



2023年宁国市国有资本控股集团有限公司 县城新型城镇化建设专项企业债券(品种 一、品种二)2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年宁国市国有资本控股集团有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券(品种一、品种二)2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 宁国 01/23 宁国国控专项债 01	AAA	AAA
23 宁国 02/23 宁国国控专项债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宁国市旅游资源丰富，工业基础较好，宁国市国有资本控股集团有限公司（以下简称“宁国国控”或“公司”）2023 年由宁国市一级平台变更为二级平台，职能定位未发生变化，仍是宁国市重要的基础设施建设与运营主体，主营业务可持续性仍较好，且继续获得较大力度的外部支持，同时中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和安徽省兴泰融资担保集团有限公司（以下简称“兴泰担保”）提供的保证担保仍能分别有效提升“23 宁国 01”和“23 宁国 02”（以下分别简称“本期债券品种一”和“本期债券品种二”，合称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元关注到公司 2023 年 5 月收购博世科后面临一定的管控压力及业绩不确定性，资产整体流动性较弱，总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024 年 7 月 24 日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：陈意友
chenyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，主营业务可持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	457.88	331.62	299.45
所有者权益	158.16	140.56	139.02
总债务	217.23	161.88	146.13
资产负债率	65.46%	57.61%	53.58%
现金短期债务比	0.20	0.34	0.89
营业收入	22.60	18.07	13.06
其他收益	7.40	5.02	4.23
利润总额	0.95	2.44	3.65
销售毛利率	17.51%	3.96%	13.32%
EBITDA	8.22	6.23	6.58
EBITDA 利息保障倍数	1.57	2.47	1.45
经营活动现金流净额	18.06	2.88	-0.88

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宁国市旅游资源丰富，工业基础较好。**宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，2023 年实现一般公共预算收入 39.03 亿元，在宣城市 7 个区县中排名第 2，产业方面积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好。
- **公司是宁国市重要的基础设施建设主体，主营业务可持续性较好。**公司 2023 年由宁国市一级平台变更为二级平台，仍是宁国市重要的基础设施建设与运营主体，主要承担宁国市除宁国经开区以外的基础设施建设和安置房销售等业务，2023 年末存货中代建项目规模较大；此外公司砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性。
- **公司获得较大力度的外部支持。**2023 年公司获得宁国市财政局拨付的 7.40 亿元财政补贴，计入其他收益，利润水平得到了有效提升。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券品种一的安全性；兴泰担保主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券品种二的安全性。

关注

- **需关注公司收购博世科后面临一定的管控压力及业绩不确定性。**2023 年 5 月公司完成以 51,937.77 万元对广西博世科环保科技股份有限公司（以下简称“博世科”，股票代码：300422.SZ）10.34%股份收购¹，实现对博世科的控制及合并报表范围纳入，预计公司后续将面临一定的内部管控压力；2022 年和 2023 年博世科扣非归母净利润规模分别为 -5.03 亿元和 -3.11 亿元，博世科对公司的利润贡献具有较大不确定性，若整合进度不及预期，公司并购博世科形成的 2.27 亿元商誉面临一定减值风险。
- **公司资产变现时点不确定，整体流动性较弱。**公司存量资产主要沉淀于土地资产、代建和保障房等项目投入、面向宁国市财政局相关政府部门的工程款和往来款，以及砂石经营权等相关资产；并表博世科公司新增应收账款和合同资产规模较大，其中市政工程施工项目的应收账款账龄偏长，未来回收时点存在较大不确定性；此外 2023 年末公司受限资产账面价值合计 47.24 亿元，整体流动性较弱。
- **总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资。**并表博世科后 2023 年末公司总债务规模扩大至 217.23 亿元，非标占比偏高，短期债务占比有所提升，整体融资结构有待优化；公司账面资金对短期债务覆盖能力弱，且近年经营活动现金流净额波动较大，预计仍将依赖外部融资平衡资金缺口。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额为 35.92 亿元，占年末净资产的比重为 22.71%，担保对象均为宁国市当地国有企业及事业单位，区域集中度较高且均无反担保措施；此外，截止 2024 年 4 月 25 日，博世科连续 12 个月作为被告（被申请人）的诉讼、仲裁案件涉及诉讼金额 12,410.60 万元，已结案诉讼金额 6,114.47 万元。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
宁国国控	宁国市重要的基础设施建设主体	457.88	158.16	22.60
宁国国投	宁国国控的核心子公司，宁国市重要的基础设施建设主体	250.38	112.79	7.25
宁国建投	宁国经开区重要的基础设施建设主体	226.93	80.09	20.03

注：（1）宁国国投为宁国市国有资产投资运营有限公司的简称、宁国建投为安徽省宁国建设投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）数据

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

¹ 广州环保投资集团有限公司将持有博世科的 99,155,880 股（截至 2022 年 12 月 26 日公司总股本的 19.64% 的表决权不可撤销地全权委托给宁国国控行使

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宁国市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要考虑到宁国市人民政府间接持有公司 100%股权，对公司经营战略和业务运营有强大影响力，公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，在基础设施建设方面对宁国市的贡献很大，且砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，公司作为公开发债主体，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，对宁国市人民政府重要性非常高。同时，中证鹏元认为宁国市人民政府提供支持的能力较强，主要体现为宁国市作为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济财政实力在宣城市下辖区县排名前列。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 宁国 01/23 宁国国控专项债 01	7.00	7.00	2023-6-27	2030-3-27
23 宁国 02/23 宁国国控专项债 02	4.30	4.30	2023-6-27	2030-3-27

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月24日发行7年期11.30亿元企业债，募集资金原计划用于宁国智能公交城乡一体化项目和宁国市汪溪污水处理厂工程项目建设以及补充营运资金。截至2024年5月31日，“23宁国01/23宁国国控专项债01”和“23宁国02/23宁国国控专项债02”募集资金专项账户余额为5,342.12万元。

三、发行主体概况

2023年3月，宁国市国资委将持有公司100%股权无偿划转至宁国市阳城城市公共资源管理服务有限公司（2023年6月更名为宁国市宁阳控股集团有限公司）（以下简称“宁阳控股”）。截至2023年末，公司注册资本仍为300,000.00万元，实收资本为84,400.00万元，公司控股股东为宁阳控股，实际控制人仍为宁国市国资委。

2023年6月9日公司公告称，广州环保投资集团有限公司同意向公司转让所持上市公司广西博世科环保科技股份有限公司（以下简称“博世科”，证券代码300422.SZ）52,198,764股，占博世科总股本的10.34%，股份转让价格为9.95元/股，股份转让价款为51,937.77万元，转让后公司将实现对博世科的控制及合并报表范围纳入。2023年公司合并报表范围内新增73家子公司（4家1级子公司），减少3家子公司。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的一级子公司共7家（详见附录四）。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	取得方式
广西博世科环保科技股份有限公司	10.34%	50,487.27	非同一控制下企业合并
泗洪博世科水务有限公司	75.00%	10,000.00	同一控制下企业合并
宁国市国津矿业有限公司	100.00%	100,000.00	设立
宁国市绿润置业发展有限责任公司	100.00%	100,000.00	设立

