

2017 年安庆皖江高科技投资发展有限公司
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員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



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【513】号 01

债券简称：
17 安庆皖江债/17 安皖江

债券剩余规模：
10.00 亿元

债券到期日期：
2024 年 08 月 02 日

债券偿还方式：
每年付息，债券存续期的第
3-7 年末每年偿还发行总额
20%的本金

分析师

姓名：
陈刚 邵宇鸿

电话：
0755-82871701

邮箱：
cheng@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

2017 年安庆皖江高科技投资发展有限公司 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 06 月 28 日	2019 年 06 月 26 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”）对安庆皖江高科技投资发展有限公司（以下简称“皖江高科”或“公司”）及其 2017 年 8 月 2 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外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司工程业务持续性较好，且继续获得外部支持。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，在建项目面临较大资金压力；有息债务规模扩大，偿债压力上升，且存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。安庆市初步形成了装备制造、纺织服装和石油化工等主导产业，2019 年经济继续保持稳步发展，实现地区生产总值 2,380.5 亿元，同比增长 7.0%，为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程业务持续性较好。截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 126.93 亿元，其中委托代建项目计划总投资 104.22 亿元，尚需投资 45.62 亿元，未来工程业务持续性较好。
- 公司继续获得外部支持。2019 年公司收到基础设施建设政府补助 1.72 亿元，其他政府补助 0.01 亿元。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货为主，2019 年末存货账面价值为 89.07 亿元，占总资产比重达 78.17%。存货以工程项目投入和土地为主，其中工程项目政府回购时间不确定，土地受限比重达 69.24%。
- **公司经营活动现金流表现较差，在建项目面临较大资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 2.13 亿元，表现较差；2019 年末主要在建项目至少尚需投资 58.31 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模扩大，偿债压力上升。**截至 2019 年末，公司有息债务余额为 64.00 亿元，同比增长 19.59%，2020-2022 年分别需偿还有息债务本金 9.72 亿元、21.58 亿元和 11.86 亿元；2019 年 EBITDA 利息保障倍数降至 0.54，有息债务/EBITDA 升至 31.11，整体偿债压力上升。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 3.20 亿元，与同期净资产之比为 7.37%。被担保方均为地方国有企业，均未设置反担保措施，公司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	1,139,451.60	1,005,037.85	908,568.40
所有者权益	434,007.67	421,360.96	411,112.33
有息债务	640,045.98	535,191.83	468,659.03
资产负债率	61.91%	58.08%	54.75%
现金短期债务比	1.06	1.58	3.78
营业收入	55,170.23	50,424.88	42,975.03
其他收益	17,245.81	15,940.80	15,813.67
利润总额	12,151.46	10,578.19	12,397.06
综合毛利率	8.15%	6.62%	7.11%
EBITDA	20,570.52	19,526.42	18,802.61
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.60	1.09
经营活动现金流净额	-21,348.70	4,089.20	-154,086.02
收现比	0.89	0.50	0.64

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

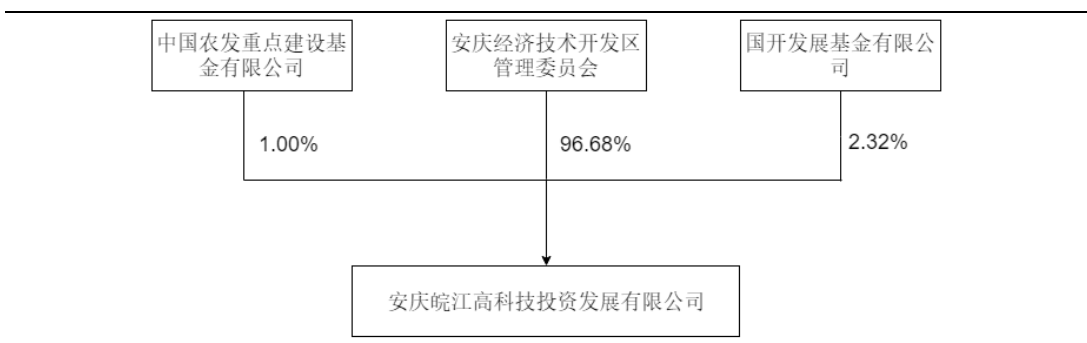
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月2日发行7年期10.00亿元公司债券，募集资金原计划用于安庆滨江新区高新技术产业园建设工程项目以及补充营运资金。截至2020年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为284.11万元。

