

2015 年铜陵发展投资集团有限公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【445】号 01

债券简称：15 铜发债  
债券剩余规模：4.99 亿  
元

债券到期日期：  
2022 年 01 月 28 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
最后一期利息随本金的  
兑付一起支付；附本期  
债券第 5 个计息年度付  
息日 10 个工作日之前上  
调票面利率选择权和回  
售选择权

分析师

姓名：  
罗力 刘玮

电话：  
010-66216006

邮箱：  
luol@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2015 年铜陵发展投资集团有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 23 日	2019 年 6 月 27 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对铜陵市国有资本运营控股集团有限公司（2020 年 4 月铜陵发展投资集团有限公司名称变更为现名，以下简称“铜陵国控”或“公司”）及其 2015 年 1 月 28 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司股权投资业务持续性较好，铜陵市政府给予公司较大支持；同时中证鹏元也关注到了铜陵市经济发展形势一般，公司投融资业务经营风险及未来业绩不确定性增加、基金投资面临一定资金压力、有息债务规模较大以及存在一定或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司股权投资业务持续性较好。公司承担了扶持本地中小企业发展、引导域外产业落户铜陵市、促进区域产业结构升级的任务，在政府支持下，公司股权投资规模持续扩大，2019 年末投资规模为 43.96 亿元，同比增长 57.73%，未来该业务持续性较好。
- 铜陵市政府继续给予公司较大支持，增强了公司资本实力与盈利水平。2019 年，铜陵市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“铜陵市国资委”）向公司注入 5 家国有粮食企业、铜陵化学工业集团有限公司（以下简称“铜化集团”）等公司股权资产合计 8.06 亿元；且公司获得 1.04 亿元财政补贴。

## 关注：

- **铜陵市经济发展形势一般，公司投融资业务经营风险增加及未来业绩不确定性增加。**2019年铜陵市经济发展形势一般，GDP同比下降1.7%，工业增加值同比下降7.7%、固定资产投资同比下降16.1%；公司投融资业务主要服务于铜陵市当地中小企业，在宏观经济周期下行压力下投资对象抗风险能力不强，债权投资的贷款回收风险以及股权投资损失风险均有所增加，对公司资产价值及流动性造成不利影响，增加公司经营业绩不确定性。
- **公司基金投资面临一定资金压力。**未来公司主要通过基金投资渠道加强股权投资，但2019年末公司参与及管理的12支基金尚需投资8.65亿元，面临一定资金压力。
- **公司有息债务持续增大。**2019年末公司有息债务增至55.14亿元，同比增长26.17%，占年末总负债的86.46%。且公司利润依赖非经营性收益，经营性现金流入规模较小，存在一定的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保金额3.46亿元，与当期末净资产之比为7.05%，其中对国企担保3.40亿元，对民企担保0.06亿元且设置了反担保措施，存在一定或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,131,963.88	966,095.77	779,405.69
所有者权益	491,061.54	434,367.51	381,848.60
有息债务	554,101.24	439,164.62	341,050.03
资产负债率	56.62%	55.04%	51.01%
现金短期债务比	0.60	1.57	1.62
营业收入	22,514.96	22,150.56	13,745.30
其他收益	9,459.81	13,760.00	10,500.00
投资收益	4,749.94	2,541.21	2,163.39
营业外收入	977.47	7,475.69	7,406.91
利润总额	31,094.43	14,310.44	13,605.67
综合毛利率	94.25%	96.96%	100.00%
EBITDA	63,697.30	39,881.32	31,453.58
EBITDA 利息保障倍数	2.09	1.67	1.62

经营活动现金流净额	11,951.57	13,048.91	73,209.28
收现比	0.55	0.92	3.30

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年1月28日公开发行7年期5亿元公司债券，票面利率自2020年1月28日起由原6.88%调整为6.98%。募集资金原计划1亿元用于增加铜陵市天源股权投资集团有限公司资本金，3.7亿元由公司专项用于投资小微企业，0.3亿元用于投资安徽铜陵明源循环经产业创业投资基金。截至2020年4月23日，本期债券募集资金专项账户余额为479.36万元。

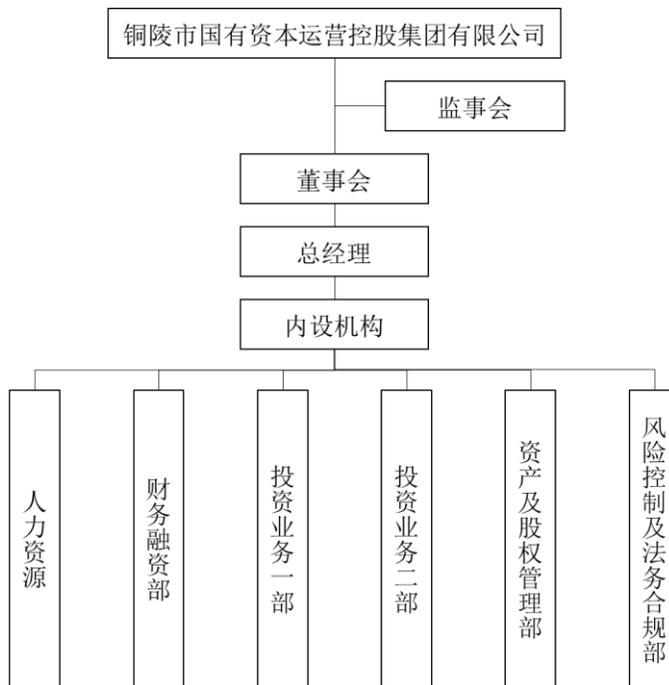
## 二、发行主体概况

2019年公司注册资本、股权结构、实际控制人均未发生变化，公司仍由铜陵市国资委全资控股，实际控制仍为铜陵市人民政府，注册资本和实收资本仍为15.00亿元。2020年4月17日，根据铜陵市国资委的铜国资[2020]27号，公司名称由原“铜陵发展投资集团有限公司”变更为现名。

2020年4月，公司进行组织架构调整，设置人力资源部（综合部）、财务融资部、投资业务一部（战略投资部）、投资业务二部（资本运作管理部、基金办）、资产及股权管理部、风险控制及法务合规部六大职能部门。

2019年9月26日，经铜陵市国资委批准，公司增补张飞飞、袁学明为公司董事，调整后的董事会成员分别为汪晖、付文彪、余世琦、张阳、钱旭东、钱滢、张飞飞、袁学明。2020年4月，公司增补李学军、常巍巍为监事会成员，调整后监事共5名。上述人事调整对公司日常管理、生产经营及偿债能力不产生重大不利影响。