2、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	不再纳入的原因
宁国市津途交通建设有限公司	100.00%	股权转让
宁国市三津水利综合开发有限公司	100.00%	股权转让
山西博世科环保科技有限公司	70.00%	股权转让

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，经济及财政实力居宣城市下辖区县前列，积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好

区位优势：宁国市是安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富。宁国市是安徽省辖县级市，由宣城市代管。宁国市地处安徽省东南部，东临苏杭，西靠黄山，融入上海、南京、杭州、合肥四大城市2小时经济圈，连接皖浙两省七县市。宁国市市域面积2,487平方公里，下辖6个街道和13个乡镇，设有国家级宁国市经济技术开发区（以下简称“宁国经开区”）。2023年末宁国市常住人口为38.7万人，户籍人口37.5万人，人口呈净流入态势。皖赣铁路贯穿境内，宁宣、宁绩、宁千、宁广高速和青龙湾通用机场投入使用，宣绩高铁开工建设，宁金高速淤潜段、申嘉湖西延宁国段加速推进，对接沪苏浙的快速通道正在形成。宁国市生态环境优良，旅游资源丰富，是水阳江、青弋江、富春江的源头，拥有国家级水利风景区、国家级森林公园青龙湖和省级板桥自然保护区，是全国生态保护建设示范区、首届中国生态文明

奖、中国十大最美城镇和中国优秀旅游城市；目前，宁国全市拥有 4A 级景区 3 家（恩龙世界木屋村、九天银瀑风景区、宁国青龙湾生态度假区）、3A 级景区 6 家。

经济发展水平：宁国市经济总量在宣城市 7 个区县中排名第 2，人均 GDP 排名第一，整体经济发展水平较好。2023 年宁国市地区生产总值为 460.4 亿元，在宣城市 7 个区县中排名第 2，按可比价格计算，同比增长 7.0%；分产业看，宁国市第一产业增加值 28.2 亿元，同比增长 4.3%；第二产业增加值 262.5 亿元，同比增长 7.3%，为经济发展的主导力量；第三产业增加值 169.7 亿元，同比增长 6.8%；三次产业结构比重由 2022 年的 6.3:59.2:34.5 调整为 2023 年的 6.1:57.0:36.9，第二产业占比有所下降。近三年宁国市固定资产投资均保持两位数增长，2023 年全市固定资产投资同比增长 10%，其中工业投资增长 25.5%，但房地产投资下降 31.5%。2023 年宁国市人均 GDP 是全国人均 GDP 的 1.33 倍，在宣城市各县中排名第一。

土地市场方面，近三年宁国市整体土地成交规模向好。2021-2023 年宁国市住宅用地成交规划建面分别为 45.96 万平方米、82.10 万平方米和 59.69 万平方米，成交总金额分别为 8.56 亿元、14.53 亿元和 9.79 亿元，平均成交楼面价分别为 1,862 元/平方米、1,770 元/平方米和 1,641 元/平方米，成交价格仍在下行。

表2 2023 年宣城市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
宣州区	531.5	7.4%	6.88	33.57	25.63
宁国市	460.4	7.0%	11.87	39.03	20.50
广德市	410.0	1.9%	8.15	40.00	17.20
郎溪县	220.0	7.1%	7.05	22.97	11.71
泾县	160.4	7.1%	5.92	16.96	5.59
绩溪县	103.1	5.5%	7.53	9.46	8.31
旌德县	66.4	6.7%	6.04	6.87	2.83

注：人均 GDP 使用的人口数为各区县 2022 年常住人口数据
资料来源：各区县政府网站、2024 年各区县政府工作报告、2022 年宣城市常住人口变动情况抽样调查主要数据公报等，中证鹏元整理

表3 宁国市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	460.4	7.0%	454.3	6.0%	431.7	10.7%
固定资产投资	--	10.0%	--	14.9%	--	17.0%
社会消费品零售总额	148.7	11.5%	133.4	3.0%	129.5	21.8%
人均 GDP（元）	118,668		116,932		100,591	
人均 GDP/全国人均 GDP	132.80%		136.45%		138.85%	

注：“--”表示未获取相关数据
资料来源：2021-2023 年宁国市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宁国市工业基础较好，以汽车零部件为首着力打造现代产业集群。宁国市是国家级汽车

零部件高新技术产业基地、中国耐磨铸件之都、中国无源电子元器件基地，传统五大主导产业为汽车零部件、耐磨铸件及精密制造产业、电子信息、循环经济产业、食品及农林深加工产业。2023 年全市规模以上工业增加值同比增长 9.0%，其中汽车零部件产业同比增长 19.0%，高端装备及耐磨铸件产业同比增长 3.3%，主导产业发展态势较好。全市 A 股上市企业达 8 家，数量在全省县域中居首位。

目前宁国市以汽车零部件为首，着力打造现代产业集群。在汽车零部件方面，以安徽中鼎控股（集团）股份有限公司为龙头，带动中小企业的发展，引导并支持中小企业技术改造，重点提高产品研发和成果转化能力。在耐磨铸件方面，宁国市依托工程机械精密基础件、汽车、工程机械及通用机械用精密零部件生产等重点项目，将耐磨铸件产业由单一生产耐磨材料向专用机械铸件、机械装备制造、模具制造、再生资源等产业延伸发展，做大做强高端装备和精密铸造产业，积极争创国家火炬耐磨铸件特色产业基地。根据十四五规划，宁国市将坚持工业强市战略，促进产业由“单体”向“梯队”转变，加快构建“1+5+N”现代产业体系，努力培育 1 个千亿级汽车零部件首位产业和循环经济产业、生产性服务业产业、耐磨铸件和精密制造产业、电子信息产业、食品及农林产品深加工产业等 5 个百亿级产业集群，推动传统产业转型升级、新兴产业加快发展。

财政及债务：宁国市一般公共预算收入在宣城市下辖区县排名第 2，地方政府债务余额保持增长。

宁国市实行省直管县的财政体制，2023 年实现一般公共预算收入 39.03 亿元，在宣城 7 个区县中排名第 2，同比增长 4.9%。近年宁国市汽车零部件、耐磨铸件及精密制造等主导产业发展良好，同时随着宁国市以汽车零部件为首，着力打造现代产业集群战略的逐步实施，落地企业数量和收入规模逐步扩大，税源不断丰富，2023 年宁国市实现税收收入 27.7 亿元，同比增长 10.1%。区域债务方面，2023 年宁国市政府债务余额 120.02 亿元，其中一般债务 34.56 亿元，专项债务 85.64 亿元，近年债务余额保持增长。

表4 宁国市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	39.03	37.23	35.19
税收收入占比	71.03%	67.58%	68.77%
财政自给率	70.07%	68.24%	77.79%
政府性基金收入	20.50	--	15.88
地方政府债务余额	120.02	94.02	75.46