二、发行主体概况

2019 年公司控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。截至 2020 年 4 月末，公司控股股东和实际控制人仍为安庆经济技术开发区管理委员会（以下简称“安庆经开区管委会”），注册资本仍为 310,300.00 万元，实收资本仍为 170,375.14 万元。截至 2020 年 4 月末，公司产权及控制关系如图 1 所示。

图1 截至2020年4月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年公司增加对安庆开发区电力有限公司的投资，持股比例由45%增至51%，当期纳入合并报表范围。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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
安庆开发区电力有限公司	51.00%	898.00	发电、电站工程施工、维修等	投资

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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；战略性新兴服务业企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 万亿元，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，但严禁新增隐性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

2019年安庆市经济继续保持稳步发展，但增速有所下行

2019年安庆市地区生产总值为2,380.5亿元，按可比价格计算，较上年增长7%，增速有所下行。其中，第一产业增加值216.1亿元，第二产业增加值1,069.7亿元，第三产业增加值1,094.8亿元，同比增速分别为2.7%、8.0%和6.8%。产业结构方面，三次产业结构由2018年的10.43：49.87：39.70调整为2019年的9.1：44.9：46.0，第三产业增加值占比提升。2019年安庆市人均GDP为50,574元，是同期全国人均GDP的71.34%。

工业方面，安庆市初步形成了装备制造、纺织服装和石油化工等主导产业，2019年规模以上工业实现增加值增长6.9%。分门类来看，采矿业下降15.4%，制造业增长7.6%，电

力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.1%。规模以上工业中，37个工业大类行业中，有30个行业的增加值保持增长。从主要的工业产品来看，2019年纱、印染布、电力电缆、水泥和塑料制品等工业产品产量均保持大幅增长，发电量、汽油、柴油等产品产量同比下降。

固定资产投资方面，2019年安庆市固定资产投资同比增长11.0%，增速有所下行，但仍维持在较高水平。2019年安庆市房地产开发投资额为228.47亿元，同比增长21.4%，增速较快。2019年安庆市商品房销售面积392.18万平方米，同比下降23.1%；销售额264.86亿元，同比下降17.3%。

2019年安庆市社会消费品零售总额为900.1亿元，同比增长10.5%。分城乡来看，全年城镇消费品零售额713.3亿元，增长10.2%；乡村消费品零售额186.8亿元，增长11.3%。2019年安庆市完成进出口总额16.6亿美元，比上年增长14.7%。其中，出口12.4亿美元，增长16.7%；进口4.2亿美元，增长9.1%。随着安庆市经济的发展，地方金融机构存、贷款年末余额持续增长。

表2 2018-2019年安庆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	2,380.5	7.0%	1,917.6	7.8%
第一产业增加值	216.1	2.7%	200.0	4.0%
第二产业增加值	1,069.7	8.0%	956.3	7.9%
第三产业增加值	1,094.8	6.8%	761.3	8.8%
规模以上工业增加值	-	6.9%	-	8.3%
固定资产投资	-	11.0%	-	12.6%
社会消费品零售总额	900.1	10.5%	814.9	15.2%
进出口总额（亿美元）	16.6	14.7%	14.47	4.11%
存款余额	3,377.1	6.9%	3,158.8	7.4%
贷款余额	2,237.5	13.5%	1,971.4	15.5%
人均 GDP（元）	50,574		41,088	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.34%		63.56%	

注：“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：2018-2019 年安庆市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年安庆市实现一般公共预算收入 137 亿元，同比增长 2.9%；实现政府性基金收入 212 亿元，同比增长 19.57%；同期安庆市一般公共预算支出为 463.5 亿元，同比增长 10.30%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 29.56%。

