

# 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 (2020)

---

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：周璇 xzhou@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 12 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0708号

## 蚌埠投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 蚌投 01”和“17 蚌投 02”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十二日

**评级观点：**中诚信国际维持蚌埠投资集团有限公司（以下简称“蚌埠投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 蚌投 01”和“17 蚌投 02”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了蚌埠市区域发展环境向好、主体地位重要、得到政府大力支持及收入来源稳定等因素对公司整体信用水平的支撑。同时，中诚信国际关注到公司基建业务持续性一般、债务水平较高、三费对利润侵蚀较大及对外担保规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

蚌埠投资（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	154.22	185.57	221.03	229.41
所有者权益合计（亿元）	50.99	57.38	64.72	67.73
总负债（亿元）	103.23	128.20	156.32	161.67
总债务（亿元）	82.38	104.96	128.61	134.70
营业总收入（亿元）	11.06	12.53	14.40	2.69
经营性业务利润（亿元）	0.17	-1.35	-1.63	-0.75
净利润（亿元）	1.25	1.06	1.14	0.19
EBITDA（亿元）	3.12	4.53	6.31	--
经营活动净现金流（亿元）	1.25	1.08	0.86	0.92
收现比(X)	0.79	0.66	0.88	1.90
营业毛利率(%)	29.78	29.10	29.08	18.01
应收类款项/总资产(%)	21.87	18.28	19.28	19.28
资产负债率(%)	66.94	69.08	70.72	70.47
总资本化比率(%)	61.77	64.65	66.53	66.54
总债务/EBITDA(X)	26.39	23.16	20.38	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.82	1.39	1.34	--

注 1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，评级报告均采用期末数，公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、2020 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将各期财务报表“其他流动负债”和“其他应付款”中的带息部分计入短期债务；将各期财务报表“其他非流动负债”和“长期应付款”中的带息部分计入长期债务。

### 正面

■ **区域发展环境向好。**蚌埠市经济实力不断增强，2019 年 GDP 为 2,057.17 亿元，增速为 5.1%，发展态势良好，且全面纳入长江三角洲区域一体化发展规划，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **主体地位重要，得到政府大力支持。**公司是蚌埠市唯一的国有资本运营及产业投资主体，业务涵盖高新技术、城市运营、金融服务等板块，同时在蚌埠市的产业引导方面发挥了关键作用，历年来得到政府及股东的大力支持。其中，2019 年获得各项政府补贴资金合计 5.88 亿元。

### 同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
蚌埠投资	221.03	64.72	70.72	14.40	1.14	0.86
蚌埠经开	201.01	110.69	44.93	5.22	2.13	8.02

注：“蚌埠经开”为蚌埠经济开发区投资集团有限公司的简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 蚌投 01	AA	AA	6.00	3.87	2017/02/17~2022/02/17
17 蚌投 02	AA	AA	6.00	4.17	2017/04/12~2022/04/12

注：“17 蚌投 01”、“17 蚌投 02”附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

■ **公司收入来源稳定。**受下游市场需求回暖影响，公司高新技术板块收入稳步提升；城市运营业务具备一定区域垄断性，加之金融业务在区域内占据一定市场份额，各项子业务均有序运营，收入来源稳定。2019 年公司实现营业总收入 14.40 亿元，同比增长 14.92%。此外，多元化的业务格局一定程度上规避了单一行业周期性波动的风险。

### 关注

■ **基建业务持续性一般。**目前，公司唯一的高铁新区基础设施建设项目已近尾声，暂无拟建项目，业务持续性一般。

■ **债务水平较高。**公司债务规模持续增长，截至 2019 年末，公司总债务上升至 128.61 亿元，债务规模较高。同期末，资产负债率和总资本化比率分别高达 70.72% 和 66.53%。

■ **三费对利润侵蚀较大，利润总额依赖政府补助和投资收益。**公司经营性业务利润持续亏损，利润总额主要来自投资收益和政府补助。同时，三费收入占比较高，一定程度上侵蚀了公司利润水平，三费控制能力有待提升。

■ **对外担保规模较大。**截至 2019 年末，公司对外担保余额 30.78 亿元，占净资产的 47.56%。公司对外担保规模较大，且担保对象包含部分民企，中诚信国际将持续关注公司对外担保及代偿情况。

### 评级展望

中诚信国际认为，蚌埠投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**蚌埠市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著扩充；收入及盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**宏观经济下行及行业因素等导致公司高新技术业务经营状况大幅下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少，对外担保发生较大规模的代偿等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“17蚌投01”募集资金6.00亿元，拟用于补充营运资金及调整债务结构。截至2020年3月末，已按约定用途使用完毕。

