



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪431号

蚌埠投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“蚌埠投资集团有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”和“蚌埠投资集团有限公司2017年公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年六月二十三日

蚌埠投资集团有限公司 2017年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2017/2/17-2022/2/17		
上次评级时间	2017/1/24		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定

债券名称	蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2017/4/12-2022/4/12		
上次评级时间	2017/3/29		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定

概况数据

蚌投集团	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益(亿元)	32.18	38.02	48.04	48.84
总资产(亿元)	93.51	114.44	141.99	145.68
总债务(亿元)	47.61	61.29	75.38	79.60
营业总收入(亿元)	11.02	10.40	10.02	2.69
营业毛利率(%)	35.25	39.23	33.84	21.54
EBITDA(亿元)	3.33	3.25	4.58	-
所有者权益收益率(%)	4.35	2.93	2.32	2.02
资产负债率(%)	65.58	66.78	66.10	66.48
总债务/EBITDA(X)	14.28	18.87	16.45	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.84	1.15	1.16	-

注 1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、将 2014~2016 年财务报表“其他流动负债”中的短期融资券纳入短期债务计算；
3、将 2014 年~2016 年财务报表“其他非流动负债”中的蚌埠兴蚌二
号城市发展基金代清偿债务纳入长期债务计算；
4、将 2016 年财务报表中带息的长期应付款纳入长期债务计算。

基本观点

2016 年，蚌埠市经济实力进一步增强，公共财政预算收入快速增长，为蚌埠投资集团有限公司（以下简称“蚌投集团”或“公司”）经营提供了良好的外部环境；公司业务格局多元化发展，化工与供热业务运营平稳，为公司提供较稳定的收入来源。公司整体经营状况较好，偿债风险可控。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模快速上升、期间费用占比增长较快，以及对外担保规模增长较快等因素对公司经营及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持蚌投集团主体信用级别 **AA**，评级展望稳定；维持“蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”和“蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”信用级别 **AA**。

正 面

- 区域经济及财政实力发展向好。2016 年蚌埠市地区生产总值达到 1,385.82 亿元，同比增长 9.4%；蚌埠市实现公共财政预算收入 133.88 亿元，同比增长 11.9%，快速增长的区域经济及财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司业务多元化发展。目前公司业务涉及化工、房地产开发、酒店运营、供热及金融业务。多元化的业务格局有利于规避单一行业周期性波动的风险。
- 化工业务与供热业务运营较好，为公司提供了较稳定的收入来源。虽然近年来化工行业持续低迷，公司化工业务略有下降，但总体运营尚属平稳；供热处理业务具有地区垄断性，近年来收入稳定，为公司提供稳定的收入来源。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

袁俊杰 yjju@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

关 注

- 债务水平较高。2016年以来，公司总债务继续保持较大规模，截至2017年3月末，公司总债务上升至79.60亿元，资产负债率和总资本化比率分别为66.48%和61.98%。
- 期间费用占比水平较高。随着业务的发展，公司管理及财务费用逐年增长，2016年公司三费收入占比为44.80%，期间费用控制能力较弱，对公司盈利能力的提升产生影响。
- 对外担保规模增长较快。截至2017年3月末，公司累计对外担保28.29亿元，占2016年末净资产比重为58.89%。公司对外担保金额较大，由此引起的或有负债风险应予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

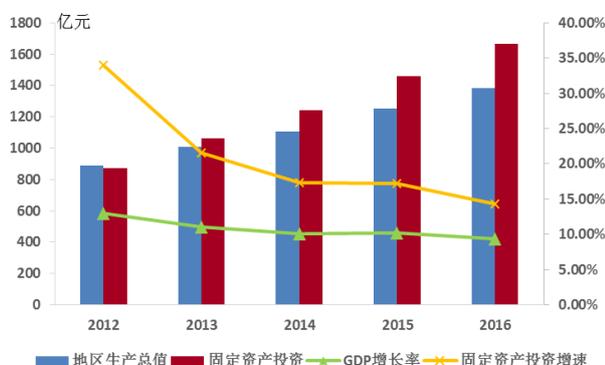
行业关注

2016年，蚌埠市经济实力进一步增强，公共财政预算收入快速增长，政府性基金收入回升，蚌埠市财政收入稳步增长

近年来，蚌埠市经济实现了较快增长。2016年，蚌埠市地区生产总值（GDP）为1,385.82亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%。分产业看，第一产业增加值200.01亿元，增长3.7%；第二产业增加值609.12亿元，增长9.3%；第三产业增加值576.69亿元，增长11.5%。三次产业结构由2015年的15:45.2:39.8调整为2016年的14.4:44:41.6。

固定资产投资方面，2016年，蚌埠市完成固定资产投资1,666.43亿元，其中，房地产开发投资388.58亿元，比上年下降9.3%。分产业看，第一产业投资增长7.2%，第二产业投资增长15.7%，第三产业投资增长13.5%。