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：宁国市近年国民经济与社会发展统计公报和财政预算执行情况报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年末，宁国市已公开发债的城投平台共 3 家，分别为宁国市国有资本控股集团有限公司（以下简称“宁国国控”）、宁国市国有资产投资运营有限公司（以下简称“宁国国投”）和安徽省宁国建设投资集团有限公司（以下简称“宁国建投”）。宁国国控为宁国市重要的基础设施建设和运营主体，实控人为宁国市国资委，宁国国投为宁国国控核心子公司，主要负责宁国市的市政项目投资、安置房建设、砂石销售等业务。宁国建投为宁国经开区重要的基础设施建设主体，主要负责宁国经开区内的基础设施建设、土地开发整理和厂房租赁等业务。根据 2022 年 1 月发布的“关于印发《宁国

市产业投资集团组建方案》的通知”，宁国市授权市国资委、宁国国控和宁国建投按 51%、25%和 24% 的认缴比例注册成立宁国市产业投资集团有限公司（以下简称“宁国产投”），定位为市政府所属一级企业，注册资本 10 亿元，主营股权投资、基金管理、风险投资、债券投资及融资担保等类金融业务，2022 年 3 月 9 日宁国产投成立。整体而言，宁国市各平台定位清晰。

表5 宁国市主要投融资平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
宁国国控	宁国市宁阳控股集团有限公司	158.16	65.46%	22.60	161.87	宁国市重要的基础设施建设与运营主体
宁国国投	宁国国控	112.79	54.95%	7.25	109.64	宁国国控的核心子公司，宁国市重要的基础设施建设主体
宁国建投	宁国经开区控股集团有限公司	80.09	64.71%	20.03	69.93	宁国经开区重要的基础设施建设主体

注：总债务规模为 2022 年末数据，其余财务指标为 2023 年（末）数据
资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开披露的评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍为宁国市重要的基础设施建设主体，主营业务可持续性较好，但在建工程和安置房等项目尚需投入规模较大，公司面临一定资金支出压力；2023年公司完成对博世科的收购，多元化经营程度进一步提升，但需关注市政和PPP项目的回款及公司对博世科的整合管控情况

公司仍为宁国市重要的基础设施建设与运营主体，主要承担宁国市除宁国经开区以外的基础设施建设和安置房销售等业务，且砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，整体收入呈多元化趋势发展。2023年5月公司实现对博世科的控制及合并报表范围纳入，新增环境综合治理、专业技术服务费和运营收入，多元化经营程度进一步提升，且新增专业技术服务、运营收入等业务毛利率较高，因此公司2023年毛利率整体有所上升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目	0.37	1.66	12.24	6.20	34.32	1.79
安置房销售	3.91	17.28	24.53	0.86	4.76	-38.58
房地产销售	0.52	2.32	-28.04	5.93	32.82	3.70
砂石销售	1.61	7.13	6.67	3.07	17.02	-0.00
保安服务费	0.37	1.64	6.51	0.15	0.83	29.68
融资租赁业务	0.29	1.28	92.00	0.29	1.58	85.02
代宰费	0.11	0.49	53.19	0.11	0.61	63.66
污水处理	0.15	0.66	25.84	0.17	0.95	21.14
设计费	0.14	0.61	24.61	0.05	0.30	36.27
环境综合治理	7.61	33.65	8.39	-	-	-

专业技术服务费	1.33	5.89	41.78	-	-	-
运营收入	4.58	20.28	26.46	-	-	-
其他业务	1.61	7.11	10.19	1.23	6.80	24.58
合计	22.60	100.00	17.51	18.07	100.00	3.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程项目

公司承担宁国市除经开区以外范围的基础设施建设业务，实施主体为子公司宁国国投，2023年公司工程项目收入结算规模大幅下降；公司在建项目规模较大，业务可持续性较好，但面临一定的资金支出压力

公司代建业务主要由子公司宁国国投承担，宁国市基础设施建设项目由宁国市人民政府根据规划决定，宁国国投与宁国市人民政府签订相关代建协议，作为投资和建设方负责提供项目建设所需的资金、技术，安排融资和组织项目的建设，待项目竣工后将完工验收合格的项目移交给宁国市政府，宁国市政府按竣工决算总价加上一定比例项目管理费返还。受项目结算进度影响，公司2023年工程项目收入规模大幅下降。

截至2023年末，公司主要在建基础设施计划投资总额为75.03亿元，已完成投资49.35亿元，未来尚需投资25.68亿元。整体而言公司基础设施建设业务可持续性较好，但后续面临一定的资金支出压力，同时需关注宁国智能公交城乡一体化项目和宁国市汪溪污水处理厂工程等自营项目的后续收益实现情况。

表7 截至 2023 年末公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
宁国市城乡一体化综合提升项目	23.15	18.08	5.07
宁国市西津街道征迁棚户区改造项目	15.30	12.95	2.35
宁国市城市停车场建设项目	9.88	8.89	0.99
高铁南站站前广场及配套基础设施建设项目	9.64	4.48	5.16
宁国市城市更新项目（一期）	7.05	1.01	6.04
宁国智能公交城乡一体化项目	5.01	2.17	2.84
宁国市汪溪污水处理厂工程项目	5.00	1.77	3.23
合计	75.03	49.35	25.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房产销售

公司2023年安置房收入结算规模有所增加，剩余可销售面积规模较大，对未来收入形成较好保障，但在建安置房也面临一定的资金支出压力；公司商品房项目待结转规模尚可，但需关注未来的去化压力

公司安置房销售业务由二级子公司宁国市安居投资建设管理有限公司（以下简称“安居公司”）负责，安居公司系2018年宁国市人民政府注入，主营业务为房地产开发和棚户区改造等，均为自建自销，公司安置房业务具有一定公益性质，销售价格为政府指导定价，采用一房一价原则，因此近年毛利率波动较大。2023年公司确认安置房销售收入3.91亿元，主要来自宁阳新苑和河沥新城（一期）等项目结转确认。

表8 2023 年公司安置房销售收入确认情况（单位：万元；平方米；元/平方米）

年份	可供出售面积	2023 年收入	销售均价
河沥新城（一期）	75,719.08	12,045.44	3,680
宁阳新苑	97,678.27	26,389.06	5,045
延福花园	96,340.79	631.92	5,284
合计	269,738.14	39,066.42	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司安置房项目剩余可销售面积较大，未来收入有较好保障。在建安置房项目预计总投资14.89亿元，累计总投资7.23亿元，未来尚需投资7.65亿元，仍面临一定的资金支出压力。

表9 截至 2023 年末公司在建安置房投资情况（单位：万元；平方米）

项目名称	可售面积	预计总投资	累计总投资	尚需投资
河沥新城（一期）	75,719.08	95,000.00	30,616.39	64,383.61
延福花园	96,340.79	53,870.96	41,708.06	12,162.90
合计	172,059.87	148,870.96	72,324.45	76,546.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房地产销售业务由子公司宁国市国新城镇化建设有限公司（以下简称“国新城镇化”）和宁国国投负责，其中国新城镇化负责燕津花园项目，宁国国投负责燕津湖畔项目，2021年起开始结转收入对整体营业收入形成较好贡献。由于2021年和2022年为集中交付期，2023年公司商品房销售收入0.52亿元有所下降。截至2023年末，公司合同负债中的预收购房款规模为2.33亿元，未来需关注剩余可售项目的潜在去化压力。截至2023年末，公司在建商品房项目预计总投资14.55亿元，已投资13.17亿元，尚需投资1.38亿元，面临一定的资金压力。