“17蚌投02”募集资金6.00亿元，拟用于补充营运资金及调整债务结构。截至2020年3月末，已按约定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 聚丙烯酰胺作为“百业助剂”，下游市场需求广阔；供给侧改革使得落后产能逐步出清，化工助剂将迎来新的发展机遇

**聚丙烯酰胺：**简称 PAM，是全球使用量最大、用途最广的合成类水溶性高分子化合物，属于精细化工品，主要应用在水处理、油气采矿和制浆造纸等三大领域。据行业统计数据显示，目前全球 PAM 总产量的 37% 用作废水处理，27% 用作石油工业，18% 用作造纸工业，剩余部分则用于采矿、选煤、医药、纺织、农业、金属的电解精炼、印染助剂、养殖和制糖等领域，素有“百业助剂”之称。

**国内 PAM 市场发展现状：**我国 PAM 产品的应用研究始于上世纪 60 年代，经过数十年的发展，我国已经成为全球最大的聚丙烯酰胺生产国以及消费国。目前，行业内生产企业众多，约 100 余家，且以中小型企业为主，产品同质化较为严重，竞争激烈。近年来，在环保政策、供给侧改革、市场需求变动、技术等多重因素的作用下，落后的 PAM 企业及产能经过一轮出清，行业集中度有所提升，同时也成长出一批实力较强、规模较大的企业，知名品牌有大庆炼化、恒聚、山东诺尔、天润、宝莫、

凯宝、恒力等。

**产能分布与竞争格局：**据行业统计数据显示，目前我国万吨级聚丙烯酰胺大厂约有 10 家，5 万吨级生产企业不足 5 家。前十位厂家的 PAM 年产量之和占国内年总产量的 60% 左右。经过多年的发展，国内 PAM 企业整体技术水平虽有所提高，但中高端产能供给仍然缺乏，随着我国化工产品继续向高端、精细方向迈进，未来一体化程度较高、具有明显技术优势的大型企业将具有更加明显的竞争优势，仍以低端产品为主的企业将被淘汰。

**市场需求潜力大：**1) 水处理方向。PAM 等有机高分子絮凝剂是目前污水处理之中最为常见的一类化学品。当前我国水资源短缺、水污染现象十分严重、水环境恶化等问题日益突出，且环保监管日益趋严，未来水处理行业存在较大市场空间，势必增加对 PAM 絮凝剂产品的需求。2) 造纸方向。PAM 在造纸行业中主要用作助留剂。我国是造纸生产和消费大国，纸张产量居世界第三位，纸制品的实际消费量居世界第二位。随着大型造纸生产装置的建设以及一批大型合资造纸企业的不断建成投产，我国造纸工业的技术水平将明显提高，对造纸助剂的需求量也将不断增加。3) 石油化工方向。为贯彻落实《中国制造 2025》，推动石化和化学工业由大变强，指导行业科学健康发展，国家将加大投资推进高端石化产品产能建设等工作，为石化精细化工领域带来了发展良机，将催生 PAM 中间助剂的需求。整体来看，作为“百业助剂”的聚丙烯酰胺下游市场需求前景广阔。

### 2019 年蚌埠市经济及财政实力稳步增强；合芜蚌新区改革进一步深入及长三角一体化方案逐步实施将引领蚌埠市经济取得长足发展

2019 年，蚌埠市地区生产总值（GDP）为 2,057.17 亿元，增速为 5.1%，GDP 绝对值在安徽省内排第 7 位；同期三次产业结构为 11.4:41.1:47.5。2019 年末，蚌埠市常住人口约 341.2 万，城镇化率 58.6%；按常住人口计算，人均 GDP 为 60,469 元，

比上年增加 4,136 元。

蚌埠市 2019 年一般公共预算收入为 163.28 亿元，同比增长 6.96%，其中税收占比呈下降趋势，2019 年仅为 58.68%。同期，财政平衡率为 48.38%，同比下降 3.24 个百分点，财政自给能力一般。2019 年，蚌埠市实现政府性基金收入为 143.17 亿元，同比略有下降。

表 1：2019 年蚌埠市经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	人均 GDP (元)	一般公共预算收入 (亿元)
蚌埠市	2,057.17	60,469	163.28