2019 年安庆经开区经济增速放缓，第二产业增加值增速转负

根据安庆经济技术开发区（简称“安庆经开区”）统计办公室提供的数据，2019 年安

庆经开区实现地区生产总值 239.2 亿元，同比增速为 0.0%。其中第一产业、第二产业和第三产业分别增长-1.1%、-1.9%和 7.7%，三次产业结构比调整为 0.1：75.7：24.2，仍以第二产业为主。

2019 年安庆经开区实现一般公共预算收入 15.26 亿元，其中税收收入为 14.26 亿元；同期安庆经开区一般公共预算支出为 15.19 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 100.46%。

四、经营与竞争

公司作为安庆经开区重要基础设施建设主体，主要从事安庆经开区内工程项目建设等业务。2019年公司实现营业收入5.52亿元，同比增长9.41%；其中实现工程业务收入4.46亿元，占营业收入比重达80.92%。2019年销售皖江华府商品房项目，公司确认商品房销售收入0.94亿元。毛利率方面，2019年工程业务毛利率为5.68%，同比略有上升。公司商品房销售毛利率为21.22%，拉升公司综合毛利率至8.15%，同比上升1.53个百分点。2019年安庆经开区对部分新入驻的企业减免物业管理费，物业管理业务毛利率转为负。

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
工程业务	44,644.60	5.68%	47,887.57	4.56%
商品房销售	9,361.27	21.22%	0.00	-
厂房销售	501.53	14.30%	609.02	-14.44%
物业管理	449.10	-33.34%	631.20	1.27%
租赁业务	122.66	78.02%	638.68	1.28%
其他业务	91.08	-48.35%	658.42	60.30%
合计	55,170.23	8.15%	50,424.88	6.62%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程业务持续性较好，但在建项目面临较大资金压力

公司主要从事安庆经开区内基础设施建设、安置房等建设业务，针对基础设施项目，公司与政府签订《委托代建协议》（以下简称“协议”）。根据协议，公司负责项目建设资金筹集与结算及项目建设与管理，项目建设过程中及建成后，政府将分期向公司支付项目建设成本，支付总额按项目投资成本上浮一定比例确认，一般为上浮 5%。公司根据工程施工进度确认工程业务收入，根据实际投资成本结转工程业务成本。另外，根据施工合同，公司自施工方收取一定比例的管理费，相关管理费用亦计入工程业务收入。针对安置房等

工程项目，公司与委托方签订相关协议，根据该协议约定，由公司前期垫付资金进行工程项目建设，项目建设完成后，由公司交付委托方进行验收，验收合格后公司按照实际工程成本发生额加成一定比例的代建管理费确认收入，委托方根据核算结果支付相关款项。

2019 年公司实现工程业务收入 4.46 亿元，仍主要来自安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期项目，该项目确认收入 3.68 亿元。2019 年工程业务毛利率为 5.68%，同比略有上升，主要系收取的项目管理费增加。

表 4 2018-2019 年公司工程项目收入情况（单位：亿元）

年份	项目名称	收入
2019 年	安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期	3.68
	电力工程施工	0.73
	建筑工程安装	0.05
	小计	4.46
2018 年	安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期	3.66
	安庆经开区老峰片棚户区改造二期建设项目	1.00
	其他	0.13
	小计	4.79

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建项目计划投资总投资 126.93 亿元，累计已投资 72.06 亿元，尚需投资 58.31 亿元。其中委托代建项目计划总投资 104.22 亿元，尚需投资 45.62 亿元，未来公司工程业务持续性较好，但面临较大资金压力。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	尚需投资	是否签订代建协议
安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期	41.57	44.99	-	是
安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期	42.65	6.73	35.92	是
安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期棚改项目	18.30	10.15	8.15	是
安徽浩博汽车零部件科技有限公司工业厂房	1.60	0.05	1.55	是
安庆市尼高智能制造有限公司工业厂房	0.10	0.12	-	是
安庆市人才公寓（职工之家）	10.00	2.39	7.61	否
皖江华府	6.80	6.75	0.05	否
安庆新能源汽车动力电池、电机及电控工业厂房建设项目	5.91	0.88	5.03	否
合计	126.93	72.06	58.31	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