图1：2012~2016年蚌埠市地区生产总值以及固定资产投资情况



资料来源：蚌埠市统计公报，中诚信证评整理

截至2016年末，蚌埠市规模以上工业企业1,162户，比上年净增104户。2016年规模以上工业增加值增长9.9%，其中轻、重工业分别增长3.1%和15.4%。2016年蚌埠市多数工业行业增加值保持增长，其中：酒、饮料和精制茶制造业增长7.8%，非金属矿物制品业增长10.5%，医药制造业增长15.0%，化学原料及制品制造业增长18.1%，纺织业增长5.1%，农副食品加工业增长6.9%，食品制造业增长4.5%。高新技术产业产值增长24.1%，战略性新兴产业产值增长27.9%。

随着经济的不断发展，蚌埠市公共财政预算收

入稳步增长。2016年，蚌埠市公共财政预算收入133.88亿元，较上年增长11.9%，其中，税收收入93.96亿元，占公共财政预算收入比重为70.18%；同期，由于蚌埠市土地出让收入回升，政府性基金收入增长至97.46亿元。2016年蚌埠市上级补助收入122.77亿元，与2015年基本持平。总体看来，蚌埠市财政实力增长较快，上级补助收入占比较大，全年蚌埠市财政收入合计较2015年增加27.9亿元至370.8亿元。财政支出方面，2016年蚌埠市公共财政预算支出为268.05亿元；同期，政府性基金支出大幅上升至101.82亿元。2016年蚌埠市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预支出）为49.95%，财政平衡能力一般。

表1：2014~2016年蚌埠市财政收入情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
财政收入合计(1)	346.91	342.90	370.8
公共财政预算收入(2)	105.34	119.68	133.88
其中：税收收入	79.27	89.74	93.96
政府性基金收入(3)	129.22	58.22	97.46
预算外收入(4)	4.01	42.27	16.69
上级补助收入(5)	108.34	122.73	122.77
财政支出合计(6)	346.91	304.39	369.86
公共财政预算支出(7)	208.56	244.72	268.05
政府性基金支出(8)	138.35	59.67	101.82

注：(1) = (2) + (3) + (4) + (5)；(6) = (7) + (8)。

资料来源：蚌埠市财政局，中诚信证评整理

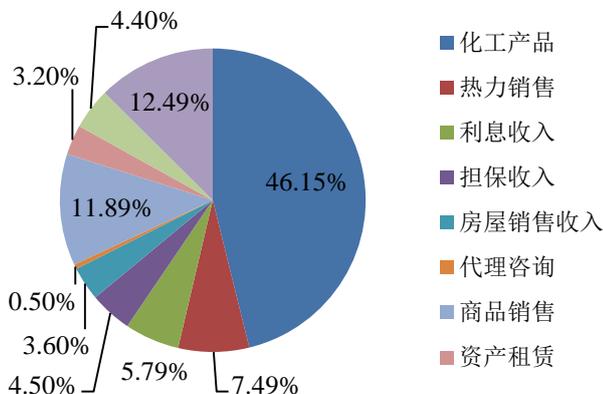
总体来看，蚌埠市公共财政预算收入随着经济的稳定增长而不断增强，为公司的发展提供了良好的区域环境。中诚信证评也关注到，受土地出让情况影响，蚌埠市政府性基金收入波动较大，财政收入因此受到一定影响。

业务运营

公司主营业务围绕“一个平台、两个板块”展开，其中，“一个平台”指金融融资服务平台业务，“两个板块”分别指城市运营板块和高新技术板块。具体而言，公司近几年营业总收入主要来自化工、热力、金融和房地产业务等，2016年公司营业总收入10.02亿元，其中化工产品收入4.62亿元，热力销售收入0.75亿元，利息收入0.58亿元，担保收入0.45亿元，房屋销售收入0.36亿元，代理咨询收入

0.05 亿元，商品销售收入 1.19 亿元，资产租赁收入 0.32 亿元，酒店经营收入 0.44 亿元。2017 年一季度，公司实现营业总收入 2.69 亿元。

图 2：公司 2016 年营业收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

虽然近年来化工行业持续低迷，部分产品销售受到一定影响，但公司该业务板块整体保持平稳运营

公司高新技术业务主要由安徽天润化学股份有限公司（以下简称“天润化工”）、蚌埠中源光伏电力有限公司（以下简称“中源光伏”）和安徽佳先功能助剂股份有限公司（以下简称“佳先助剂”）运营，其中，天润化工销售收入占化工板块销售收入的 70% 以上。

2016 年天润化工实现营业总收入 3.84 亿元，净利润 0.12 亿元；2017 年 1~3 月实现营业总收入 1.23 亿元，净利润 0.04 亿元。由于天润化工产品具有较高的产品附加值，但应用范围较小，产品大多销往欧美、俄罗斯、印度、埃及、香港等国家和地区。2016 年，天润化工聚丙烯酰胺产能利用率为 73.38%，较 2015 年小幅下降；2016 年，天润化工生产聚丙烯酰胺 3.67 万吨，较上年增长 7.00%，其他产品未实现生产。

表 2：2014~2016 年公司主要产品生产情况

产品	2014		2015		2016	
	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)
聚丙烯酰胺	4.50	3.00	4.50	3.43	5.00	3.67
二苯甲酰甲烷	0.26	0.31	0.26	0.30	0.26	0.25
硬脂酰苯甲酰甲烷	0.10	0.04	0.10	0.04	0.10	0.05