**图1 截至2020年4月末公司组织架构图**



资料来源：公司提供

2019年，依据铜国资【2019】118号、铜国资【2019】119号文件，公司持有的铜陵市信用融资担保集团有限公司（以下简称“铜陵担保”）2.74亿元股权无偿划转至铜陵市华盛化工投资有限公司，铜陵市华盛化工投资有限公司对铜陵担保增资4.00亿元，公司对铜陵担保持股比例由64.66%降至36.41%，不再将其纳入合并报表范围；依据铜国资[2019]53号文件，铜陵市国资委将铜陵市金谷国有资产运营有限公司、铜陵市杨家山油脂储备库有限公司、铜陵市北斗山粮库有限公司、铜陵市良发房地产综合开发有限责任公司以及铜陵市良发大厦物业管理中心全部股权划转至公司<sup>1</sup>；公司出资设立铜陵城市大数据运营有限公司、铜陵昌源置业有限公司以及铜陵铜雀台月瀛酒店管理有限公司<sup>2</sup>，持股比例均为100%。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共9家（详见附录二）。

**表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、跟踪期内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	主营业务	合并方式
铜陵城市大数据运营有限公司	100%	2,000.00	数据技术开发、采集、加工、应用、增值服务等	新设

<sup>1</sup> 铜陵市良发房地产综合开发有限责任公司、铜陵市良发大厦物业管理中心为二级子公司，控股股东为铜陵市金谷国有资产运营有限公司；其中，铜陵市良发大厦物业管理中心尚未完成工商变更。

<sup>2</sup> 铜陵铜雀台月瀛酒店管理有限公司为二级子公司，控股股东为铜陵铜雀台资产运营管理有限公司。

铜陵昌源置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发, 物业管理, 工程造价咨询服务, 房地产中介服务, 房地产信息咨询服务。	新设
铜陵铜雀台月瀛酒店管理有限公司	100%	500.00	酒店管理服务, 餐饮服务, 住宿服务, 会务服务, 酒店管理咨询服务	新设
铜陵市金谷国有资产运营有限公司	100%	800.00	监管与运营粮食系统各附营企业, 国有资产, 粮食收购、粮油销售	划拨
铜陵市杨家山油脂储备库有限公司	100%	347.90	粮油收购、储存、批发, 粮油及制品批零兼营、代购代销、加工	划拨
铜陵市北斗山粮库有限公司	100%	1,449.90	粮油收购、调拨、储存、批发	划拨
铜陵市良发房地产综合开发有限责任公司	100%	800.00	房屋土地综合开发	划拨
铜陵市良发大厦物业管理中心	100%	50.00	物业管理, 房产租赁中介服务	划拨

## 2、跟踪期内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	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
铜陵市信用融资担保集团有限公司	36.41%	86,860.00	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等。	不具有控制权

资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，

增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，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；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

### 铜陵市经济发展形势一般，2019年工业及投资增速继续下滑

铜陵市位于安徽省中南部、长江下游，是长江经济带重要节点城市和皖中南中心城市。铜陵市物产丰饶，探明的稀有金属矿种30余种，其中铜、黄金、白银和石灰石储量全省第一，硫铁矿储量华东第一、全国第二。此外，铜陵市区位优越，是国家一类开放口岸、国家首批对台直航港口和万吨级海轮进江终点港。

2019年铜陵市实现地区生产总值960.2亿元，同比下降1.7%。其中第一产业增加值52.7亿元，增长1.9%；第二产业增加值444.8亿元，下降7.1%；第三产业增加值462.7亿元，增长5.0%，三次产业结构由2018年的4.1：58.2：37.7调整为2019年的5.5：46.3：48.2，第三产业占比大幅提升。2019年铜陵市人均GDP为92,256元，为同期全国人均GDP的82.84%。

工业方面，2019年铜陵市工业增加值增速下滑为-7.7%。2019年铜陵市六大主导行业增加值“两升四降”，除有色金属、黑色金属冶炼和压延加工业外，其他行业表现偏弱，其中电气机械和器材制造业增加值下降26.6%。投资方面，2019年铜陵市固定资产投资同比下降16.1%。分产业看，2019年第一产业投资下降48.6%、第二产业投资下降24.2%、第三产业投资下降8.6%，投资环境表现低迷。消费方面，铜陵市消费市场保持活力，2019年社会消费品零售总额为393.5亿元，其中城镇为重点消费区域。限额以上企业（单位）商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类、日用品类保持增长，烟酒类持续下降。

**表 2 铜陵市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	960.2	-1.7%	1,222.4	3.9%
第一产业增加值	52.7	1.9%	50.0	3.0%
第二产业增加值	444.8	-7.1%	712.0	4.9%
第三产业增加值	462.7	5.0%	460.3	1.9%
工业增加值	374.7	-7.7%	647.5	5.2%
固定资产投资	-	-16.1%	-	9.0%
社会消费品零售总额	393.5	7.8%	365.0	6.7%
进出口总额（亿美元）	71.6	16.7%	62.4	9.4%
存款余额	1,436.3	-0.9%	1,449.5	4.5%
贷款余额	1,211.3	9.7%	1,104.1	13.6%
人均 GDP（元）		58,726		75,524
人均 GDP/全国人均 GDP		82.84%		116.83%

资料来源：2018-2019 年铜陵市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年铜陵市全年全部财政收入181.1亿元，同比增长0.3%，其中地方财政收入77.6亿元，增长5.2%。

## 四、经营与竞争

公司是铜陵市重要的国有资本运营公司，目前营业收入主要来自投融资业务，包括债权投资和股权投资（含直接股权投资和基金投资）。同时公司还从事担保、租赁及酒店运营、粮油贸易和物业管理等业务，其中担保业务运营主体铜陵担保于2019年末由于持股比例下降不再纳入公司合并范围。由于业务转型、债权投资业务战略收缩，2019年公司投融资收益有所减少；随着租赁业务规模扩大及新增商品销售业务，2019年公司营业收入小幅增长至2.25亿元，受商品销售毛利亏损影响，公司综合毛利率略有下降，为94.25%。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
投融资收益	17,339.98	100.00%	19,985.68	100.00%
担保费收入	2,095.75	100.00%	2,061.86	100.00%
租金收入	1,715.55	100.00%	61.71	-989.66%
商品销售	1,248.47	-3.77%	0.00	-
物业收入	76.92	100.00%	0.00	-

其他业务	38.30	100.00%	41.31	100.00%
<b>合 计</b>	<b>22,514.96</b>	<b>94.25%</b>	<b>22,150.56</b>	<b>96.96%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### （一）投融资业务