表10 截至 2023 年末公司房地产项目建设和销售情况（单位：万平方米，万元）

项目	预计总投资	已投资金额	可售面积	剩余可售面积	2023 年确认收入	2022 年确认收入
燕津花园	77,481.86	65,739.14	11.07	1.02	716.76	43,823.78
燕津湖畔-锦园	48,000.00	49,239.95	5.90	1.05	3,171.18	13,400.12
燕津湖畔-濮园	20,000.00	16,702.38	2.47	0.63	1,359.44	2,093.72
合计	145,481.86	131,681.47	19.44	2.70	5,247.38	59,317.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）砂石销售

公司砂石销售业务在宁国市仍处于垄断地位，预计未来业务可持续性较好，但受经营权成本摊销影响，砂石销售对公司利润贡献仍较有限

根据2019年8月16日印发的宁办发[2019]93号《关于加强全市砂石资源管理的实施意见》文件，宁国市政府按照“政府主导、国企运作、多元参与”原则，采取“政府授权国有企业运营”模式进行全市砂石经营的管理。同时，授权全市范围内的所有砂石资源收储、加工、销售等事项由公司负责。全市范围内所有河道疏浚、市政建设、房地产建设工程等项目在建设过程中产生的砂石资源，由市砂石资源管理工作领导小组办公室会同业主单位核定砂石资源交付量，统一交由公司收储管理。同时，公司负责确保砂石市场供应，在收储完成后，经过运输、第三方代加工环节，再通过销售砂石成品获得合理的市场化利润。砂石经营过程中产生的生产成本主要分为原材料成本（包括收储成本和运输成本）和代加工费用，产生的经营收入为销售砂石成品的收入。

公司砂石经营业务具体由二级子公司宁国城市建设投资有限公司负责，2023年实现销量243.12万吨，实现砂石销售收入1.61亿元，毛利率方面，2023年公司砂石销售毛利率为6.67%，毛利率较2022年有所回升，但对公司整体利润贡献仍较为有限。

表11 公司 2022-2023 年砂石销售情况

项目	2023 年	2022 年
销量（万吨）	243.12	298.74
销售收入（万元）	16,121.25	20,484.83 ²

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据《关于加强全市砂石资源管理的实施意见》，宁国市各部门及下属乡镇根据项目设计工程量制定年度砂石资源交付计划，向公司提供砂石资源，同时市资源规划局、水利局、城管执法局、公安局等部门配合加大对非法开采、加工、运输、销售砂石等资源行为的检查及查处力度，使得公司在宁国市砂石销售处于垄断地位。

（四）环境综合治理、专业技术服务和运营收入

公司2023年5月完成对上市公司博世科的收购，新增环境综合治理等业务，多元化经营程度进一步提升；近年博世科营业收入持续下降且仍处于净亏损状态，盈利能力预计仍面临较大不确定性，未来需关注市政和PPP项目的回款情况及公司对博世科的整合与管控情况

公司公告称广州环投集团同意向公司转让所持上市公司博世科52,198,764股，占博世科总股本的10.34%（股份转让价格为9.95元/股，股份转让价款为51,937.77万元），并将其持有博世科总股本的19.64%表决权不可撤销地全权委托给公司行使，2023年5月公司已完成此次收购并实现对博世科的控制

² 2022 年公司实现砂石拍卖收入 1.03 亿元，未计入销售收入数据。

及合并报表范围纳入³。公司本次对博世科的收购显著提高合并报表的总资产、净资产和营业收入规模，业务多元化程度进一步提升。根据公告，本次收购后博世科将其产业链逐步转移到宁国市本地，带动宁国市环保产业结构调整 and 经济社会发展。但需持续关注公司对博世科的整合情况以及管控情况。

博世科作为广西省的环保科技上市企业，原控股股东广州环投集团为广州市最大的垃圾处理服务运营主体，博世科从事的核心业务包括水处理、土壤修复、专业技术服务及运营等业务，拥有市政公用工程施工总承包一级资质，建筑工程施工总承包、机电工程施工总承包、水利水电工程施工总承包三级资质，以及危险废物处理资质等133项资质，在环境综合治理领域具有一定的技术优势。博世科业务模式主要以 EP、EPC、BOT、PPP 和 O&M 模式为主，工业污水处理和土壤修复等项目主要采取 EP、EPC 模式，市政类工程等项目主要以 EPC、PPP 或 BOT 的模式进行承接。

从收入结构来看，环境综合治理为博世科最主要的业务板块，但近年收入呈下降态势，主要系部分在建项目施工进度放缓以及博世科继续缩减市政水处理项目的承接体量所致；利润方面，受部分项目业务集中竣工审计，业主方对完工产值进行核减，博世科相应调减结算收入导致2022年毛利率较低，2023年博世科环境治理以毛利率较高的工业水处理项目结算为主，销售毛利率有所改善，但受期间费用侵蚀及计提坏账损失等影响，博世科2021-2023年仍处于净亏损状态。2024年1-3月博世科实现营业收入6.26亿元，同比增长53.30%；归母净利润0.67亿元实现由负转正，2024年3月末博世科在手待完工合同额合计81.09亿元，为2023年营业收入的4.05倍。中证鹏元认为环境治理行业竞争加剧，市政类项目回款周期较长，博世科应收账款和合同资产仍存在继续计提坏账或减值的可能，因此博世科对公司后续的利润贡献仍具有较大不确定性。此外需关注到博世科整体杠杆水平高企，2023年末的资产负债率达79.61%，因此并表博世科后公司整体杠杆水平和债务压力有所上升。

根据博世科于 2024 年 2 月 22 日发布的《安徽博世科环保科技股份有限公司2024年度向特定对象发行股票预案》，博世科本次发行对象为宁国国控，认购方式为现金，募集资金总额不超过 6.50 亿元⁴，募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金。上述发行事项已经过博世科董事会决议通过，尚需国有资产监督管理部门或其授权单位审批或同意、股东大会审议通过，经深交所审核通过并经中国证监会同意注册后方可实施；若按发行预案上限发行，宁国国控持有公司的股份将超过 29.90%，广州环投委托给宁国国控行使的19.64%表决权委托将终止，但本次发行不会导致公司控制权发生变化。需关注，

³ 根据博世科于 2023 年 6 月发布的《广西博世科环保科技股份有限公司第五届监事会第二十次会议决议公告》《广西博世科环保科技股份有限公司第五届董事会第二十五次会议决议公告》，博世科新一届监事会成员共 3 名，由宁国国控提名非职工代表监事 2 人；新一届董事会成员共 9 名，其中非独立董事 6 名，由宁国国控分别提名 5 人和 1 人；独立董事 3 名，由宁国国控和公司董事会分别提名 2 人和 1 人。