注：二苯甲酰甲烷和硬脂酰苯甲酰甲烷合计产能，两者生产线可以互相转换。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，天润化工根据市场需求在全国范围内布设了 11 个销售中心，销售对象主要为各地化工、塑化公司以及代理经销商，销售区域基本不受运输半径限制。由于天润化工采用以销定产的生产方式，因此保持了很高的产销率。2016 年，天润化

工聚丙烯酰胺产品产销率为 94.55%。2016 年，天润化工销售聚丙烯酰胺 3.47 万吨，因市场需求减弱，销售单价自 2014 年以来持续下降，2016 年销售均价为 10,726 元/吨。2017 年一季度，天润化工销售聚丙烯酰胺 1.19 万吨，销售单价进一步降至 10,352 元/吨。

表 3：2014 年~2016 年公司主要产品销售情况

产品	2014		2015		2016	
	销售量 (万吨)	价格 (元/吨)	销售量 (万吨)	价格 (元/吨)	销售量 (万吨)	价格 (元/吨)
聚丙烯酰胺	3.06	12,714	3.46	11,750	3.47	10,726
二苯甲酰甲烷	0.31	34,250	0.27	34,628	0.28	32,098
硬脂酰苯甲酰甲烷	0.03	46,636	0.03	47,202	0.04	45,682

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

佳先助剂成立于 2006 年 4 月，注册资本 2,178 万元，主要产品为新型无毒环保型 PVC 辅助热稳定剂——二苯甲酰甲烷（DBM）和硬脂酰苯甲酰甲烷

（SBM），广泛应用于无毒 PVC 产品加工。佳先助剂建有世界先进工艺的 DBM 生产线，DBM 产量占

全球的15%以上，产品质量达到国际先进水平，在国内市场占有率达到60%以上。

佳先助剂DBM生产能力为2,600.00吨/年、SBM生产能力为1,000.00吨/年。2016年佳先助剂分别实现销售收入1.11亿元，与上年基本持平，净利润0.24亿元；2017年1~3月，佳先助剂实现销售收入0.26亿元，净利润0.03亿元。

中源光伏成立于2009年6月2日，注册资本为5,000.00万元，主要经营太阳能示范电站，利用太阳能进行光伏发电，该电站的建设主要用于验证非晶硅薄膜太阳能电池在大型光伏电站应用的效果，摸索产品技术参数，更好的优化电站设计，为展示、推广非晶硅薄膜太阳能电池的应用和建设大型光伏电站积累经验。由于尚未完全进行市场化运作，2016年中源光伏实现营业收入0.05亿元，净利润为-0.01亿元。

总的来看，高新技术业务是公司营业收入的重要来源，虽然近年来化工行业持续低迷，部分产品销售受到一定影响，但公司该业务板块整体保持平稳运营。

公司房地产销售处于收尾阶段，2016年收入确认较少，公司目前无在建拟建房地产项目；高铁新区基础设施建设项目有序推进，酒店经营业务运营平稳

公司房地产业务主要由下属子公司蚌埠房地产（集团）有限公司（以下简称“蚌房集团”）和蚌埠建设发展股份有限公司（以下简称“蚌埠建发”）运营。公司房地产开发业务全部为自主开发，项目涉及商业地产、酒店等，项目用地通常通过招拍挂形式取得，项目资金完全为自筹资金。由于在蚌埠市在建工程完成总工程量50%即可进行预售，公司资金压力相对较轻。截至2017年3月末，公司累计销售面积69.98万平方米，累计实现销售收入18.45亿元，其中2016年实现房屋销售收入0.36亿元；剩余可销售面积3.07万平方米，预计于2017年完成出售。截至2017年3月末，公司无在建的房地产项目，也无新的土地购置和项目投资的计划。

公司基础设施建设业务主要由公司本部运营，运作项目为政府委托开发，主要涉及一级土地开发

整理、拆迁安置房建设以及部分工业厂房建设等。项目的建设前期资金通常通过自有资金和银行借款融资解决，项目产生的土地不计入公司净资产，待土地整理完毕或项目建成后，土地或房产经市政府相关部门出让或转让后，建设成本和70~80%的收益全额返还公司。截至2017年3月末，蚌投集团已基本完成禹会区小微型企业创业基地、蚌埠（皖北）保税物流中心、天河应急水扩建等项目；主要在建的项目为高铁新区基础设施建设。高铁新区是蚌埠市重点发展的4个城区之一，是以京沪高铁蚌埠一级站为核心而建的集总部经济区、低碳生态住宅区为一体的大型功能区，总投资为34.97亿元，已投资27.55亿元。

表 4：截至 2017 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	计划投资		
			2017	2018	2019
高铁新区基础设施建设项目	34.97	27.55	3.00	3.00	1.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司酒店业务经营主体为蚌埠建发，2016年实现酒店收入4,422.89万元，较上一年下降16.89%。2017年1~3月豪生国际大酒店实现酒店收入1,042.47万元。

总体来看，2016年公司房地产销售进入尾声，目前尚无在建及拟建项目，未来房屋销售收入相对有限；基础设施业务主要为续建未完成项目，高铁新区基础设施建设项目有序推进，酒店经营业务运营平稳。