**公司投融资业务包括股权和债权投资业务两方面，股权投资收益未计入收入且收益仍未大规模显现，战略收缩债权投资导致投融资收益下降**

公司投融资业务的运营主体主要为公司本部、铜陵天源股权投资集团有限公司（以下简称“天源公司”）和铜陵铜发绿色产业投资基金有限公司（以下简称“铜发绿色基金”），包括股权投资和债权投资两个方面。作为铜陵市国资委下属企业，公司主要负责扶持本地中小企业发展。公司筛选项目的标准是：（1）现在发展良好，未来发展看好且有意愿吸收国有股东的拟上市企业；（2）发展前景较好的企业；（3）业绩稳定、信用水平较高、偿债能力有保障的企业，或虽然受经济增长持续走低等因素影响但经过评估后认为有较大潜力的企业。债权和股权投资对象主要集中在铜陵市的战略新兴产业，包括节能环保产业、先进装备制造业、新能源产业、现代物流业、文化创意产业等。客户来源方面，债权投资业务一般由（1）企业主动申请；（2）政府及工业园区管委会推荐等。股权投资业务的客户来源主要通过（1）企业主动申请投资；（2）政府、工业园区管委会及各区县推荐，公司进行评估、筛选；（3）公司对发展前景好且有意愿吸收国有股东的企业进行债转股的方式取得。

公司投融资业务收入主要来自债权投资，股权投资计入可供出售金融资产和长期股权投资，公司股权投资收益包括收到的分红和减持时实现的溢价，计入投资收益科目。由于宏观经济下行压力较大，公司债权投资以铜陵市当地中小企业为主，抗风险能力不强，为降低投资风险，公司战略收缩债权投资业务，受此影响，2019年公司投融资业务收入为1.73亿元，趋于下降。2019年公司收到被投资企业分红款514.36万元。

**表 4 公司投融资业务经营收入（单位：万元）**

机构	2019 年	2018 年
铜陵市天源股权投资集团有限公司	17,065.08	15,810.16
铜陵市金源资产运营有限公司	22.53	970.29
安徽省裕源融理财信息服务有限公司	5.83	65.08
铜陵市恒源创业投资有限责任公司	4.56	14.56
铜陵国有资本运营控股集团有限公司	241.98	3,125.59
<b>合计</b>	<b>17,339.98</b>	<b>19,985.68</b>

资料来源：公司提供

**表 5 公司直接投资分红情况（单位：万元）**

客户名称	2019 年	2018 年
徽商银行股份有限公司	204.86	83.14
铜陵国元农业保险有限公司	0.00	320.43
铜陵铜都农村合作银行	58.55	88.04
安徽长江产权交易所有限公司	50.00	50.00
上海电气集团股份有限公司	149.75	0.00
铜陵兢强电子科技股份有限公司	51.20	0.00
<b>合计</b>	<b>514.36</b>	<b>541.61</b>

资料来源：公司提供

直接投资方面，公司近两年尚未实现退出<sup>3</sup>。基金投资方面，截至 2020 年 4 月末，公司已实现铜陵致中投资合伙企业（有限合伙）、长三角（铜陵）数据通信科技合伙企业共计 0.58 亿元基金投资退出收入，实现投资收益 0.22 亿元。整体来看，由于股权投资退出规模较小，投资收益尚未大规模显现。

**表 6 截至 2020 年 4 月末公司已退出基金投资项目情况（单位：万元）**

所属基金	项目名称	出资日期	退出日期	项目投入金额	已退出本金	退出收入
铜陵致中投资合伙企业（有限合伙）	上海致新医疗供应链管理有限公司	2017.11	2020.1	1,087.50	1,087.50	1,228.10
长三角（铜陵）数据通信科技合伙企业	中际旭创股份有限公司	2019.3	2020.4	10,000.00	2,500.00	4,529.87
<b>合计</b>	-	-	-	<b>11,087.50</b>	<b>3,587.50</b>	<b>5,757.97</b>

资料来源：公司提供

### （1）债权投资

公司债权投资主要目的仍系扶持铜陵市中小企业发展，区域集中度高，宏观经济周期下行压力下投资对象抗风险能力不强，贷款回收风险增加

公司的债权投资业务主要系天源公司的委托贷款业务，债权投资对象在获取相应抵押物或第三方担保情况下，天源公司与被投资方签订合同，具有明确的回款计划，对于单笔额度 500 万元以上的贷款，公司将报请政府相关部门审核和备案。天源公司委托贷款业务的贷款期限主要集中于一年内，部分工业企业为 1-3 年。期限为三年的债权投资主要因公司看好被投资公司前景，先以债权形式向企业提供融资资金，同时附有债转股权利。对于期限是一年内的短期项目每月跟踪一次；对于一年以上的长期贷款项目，每季度跟踪一

<sup>3</sup> 2019 年 8 月，股东确认对铜陵联发置业有限公司的资产分配方案，预计退出收入 4,879.57 万元。截至 2019 年末，尚未完成实际分配，预计于 2020 年完成。

次。保障措施方面，对于债权投资业务，公司对每笔债权投资要求信用担保，并佐以土地及房产（抵押率70%左右）、股权（抵押率30%-50%）、实际控制人的房产（抵押率80%左右）及实际控制人无限连带责任等方式。

由于宏观经济下行压力较大，为降低投资风险，公司适当筛选淘汰风险较高的客户、保留低风险低收益客户，对债权投资业务进行战略收缩。2019年末公司债权投资规模为18.73亿元，同比下降26.66%，计入其他应收款科目。分行业来看，公司债权投资仍主要集中在战略新兴产业<sup>4</sup>以及农业、电子电工等行业，2019年末六大战略新兴产业投资金额合计11.59亿元，占债权投资总额的61.85%。整体来看，公司债权投资行业仍相对分散，有利于分散经营风险。

**表 7 公司债权投资行业分布情况（单位：万元）**

行业分类	2019 年		2018 年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
先进装备制造	45,150.84	24.11%	65,674.61	25.71%
电子电工	20,495.99	10.94%	27,394.50	10.73%
农业	20,052.90	10.71%	26,492.55	10.37%
文化创意	16,797.76	8.97%	23,614.14	9.25%
新材料	16,397.83	8.75%	19,310.83	7.56%
新能源	15,565.12	8.31%	23,400.00	9.16%
商贸	15,270.30	8.15%	18,055.47	7.07%
节能环保	14,999.31	8.01%	28,052.00	10.98%
现代物流	6,940.00	3.71%	7,104.00	2.78%
其他	5,775.35	3.08%	6,026.73	2.36%
投资管理	5,641.90	3.01%	6,027.90	2.36%
餐饮	4,215.22	2.25%	4,270.00	1.67%
<b>合计</b>	<b>187,302.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>255,422.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司债权投资仍主要意在扶持铜陵中小企业发展，对单个企业投资规模不大。2019年末公司债权投资前五大客户总投资 2.96 亿元，占当年末债权投资总额的 15.80%，其中万华禾香板业有限公司利用农作物秸秆替代木质纤维生产人造板材，建设万华秸秆综合利用生产产业园项目，系枞阳县重大招商引资项目；安徽奇点智能新能源汽车有限公司属于新能源与先进装备制造产业。考虑到债权投资对象多为当地中小企业，在宏观经济周期下行压力下抗风险能力不强，且区域较为集中，公司债权投资业务贷款回收风险增加。