资料来源：蚌埠市人民政府官网、公司提供，中诚信国际整理

中共中央、国务院于 2019 年 12 月印发了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，规划范围包括上海、江苏、浙江及安徽省全域。为此，蚌埠市也发布了《深度对接合肥都市圈南京都市圈全面参与长三角一体化发展工作方案》，未来蚌埠市将抓住长三角一体化发展机遇，计划 3~5 年内逐步将蚌埠建设成为通达长三角的综合交通枢纽、面向长三角的资源要素供应基地、承接长三角产业转移的平台和串联区域协调发展的战略支点。

**受下游需求持续回暖影响，2019 年高新技术板块收入进一步提升；但因环保施压，中实化学的生产经营受厂址搬迁进度影响仍处于停滞阶段**

表 2：2017~2019 年，公司化工产品生产及销售情况（万吨、元/吨）

产品	2017		2018		2019	
	产量	产销率	产量	产销率	产量	产销率
聚丙烯酰胺	3.89	105.66%	4.41	100.23%	5.08	97.24%
二苯甲酰甲烷	0.31	103.23%	0.30	100.00%	0.33	100.00%
硬脂酰苯甲酰甲烷	0.04	150.00%	0.06	100.00%	0.04	125.00%

产品	2017		2018		2019	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
聚丙烯酰胺	4.11	11,237	4.42	12,660	4.94	12,612
二苯甲酰甲烷	0.32	32,169	0.30	37,530	0.33	38,810
硬脂酰苯甲酰甲烷	0.06	42,050	0.06	46,319	0.05	47,250

注：1、二苯甲酰甲烷和硬脂酰苯甲酰甲烷可根据两项产品需求进行调剂生产，二者生产线可以互相转换；2、部分数据差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

**2019 年公司高铁新区基建项目已近尾声并结转至投资性房地产，暂无拟建基础设施项目，业务稳定性及持续性有待关注**

2019 年公司高新技术业务仍由旗下子公司天润化工、佳先助剂和中实化学运营，主要从事精细化工品的生产及销售；其中天润化工的销售收入占高新技术板块收入的 70% 以上。

**天润化工：**主要经营聚丙烯酰胺系列产品，目前聚丙烯酰胺产品生产能力仍为 5 万吨/年，位居全国同行业第三位。2019 年聚丙烯酰胺的产销量均保持稳定增长，销售均价与上年基本持平，产销率虽略有下降，但仍维持在 97.24% 的较高水平。

**佳先助剂：**主要产品仍为二苯甲酰甲烷 (DBM) 和硬脂酰苯甲酰甲烷 (SBM)，其中 DBM 产量占全球的 15% 以上，在国内市场占有率达到 60% 以上。2019 年该两款产品的产销量均保持平稳，产销率维持在较高水平。

**中实化学：**受行业环保政策影响，2019 年其生产仍处于停滞状态，待厂址搬迁后即可全面恢复生产。

中诚信国际认为，天润化工业务收入占比较高，其主要化工产品聚丙烯酰胺在行业内具备较高的知名度和市场份额，产销率一直保持较好水平。中实化学业务稳定性短期受影响，待厂址搬迁完成后可恢复生产。总体来看，随着下游需求回暖，公司高新技术业务发展形势较好。

截至 2019 年末，公司唯一的在建项目高铁新区基础设施项目建设进展已近尾声。该项目建设内容包括京沪高铁蚌埠站西站房、站前广场、周边道

路及商业配套等，总投资规模 34.97 亿元，目前站前西广场工程及部分商业配套已建成，相关道路已通车，且已全部转入投资性房地产并由公司负责运营，东广场建设方案还在规划中。公司暂无拟建项目，基建业务稳定性及持续性有待关注。

### 城市运营板块涉及业务种类众多，覆盖行业广泛，2019 年城市运营板块收入稳中有升，对公司营业收入形成重要支撑

**房地产业务：**主要由下属子公司蚌房集团和蚌埠建发负责运营。公司已完工房地产项目已于 2016 年销售完毕，2017~2019 年均未实现房地产相关收入。截至 2019 年末，公司在建房地产项目为沁雅济学塘和沁雅大成天下，建筑面积合计 19.34 万平方米，尚需投资额为 3.41 亿元，业务稳定性及持续性一般。

表 3：截至 2019 年末，公司在建房地产项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设周期	是否预售
沁雅济学塘	2.20	1.58	2018~2021	是
沁雅大成天下	8.00	5.21	2018~2021	是
<b>合计</b>	<b>10.20</b>	<b>6.79</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**酒店：**由子公司蚌埠建发负责，运营标的为豪生国际大酒店。该酒店近年来总体运营平稳，入住率保持在 55% 左右。2019 年酒店业务实现收入 0.42 亿元，与上年基本持平。