⁴ 发行价格为 2024 年 2 月 22 日前 20 个交易日博世科股票交易均价的 80%与发行前博世科最近一期经审计的归属于母公司普通股股东每股净资产值的较高值，发行股票数量不超过发行前博世科总股本的 30%（不超过 151,461,814 股）。

公司通过收购博世科子公司股权⁵、直接为博世科提供借款⁶等多种方式为博世科提供资金支持，博世科定增成功发行或进一步加大公司本部资金压力。

表12 博世科近年主要经营及财务情况（单位：亿元）

经营指标	2023 年	2022 年	2021 年
总资产	109.44	119.99	122.64
资产负债率	79.61%	78.76%	75.60%
净资产	22.32	25.48	29.92
营业收入	20.03	22.24	26.57
其中：环境综合治理	11.26	13.28	18.21
专业技术服务	1.68	2.13	2.22
运营收入	6.96	6.73	6.05
其他业务	0.12	0.10	0.09
净利润	-2.24	-4.47	-5.30
经营活动现金流净额	5.17	1.53	-4.06

-资料来源：Wind，中证鹏元整理

表13 博世科近年按业务类型划分公司项目承揽情况（单位：亿元）

业务模式	细分	2023 年	2022 年	2021 年
水处理	市政水处理	3.07	6.96	17.73
	工业水处理	15.47	15.54	7.53
土壤修复	--	0.74	1.46	2.76
运营	污水运营	0.15	3.25	4.41
	固废运营	0.71	0.77	0.19
	环卫运营	1.26	1.11	0.46
	油泥处置	0.00	0.00	1.50
专业技术服务	--	1.92	2.19	1.92
其他	--	0.45	0.20	0.07
合计		23.78	31.48	36.57

-资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）其他业务

公司公交运输业务公益性较强，业务仍处于亏损状态，其他业务对营业收入形成一定补充

公司公交运输收入计入其他业务，由子公司宁国市国泰公共交通运营有限责任公司负责全市范围内

⁵ 2023 年，博世科将持有的子公司泗洪博世科的 75.00% 的股权转让给宁国国控，股权转让的交易价格为 18,652.50 万元。

⁶ 根据博世科公告，博世科拟向宁国国控借款不超过 5.00 亿元，用于补充流动资金、归还银行贷款、项目投资建设等，借款利率不高于同期贷款市场报价利率。公司的全资子公司广西科丽特环保科技有限公司与宁国国控的子公司宁源国泰融资租赁有限公司安徽分公司签订《融资租赁合同》，拟融资金额不超过 1.11 亿元，租赁期限不超过 2 年。

的公交系统运营，该项业务公益性较强，前期投入成本较多，因此运营呈亏损状态，未来从短期来看，还将对车辆更新、移动电视设备、全市电调系统等方面不断投入。2023年末公司拥有18条城市运行线路，线路总长度279公里，在线路总长度增加等因素带动下，2023年公司559.27万运送乘客次数较2022年仍有所增长。此外，公司其他收入包括租赁收入、保安服务费、屠宰业务、规划设计费、城市管理费收入等，为公司收入提供一定补充。

表14 2022-2023 年公司公交运输业务情况

项目	2023 年	2022 年
运行线路（条）	18	18
线路总长度（公里）	279.00	269.00
运营车辆（辆）	100	100
运送乘客次数（万人次）	559.27	521.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为宁国市重要的基础设施投资建设主体，继续在财政补贴等方面得到宁国市政府较大力度的支持。公司2023年获得7.40亿元政府补助计入其他收益，利润水平得到了有效提升。

六、财务分析

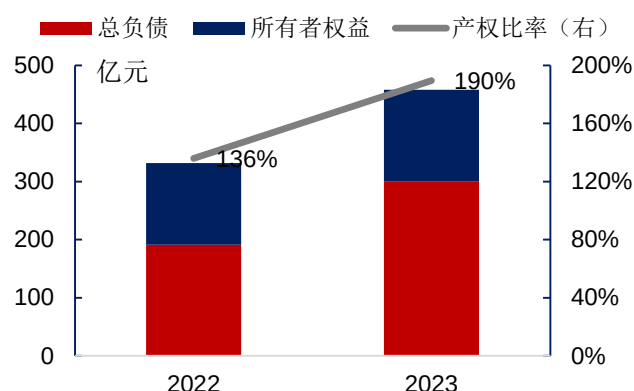
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年三年连审审计报告和2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年合并报表范围内新增4家一级子公司。

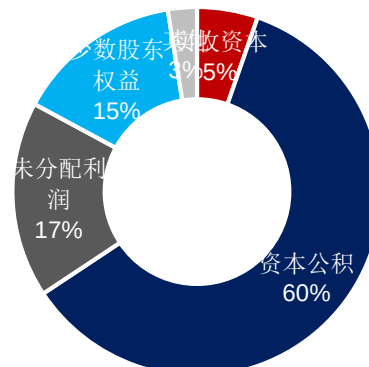
资本实力与资产质量

受并表博世科影响，2023年公司总资产和所有者权益规模增幅明显，整体杠杆水平有所提升；存量资产主要沉淀于面向宁国市财政局等相关单位的工程款、往来款、代建项目投入以及博世科市政项目所形成的应收账款、合同资产以及PPP项目形成的无形资产；整体而言，公司应收款项规模较大，且回收时间存在较大的不确定性，对营运资金形成了一定占用，整体流动性较弱

2023年政府收回闲置土地及部分孙公司股权划转导致公司当期资本公积减少9.56亿元，但受并表博世科影响，公司所有者权益规模增幅明显。但由于公司持有博世科10.34%股份，因此所有者权益的增量主要体现为少数股东权益的增加。2023年末以实收资本、资本公积和少数股东权益等构成；由于博世科资产负债率水平较高，因此公司总负债规模亦呈较快增长，产权比率较2022年进一步上升，整体净资产对负债的保障程度欠佳。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产构成仍以应收款项（面向宁国市财政局等相关政府部门的工程款和往来款）、存货（土地使用权和在建项目等工程投入）和砂石经营权等相关资产为主，2023年末并表博世科后公司资产规模进一步提升，增量资产以工程项目产生的应收账款和合同资产以及PPP项目形成的无形资产为主。

2023年末公司对宁国市财政局的应收账款余额为44.19亿元，已计提坏账准备0.22亿元，并表博世科后公司新增应收账款和合同资产规模较大，其中市政工程施工项目的应收账款账龄偏长，公司已对广西省、云南省和贵州省等部分地方政府财力较弱区域内的开发建设类国企累计计提5.46亿元坏账准备；合同资产主要由项目履约义务代收款和已完工未到期质保金构成。其他应收款主要系应宁国市财政局、宁国建投和宁阳控股等政府及相关国有企业的往来款，2023年末前五大合计占比86.06%；整体而言，公司应收款项和合同资产规模较大，未来回收时点存在较大不确定性，对营运资金形成了一定占用。