<sup>4</sup> 六大战略新兴产业包括新材料、节能环保、先进装备制造、新能源、现代物流和文化创意。

**表 8 截至 2019 年末公司债权投资规模前五大明细（单位：万元）**

序号	单位名称	投资规模	占债权投资规模比例
1	铜陵万华禾香板业有限公司	12,000.00	6.41%
2	安徽奇点智能新能源汽车有限公司	8,000.00	4.27%
3	安徽迪诺环保新材料科技有限公司	4,800.00	2.56%
4	铜陵正强禽业有限责任公司	2,700.00	1.44%
5	安徽同和晶体新材料股份有限公司	2,090.00	1.12%
合计		<b>29,590.00</b>	<b>15.80%</b>

资料来源：公司提供

整体来看，公司债权投资主要目的仍系扶持铜陵市中小企业发展，区域集中度高，宏观经济周期下行压力下投资对象抗风险能力不强；公司虽战略收缩该业务，但投资规模仍较大，面临一定贷款回收风险。

## （2）股权投资

公司股权投资业务意在引进产业落户铜陵市，促进当地产业结构升级，部分投资股权流动性较好，但基金投资面临一定资金压力，未来股权投资能否安全退出并实现投资收益受所投对象经营情况影响仍较大，投资风险仍需关注

公司股权投资形式分为自有资金直接投资（以下简称“直接投资”）和基金投资两种模式。股权投资对象兼顾区域内有发展潜力的中小企业和区域外具有领先优势的行业龙头企业，在保证国有资产保值增值、解决部分有潜力的中小企业在发展过程中的资金瓶颈问题的同时，引入区域外投资基金落户铜陵，促进区域产业结构升级。保障措施方面，对于股权投资业务，公司对每笔股权投资均会与拟上市企业控股股东签署股份回购协议，若客户未按照协议履行相关条款，公司将基于股份回购协议予以保障权益。退出机制方面，公司采取IPO退出、（国有股权）产权交易所挂牌退出<sup>5</sup>及优先回购退出三种方式。经营不善的情况会采取优先回购，进行股改的会视情况而进行追加投资，IPO 的情况会确定收益倍数。

2019 年公司铜陵市国资委将铜化集团 37.26%的股权无偿划转至公司，同时铜陵担保部分股权转让剩余股权转入可供出售金融资产以及增加股权投资规模，年末公司股权投资规模同比增长 57.71 至 43.96 亿元。在行业分布方面，公司股权投资项目仍主要涉及投资管理、化工、文化旅游、农业以及电子电工等领域，行业分布虽广但集中度较高，2019 年末上述领域占股权投资总额的比重为 89.73%。

<sup>5</sup> 由于公司的国有企业性质，对于直接投资业务，公司仅采取（国有股权）产权交易所挂牌方式退出。

**表 9 公司股权投资项目行业分布情况（单位：万元）**

行业分类	2019 年		2018 年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
投资管理	182,730.94	41.57%	82,640.29	29.65%
化工	90,727.35	20.64%	21,600.00	7.75%
文化旅游	64,999.00	14.79%	64,999.00	23.32%
农业	35,000.00	7.96%	35,000.00	12.56%
电子电工	20,960.00	4.77%	20,960.00	7.52%
通用设备制造业	7,250.00	1.65%	7,250.00	2.60%
新能源、高效节能技术	9,944.85	2.26%	10,583.94	3.80%
物流	3,800.00	0.86%	5,000.00	1.79%
水的生产和供应业	3,100.00	0.71%	3,100.00	1.11%
卫生	1,700.00	0.39%	1,700.00	0.61%
新材料工业	3,987.66	0.91%	2,500.00	0.90%
建筑材料	1,600.00	0.36%	1,600.00	0.57%
其他行业	13,756.26	3.13%	21,770.48	7.81%
<b>合计</b>	<b>439,556.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>278,703.71</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

除2019年新划入铜化集团所间接持有的安纳达（002136.SZ）和六国化工（600470.SH）两家上市公司的股份外，公司以股权投资的形式持有蚂蚁金服（参与C轮投资2.00亿元）、铜陵农村合作银行（4,517.91万股）、国元农业保险股份有限公司（2,247.19万股）、铜陵农村商业银行股份有限公司（5,854.97万股）等非上市公司股权，并持有上海电气集团股份有限公司（41,608.88万股）、徽商银行股份有限公司（3,325.62万股）、安徽省安泰科技股份有限公司（374.64万股）、安徽安纳达钛业股份有限公司（直接持有991.62万股）和上海四维文化传媒股份有限公司（2,000.00万股）等上市公司<sup>6</sup>股权。

**表 10 截至 2019 年末公司前五大直接投资项目明细（单位：亿元）**

序号	项目名称	所处行业	投资金额	备注
1	铜陵化学工业集团有限公司	化工制造	6.91	-
2	铜陵市信用融资担保集团有限公司	信用担保	5.62	-
3	格力地产股份有限公司	地产	2.50	-
4	蚌埠铜陵投资有限公司	国有资产运营	2.40	-
5	上海敏鹿投资合伙企业（有限合伙）	互联网金融	2.12	专项投资蚂蚁

<sup>6</sup> 上市公司对应的股票代码：上海电气集团股份有限公司（601727.SH）、徽商银行股份有限公司（3698.HK）、安徽省安泰科技股份有限公司（831063.OC）、安徽安纳达钛业股份有限公司（002136.SZ）、上海四维文化传媒股份有限公司（430318.OC）。

				金服 C 轮投资
		<b>合计</b>	<b>19.55</b>	-

资料来源：公司提供

基金投资业务主要由公司本部及子公司天源公司运营。在募集阶段，公司通过向基金管理人出资认缴一定金额，由基金管理人发起并设立基金，募集方式一般为非公开募集，形式一般采用公司、有限合伙或信托（契约）三种组织形式。公司参与设立基金的主要形式为主动接触铜陵市外及安徽省外股权投资基金，推动合作，出资认缴并参与设立基金。另外还有与子公司天源公司共同出资设立基金，天源公司作为基金管理人，以及与铜陵市内其他投资公司，包括铜陵市铜官建设投资有限公司、铜陵义安城乡建设有限责任公司、铜陵明源创业投资管理有限公司等共同出资设立投资基金，并委托专业的基金管理人进行受托管理。