公司供热处理业务具有地区垄断性，总体运营较为平稳

公司供热处理业务主要由子公司蚌埠能源集团有限公司（以下简称“蚌埠能源”）负责。蚌埠能源是蚌埠市唯一一家供热主体，享有市供热特许经营权，热网管线全面覆盖禹会区、高新开发区等。截至2017年3月末，蚌埠能源供热能力为220万吨/年，管网长度40万米，用户42户，其中工业企业用户27户，占比64.29%；民用物业小区2户，占比4.76%；洗浴行业2户，占比4.76%；事业单位、部队院校8户，占比19.05%；其他3户，占比7.14%。2016年，蚌埠能源实现营业总收入2.52亿

元，净利润 0.37 亿元，分别较上一年下降 0.40% 和 2.63%；2017 年 1~3 月蚌埠能源实现营业总收入 0.68 亿元，净利润 0.05 亿元。

由于蚌埠能源客户群体以工业企业为主，随着蚌埠市招商引资力度的加大，各园区入驻企业也在逐年增加，蚌埠能源结合各园区规划发展进行供热管网更新，2016 年蚌埠能源投入 147.68 万元用于管网的维护和改造。2014~2016 年，蚌埠能源管网平均漏损率为 7.5%，处于行业较低水平。

蚌埠能源采取从热源生产厂家趸购蒸汽，通过热力管网分用户销售的方式供热，除管网维护成本外，购气成本也是供热成本的主要构成部分。2014~2016 年，蚌埠能源购气量分别为 65.16 万吨、65.49 万吨和 65.79 万吨；同期，平均购气价格分别为 142.01 元/吨、142.27 元/吨和 142.27 元/吨，总体成本基本保持稳定。

供热价格方面，物价局根据《蚌埠市煤热价格联动实施办法》规定，按季度审核蚌埠能源原煤实际购进价格，核定非居民供热价格，居民供热价格则在核准价格基础上优惠 15%。2016 年，蚌埠市平均供热价格为 179.63 元/吨。

表 5：2014~2017 年 3 月蚌埠能源供热业务情况

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
购气量（万吨）	65.16	65.49	65.79	21.24
购气成本（元/吨）	142.01	142.27	142.27	142.27
销售量（万吨）	64.15	64.79	64.78	21.67
销售价格（元/吨）	176.45	179.54	179.63	178.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，蚌埠能源作为蚌埠市唯一一家供热主体，为大型企业入驻蚌埠园区提供基础服务项目，运营稳定。

公司金融板块业务类型较为丰富；担保业务在蚌埠市拥有一定的市场份额，2016 年担保业务收入规模有所下降

公司充分发挥投融资平台职能，打造了以担保、典当、保险、拍卖和国开行贷款指定借款人为主的综合性投融资平台。

中小企业担保业务主要由控股子公司蚌埠融资担保集团有限公司（以下简称“担保公司”）负责。担保公司是蚌埠市最大的一家服务于中小企业的

担保企业，2016 年公司担保业务收入为 0.45 亿元，较上年下降 31.82%，主要系 2016 年公司控制担保业务规模且评审费用收入下降所致。当期担保公司为中小企业提供贷款担保 33.03 亿元，截至 2016 年末，在保余额 39.43 亿元；2017 年 1~3 月，担保公司为中小企业提供贷款担保 8.20 亿元，截至 2017 年 3 月末，在保余额 41.36 亿元。受宏观经济形势企稳向好的态势影响，中小企业运营风险有所降低，公司代偿额有所下降，2016 年公司代偿额为 5,319.94 万元，代偿率下降至 2.02%，中诚信证评将对担保公司风控能力保持关注。此外，2016 年担保公司共收到各项补贴 155 万元。

表 6：2014~2016 年担保公司担保业务情况

项目名称	2014	2015	2016
新增担保额（万元）	405,527.80	317,418.00	330,341.40
期末在保余额（万元）	366,507.80	327,108.00	394,293.10
年度代偿额（万元）	5,932.34	8,943.43	5,319.94
年度代偿率（%）	1.73	2.51	2.02

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司典当业务主要由兴达典当有限公司（以下简称“兴达典当”）负责。截至 2017 年 3 月末，兴达典当已在北京、海南、西安和合肥设立分公司 4 家，在厦门、合肥、宁波和上海设立关联典当公司 4 家。兴达典当客户以小微企业为主，为了控制风险，兴达典当不仅对抵押物范围进行严格控制，对客户、抵押物以及还款来源等要进行严格的当前调查与当中管理，通常抵押物折价率控制在 60% 以下。2016 年，兴达典当发放贷款 21,988.16 万元，全部为小微企业贷款；2017 年 1~3 月，发放贷款 6,547.80 万元，全部为小微企业贷款。

此外，公司在金融板块业务还涉及创业投资，主要投资于高新技术和新兴产业企业。该业务目前由蚌埠中城创业投资有限公司（以下简称“中城创投”）具体展业。截至 2016 年末，中城创投共完成 14 个项目的 2.07 亿元投资，涉及安徽佳先功能助剂股份有限公司、安徽天润化学工业股份有限公司、安徽省江淮成长基金中心、蚌埠市硅基新材料产业投资基金（有限合伙）、蚌埠市天使投资基金（有限合伙）等，2016 年取得股权分红及投资收益共计 1,223.96 万元。