存货是公司最主要的资产，主要由土地使用权、在建项目、项目资产和开发成本等构成：2023年末土地使用权账面价值56.99亿元，用途主要为商业住宅和工业等，同比减少主要系政府收回土地所致；工程项目账面价值38.48亿元，主要为棚户区改造等项目支出；项目资产账面价值16.25亿元，主要包括河沥街道拆迁项目、南山街道拆迁项目等；开发成本账面价值6.44亿元，主要包括燕津湖畔和燕津花园等。总体来看，公司存货的收入实现时点存在一定的不确定性，变现能力较弱。公司无形资产原主要包括砂石经营权、林地使用权和停车场收费权等，2021年增幅较大主要系新注入砂石经营权，2023年末增幅较大主要系新增博世科运营PPP项目形成的特许经营权。

其他资产方面，2023年末公司固定资产增幅较大主要系并表博世科所新增的办公楼、设备生产车间及污水处理车间等。2023年公司在建工程大幅增长，主要系高铁南站市政工程和汪溪污水处理厂等项目新增投入。长期股权投资主要系公司直接或间接持有的宁国安元创新风险投资基金（有限合伙）等公司股权，2023年通过权益法核算的投资收益为-0.13亿元，需关注被投资企业未来贡献投资收益的持续性。投资性房地产主要系房屋建筑物，公司采用成本模式计量，2023年末新增主要系并表博世科所致。其他

非流动资产主要系公司作为宁国市人民政府的出资人对宣绩铁路进行的投资以及博世科部分以金融资产模式核算的PPP项目资产。此外，2023年6月末公司收购博世科形成2.27亿元商誉，后续需持续关注公司对博世科的整合经营情况，若博世科经营不达预期，公司面临一定的商誉减值风险。

受限资产方面，2023年末公司受限资产规模为47.24亿元，包括2.87亿元货币资金（借款质押和保证金）、13.90亿元应收账款（借款、担保质押）、10.30亿元存货、6.41亿元投资性房地产、1.48亿元在建工程、5.33亿元固定资产和6.95亿元无形资产。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.88	3.25%	17.46	5.26%
应收账款	60.05	13.12%	44.21	13.33%
其他应收款	44.24	9.66%	33.30	10.04%
存货	131.46	28.71%	134.04	40.42%
合同资产	14.37	3.14%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动资产	0.57	0.13%	0.55	0.17%
流动资产合计	276.14	60.31%	235.86	71.13%
固定资产	19.82	4.33%	2.01	0.61%
在建工程	22.73	4.96%	12.50	3.77%
长期股权投资	10.37	2.26%	6.31	1.90%
投资性房地产	12.77	2.79%	9.86	2.97%
无形资产	68.30	14.92%	31.03	9.36%
商誉	2.46	0.54%	0.00	0.00%
其他非流动资产	31.97	6.98%	25.42	7.67%
非流动资产合计	181.73	39.69%	95.75	28.87%
资产总计	457.88	100.00%	331.62	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营业务可持续性较好，且收购博世科对使公司多元化经营程度进一步提升，但公司整体盈利能力对政府补助依赖较大，且投资收益波动较大，并表企业博世科仍处于亏损状态，公司未来盈利存在较大不确定性

公司是宁国市重要的基础设施建设与运营主体，公司营业收入主要包括工程项目、安置房收入、房地产收入和砂石销售等，2023年公司工程项目结算规模有所下降，但存货中代建项目和项目资产的账面价值仍较大，对未来收入能够形成较好支撑，且公司砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，总体而言公司主营业务可持续性较好；此外2023年5月公司实现对博世科的控制及合并报表范围纳入，新增环境综合治理、专业技术服务费和运营收入，多元化经营程度进一步提升。

毛利率方面，2023年公司工程项目、安置房销售等业务毛利率均有回升，且新增专业技术服务和运营收入毛利率较高，因此整体毛利率有所上升，但受期间费用及坏账计提对博世科业绩存在侵蚀，公司整体盈利能力对政府补助依赖仍较大，2023年公司收到计入其他收益的政府补助7.40亿元，但需关注未来公司获得政府补助的持续性存在一定不确定性。公司2023年投资收益-0.14亿元较2022年降幅较大，主要系权益法核算的长期股权投资收益下降。此外，并表企业博世科2023年仍为净亏损状态，预计公司后续盈利存在较大不确定性。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	22.60	18.07
营业利润	0.91	2.42
其他收益	7.40	5.02
投资收益	-0.14	0.34
信用减值损失	-1.84	-0.31
利润总额	0.95	2.44
销售毛利率	17.51%	3.96%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，非标融资占比较大，整体融资成本偏高；公司短期债务占比提升，货币资金对到期债务覆盖能力下降，且并表博世科后公司整体杠杆压力进一步抬升；考虑到近年公司经营现金流净额波动较大，债务偿还将主要依赖再融资和股东支持

受并表博世科影响，2023年末公司总债务规模增长至217.23亿元。从融资品种来看，银行借款主要由质押借款、抵押借款和保证借款等构成，保证人为当地其他国企，抵押物为房产和土地，质押物为定期存单等，借款单位主要为四大行和城商行；2023年末公司存续债的融资主体包括公司本部、子公司宁国国投和博世科，其中公司本部和宁国国投存续债为公司债和企业债，期限为3-7年，票面利率在4.00%-7.14%，博世科存续债为“博世转债”⁷；非标融资主要为融资租赁及信托借款，大部分融资成本在8.80%以内。从期限结构来看，2023年末公司短期债务占比有所提升，面临一定的集中偿付压力。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	35.41	11.81%	14.95	7.83%
应付账款	27.80	9.28%	2.58	1.35%
其他应付款	38.25	12.76%	24.55	12.85%

⁷ “博世转债”发行规模 4.30 亿元，已于 2024 年 7 月 5 日到期兑付。

一年内到期的非流动负债	35.18	11.74%	35.61	18.64%
流动负债合计	155.96	52.04%	80.61	42.19%
长期借款	87.40	29.16%	61.41	32.14%
应付债券	22.02	7.35%	20.46	10.71%
长期应付款	12.78	4.26%	11.26	5.89%
其他非流动负债	17.58	5.87%	17.32	9.06%
非流动负债合计	143.76	47.96%	110.45	57.81%
负债合计	299.72	100.00%	191.06	100.00%
总债务	217.23	72.48%	161.88	84.73%
其中：短期债务	77.46	25.84%	51.43	26.92%
长期债务	139.77	46.63%	110.45	57.81%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，并表博世科使公司2023年末资产负债率上升至65.46%，且短期债务占比继续提高，2024年到期债务规模近80亿元，现金短期债务比进一步下滑。考虑到近年公司经营活动现金流波动较大，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。公司作为宁国市重要的基础设施建设主体之一，与多家金融机构建立了良好合作关系，且必要时可获得一定力度的外部支持。2023年末公司未使用银行授信额度为125.51亿元，备用流动性充裕，预计未来一段时间内公司再融资渠道将保持畅通，融资弹性尚可。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	65.46%	57.61%
现金短期债务比	0.20	0.34
EBITDA 利息保障倍数	1.57	2.47