厂房租售、物业管理等收入对公司营业收入形成一定补充

公司通过自筹资金和借款等方式投资建设标准化厂房等园区配套设施，项目建成后部分对外销售，部分物业公司自持用于租赁。公司通过向入驻园区企业租售厂房，以此来实现相应收益。

2019 年公司继续出售安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期部分厂房，实现厂房销售收入 501.53 万元，毛利率为 14.30%，同比改善。公司出租厂房主要包括安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期、安庆滨江新区高新技术产业园建设工程项目（本期债券募投项目）部分厂房和富士康鸿庆精机研发中心，2019 年实现租赁收入 122.66 万元，同比大幅下降，主要系园区对部分新入驻的企业免租所致。安庆滨江新区高新技术产业园建设工程项目尚未租售面积较大，根据募集说明书的收益预测，募投项目在 2018-2023 年间，累计可实现厂房销售收入 12.66 亿元、出租收入 1.90 亿元，未来随着入驻园区的企业增加，厂房租售收入有望增长。同时需关注到，公司厂房的租售情况不及预期。

表 6 截至 2019 年末公司厂房租售情况（单位：万平方米）

项目名称	总建筑面积	累计销售面积	出租面积
安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期建设	13.53	3.19	8.26
安庆滨江新区高新技术产业园建设工程项目	37.16	0.00	4.99
富士康鸿庆精机研发中心	2.40	0.00	2.40
合计	53.09	3.19	15.65

资料来源：公司提供

公司物业管理业务系对安庆市火车站站前广场及地下停车场、经开区管委会行政大楼、圆梦新区道路、物流保税区园区的安保及保洁工作，2019 年实现物业管理收入 449.10 万元，收入规模较小。

皖江华府能满足公司短期销售需求，但长期商品房销售业务持续性较差

2019 年公司商品房销售收入来自于皖江华府项目。皖江华府占地面积 93.38 亩，包括 14 栋 13 层住宅，1 栋 2 层商铺和 1 所 3 层幼儿园，以及其他附属配套设施，建筑面积约 16.75 万平方米。截至 2019 年末，皖江华府住宅以及商铺均已拿到商品房预售许可证。2019 年皖江华府实现合同销售金额 1.61 亿元，合同销售面积约 2.30 万平方米，确认商品房销售收入 0.94 亿元。

公司目前商品房项目仅有皖江华府，该项目系根据政府规划，为满足当地拆迁货币化安置需求所建。截至 2019 年末，皖江华府项目未售建筑面积为 14.45 万平方米，预计能满足公司短期内销售需求。但公司无其他商品房项目，长期来看，商品房销售业务持续性较差。

2019 年公司继续获得外部支持

公司主要承担安庆经开区内基础设施、保障房等项目建设业务，安庆经开区政府在财政补助方面继续给予公司支持。2019年公司收到基础设施建设政府补助1.72亿元，其他政府补助0.01亿元，分别计入其他收益和营业外收入；政府补助合计1.74亿元，占同期利润总额比重为142.82%，有效提升了公司利润水平。

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亚太（集团）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2018年、2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产总额同比增长，仍以存货中的工程项目投入以及土地为主，资产流动性较弱。随着公司融资规模的扩大以及经营利润的积累，资产规模保持增长。截至2019年末，公司资产总计113.95亿元，同比增长13.37%。公司资产主要为流动资产，2019年末占总资产的比重达98.58%。

表 7 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	98,675.39	8.66%	102,389.06	10.19%
应收账款	67,412.50	5.92%	59,358.28	5.91%
其他应收款	34,667.82	3.04%	101,541.46	10.10%
存货	890,707.24	78.17%	715,297.60	71.17%
流动资产合计	1,123,244.92	98.58%	992,075.44	98.71%
可供出售金融资产	15,483.60	1.36%	12,346.79	1.23%
非流动资产合计	16,206.68	1.42%	12,962.41	1.29%
资产总计	1,139,451.60	100.00%	1,005,037.85	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2019 年末余额为 9.87 亿元，其中 2.44 亿元货币资金作为保证金而受限。公司应收账款主要为应收工程结算款，2019 年末账面价值为 6.74 亿元，其中应收安庆经开区管委会 6.57 亿元，款项较为集中。公司其他应收款主要是与安