**供热：**由子公司蚌埠能源负责运营。截至 2019 年末，公司的供热能力为 220 万吨/年，管网长度为 48 米。2019 年公司实现供热收入 1.04 亿元，同比增加 0.14 亿元。

表 4：近年来蚌埠能源热源采购及销售情况

项目名称	2017	2018	2019
蒸汽采购量（万吨）	69.40	71.45	85.80
采购价格（元/吨）	142.55	145.80	148.63
销售量（万吨）	68.90	70.04	83.85
销售价格（元/吨）	182.66	184.20	187.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**资产租赁：**由公司本部与蚌房集团负责运营，主要为出租旗下的写字楼等办公场所。近年来公司租金业务保持平稳运营，无较大波动，其中 2019 年

实现租赁收入 2,617.43 万元，与上年基本持平。

**保安服务：**由下属保安公司负责运营。近年来保安服务收入稳中有升，但对公司整体收入规模贡献较小，2019 年实现保安服务收入 7,727.31 万元，同比增长 30.51%。

**公司以担保和委贷为主的金融业务在蚌埠市拥有一定的知名度和市场份额；2019 年公司担保、典当业务平稳运营，委贷业务收入受市场波动影响略有下降**

**担保业务：**主要由下属担保公司负责。2019 年该担保公司获得政府税收减免 67.70 万元，收到各项补贴合计 579.28 万元。同期，实现担保业务收入 4,028.95 万元，同比增长 7.81%。公司担保业务近年来均有一定规模的代偿，对其后续风险控制及代偿情况应保持关注。

表 5：2017~2019 年，公司担保业务情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
新增担保额	33.10	32.63	35.48
期末在保余额	46.92	60.74	71.35
年度代偿额	0.33	0.22	0.62
当年回收金额	0.31	0.58	0.72
年度代偿率(%)	1.29	1.19	2.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**典当业务：**主要由二级子公司兴达典当负责。客户群体仍主要为小微企业，典当期限一般为 3-6 个月，典当费率约为 24%。2019 年兴达典当实现收入 1,808.51 万元，与上年基本持平。

表 6：2017~2019 年公司典当业务情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
发放贷款金额	1.83	1.32	1.69
其中：小微企业贷款	1.83	1.32	1.69
期末在当余额	1.81	1.66	1.80
不良资产余额	0.07	0.07	0.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**委贷业务：**运营主体主要为公司本部及晟淮金融。2019 年公司委贷业务收入为 6,022.27 万元，同比略有下降。截至 2019 年末，公司委托贷款余额 9.39 亿元，每笔委托借款均提供了抵押担保措施，尚未发生逾期情况。

**公司承担了蚌埠市的产业引导及投资职能，且目前**

## 对外投资业务已取得一定成效, 2019 年实现投资收益 2.25 亿元, 较为可观

作为蚌埠市最重要的投融资主体, 公司还根据蚌埠市委、市政府的决策承担产业引导职能, 充分参与各项产业投资。

对外投资业主要分为直接股权投资和基金投资两种模式, 主要由公司本部及下属产业引导基金(母基金)、中城创投等子公司负责运营。基金投资方面, 截至 2019 年末, 公司已先后设立了安徽省江淮成长投资基金中心(有限合伙)、安徽省中安旅游大健康产业基金合伙企业(有限合伙)和安徽和壮高新技术成果基金合伙企业(有限合伙)等 10 余只基金。

其中, 2019 年 12 月, 蚌埠市为引进上市公司深圳市大富科技股份有限公司(以下简称“大富科技”), 由公司作为投资方, 携手中国信达资产管理股份有限公司深圳分公司(以下简称“信达深圳”)等主体与大富科技控股股东安徽配天投资集团有限公司签署了《关于“配天投资债务重组”项目之合作框架协议》, 并由信达深圳关联方信风投资作为管理人发起设立安徽信富股权投资基金(有限合伙), 专项用于此次债务重组交易。公司作为劣后级有限合伙人, 共认缴出资 21.00 亿元, 出资比例为 41.16%。截至 2020 年 1 月 7 日, 公司已实缴出资 9.45 亿元。下一步将由各方另行签订债务重组等相关协议并落实合作相关事项, 中诚信国际将持续关注此事项进展。

