付提供充分保障；公司资产以土地整理和基础设施建设开发成本、投资性房地产等为主，应收款项变现能力及回收时点存在不确定性，资金回收偏

缓，整体资产流动性一般。此外，公司有一定规模对外担保，且担保业务发生代偿，公司面临的担保代偿风险较大。

2. 外部支持因素

该公司作为马鞍山市主要的城市基础设施建设平台、国有资产和产业投资运营主体，能够持续获得政府在财政补贴、资产划拨等方面的大力支持。2019 年公司获得资产划拨 18.85 亿元，获得财政补助收入 19.44 亿元。此外，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司获得主要银行授信额度共计 542.62 亿元，其中未使用的授信额度为 307.01 亿元。

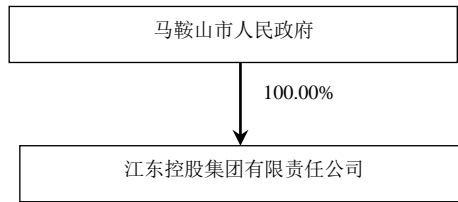
跟踪评级结论

2019 年以来马鞍山市经济增速有所放缓，但仍保持在较高水平，工业发展情况较好，产业转型升级不断增强。该公司是马鞍山市主要的基础设施投建、国有资产和产业投资运营主体，业务较多元；土地整理及汽车制造业务是目前公司收入的最重要来源，天然气、水务等公共服务业务对收入形成有益补充，其他业务持续处于亏损状态。跟踪期内，公司土地整理、基础设施建设、天然气、水务等业务整体运营平稳，但受重卡和专用车等产品市场需求萎缩、土地出让进度波动等因素影响，公司营业收入及毛利均有所下滑；公司在土地整理和基础设施建设等方面仍有较大规模资金未回笼，且后续有一定规模投资支出安排，公司面临一定资金平衡压力。

跟踪期内，该公司盈利仍主要依靠政府补助和投资收益；公司负债经营程度保持在较合理水平，但刚性债务持续扩张，公司面临的偿债压力仍较大，且债务期限结构趋于短期，即期债务偿付压力加大；公司经营活动现金流仍呈净流入状态，但相较于即期债务规模较小，无法对债务偿付提供充分保障；公司资产以土地整理和基础设施建设开发成本、投资性房地产等为主，应收款项变现能力及回收时点存在不确定性，资金回收偏缓，整体资产流动性一般。此外，公司有一定规模对外担保，且担保业务发生代偿，公司面临的担保代偿风险较大。

附录一：

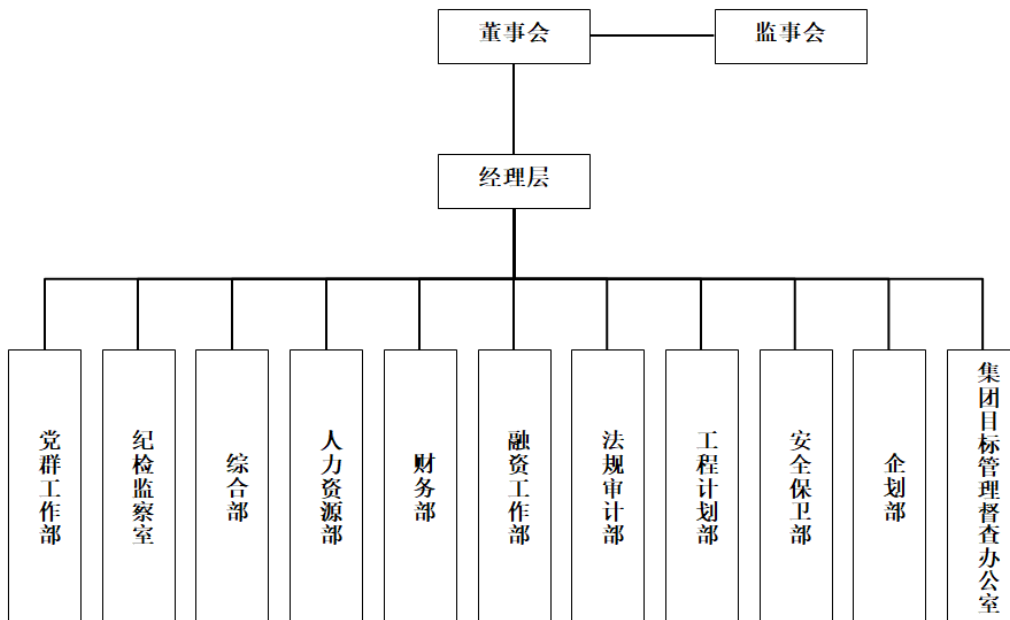
公司股权结构图



注：根据江东控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据江东控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	906.27	920.12	966.65	1,015.39
货币资金 [亿元]	59.98	113.64	126.86	157.20
刚性债务[亿元]	459.43	463.47	492.46	529.71
所有者权益 [亿元]	362.03	372.02	395.14	397.05
营业收入[亿元]	95.74	98.05	86.23	20.65
净利润 [亿元]	6.65	6.30	7.76	2.09
EBITDA[亿元]	29.55	30.12	35.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.78	13.56	11.79	7.21
投资性现金净流入量[亿元]	-21.07	31.18	2.31	-5.85
资产负债率[%]	60.05	59.57	59.12	60.90
长短期债务比[%]	231.65	187.19	169.19	110.69
权益资本与刚性债务比率[%]	78.80	80.27	80.24	74.96
流动比率[%]	213.66	187.60	184.56	150.09
速动比率[%]	145.75	125.95	116.42	98.93
现金比率[%]	38.15	60.62	61.36	54.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	60.00	82.77	80.31	67.48
利息保障倍数[倍]	0.89	0.97	1.16	—
有形净值债务率[%]	167.64	161.73	164.84	177.16
担保比率[%]	8.71	7.16	13.78	10.34
毛利率[%]	13.82	15.07	15.31	27.95
营业利润率[%]	-6.43	-6.49	-12.44	5.33
总资产报酬率[%]	2.17	2.14	2.61	—
净资产收益率[%]	1.94	1.72	2.02	—
净资产收益率*[%]	1.80	1.61	2.00	—
营业收入现金率[%]	72.91	79.11	78.89	59.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.38	7.64	5.85	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.70	2.94	2.47	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.49	25.21	6.99	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.90	9.70	2.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.50	1.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.07	—

注：表中数据依据江东控股经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。