庆经开区财政局的往来款以及对当地企业的借款，2019 年末其他应收款账面价值为 3.47 亿元，同比减少 65.86%，主要系 2019 年往来款大幅净流入。从应收对象来看，主要是应收安庆经开区财政局 2.51 亿元往来款，占其他应收款余额比重为 72.42%。其他应收款应收对象较为集中，回收风险不大，但回收时间不确定，对公司资金形成一定占用。

公司存货主要包括工程施工、土地、开发成本和开发产品，2019 年末存货账面价值为 89.07 亿元，其中工程施工 51.45 亿元、土地 25.27 亿元、开发成本 2.41 亿元、开发产品 9.94 亿元。工程施工为公司工程业务的投入成本，随着项目的持续投入，工程施工账面价值保持增长。开发成本为公司自营项目的投入成本，完工后结转至开发产品；2019 年开发产品账面价值大幅增长，主要系皖江华府商品房项目（包括对应的土地）部分完工结转。2019 年公司从安庆市公共资源交易中心竞得 2 宗土地，分别为皖（2019）安庆不动产权第 0033926 号和皖（2019）安庆不动产权第 0033918 号，以成本法入账，账面价值合计 8.16 亿元。公司共有土地 21 宗，其中出让地 16 宗，价值合计 22.00 亿元；划拨地 5 宗，价值合计 3.27 亿元；出让地均已缴纳土地出让金，划拨地未缴纳土地出让金。截至 2019 年末，存货中用于抵押的土地价值合计 17.50 亿元，占土地价值比重为 69.24%。

公司可供出售金融资产系对企业的股权投资，均按成本计量，2019 年末账面价值为 1.55 亿元，同比增长 25.41%，主要系 2019 年对安徽中跃电动车有限公司增加投资 0.06 亿元、对桐城市久阳实业有限责任公司增加投资 0.24 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产价值合计 20.71 亿元，占总资产比重为 18.18%。公司资产以存货中的工程项目投入以及土地为主，其中工程项目政府回购时间不确定，土地受限比重较高。总体来看，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2019年营业收入保持增长，政府补助有效提升了公司盈利水平

2019年公司实现营业收入5.52亿元，同比增长9.41%，其中工程业务收入为4.46亿元，占营业收入比重达80.92%，营业收入仍主要来自安庆经开区内工程项目代建业务。公司作为安庆经开区重要基础设施投资建设主体，业务量较为充足，工程业务持续性较好。2019年皖江华府商品房项目开启销售，确认商品房销售收入0.94亿元；皖江华府商品房项目能满足公司短期内销售需求，但长期商品房销售业务持续性较差。毛利率方面，2019年商品房销售毛利率为21.22%，拉升公司综合毛利率至8.15%，同比上升1.53个百分点。2019年公司收到基础设施建设政府补助1.72亿元，其他政府补助0.01亿元，分别计入其他收益和营业外收入；政府补助合计1.74亿元，占同期利润总额比重为142.82%，有效提升了公司

盈利水平。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	55,170.23	50,424.88
营业利润	12,037.88	10,578.00
其他收益	17,245.81	15,940.80
利润总额	12,151.46	10,578.19
综合毛利率	8.15%	6.62%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建项目面临较大的资金压力

公司经营活动现金流主要包括项目建设的现金投入、营业收入的款项回收以及往来款的流入和流出。2019年销售商品、提供劳务收到的现金为4.92亿元，收现比为0.89，收现情况有所改善。2019年公司项目建设投入规模扩大，全年购买商品、接受劳务支付的现金为17.11亿元，同比增长172.27%。2019年往来款仍维持净流入，由于项目建设现金投入规模扩大，2019年公司经营活动现金净流出2.13亿元，整体表现较差。

2019年公司竞得2宗土地，当期支付土地价款5.18亿元，使得投资活动现金净流出5.34亿元。2019年筹资规模扩大，借款现金流入20.34亿元，发行私募债券“19皖江01”现金流入6.59亿元。2019年公司筹资活动现金净流入4.69亿元，但仍不足以弥补经营活动和投资活动的现金缺口，全年现金及现金等价物减少2.79亿元，整体现金流表现较差。