近年来, 公司的对外投资业务已取得一定成效, 其中 2019 年公司获得投资收益为 2.25 亿元。

中诚信国际认为, 近年来, 公司主要主营业务板块有序经营、稳步发展, 产业投资也已取得一定成效, 但基建及房地产业务的稳定性、持续性存在不确定性。同时, 由于产业投资所涉及的范围较广, 对公司的投资运作能力提出一定挑战, 需关注对外投资风险。

## 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 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年度一季报, 且均采用期末数。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

## 2019 年公司主营业务收入持续增长, 投资收益及政府补助仍然是利润的主要来源, 三费控制能力有待提升

2019 年公司营业总收入为 14.40 亿元, 同比增长 14.92%。其中高新技术板块仍然是公司最核心的收入来源, 受益于近年来聚丙烯酰胺等化工产品市场回暖, 2019 年该板块收入保持稳定增长。城市运营方面, 除房地产外, 其余各子行业均保持平稳运营。金融方面, 2019 年各分支业务皆平稳有序运行, 收入波动不大。毛利率方面, 近年来公司综合毛利率较为平稳, 2019 年仍保持在 29%左右的水平。2020 年一季度, 公司实现收入 2.69 亿元, 主要来自化工产品销售和热力业务, 受新冠疫情影响营业毛利率下降为 18.01%。

表 7: 近年来公司营业总收入及毛利率构成

收入(亿元)	2017	2018	2019
高新技术板块	6.76	7.78	8.60
城市运营板块	2.84	3.43	4.61
其中: 热力	0.82	0.90	1.04
资产租赁	0.33	0.26	0.26
酒店经营	0.49	0.44	0.42
保安服务	0.58	0.59	0.77
房地产	-	-	-
其他	0.62	1.24	2.12
金融服务平台	1.46	1.31	1.19
合计	11.06	12.53	14.40
毛利率(%)	2017	2018	2019
高新技术板块	14.94	15.35	20.80
城市运营板块	41.65	45.48	38.18
其中: 热力	12.56	11.44	6.18
资产租赁	73.36	83.09	73.18
酒店经营	86.01	95.47	85.58
保安服务	23.47	25.31	20.45
房地产	-	-	-
其他	45.16	58.06	46.70
金融服务平台	75.13	67.50	53.29
合计	29.78	29.10	29.08

注: 1、尾数差异系四舍五入所致; 2、其他业务包含配套商业、地下车库、材料销售、仓储、物业、代理咨询、光伏电站和苗木销售等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司三费收入占比较高，且以管理费用和财务费用为主。2019年三费合计为7.13亿元，同比增加2.00亿元，主要系债务规模增长导致财务费用增加1.63亿元所致。公司期间费用对盈利侵蚀明显，费用管控能力有待提高。2020年一季度，公司三费合计为1.21亿元，三费收入占比为44.80%。

近年来，受期间费用及营业成本上升影响，公司经营业务利润持续亏损，利润总额主要来自投资收益和政府补助。其中2019年，公司实现投资收益2.25亿元，主要系从京沪高铁、蚌埠中环水务有限公司等单位获得的分红以及处置了安徽省江淮成长投资基金中心（有限合伙）名下部分绿色动力股票所获得的收益。同期，公司获得政府补贴为1.57亿元。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1-3
三费合计	3.29	5.13	7.13	1.21
营业总收入	11.06	12.53	14.40	2.69
三费收入占比（%）	29.77	40.91	49.51	44.80
收现比（X）	0.79	0.66	0.88	1.90
利润总额	1.49	1.15	1.13	0.21
经营性业务利润	0.17	-1.35	-1.63	-0.75
投资收益	0.93	2.01	2.25	0.93
政府补助	0.47	0.41	1.57	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受业务持续发展及对外融资力度加强的影响，2019年公司总资产及负债规模均显著增长，同时公司杠杆率持续上升，面临较大的债务压力

随着业务持续发展，公司总资产规模逐年增长，2019年公司总资产为221.03亿元，同比增加35.46亿元，其中投资性房地产、货币资金、应收账款、可供出售金融资产等科目均有增长。具体来看，2019年末公司投资性房地产为50.47亿元，同比增加35.20亿元，主要系公司高铁新区基建项目一次性从“在建工程”结转至本科目所致；应收账款增加10.00亿元主要系委贷业务规模积累及业务收入回款滞后所致；2019年公司对部分参股企业追加投资且新增投了2只基金使得期末可供出售金融资产及