在投资阶段，基金管理人将资金投向被投资企业。在投资项目的选择上，公司和基金管理人经过项目开发与初审、立项、签署投资备忘录、尽职调查，投资决策、签订投资协议、投资交割等环节，将募集资金投向被投资企业。在管理阶段，由基金管理人对被投资企业的运作进行定期跟踪与监控，实施投资风险管理，此外也向被投资企业提供管理咨询等增值服务，帮助被投资企业成长与发展。

截至2019年末，公司参与和管理基金（合伙企业）共12支<sup>7</sup>，基金总规模117.60亿元，公司基金投资业务规模5.91亿元，2019年以来公司加大了基金投资力度，当年参与投资基金6支，总规模78.06亿元，其中公司出资3.10亿元，已投资1.89亿元。重点项目方面，公司参与中际旭创股份有限公司（300308.SZ）定增3.75亿元、投资安徽安科生物工程（集团）股份有限公司（300009.SZ）2亿元；此外，公司还大力支持铜陵本地优质企业发展，包括投资安徽富乐德科技发展股份有限公司0.75亿元、安徽迪诺环保新材料科技有限公司0.29亿元、安徽金誉材料股份有限公司0.34亿元等。由于基金未到退出期，2018及2019年公司基金投资业务尚未产生收入。2019年末公司参与和管理的12支资金中公司出资14.55亿元，后续还需出资8.65亿元，面临一定资金压力。

**表 11 截至 2019 年末公司重点参与基金情况（单位：亿元）**

序号	基金名称	成立时间	总规模	出资人	出资额	实缴金额
1	铜陵安元投资基金有限公司	2017.01.12	15.00	公司本部	4.50	1.00
2	铜陵发展天使股权投资基金合伙企业	2016.11.28	0.50	公司本部	0.49	0.20
				天源公司	0.01	0.00

<sup>7</sup> 不包含公司全资控股的铜陵铜发绿色产业投资基金有限公司。

3	铜陵发展义安产业投资基金有限合伙企业	2016.12.16	3.01	天源公司	2.00	0.40
4	铜陵明源循环产业创业投资基金	2014.04	1.00	天源公司	0.30	0.30
5	铜陵致中投资合伙企业	2017.09.25	0.45	公司本部	0.15	0.11
6	长三角（上海）产业创新股权投资基金	2018.05.21	19.58	公司本部	4.00	2.00
7	长三角（铜陵）融合发展股权投资基金	2019.02.20	8.00	长三角（上海）产业创新股权投资基金	6.67	-
8	长三角（铜陵）数据通信科技合伙企业	2019.02.20	3.85	长三角（铜陵）融合发展股权投资基金	2.00	-
				公司本部	1.00	1.00
9	铜陵国元种子创业投资基金有限公司	2019.02.19	1.00	铜陵发展天使股权投资基金	0.50	-
10	中金上海长三角科创发展大基金	2019.07.16	55.01	公司本部	1.00	0.40
11	北京国同洪泰智能基金	2019.10.16	10.00	公司本部	1.00	0.40
12	铜陵固信半导体科技股权投资基金	2019.12.09	0.20	公司本部	0.10	0.09
<b>合计</b>			<b>117.60</b>	<b>-</b>	<b>23.72</b>	<b>5.90</b>

资料来源：公司提供

整体来看，公司股权投资业务意在引进产业落户铜陵市，促进当地产业结构升级，部分投资股权流动性较好，未来主要通过加强基金投资来撬动投资规模并提高投资能力，但未来公司股权投资能否安全退出并实现投资收益受所投对象经营情况影响仍较大，投资风险仍需关注。

## （二）担保业务

### 公司担保业务剥离，后续不再获得担保业务收入

公司担保业务的运营主体为铜陵担保，担保业务收入均为担保费收入，担保的对象多为区域内的中小企业。公司担保收费一般在1-2%左右。

2019年公司实现担保费收入2,095.75万元，与上年基本持平。截至2019年末，公司担保余额18.53亿元，累计担保笔数12,951笔。随着2019年末铜陵担保不再纳入合并范围<sup>8</sup>，未来公司将不再产生担保业务收入。

<sup>8</sup> 2019年，公司持有的铜陵担保2.74亿元股权无偿划出，公司持股比例降至36.41%。

**表 12 铜陵担保公司担保业务经营情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
当年担保费收入	2,095.75	2,061.86
期末担保余额	185,285.17	213,770.40
累积担保笔数	12,951	12,499

资料来源：公司提供

### （三）租赁、商品销售及其他业务

公司租赁等其他业务丰富了公司收入来源，但收入规模较小，对业绩贡献有限

公司租赁业务主要由金源公司、铜陵市良发大厦物业管理中心和铜陵铜雀台资产运营管理有限公司经营。业务模式上，公司及运营主体作为出租方与承租方签订租赁合同，根据合同的约定，承租方需根据租赁合同的约定按季度、半年度或年度收取租金。由于每个租赁客户的起租时间不一，公司收到回款的时间依照上述起租时间计算而定。2019年度，公司租赁业务实现收入1,715.55万元，增幅明显，主要系2019年铜雀台资产运营管理有限公司将其所属的铜雀台大酒店<sup>9</sup>出租给安徽铜雀台国际大酒店有限公司。

**表 13 截至 2019 年末公司主要租赁业务业态及租约情况**

经营主体	经营性 物业项目	业态	主要租赁/ 经营客户	合同期限	合同金额 (万元/年)
金源公司	义安大道北段	商用房	个体	2018.9-2023.9	19.60
	横港滨江花园	商用房	个体	2018.10-2023.10	11.20
	义安大道北段	商用房	个体	2019.3-2023.9	16.50
	翠湖二路	商用房	个体	2017.7-2022.6	13.00
	淮河路大道北段	自助银行 行营业	交通银行股份 有限公司铜陵分行	2017.10-2020.9	3.69
铜雀台资产运营 管理有限公司	铜雀台大酒店	酒店	安徽铜雀台国际 大酒店有限公司	2018.11-2019.12	1,382.00
良发大厦物业管 理中心	良发大厦	商用房	肯德基	2019.6-2020.6	4.35
		商用房	国美电器	2018.7-2023.6	126.70