截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资126.93亿元，至少尚需投资58.31亿元，面临较大的资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.89	0.50
销售商品、提供劳务收到的现金	49,188.08	25,401.20
收到的其他与经营活动有关的现金	139,709.49	75,668.18
经营活动现金流入小计	188,897.57	101,069.38
购买商品、接受劳务支付的现金	171,102.04	62,842.76
支付的其他与经营活动有关的现金	38,059.24	33,303.02
经营活动现金流出小计	210,246.27	96,980.18
经营活动产生的现金流量净额	-21,348.70	4,089.20

投资活动产生的现金流量净额	-53,365.47	-144,473.28
筹资活动产生的现金流量净额	46,861.45	34,872.80
现金及现金等价物净增加额	-27,852.72	-105,511.28

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模扩大，偿债压力上升

2019年公司融资规模扩大，期末负债总额为70.54亿元，同比增长20.86%。随着经营利润的积累，2019年公司所有者权益保持增长，期末余额为43.40亿元。截至2019年末，公司产权比率为162.54%，同比增长24.02个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所降低。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	705,443.93	583,676.89
所有者权益	434,007.67	421,360.96
产权比率	162.54%	138.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司负债仍以非流动负债为主，期末非流动负债和流动负债占总负债比重分别为77.50%和22.50%。

公司短期借款均为信用借款，2019年末余额为2.82亿元。公司应付票据为银行承兑票据，2019年末余额为2.44亿元。公司其他应付款主要系应付当地企业的往来款，2019年末余额为4.09亿元，整体规模不大。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款，2019年末余额为4.08亿元，其中抵押借款2.83亿元、保证借款1.25亿元。

公司长期借款包括保证借款、抵押借款和质押借款，2019年末长期借款余额为37.74亿元，其中保证借款17.17亿元、抵押借款12.57亿元、质押借款8.00亿元。公司保证借款和抵押借款规模较大，保证借款主要由当地国有企业提供保证担保，抵押借款抵押物主要为土地使用权和房产。

表 11 截至 2020 年 4 月末公司存续债券情况（单位：亿元、年）

证券简称	发行规模	余额	票面利率	发行日期	发行期限
16 皖高债	10.00	0.40	6.80%	2016-11-10	5
17 安庆皖江债（本期债券）	10.00	10.00	6.50%	2017-08-01	7
19 皖江 01	6.60	6.60	7.50%	2019-11-04	5

20 皖江 01	3.00	3.00	7.50%	2020-01-17	5
合计	29.60	20.00	-	-	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年末公司应付债券余额为16.93亿元，包括“16皖高债”、“19皖江01”以及本期债券。2020年1月17日，公司新发行私募债券“20皖江01”，发行规模为3.00亿元。截至2020年4月末，公司存续债券余额合计20.00亿元。

表 12 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	28,220.00	4.00%	8,000.00	1.37%
应付票据	24,350.00	3.45%	0.00	0.00%
其他应付款	40,917.21	5.80%	45,582.94	7.81%
一年内到期的非流动负债	40,790.00	5.78%	56,810.00	9.73%
流动负债合计	158,728.97	22.50%	113,295.06	19.41%
长期借款	377,372.35	53.49%	271,460.00	46.51%
应付债券	169,313.63	24.00%	198,921.83	34.08%
非流动负债合计	546,714.96	77.50%	470,381.83	80.59%
总负债	705,443.93	100.00%	583,676.89	100.00%
其中：有息债务	640,045.98	90.73%	535,191.83	91.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务余额为64.00亿元，同比增长19.59%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020-2022年公司分别需偿还有息债务本金9.72亿元、21.58亿元和11.86亿元，合计43.16亿元，占总息债务比重为67.43%，面临一定短期偿债压力。

表 13 截至 2019 年末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
本金	97,170.00	215,800.00	118,600.00	208,475.98

资料来源：公司提供

随着公司债务规模的扩大，2019年末资产负债率升至61.91%。2019年末公司现金短期债务比为1.06，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。2019年EBITDA利息保障倍数降至0.54，有息债务/EBITDA升至31.11，公司盈利对债务的保障程度减弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	61.91%	58.08%
现金短期债务比	1.06	1.58

EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.60
有息债务/EBITDA	31.11	27.41

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月11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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计3.20亿元，与期末净资产之比为7.37%。被担保方均为地方国有企业，均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
安庆盛唐投资控股集团有限公司	7,000.00	2018/11-2023/11	否
安庆化工建设投资有限公司	10,000.00	2018/06-2021/06	否
安庆盛唐投资控股集团有限公司	15,000.00	2019/05-2021/08	否
合计	32,000.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019 年安庆市经济继续保持稳步发展，实现地区生产总值 2,380.5 亿元，同比增长 7%，为公司发展提供了良好基础。截至 2019 年末，公司主要在建项目计划投资总投资 126.93 亿元，其中委托代建项目计划总投资 104.22 亿元，尚需投资 45.62 亿元，未来工程业务持续性较好。2019 年公司继续获得外部支持，收到基础设施建设政府补助 1.72 亿元，其他政府补助 0.01 亿元，分别计入其他收益和营业外收入。

同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱。2019 年公司项目建设投入规模扩大，经营活动现金净流出 2.13 亿元，整体表现较差。同时，主要在建项目至少尚需投资 58.31 亿元，面临较大的资金压力。2019 年公司有息债务规模扩大，偿债压力上升。另外，截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 3.20 亿元，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元将本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 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	2017 年
货币资金	98,675.39	102,389.06	207,685.34
应收账款	67,412.50	59,358.28	34,093.30
其他应收款	34,667.82	101,541.46	109,896.64
存货	890,707.24	715,297.60	546,752.81
流动资产合计	1,123,244.92	992,075.44	904,216.15
可供出售金融资产	15,483.60	12,346.79	4,249.95
非流动资产合计	16,206.68	12,962.41	4,352.25
总资产	1,139,451.60	1,005,037.85	908,568.40
短期借款	28,220.00	8,000.00	0.00
应付票据	24,350.00	0.00	0.00
其他应付款	40,917.21	45,582.94	18,893.74
一年内到期的非流动负债	40,790.00	56,810.00	55,000.00
流动负债合计	158,728.97	113,295.06	83,797.04
长期借款	377,372.35	271,460.00	215,000.00
应付债券	169,313.63	198,921.83	198,659.03
非流动负债合计	546,714.96	470,381.83	413,659.03
总负债	705,443.93	583,676.89	497,456.07
有息债务	640,045.98	535,191.83	468,659.03
所有者权益	434,007.67	421,360.96	411,112.33
营业收入	55,170.23	50,424.88	42,975.03
其他收益	17,245.81	15,940.80	15,813.67
营业利润	12,037.88	10,578.00	12,355.92
营业外收入	118.67	0.22	41.15
利润总额	12,151.46	10,578.19	12,397.06
净利润	12,059.18	10,523.18	12,189.28
经营活动产生的现金流量净额	-21,348.70	4,089.20	-154,086.02
投资活动产生的现金流量净额	-53,365.47	-144,473.28	-44.24
筹资活动产生的现金流量净额	46,861.45	34,872.80	221,345.51
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	8.15%	6.62%	7.11%
收现比	0.89	0.50	0.64
产权比率	162.54%	138.52%	121.00%
资产负债率	61.91%	58.08%	54.75%
现金短期债务比	1.06	1.58	3.78

EBITDA（万元）	20,570.52	19,526.42	18,802.61
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.60	1.09
有息债务/EBITDA	31.11	27.41	24.93

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2020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
安庆开发区安居建设开发有限责任公司	2,000.00	75.00%	房地产开发、建筑材料、五金、水暖器材、装潢材料销售
安庆皖江高科创业服务有限公司	500.00	90.00%	创业培训、辅导科技企业孵化、技术咨询、场地出租、物业服务、绿化维护；停车场管理；道路保洁
安庆皖江高科建筑安装工程有限公司	2,008.00	90.00%	房屋建筑工程施工、建筑装修工程承包
安庆开发区电力有限公司	898.00	51.00%	发电、电站工程施工、维修等

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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	$\text{货币资金} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

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。