长期股权投资科目均有不同程度增加。2020年3月末，公司总资产为229.41亿元，较上年末小幅增长。

2019年公司负债总额为156.32亿元，同比增加28.12亿元，主要系应付债券增加了27.41亿元，系当期新发行了“19蚌埠投资MTN001”、“19蚌埠投资PPN001”及多期债权融资计划、理财直融等。2020年3月末，公司总负债为161.67亿元，较上年末略有增长。

公司所有者权益主要由股东资本投入、资本公积及未分配利润构成，近年来保持稳定增长。其中，2019年末公司资本公积为28.71亿元，同比增长38.29%，主要系参股子公司所有者权益发生变动，使得权益法核算下的资本公积调增。2020年3月末，公司所有者权益进一步增至67.73亿元。

近年来，随着各项债务融资工具的发行，公司债务规模上升迅速，总资本化比率亦持续增长且保持较高水平。2019年末，公司总资本化比率高达66.53%；从债务结构来看，公司以长期债务为主，同期末，短期债务/总债务为0.23倍，债务结构相对合理。2020年3月末，公司的总资本化比率为66.54%，与上年末基本持平。

截至2019年末，公司应收类款项余额42.61亿元，占当期末总资产的19.28%，比重较高。应收类款项主要为公司委托贷款业务形成的应收客户款项、对蚌埠市财政局的应收土地出让金以及对蚌埠市高新区财政局的往来款等。其中，对于委贷业务形成的应收款，需关注其回收风险。

**表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1-3
<b>总资产</b>	<b>154.22</b>	<b>185.57</b>	<b>221.03</b>	<b>229.41</b>
投资性房地产	14.89	15.27	50.47	50.47
长期股权投资	14.07	25.86	28.58	30.62
可供出售金融资产	12.39	21.68	27.53	27.52
在建工程	32.16	33.23	5.91	6.92
应收账款	24.96	20.42	30.42	31.75
其他应收款	8.77	13.50	12.20	12.48
<b>所有者权益</b>	<b>50.99</b>	<b>57.38</b>	<b>64.72</b>	<b>67.73</b>
实收资本	10.00	10.00	10.00	10.00
资本公积	23.56	20.76	28.71	31.32
未分配利润	9.61	10.22	10.69	10.89

短期债务/总债务 (X)	0.15	0.28	0.23	0.22
总资本化比率 (%)	61.77	64.65	66.53	66.54
资产负债率 (%)	66.94	69.08	70.72	70.47
应收类款项/总资产 (%)	21.92	18.28	19.28	19.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年公司投资活动仍较大程度依赖外部筹资，债务及利息支出增加使得部分偿债指标进一步弱化，整体偿债能力有待加强

2019 年公司经营活动净现金流继续保持小规模净流入，较上年略有缩减。同期，投资活动净现金流持续为负，主要系新增对外股权投资、生产性技改项目投入、购置固定资产及理财产品等所致，具体为购买土地以及对蚌埠中光电科技有限公司、安徽和壮高新技术成果基金合伙企业（有限合伙）和安徽省中安旅游大健康产业基金合伙企业（有限合伙）等单位的出资款。公司主要通过对外筹资来平衡经营及投资性支出，同时每年需要偿还大量的到期债务，使得筹资活动净现金流呈持续净流入态势，2019 年筹资活动净流入为 15.86 亿元。

2019 年公司债务规模显著增长，但由于 EBITDA 增速更快，使得总债务/EBITDA 指标有所好转；EBITDA 虽可以覆盖利息支出，但覆盖倍数有所下降。同期，经营活动净现金流无法有效覆盖利息支出，且覆盖能力持续弱化。2019 年货币资金对短期债务的覆盖倍数持续小于 1，面临一定短期偿债压力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	1.25	1.08	0.86	0.92
投资活动净现金流	-8.54	-16.89	-10.92	1.92
筹资活动净现金流	1.20	18.54	15.86	7.25
EBITDA	3.12	4.53	6.31	--
货币资金	17.43	20.53	28.48	32.85
总债务/EBITDA (X)	26.39	23.16	20.38	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.82	1.39	1.34	--
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.02	0.01	0.01	0.03
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	0.73	0.33	0.18	--
货币资金/短期债务 (X)	1.40	0.69	0.95	1.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司仍有一定规模的银行授信剩余额度，可对偿债提供一定支持；公司对外担保规模较大，且对民企担保过半，需关注其代偿风险