资料来源：公司提供

公司商品销售业务主要系公司经营粮油贸易业务。公司粮油贸易板块主要由公司全资子公司铜陵市北斗山粮库有限公司和铜陵市杨家山油脂储备库有限公司运营，北斗山粮库主要承担地方政策性粮食收储，杨家山油库则同时兼具市场化经营模式，2019年度，公司实现商品销售收入1,248.47万元，占公司营业收入的比例为5.55%。公司的物业业务主要由

<sup>9</sup> 自 2020 年 1 月 1 日起，公司将铜雀台大酒店委托金陵连锁酒店运营管理，更名为安徽铜雀台金陵大酒店，该酒店属准五星级酒店，由公司全资子公司铜陵铜雀台资产运营管理有限公司享有全部经营收入并承担相关经营费用。2020 年度，公司将新增酒店经营业务收入，不再收取资产占用费。

子公司铜陵市良发大厦物业管理中心经营。良发物业出租良发大厦中的商业用房并向租户出租收取租金的同时，为租户提供专业的物业管理服务与相关经营增值服务，以此收取物业管理费，其中物业管理费用一般按年租赁费用的10%-30%计算。租户需根据租赁合同的约定按季度、半年或年度向良发物业缴纳物业管理费。公司物业管理业务于2019年展业，2019年度，公司实现物业收入76.92万元。

#### 公司继续获得较大力度的外部支持

作为铜陵市引导战略新兴产业的主体，公司继续获得较大外部支持，2019年，公司获得粮食系统、铜化集团37.26%股权的无偿划入，以及1.04亿元财政补贴（含经营性补助9,459.81万元），有效提升了公司资本实力和利润水平。

**表 14 公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）**

资本公积		
时间	金额	资产名称
2019 年	11,434.10	粮食系统（市北斗山粮库、杨家山粮油库、军供站、金谷公司、永达公司 5 户国有粮食企业）
2019 年	69,127.35	铜化集团 37.26% 股权
财政补贴		
时间	补贴金额	项目
2019 年	9,459.81	经营性补助
2019 年	965.80	与企业日常活动无关的政府补助

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，其中2018年数据采用2019年审计报告年初数，报告均采用新会计准则编制。2019年分别增加5家、减少1家一级子公司，截至2019年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共9家。

## 资产结构与质量

公司资产主要集中在投资融业务产生的其他应收款、可供出售金融资产及长期股权投资，投资对象多为铜陵市当地中小企业，经济下行周期下投资损失风险加大，对资产价值及流动性造成不利影响，部分资产已抵质押，整体资产质量一般

随着业务经营及当地政府在股权划转等方面的大力支持，2019年末公司资产总额同比增长17.17%至113.20亿元。公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占比为50.48%。

截至2019年末，公司货币资金6.37亿元，其中2.14亿元定期存单因质押使用受限。公司其他应收款主要为投融资业务中对被投资企业债权类投资款以及与其他单位往来款项，随着公司投融资业务的结构调整及债权投资规模收缩，2019年末公司其他应收款账面价值31.48亿元，同比减少18.51%；其中，债权投资规模18.73亿元，同比减少26.66%。2019年末公司对前五名其他应收对象应收余额占总其他应收款的16.35%，应收对象分别为国开发展基金有限公司、铜陵万华禾香板业有限公司、铜陵市土地储备发展中心、财政局和安徽奇点智能新能源汽车有限公司。其中对国开发展基金有限公司、铜陵市土地储备发展中心和铜陵市财政局的应收款属非经营性往来款。考虑到债权类投资对象以中小企业为主，需关注经济下行对公司回款情况的影响。

公司存货主要为土地储备，随着2019年新购入土地使用权，以及粮食局所属企业纳入合并范围，2019年末公司存货账面价值15.49亿元，同比增长53.10%。存货中包含账面价值13.99亿元的土地，其中13.90亿元出让地已抵押（用途均为城镇住宅用地）。公司其他流动资产主要包括为代垫款、理财产品和待抵扣进项税，2019年末账面价值为2.72亿元，同比增长8.19%，主要系增加理财产品投资导致。因其他流动资产中1.63亿元代垫款主要为对铜陵市铜宣高速公路投资有限责任公司借款，需关注其回款风险。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	63,771.30	5.63%	83,101.28	8.60%
其他应收款	314,845.44	27.81%	386,369.56	39.99%
存货	154,879.02	13.68%	101,165.10	10.47%
其他流动资产	27,243.38	2.41%	25,180.67	2.61%
<b>流动资产合计</b>	<b>571,409.56</b>	<b>50.48%</b>	<b>613,978.77</b>	<b>63.55%</b>
可供出售金融资产	292,741.64	25.86%	195,751.12	20.26%
长期股权投资	142,930.06	12.63%	78,867.59	8.16%

投资性房地产	34,955.07	3.09%	19,016.09	1.97%
固定资产	72,926.60	6.44%	46,540.39	4.82%
<b>非流动资产合计</b>	<b>560,554.33</b>	<b>49.52%</b>	<b>352,117.00</b>	<b>36.45%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,131,963.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>966,095.77</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司可供出售金融资产主要为经营股权投资业务而持有的被投资公司的股权。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产账面余额 29.27 亿元，同比增长 49.55%，主要系公司对铜陵担保持股比例下降、丧失控制权，剩余持有股权转入可供出售金融资产，以及对长三角（上海）产业创新股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资款项增加所致。公司长期股权投资主要为对联营企业的投资，截至 2019 年末，公司长期股权投资账面余额 14.29 亿元，同比增长 81.23%，主要系公司 2019 年末划入铜化集团 37.26% 的股权所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值 3.50 亿元，同比增长 83.82%，主要系公司投资性房地产由成本模式计量变更为以公允价值计量所造成的增值，以及部分自用房地产和存货转入投资性房地产所致。截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 7.29 亿元，同比增长 56.70%，主要系 2019 年公司购买五松镇江南文化园（意大利风情街）和北斗星城所致。其中，3.24 亿元固定资产因抵押使用受限。

**表 16 截至 2019 年末公司持有的前五大长期股权投资明细（单位：万元）**

序号	公司名称	金额	占比
1	铜陵化学工业集团有限公司	69,127.35	48.36%
2	蚌埠铜陵投资有限公司	24,000.98	16.79%
3	铜陵瑞嘉特种材料有限公司	14,000.00	9.80%
4	铜陵市富源小额贷款有限责任公司	13,373.44	9.36%
5	铜陵市金典典当有限责任公司	6,556.98	4.59%
	<b>合计</b>	<b>127,058.75</b>	<b>88.90%</b>

资料来源：公司提供

整体来看，因业务经营发展与政府资产注入，公司资产规模增加，但其他应收款、可供出售金融资产及长期股权投资多因投资融业务产生，投资对象多为铜陵市当地中小企业，经济下行周期下投资损失风险加大，对资产价值及流动性造成不利影响，2019 年末账面价值 19.28 亿元的货币、固定资产及土地等已抵质押，整体资产质量一般。