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照《公司法》等要求建立了法人治理结构，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。根据公告，2023年6月原董事陈茂海不再担任公司董事，公司原副总经理程凯丰任公司董事兼总经理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月31日），公司本部及子公司宁国国投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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额为35.92亿元（见附录五），占年末净资产的比重为22.71%。公司担保对象均为宁国市下属国有企业及事业单位，区域集中度较高，对外担保规模较大且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

截至2024年4月25日，博世科连续12个月发生诉讼、仲裁事项累计金额 22,430.63 万元，已结案诉讼金额 6,476.91万元。其中博世科作为原告（申请人）的诉讼、仲裁案件涉及诉讼金额10,020.03 万元，已结案诉讼金额 362.44 万元；博世科作为被告（被申请人）的诉讼、仲裁案件涉及诉讼金额 12,410.60 万元，已结案诉讼金额 6,114.47 万元。中证鹏元将关注有关案件的后续进展及对公司预计负债的潜在影响。

其他

公司区域状况加权平均得分接近区间下限，我们对公司个体信用等级下调1个级别，调整至a+。

八、外部特殊支持分析

公司是宁国市人民政府下属重要企业，宁国市国资委间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宁国市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与宁国市人民政府的联系非常紧密。宁国市国资委间接持有公司100%股权，对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司代建业务直接源于政府及相关单位，且近年在股权划转、资产注入和财政补贴等方面得到受到政府支持的次数多且支持力度较大，预计未来公司与宁国市人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对宁国市人民政府非常重要。公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，在基础设施建设领域对宁国市人民政府的贡献的很大，但公司核心业务和资产均在子公司宁国国投，具有一定的可替代性，公司本部及子公司宁国国投作为已发债主体，违约会对宁国市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券品种一的安全性

本期债券品种一由中投保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券品种一的本金及利息、实现债权的费用，担保期限为本期债券品种一到期（含提前到期）之日起三年，受益人在担保期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人不再承担保证责任。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机构。截至2023年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为中投保控股股东，持有其48.93%的股份。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团90%的股权，中投保实际控制人为国资委。截至2023年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

表19 截至 2023 年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）

序号	股东名称	持股数	持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62%
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68%
4	金鼎投资(天津)有限公司	2.98	6.63%
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00%
6	Tetrad Ventures Pte Ltd	2.06	4.57%
7	中信证券投资有限公司	1.14	2.54%
8	孙晨	0.45	1.00%
9	宁波华奥股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89%
10	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
合计		43.07	95.73%

资料来源：中投保 2023 年年度报告，中证鹏元整理

作为国内担保行业的龙头企业，中投保近年来积极推进业务、产品和领域创新，中投保着力构建以担保增信为主体、投资资管和金融科技为两翼的“一体两翼三类四型”业务架构，形成特色的综合投融资服务模式，促进自身高质量可持续发展。

中投保主要业务为担保业务，以融资担保业务为主，同时积极拓展非融资担保业务。中投保融资担保业务包括债券担保、借款类担保以及其他融资担保，其中债券担保业务为融资担保业务的主力，担保品种主要为公募城投债。除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。近年来受政策影响，城投债发行对担保增信的依赖度降低，中投保主动调整担保业务结构，降低城投债担保业务的比重，加强央国企合作担保业务和普惠金融担保业务拓展力度，但未来中投保担保业务的转型效果仍需关注。2023年，中投保新增担保业务规模较上年有所下降，但担保余额仍保持增长，截至2023年末中投保（本部）担保余额为902.10亿元，同比增长8.97%。

债券担保业务是中投保最主要的担保业务构成。截至2023年末，中投保债券担保业务余额为542.21

亿元，所担保债券发行人主体信用级别均为AA级和AA+级，其中AA级客户担保余额占债券担保业务余额的68.77%。从客户集中度情况来看，截至2023年末，中投保单一最大客户和前十大客户担保余额分别为13.90亿元和106.05亿元，与母公司口径权益总额的比例分别为12.67%和96.66%。

中投保对借款类担保业务保持较大的投放力度，但受当期解保规模较大影响，截至2023年末，中投保借款类担保余额同比小幅下降1.01%至132.41亿元。中投保借款类担保业务客户主要为小微企业及个人，业务主要包括企业贷款担保、个人经营贷担保、电票担保等。

中投保非融资担保业务包括工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保和其他非融资担保，其中其他非融资担保主要为预付款保函。中投保积极推进非融资担保业务发展，其中投标担保和工程履约担保业务增速较快，推动非融资担保业务规模持续提升，截至2023年末，中投保非融资担保余额为146.37亿元，较2022年末大幅增长50.94%。

表20 中投保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	394.59	470.62	429.10
当期解除担保额	320.31	277.42	274.51
期末担保余额	902.10	827.82	634.62
融资担保余额	755.73	730.85	562.26
其中：债券担保余额	542.21	527.50	389.15
借款类担保余额	132.41	133.76	70.72
其他融资担保余额	81.11	69.59	102.39
非融资担保余额	146.37	96.97	72.37
融资担保责任余额	519.53	506.67	431.95
融资担保责任余额放大倍数（X）	5.23	5.37	4.53

注：其他融资担保主要为资产支持专项计划产品担保等。

资料来源：中投保 2021-2023 年年度报告及中投保提供，中证鹏元整理

截至2023年末，中投保担保（本部）业务客户中第一大行业建筑业客户担保余额合计为368.48亿元，相当于母公司口径权益总额的335.85%；区域分布上，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省等经济发达地区，截至2023年末，中投保（本部）在江苏省的客户担保余额合计为243.03亿元，相当于母公司口径权益总额的221.51%。同时中投保主营的债券担保业务单户规模较大。整体来看，中投保在行业、地区、客户等方面的集中度略高，需关注集中度风险。

2023年中投保（本部）共发生担保代偿2.51亿元，当年担保代偿率为0.78%，较2022年分别上升1.45亿元和0.40个百分点，但担保代偿率依然较低。2023年中投保（本部）代偿回收率⁸为24.27%，较2022年上升12.37个百分点。风险准备金计提方面，截至2023年末，中投保未到期责任准备金、担保赔偿准备金和一般风险准备金余额合计为32.76亿元，较2022年末下降5.11%，应收代偿款已全部计提减值准备。

⁸ 代偿回收率=当期代偿回收额/（年初代偿余额+当年代偿额）

资金运用方面，近年来中投保投资资产规模持续增加，截至2023年末，中投保金融投资合计金额为174.01亿元，同比增长7.31%，金融投资主要由交易性金融资产、债权投资和其他债权投资构成。受资本市场波动加剧影响，中投保调整资产配置策略，2023年以来继续增加高级别信用债及利率债配置力度，截至2023年末债权投资和其他债权投资资产分别为32.61亿元和53.34亿元，同比分别增长19.40%和16.21%；交易性金融资产同比小幅下降至88.07亿元，其中股权投资及基金投资余额合计65.89亿元。