截至 2019 年末，公司 2020~2022 年到期债务分别为 29.91 亿元、13.91 亿元和 36.97 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 36.23 亿元，占总资产的比重为 20.96%，主要为受限的土地使用权及房产、货币资金等。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 30.78 亿元，占当期末净资产比重为 47.56%。由于公司对外担保余额较大，且对民企担保比重超过 50%，存在一定代偿风险，中诚信国际将持续关注公司对外担保及代偿情况。

表 11：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	企业性质	担保金额	反担保措施
蚌埠市城市投资控股有限公司	国企	0.15	互保
中科电力装备集团有限公司	民营	3.54	股权、设备、应收账款、信用反担保
蚌埠高新投资集团有限公司	国企	2.25	互保
淮河兴业投资有限公司	国企	9.50	土地使用权
安徽丰原国际货运有限公司	民营	3.48	信用反担保
安徽丰原国际贸易有限公司	民营	8.86	信用反担保
安徽丰原福泰来聚乳酸有限公司	国企	3.00	信用反担保
合计	--	30.78	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司获得的银行授信总额 113.02 亿元，其中未使用授信余额 54.63 亿元，可为公司提供一定流动性支持。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 26 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，也未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。

## 外部支持

### 公司在蚌埠市的运营方面发挥了重要作用，同

## 时承担了蚌埠市的产业引导和政府投资职能，可得到政府及股东各方的有力支持，地位十分重要

公司是蚌埠市政府最重要的国有资产运营及产业投资主体，具备较强的区域专营性。同时为蚌埠市的中小企业发展提供完善的金融服务，是引导蚌埠市未来产业投资发展的主要实施主体，地位十分重要。

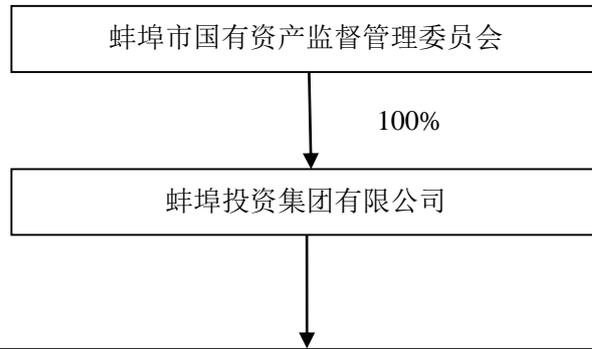
2019 年公司主要得到了政府在资金方面的补贴，各项补贴资金合计为 5.88 亿元，主要为与收益相关的政府补助、财政贴息及资本性补助等。

中诚信国际认为，鉴于蚌埠市稳步增强的经济实力、公司是蚌埠市最重要的国有资产运营及投资主体，以及公司历史上获得的支持情况，预计未来将继续获得股东及相关各方的支持。

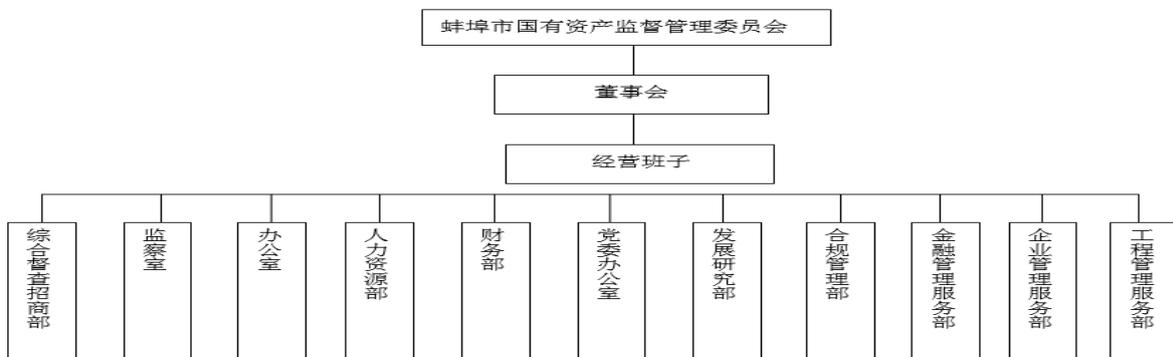
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持蚌埠投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 蚌投 01”和“17 蚌投 02”的债项信用等级为 **AA**。