## 盈利能力

公司收入及毛利率相对稳定，利润较依赖非经营性收益，未来收入受债权投资业务收

### 缩影响面临下行压力，投资收益对经营业绩的影响将加大，经营业绩不确定性增加

2019年公司营业收入和综合毛利相对稳定，而融资规模扩大导致财务费用增加以及公允价值变动损失对利润造成一定侵蚀。2019年政府补助及投资收益提升了公司利润水平，其中投资收益主要系经营股权投资业务收到的分红和减持实现的溢价。此外，2019年公司子公司铜陵丰源现代农业投资有限公司的土地处置收益推动资产处置收益大幅增至3.48亿元，但可持续性不强。综合来看，得益于资产处置收益大幅提高，2019年公司实现利润总额3.11亿元，同比增长117.28%。

整体而言，公司收入及毛利率相对稳定，但融资规模扩大导致财务费用增加以及公允价值变动损失对利润造成一定侵蚀，利润总额较依赖外部支持及资产处置等非经营性收益，未来债权投资业务战略收缩将导致公司收入面临下行压力，投资收益对经营业绩的影响将加大，经营业绩不确定性增加。

**表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	22,514.96	22,150.56
其他收益	9,459.81	13,760.00
投资收益	4,749.94	2,541.21
公允价值变动收益	-1,340.79	-3,035.00
资产处置收益	34,834.03	2,900.12
营业利润	30,293.70	6,855.37
营业外收入	977.47	7,475.69
利润总额	31,094.43	14,310.44
综合毛利率	94.25%	96.96%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2019年公司主业收现比不高且有所下降，经营活动现金流难以满足投资活动资金需求，主要通过筹资活动缓解投资资金压力**

2019年公司收现比下降至0.55。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自投融资收益，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系与其他单位非经营性往来和债权投资回收项。受主业收现比下降影响，2019年公司经营活动现金净流入为1.19亿元，同比减少8.41%。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收回购理财产品款项和定期存单到期款项，投资活动现金流出主要用于对其他企业投资及购买理财产品。2019年公司处置固定

资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额9.24亿元，系子公司铜陵丰源现代农业投资有限公司的土地处置回款；2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模为11.32亿元，主要系购置五松镇江南文化园（意大利风情街）、北斗星城和陵江大道土地所致，导致当年投资活动现金净流出额增至12.65亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款及债券发行，此外，2019年公司吸收投资收到现金3.20亿元主要系铜陵担保收到投资款3亿元以及财政拨付0.2亿元。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

整体来看，公司主业收现比不高且有所下降经营活动现金流难以满足投资活动资金需求，主要通过筹资活动缓解投资资金压力。

**表 18 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.55	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	12,396.70	20,317.19
收到的其他与经营活动有关的现金	211,574.53	214,225.54
经营活动现金流入小计	224,544.98	234,542.73
购买商品、接受劳务支付的现金	2,425.33	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	205,245.80	217,775.56
经营活动现金流出小计	212,593.41	221,493.82
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,951.57</b>	<b>13,048.91</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-126,511.90</b>	<b>-60,532.88</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>95,230.35</b>	<b>92,992.00</b>
现金及现金等价物净增加额	-19,329.98	45,508.04

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务有所增长，规模较大

2019年公司负债总额随融资规模同步增加，年末负债总额64.09亿元，同比增长20.53%；得益于股东无偿划拨股权，2019年末公司所有者权益增至49.11亿元。受债务增长较快影响，2019年末公司产权比率为130.51%，同比提高8.10个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

**表 19 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	640,902.34	531,728.26
所有者权益	491,061.54	434,367.51
产权比率	130.51%	122.41%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，随着短期借款规模增大，流动负债占比有所提升，2019 年末公司流动负债占负债总额的比重为 32.50%。截至 2019 年末，公司短期借款 5.05 亿元，同比增长 531.24%，主要系公司因业务扩展需求补充流动资金所致，其中质押借款 1.95 亿元、保证借款 1.60 亿元、信用借款 1.50 亿元。由于公司处置土地产生较大收益与企业所得税，2019 年末公司应交税费同比增长 73.15%。公司其他应付款主要系与其他企业往来款，2019 年末其他应付款<sup>10</sup>余额为 6.53 亿元，同比增长 53.32%，主要系 2019 年新增合并范围子公司较多，以及新增与铜陵大江投资控股有限公司的 0.50 亿元有息借款、铜陵国厚天源资产管理有限公司的 0.13 亿元购房保证金、安徽江南文化园置业有限公司的 0.10 亿元购房尾款等往来款所致。2019 年末公司一年内到期的非流动负债 7.18 亿元，其中包括一年内到期的长期借款 3.00 亿元以及一年内到期的应付债券 4.18 亿元。

**表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	50,499.22	7.88%	8,000.00	1.50%
应交税费	20,302.11	3.17%	11,725.12	2.21%
其他应付款	65,332.45	10.19%	42,610.93	8.01%
一年内到期的非流动负债	71,834.37	11.21%	51,900.00	9.76%
<b>流动负债合计</b>	<b>208,270.17</b>	<b>32.50%</b>	<b>149,228.95</b>	<b>28.06%</b>
长期借款	138,967.25	21.68%	50,500.00	9.50%
应付债券	287,800.40	44.91%	328,764.62	61.83%
<b>非流动负债合计</b>	<b>432,632.17</b>	<b>67.50%</b>	<b>382,499.31</b>	<b>71.94%</b>
<b>负债合计</b>	<b>640,902.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>531,728.26</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	554,101.24	86.46%	439,164.62	82.59%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019 年公司长期借款同比增长 175.18% 至 13.90 亿元，其中包括抵押借款余额 7.16 亿元，保证借款余额 9.74 亿元。2019 年末公司应付债券余额同比减少 12.46%

<sup>10</sup> 前五大应付对象包括：铜陵大江投资控股有限公司、铜陵市富源小额贷款有限责任公司、中发超高压变压器(铜陵)有限公司、铜陵国厚天源资产管理有限公司以及安徽江南文化园置业有限公司。

系将于2020年12月到期的“15铜发01”转入一年内到期的非流动负债所致。

**表 21 截至 2019 年末公司应付债券情况（单位：万元）**

项目	债权年末余额	发行日期	债券期限
15 铜发债	49,738.82	2015/1/28	7 年
15 铜发 01	41,834.37	2015/12/18	5 年
16 铜发 01	49,743.19	2016/7/18	5 年
17 铜陵绿色 NPB01	39,805.23	2017/11/14	7 年
18 皖铜发展 ZR001	49,354.47	2018/1/24	5 年
18 皖铜发展 ZR002	99,158.71	2018/4/27	5 年
合计	<b>329,634.77</b>	-	-