总体上看，公司以担保为主的金融业务在蚌埠市拥有一定的市场份额，金融板块业务较为丰富，综合竞争力有望进一步加强。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的2014~2016年三年连审财务报告以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

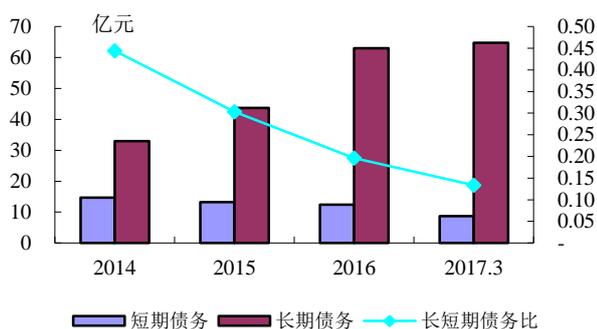
资本结构

公司近年资产规模保持稳定增长，截至2016年末，公司总资产为141.99亿元，较上一年增长24.08%。同期，随着高铁新区基础设施建设项目有序推进，公司对外举债规模不断增加，负债规模也有所增长，截至2016年末，公司总负债为93.95亿元，较上年增长22.93%。2016年，受公司自用房地产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产，转换当日公允价值大于原账面价值，从而引起资本公积中其他资本公积增长，此外，留存收益规模也有所增加，所有者权益提升明显。截至2016年末，公司所有者权益为48.04亿元，较上年增长26.37%。截至2017年3月末，公司总资产145.68亿元，公司总负债为96.85亿元，所有者权益48.84亿元。

从资产构成上来看，公司资产以非流动资产为主，截至2016年末，公司非流动资产占总资产比重为60.26%。2016年末，公司非流动资产为85.57亿元，主要由在建工程、固定资产和投资性房地产构成，分别为31.56亿元、9.42亿元和14.70亿元。其中，公司在建工程较2015年末增加1.51亿元，主要系对高铁新区基础设施建设等项目的投入。公司投资性房地产较2015年末增加5.07亿元，增幅为52.58%，主要系公司自有房产增值所致。截至2016年末，公司流动资产为56.42亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，2016年末上述各项分别为24.02亿元、12.92亿元、6.13亿元和2.88亿元。其中货币资金中3.62亿元作为保证金而使用受限。应收账款主要系公司应收的客户款项，较上一年增长25.12%，主要系公司本部委托贷款业务增加所致。

其他应收款为7.97亿元，较上一年增长30.07%，主要为公司本部和子公司蚌埠市产业引导基金有限公司的往来款增加所致，其中产业引导基金增加对高新区财政局往来款1亿元，另有对担保公司增加往来款0.68亿元。存货主要为开发产品、库存商品等，其中库存商品主要为化工产品等，合计1.07亿元，公司对库存商品计提了0.04亿元跌价准备。从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2016年末，公司非流动负债为67.38亿元，在公司总负债中的占比为71.72%，以长期借款和应付债券为主。2016年末，公司长期借款为31.38亿元，主要为抵押借款。同期应付债券为24.96亿元，较上年增长212.75%，主要系2016年公司完成了一期中期票据、一次非公开定向债务融资工具及两期理财直接融资。截至2016年末，公司流动负债为26.57亿元主要为其他流动负债、短期借款、其他应付款等，分别为7.79亿元、4.05亿元和6.34亿元。其中，其他流动负债主要系短融债券，短期借款系公司从国家开发银行及各商业银行等金融机构取得的银行借款，其他应付款主要为蚌埠市龙子湖区财政局及蚌埠市蚌山区财政局的投资款、公司与安徽福康投资有限公司及蚌埠天桥仓储有限公司等企业未结算的周转借款等。随着公司业务的发展，公司近年融资需求持续扩大，债务规模逐年增加。截至2016年末，公司总债务为75.38亿元，较上一年增长32.45%。从债务结构来看，公司以长期债务为主。2016年末，长短期债务比为0.20倍，较上年下降了0.10倍。2016年，公司归还了部分短期负债，短期债务规模有所减少，当期公司长期债务为63.02亿元，短期债务为12.36亿元，债务期限结构得到进一步优化。截至2017年3月末，公司总债务为79.60亿元，长短期债务比为0.19倍。

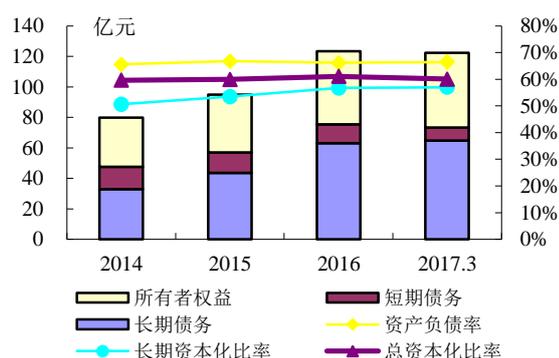
图 3：2014~2017.3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