## 附一：蚌埠投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



子公司名称	持股比例 (%)
安徽晟淮金融控股有限公司	100.00
蚌埠融资担保集团有限公司	86.52
蚌埠房地产（集团）有限公司	100.00
蚌埠投资集团项目管理有限公司	100.00
蚌埠投资集团房管经营有限公司	100.00
安徽中涂资产管理有限公司	100.00
蚌埠（皖北）保税物流中心有限公司	100.00
蚌埠市天元科技发展有限公司	90.00
蚌埠建设发展股份有限公司	85.71
蚌埠能源集团有限公司	85.00
蚌埠中源光伏电力有限公司	64.00
安徽天润化学工业股份有限公司	56.15
蚌埠中城创业投资有限公司	75.42
蚌埠天河建设发展股份有限公司	70.00
安徽禾晟创投基金管理有限公司	100.00
蚌埠市保安服务有限公司	100.00
蚌埠市产业引导基金有限公司	100.00
蚌埠市建筑材料总公司	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：蚌埠投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	174,276.43	205,261.81	284,847.29	328,458.85
应收账款	249,563.70	204,232.03	304,204.21	317,542.98
其他应收款	87,727.06	135,040.36	121,955.64	124,827.52
存货	24,607.92	84,842.23	94,568.25	95,814.48
长期投资	264,635.84	475,448.44	561,086.37	581,420.89
在建工程	321,647.59	332,279.69	59,118.38	69,209.75
无形资产	28,692.34	28,289.77	28,449.28	28,554.93
总资产	1,542,212.09	1,855,735.77	2,210,329.35	2,294,086.50
其他应付款	69,438.24	108,151.48	114,279.25	121,071.44
短期债务	124,645.33	298,062.35	299,091.31	300,793.46
长期债务	699,117.16	751,505.23	987,058.60	1,046,182.89
总债务	823,762.49	1,049,567.59	1,286,149.91	1,346,976.35
总负债	1,032,325.60	1,281,955.77	1,563,160.18	1,616,747.56
费用化利息支出	9,716.33	27,176.54	44,499.14	--
资本化利息支出	7,425.89	5,433.58	2,735.30	--
实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
少数股东权益	67,652.78	73,538.39	71,391.56	73,506.01
所有者权益合计	509,886.49	573,780.00	647,169.17	677,338.94
营业总收入	110,644.15	125,286.37	143,994.56	26,902.41
经营性业务利润	1,701.35	-13,482.26	-16,333.18	-7,492.24
投资收益	9,285.88	20,065.38	22,481.31	9,341.21
净利润	12,492.57	10,629.91	11,434.71	1,871.32
EBIT	24,653.66	38,654.33	55,799.11	--
EBITDA	31,220.38	45,318.67	63,104.28	--
销售商品、提供劳务收到的现金	87,275.67	83,314.15	126,834.84	51,020.06
收到其他与经营活动有关的现金	457,030.09	578,214.88	724,349.70	110,437.01
购买商品、接受劳务支付的现金	54,149.86	116,762.89	82,193.97	52,760.32
支付其他与经营活动有关的现金	450,060.57	505,213.94	735,744.72	92,867.94
吸收投资收到的现金	27,218.00	17,992.00	21,120.30	0.00
资本支出	26,571.51	15,464.44	80,253.05	4,570.81
经营活动产生现金净流量	12,495.38	10,806.66	8,575.92	9,170.66
投资活动产生现金净流量	-85,360.76	-168,897.97	-109,165.19	19,243.34
筹资活动产生现金净流量	11,961.86	185,416.04	158,611.06	72,518.61
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	29.78	29.10	29.08	18.01
期间费用率(%)	29.77	40.91	49.51	44.80
应收类款项/总资产(%)	21.87	18.28	19.28	19.28
收现比(X)	0.79	0.66	0.88	1.90
总资产收益率(%)	1.66	2.28	2.74	--
资产负债率(%)	66.94	69.08	70.72	70.47
总资本化比率(%)	61.77	64.65	66.53	66.54
短期债务/总债务(X)	0.15	0.28	0.23	0.22
FFO/总债务(X)	0.02	0.03	0.05	--
FFO 利息倍数(X)	0.97	1.11	1.35	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.73	0.33	0.18	--
总债务/EBITDA(X)	26.39	23.16	20.38	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.15	0.21	--
货币资金/短期债务(X)	1.40	0.69	0.95	1.09
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.82	1.39	1.34	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，评级报告均采用期末数，公司各期财务报告均依照新会计准则编制；2、2020 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将各期财务报表“其他流动负债”和“其他应付款”中的带息部分计入短期债务；将各期财务报表“其他非流动负债”和“长期应付款”中的带息部分计入长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。