注：“15铜发01”计入一年内到期的非流动负债。

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

随着融资增加，2019 年末公司有息债务增至 55.41 亿元，同比增长 26.17%；从结构上看，以长期借款和应付债券为主。2020-2022 年、2023 年及以后分别需偿还 12.73 亿元、7.64 亿元、9.81 亿元和 25.23 亿元。

**表 22 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
待偿金额	127,333.58	76,368.19	98,088.82	252,310.64

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，因融资规模扩大，2019年末公司资产负债率提高1.58个百分点至56.62%。受货币资金减少与短期有息债务增加叠加影响，2019年末公司现金短期债务比下降至0.60。得益于土地处置收益规模较大，2019年公司利润总额增加，EBITDA利息保障倍数提高至2.09；得益于EBITDA增长较快，2019年公司有息债务/EBITDA下降至8.70，EBITDA对债务本息的保障程度提高。但公司有息债务规模增长较快，利润依赖非经营性收益，经营性现金流入规模较小，存在一定的债务压力。

**表 23 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	56.62%	55.04%
现金短期债务比	0.60	1.57
EBITDA（万元）	63,697.30	39,881.32
EBITDA 利息保障倍数	2.09	1.67
有息债务/EBITDA	8.70	11.01

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2020年5月6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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额3.46亿元，占当期末净资产的比重为7.05%，其中对国企担保3.40亿元，对民企担保0.06亿元设置了反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表 24 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
安徽省铜陵市承接产业转移示范园区建设投资有限责任公司	国企	10,000.00	2020.12.28	否
铜陵大江投资控股有限公司	国企	24,000.00	2029.11.20	否
铜陵正强禽业有限责任公司	民企	600.00	2020.08.06	是
<b>合计</b>		<b>34,600.00</b>		

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

2019年公司股权投资业务持续性增强，2019年末投资规模为43.96亿元，同比增长57.73%。得益于租赁业务规模扩大及新增商品销售业务，2019年公司营业收入小幅增长至2.25亿元，综合毛利率为94.25%。此外，2019年铜陵市政府向公司注入5家国有粮食企业、铜化集团等公司股权资产合计8.06亿元，且公司获得1.04亿元财政补贴，有效提升公司资本实力和利润水平。

同时中证鹏元也关注到，铜陵市经济发展形势一般，因债权投资业务战略收缩，公司投融资收益将持续减少，且面临一定贷款回收风险和区域集中风险。股权投资尚未大规模显现，未来面临一定投资压力。2019年末公司有息债务增至55.14亿元，同比增长26.17%，占年末总负债的86.46%，整体规模较大。截至2019年末，公司对外担保金额3.46亿元，同比下降83.82%，但仍存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2019年	2018年 （调整期初）	2018年 （期末数）	2017年
货币资金	63,771.30	83,101.28	83,101.28	50,196.02
其他应收款	314,845.44	386,369.56	386,369.56	316,935.51
存货	154,879.02	101,165.10	101,165.10	101,165.10
可供出售金融资产	292,741.64	195,751.12	195,751.12	206,706.17
长期股权投资	142,930.06	78,867.59	78,867.59	31,042.10
固定资产	72,926.60	46,540.39	46,540.39	4,792.88
总资产	1,131,963.88	966,095.77	965,277.09	779,405.69
短期借款	50,499.22	8,000.00	8,000.00	19,337.00
其他应付款	65,332.45	42,610.93	42,610.93	27,911.18
一年内到期的非流动负债	71,834.37	51,900.00	51,900.00	16,000.00
长期借款	138,967.25	50,500.00	50,500.00	117,500.00
应付债券	287,800.40	328,764.62	328,764.62	188,213.03
长期应付款	74.45	0.00	0.00	0.00
总负债	640,902.34	531,728.26	531,452.03	397,557.10
有息债务	554,101.24	439,164.62	439,164.62	341,050.03
所有者权益	491,061.54	434,367.51	433,825.07	381,848.60
营业收入	22,514.96	22,150.56	22,150.56	13,745.30
其他收益	9,459.81	13,760.00	13,760.00	10,500.00
营业利润	30,293.70	6,855.37	6,855.37	6,205.03
营业外收入	977.47	7,475.69	7,475.69	7,406.91
利润总额	31,094.43	14,310.44	14,310.44	13,605.67
经营活动产生的现金流量净额	11,951.57	13,048.91	13,048.91	73,209.28
投资活动产生的现金流量净额	-126,511.90	-60,532.88	-60,532.88	-145,549.96
筹资活动产生的现金流量净额	95,230.35	92,992.00	92,992.00	27,539.86
财务指标	2019年	2018年 （调整期初）	2018年 （期末数）	2017年
综合毛利率	94.25%	96.96%	96.96%	100.00%
收现比	0.55	0.92	0.92	3.30
产权比率	130.51%	122.41%	122.50%	104.11%
资产负债率	56.62%	55.04%	55.06%	51.01%
现金短期债务比	0.60	1.57	1.57	1.62
EBITDA（万元）	63,697.30	39,881.32	39,881.32	31,453.58
EBITDA 利息保障倍数	2.09	1.67	1.67	1.62

有息债务/EBITDA	8.70	11.01	11.01	10.84
-------------	------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
铜陵天源股权投资集团有限公司	142,563.06	97.19%	企业股权投资，高新技术成果与产品投资，投资管理与咨询服务等
铜陵市金源资产运营有限公司	3,645.00	100.00%	资产收购、管理、处置，受托资产管理及产权交易等
铜陵铜发绿色产业投资基金有限公司	300,000.00	100.00%	股权投资，投资管理，投资咨询等
铜陵铜雀台资产运营管理有限公司	38,100.00	100.00%	固定资产管理、企业管理、供应链管理及配套服务等
铜陵市金谷国有资产运营有限公司	800.00	100.00%	监管与运营粮食系统各附营企业，国有资产，粮食收购、粮油销售
铜陵市杨家山油脂储备库有限公司	347.90	100.00%	粮油收购、储存、批发，粮油及制品批零兼营、代购代销、加工
铜陵市北斗山粮库有限公司	1,449.90	100.00%	粮油收购、调拨、储存、批发
铜陵城市大数据运营有限公司	2,000.00	100.00%	数据技术开发、采集、加工、应用、增值服务等
铜陵昌源置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产开发，物业管理，工程造价咨询服务，房地产中介服务，房地产信息咨询服务。

资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他流动资产中理财产品}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应付款付息部分} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。