虽然当期自有资本实力有所提高，但由于债务规模的提升，公司2016年总资本化比率为61.08%，仍然维持在较高水平。截至2016年末，公司资产负债率为66.16%，与上一年相比变化不大。整体而言，公司负债水平仍然较高。截至2017年3月末，公司总资本化比率为61.98%，资产负债率为66.48%。

图 4：2014~2017.3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 7：2014~2017 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2014		2015		2016		2017.1~3	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
化工产品	4.23	15.78	4.75	23.79	4.62	20.22	1.43	12.89
热力销售	0.76	10.49	0.88	22.65	0.75	14.44	0.39	13.59
利息收入	0.64	74.57	0.69	75.59	0.58	72.29	0.15	71.42
担保收入	0.90	58.90	0.66	60.86	0.45	15.96	0.10	-21.49
房屋销售收入	1.92	43.48	0.69	50.27	0.36	62.58	-	-
代理咨询	0.05	97.71	0.03	99.33	0.05	96.11	-	-
商品销售	1.35	26.36	1.17	27.66	1.19	32.91	0.26	23.67
资产租赁	0.27	76.85	0.36	81.32	0.32	72.03	0.08	97.79
酒店经营	0.58	83.98	0.53	85.26	0.44	85.62	0.10	86.49
其他	0.32	61.05	0.65	59.15	1.25	25.59	0.18	83.17
合计/综合	11.02	35.25	10.40	39.23	10.02	33.84	2.69	21.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，随着高铁新区基础设施建设项目有序推进，公司对外举债规模也随之上升，负债水平一直处于高位，但其债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

盈利能力

2016 年公司实现营业总收入 10.02 亿元，较上年小幅下降，主要由于公司担保收入、房屋销售收入等下降所致，其中房屋销售收入下降明显。2016 年，公司房产销售进入尾声，且目前尚无在建房产项目，导致房屋销售收入近两年大幅下降。毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 33.84%，较上年下降 5.39 个百分点，主要系化工产品销售、热力销售、担保及租赁业务毛利率下降所致。其中，2016 年以来化工行业低景气度运行，使得化工产品毛利率有所下降；热力销售业务毛利率下降，主要系 2015 年新成立销售公司，人力成本及折旧较少，当年毛利率偏高所致；2016 年公司控制担保业务规模且评审费用收入下降，导致担保业务收入下降，毛利率降低；资产租赁业务因租金随市价波动，导致毛利率有所下降。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.69 亿元，营业毛利率为 25.98%。

2016年公司期间费用为4.49亿元，三费收入占比为44.80%。2016年，公司资本化利息支出减少，同时，公司加大银行间市场融资力度，相关费用支出增加，使得公司财务费用明显增加，造成三费收入占比上升，公司费用控制能力有待加强。2017年1~3月，公司期间费用为0.96亿元，三费收入占比为35.60%。

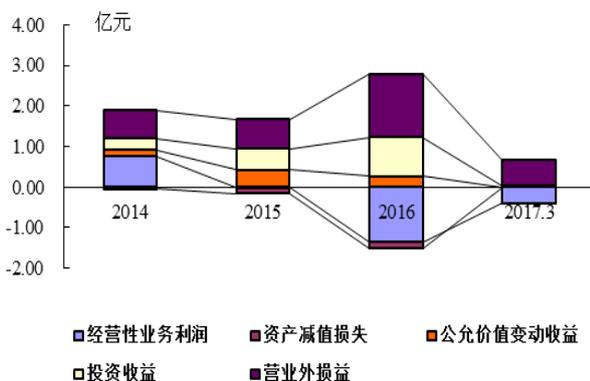
表 8：2014~2017 年 3 月公司期间费用分析

项目名称	2014	2015	2016	2017.3
销售费用（亿元）	0.40	0.47	0.45	0.13
管理费用（亿元）	1.62	1.89	1.65	0.35
财务费用（亿元）	0.73	1.38	2.39	0.48
三费合计（亿元）	2.75	3.74	4.49	0.96
营业总收入（亿元）	11.02	10.40	10.02	2.69
三费收入占比（%）	35.98	34.25	44.80	35.60

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润构成方面，2016年公司实现利润总额1.28亿元，较上年减少15.06%，主要系期间费用大幅上升及营业成本上涨侵蚀公司营业利润，使得公司经营业务出现较大亏损，2016年公司经营性业务利润为-1.36亿元；投资收益和营业外损益成为公司利润总额的主要构成。2016年，公司实现投资收益0.96亿元；同时，公司作为市属国有投资公司，持续获得政府的资金支持，2016年公司收到政府补贴1.49亿元。2017年1~3月，公司利润总额为0.27亿元，其中经营性业务利润为-0.40亿元。

图 5：2014~2017 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

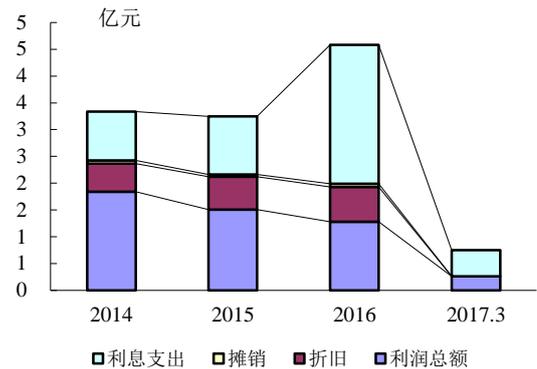
总体来看，经营性业务如化工产品、热力销售和商品销售等是公司收入的主要来源，但其对利润贡献相对较低，而房地产业务盈利虽然较高，但其收入波动较大。同时，中诚信证评也注意到，公司

期间费用上升较快，对利润侵蚀较大，公司盈利受政府补贴和投资收益的影响较大。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额及利息支出构成。2016年 EBITDA 为 4.58 亿元，较上年增长 41.04%，主要系债务规模上涨，导致利息支出增长所致。

图 6：2014~2017 年 3 月公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司总债务同比增加 32.45% 至 75.38 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2016 年公司总债务/EBITDA 同比下降 2.42 倍至 16.45 倍。2016 年 EBITDA 利息保障倍数同比增加 0.01 倍至 1.16 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障较为一般。此外，公司货币资金较为充裕，货币等价物对短期债务能够形成较好覆盖。

现金流方面，公司往来款现金流入流出均较大，经营活动现金平衡情况受往来款影响较大，2016 年经营活动净现金流为 0.55 亿元；2016 年，公司投资活动净现金流具有较大缺口，公司加大筹资力度进行资金平衡，2016 年公司通过借款获得现金 39.91 亿元，筹资活动净现金流 17.09 亿元。公司经营活动净现金流规模较小，对债务本息的覆盖能力较弱。

表 9：2014~2017 年 3 月末公司偿债指标

	2014	2015	2016	2017.3
短期债务（亿元）	14.64	13.23	12.36	12.65
总债务（亿元）	47.61	61.29	75.38	79.60
EBITDA（亿元）	3.33	3.25	4.58	-
资产负债率（%）	65.58	66.78	66.16	66.48
总资本化比率（%）	59.67	61.72	61.08	61.98
经营活动净现金流/总债务（X）	0.01	0.01	0.01	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	0.09	0.18	0.14	-
总债务/EBITDA（X）	14.28	18.87	16.45	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.84	1.15	1.16	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从截至 2017 年 3 月末公司债务到期分布来看，2017~2019 年末公司到期债务规模分别为 12.86 亿元、11.01 亿元和 15.78 亿元，短期内公司面临一定的还款压力。中诚信证评将持续关注公司的还款安排。

表 10：截至 2017 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2017	2018	2019	2020 及以后
到期金额	12.86	11.01	15.78	29.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

授信方面，截至 2017 年 3 月末，公司银行授信总额 38.09 亿元，尚未使用的授信额度为 9.09 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年 3 月末，公司共抵押土地、房产等资产价值 23.13 亿元，占总资产比重为 15.88%。

对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额 28.29 亿元，占 2016 年末净资产比重为 58.89%。其中为蚌埠市城市投资控股有限公司（以下简称“蚌埠城投”）提供合计 9.29 亿元的担保。蚌埠城投是蚌埠市政府经营城市的国有独资公司，主要承担城市基础设施投融资和建设任务，此担保经蚌埠市国资委备案，或有风险较小。为中科电力装备集团有限公司（以下简称“中科电力”）提供担保合计 5.71 亿元，中科电力装备集团有限公司成立于 2013 年 12 月，截至 2016 年末，中科电力总资产 16.26 亿元，负债 14.4 亿元，所有者权益 1.86 亿元，2016 年营业收入 19.2 亿元，净利润 0.63 亿元。此外，公司对中科电力提供的对外担保均有其对蚌埠市下辖县区政府应收账款作为反担保措施。为安徽丰原

国际贸易有限公司和安徽丰原国际货运有限公司分别担保 6.54 亿元和 2.75 亿元，两者均为安徽丰原集团有限公司子公司，安徽丰原集团有限公司（以下简称“丰原集团”）成立于 1981 年 5 月，是我国生化领域涉足农产品深加工的大型骨干企业、国家级农业产业化龙头企业，丰原集团资信状况良好，无重大违法违规事项，代偿风险较低。

由于公司对外担保金额较大，中诚信证评将持续关注公司的对外担保及代偿情况。

表 11：截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况

被担保人	担保金额（亿元）
蚌埠市城市投资控股有限公司	9.29
中科电力装备集团有限公司	5.71
蚌埠高新投资集团有限公司	4.00
安徽丰原国际贸易有限公司	6.54
安徽丰原国际货运有限公司	2.75
合计	28.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，随着公司业务的发展，公司近年融资需求持续扩大，债务规模逐年增加，具有一定的债务压力。但公司作为蚌埠市城市基础设施建设、重点产业项目及地区中小企业金融服务职能的承担者，在经营发展中得到当地政府的大力支持，其业务具有一定的区域垄断性，发展前景较好，整体偿债能力仍很强。

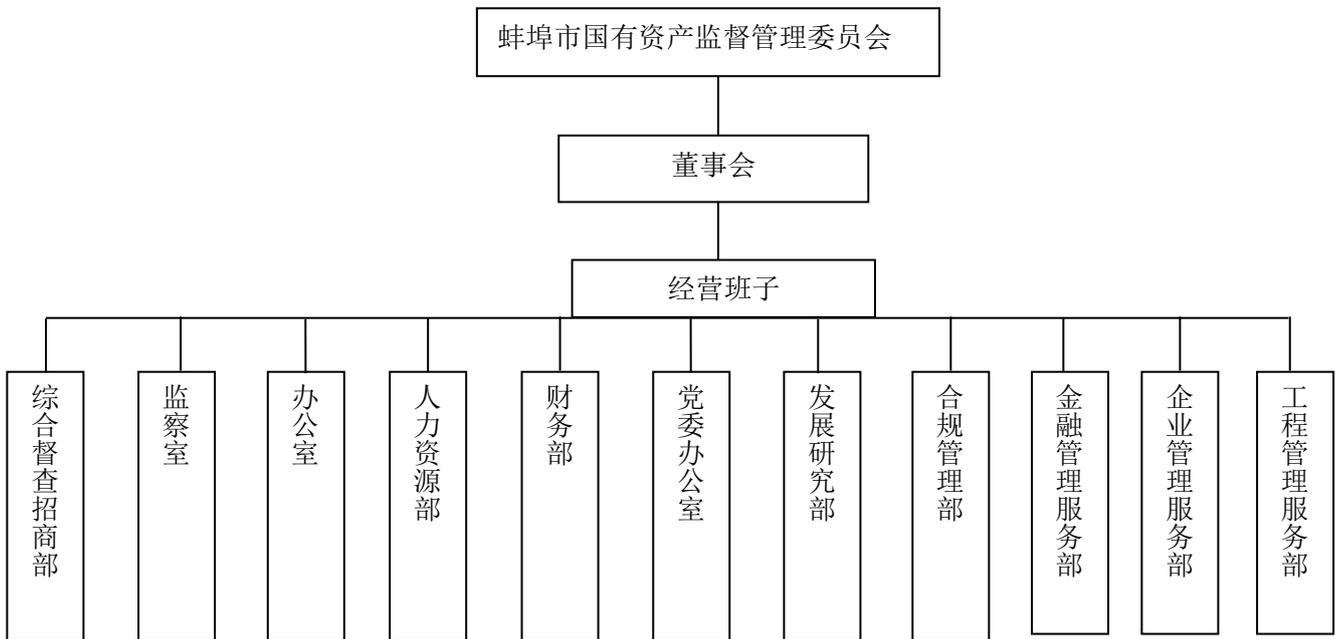
结 论

综上，中诚信证评维持蚌投集团主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”和“蚌埠投资集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”信用级别为 **AA**。

附一：蚌埠投资集团有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：蚌埠投资集团有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：蚌埠投资集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	151,837.53	172,259.65	240,208.60	233,083.78
应收账款净额	82,668.95	129,155.86	165,492.03	207,061.12
存货净额	29,888.46	28,821.24	27,594.19	26,227.38
流动资产	328,338.30	429,545.86	564,228.50	591,007.91
长期投资	44,452.62	65,931.46	97,101.91	98,001.91
固定资产合计	77,246.60	92,443.60	94,160.61	91,388.01
总资产	935,137.45	1,144,411.36	1,419,939.63	1,456,836.76
短期债务	146,377.12	132,341.70	123,632.58	126,502.28
长期债务	329,764.07	480,522.97	630,210.90	669,499.83
总债务（短期债务+长期债务）	476,141.19	612,864.67	753,843.47	796,002.10
总负债	613,307.72	764,228.87	939,500.09	968,464.53
所有者权益（含少数股东权益）	321,829.73	380,182.49	480,439.54	488,372.23
营业总收入	110,159.56	104,049.30	100,207.97	26,898.33
三费前利润	35,013.70	37,304.94	31,323.88	5,601.68
投资收益	2,731.09	5,339.82	9,605.20	286.15
净利润	13,988.77	11,139.03	11,159.84	2,468.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,348.44	32,482.77	45,815.11	-
经营活动产生现金净流量	3,743.00	4,989.00	5,475.83	6,595.02
投资活动产生现金净流量	-131,489.62	-114,573.94	-106,877.44	72.40
筹资活动产生现金净流量	94,053.05	135,550.78	170,921.76	-4,493.34
现金及现金等价物净增加额	-33,589.92	26,382.52	70,181.65	2,172.18
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率（%）	35.25	39.23	33.84	21.54
所有者权益收益率（%）	4.35	2.93	2.32	2.02
EBITDA/营业总收入（%）	30.27	31.22	45.72	-
速动比率（X）	1.14	1.53	2.02	2.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.01	0.01	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	0.04	0.04	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.09	0.18	0.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.84	1.15	1.16	-
总债务/EBITDA（X）	14.28	18.87	16.45	-
资产负债率（%）	65.58	66.78	66.16	66.48
总资本化比率（%）	59.67	61.72	61.08	61.98
长期资本化比率（%）	50.61	53.46	56.74	57.01

注1：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2：将2014年~2016年财务报表“其他流动负债”中的短期融资券纳入短期债务计算；

3：将2014年~2016年财务报表“其他非流动负债”中的蚌埠兴蚌二号城市发展基金代清偿债务纳入长期债务计算；

4：将2016年财务报表中带息的长期应付款纳入长期债务计算。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出¹ - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。