表21 中投保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	275.47	279.76	262.56
货币资金	17.81	31.87	27.57
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	110.93	109.42	111.35
营业收入	16.55	17.32	23.81
净利润	5.71	5.43	8.07
净资产收益率	5.18%	4.92%	7.09%
当年新增代偿额	2.51	1.06	0.00
当期担保代偿率	0.78%	0.38%	0.00%
代偿回收率	24.27%	11.90%	0.37%
拨备覆盖率	-	1,351,161.54%	1,052,804.31%

注：1 表中应收代偿款净额 2021-2023 年末分别为 24.98 万元、25.32 万元和 0.00 万元，2021 年、2022 年因四舍五入显示为“0.00”；2 拨备覆盖率使用母公司口径数据计算，与中投保年度报告披露数据一致。

资料来源：中投保 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

近年来中投保资产规模较为稳定，截至2023年末，中投保资产总额275.47亿元，同比小幅下降1.53%；其中金融资产在资产总额中的占比为63.17%，为最主要的资产构成。截至2023年末，中投保货币资金17.81亿元，较2022年末下降44.10%，其中8.21亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限；定期存款43.32亿元，其中23.57亿元定期存款因为子公司提供借款质押担保而受限；应收代偿款余额为7.73亿元，已全额计提坏账准备；金融投资合计174.01亿元，主要包括交易性金融资产、债权投资和其他债权投资，为中投保提供了较大规模的投资业务收益。整体来看中投保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用风险、汇率风险和市场风险。中投保长期股权投资主要为对上市公司的股票投资，截至2023年末，长期股权投资账面价值19.26亿元，同比下降18.88%，主要系中投保处置部分中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）股权及国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司清算注销所致，处置完成后，中投保对中金公司的持股比例由2.64%下降至2.14%。中投保按照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比，资产比例均符合监管要求。

2023年末中投保负债规模和负债结构同比基本保持稳定。截至2023年末，中投保负债合计164.55亿元，较2022年末下降3.40%，负债构成仍以长期债务为主。截至2023年末，中投保短期借款合计36.09亿元，在负债总额中的占比为21.93%；未到期责任准备金为14.44亿元，同比下降5.14%；长期借款合计

45.96亿元，主要为向亚洲开发银行申请的外币信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行的借款；应付债券余额为44.59亿元，与年初持平，在负债总额中的占比为27.10%，主要为发行的公司债券。

截至2023年末，中投保所有者权益总额110.93亿元，所有者权益总体保持稳定，资本实力仍然很强。截至2023年末，中投保融资担保放大倍数为5.23倍，较2022年末有所下降。

表22 中投保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保业务净收入（已赚保费）	7.82	6.41	4.45
投资收益	12.30	7.27	11.99
公允价值变动损益	(3.07)	3.19	2.20
汇兑损益	(2.24)	(1.46)	2.90
其他收益	0.02	0.03	0.14
其他业务收入	1.62	1.84	1.82
营业收入合计	16.55	17.32	23.81

资料来源：中投保 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

由于年内新增担保业务规模下降和业务结构有所调整，中投保2023年担保业务收入同比下降34.94%至8.54亿元；此外，中投保加大分保合作力度，全年分出保费金额同比大幅增长122.10%至1.50亿元。随着担保业务收入规模的下降，2023年中投保转回未到期责任准备金0.78亿元。在上述因素综合影响下，2023年中投保实现已赚保费7.82亿元，同比增长22.06%。2023年因减持部分权益类资产，中投保投资收益同比增长69.15%至12.30亿元；受宏观经济形势复苏缓慢和市场波动影响，中投保确认公允价值变动损失3.07亿元；受欧元汇率波动影响，中投保2023年确认汇兑损失2.24亿元。2023年中投保业务及管理费用小幅增长；基于担保业务代偿实际，中投保调整准备金计提比例，2023年转回担保赔偿准备金2.11亿元。在上述因素的综合影响下，2023年中投保净利润同比增长5.13%至5.71亿元；净资产收益率同比上升0.26个百分点至5.18%。

从外部支持来看，国投集团为中投保控股股东，作为国投集团金融业务板块的重要组成部分，中投保具有一定的战略重要性，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的大力支持。国投集团为中央直接管理的国有重要骨干企业，在重要行业和关键领域发挥国有资本的引领和带动作用。作为国务院批准设立的国家投资控股公司，国投集团综合实力很强。截至2023年末，国投集团资产总额8,385.34亿元，所有者权益合计2,706.79亿元；2023年营业总收入2,125.68亿元，净利润209.34亿元，综合实力雄厚。

综上所述，中投保控股股东实力雄厚，在业务拓展、资金等方面为其提供大力支持；近年来担保代偿水平较低，拨备覆盖率处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业和区域集中度均略高，不利于分散风险，且债券担保业务面临一定转型压力；权益类投资资产规模相对较大，需关注市场波动对盈利水平带来的不利影响。

经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能够有效提升本期债券的安全性。

兴泰担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券品种二的安全性

本期债券品种二由兴泰担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券品种二的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用与其他应支付的费用。担保期限为本期债券品种二存续期及到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。本期债券品种二利率、期限、还本付息方式等发生变更且加重担保人担保责任时，须经担保人书面同意后，担保人方继续承担担保函项下相应责任，未经担保人书面同意，担保人不对该项变更加重其责任的部分承担担保函下任何责任。自担保函出具之日起至本期债券品种二正式发行之日，若出现影响债券持有人权益或担保人权益的重大事项，包括但不限于公司经营管理出现重大不利变化、偿债能力下降、卷入重大法律诉讼、在确定本期债券品种二发行定价区间时公司、担保人与主承销商无法就定价区间形成合意、债权代理人不能正常履职等，担保人有权变更（包括但不限于调整融资担保额度、期限、期数）或终止担保函。本期债权需在2023年12月31日前发行完毕，如超过该期限发行，需取得保证人出具的担保函补充说明，否则担保人不承担担保函项下的任何责任。

兴泰担保前身为成立于2001年4月的安徽金盛投资发展有限公司，初始注册资本为0.20亿元，其中由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“合肥兴泰集团”）出资0.10亿元，持股比例为50.00%；此后经过多次增资，以及引入安徽省担保集团、肥西县城投资建设（集团）有限公司等多家股东，资本实力不断增强，并于2022年11月变更为现名。截至2023年末，兴泰担保注册资本及实收资本均为53.34亿元，其中合肥兴泰集团直接及间接合计持有兴泰担保56.48%的股权，合肥兴泰集团由合肥市国有资产管理委员会（以下简称“合肥国资委”）全资持股，合肥国资委为兴泰担保最终控制人。截至2023年末，兴泰担保前十大股东持股情况如下表所示。

表23截至 2023 年末兴泰担保前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
合肥兴泰金融控股（集团）有限公司	275,617.66	51.68%
合肥兴泰资产管理有限公司	25,622.80	4.80%
安徽省融资再担保有限公司	23,361.51	4.39%
安徽金寨国有投资控股集团有限公司	18,148.81	3.40%
金安产业发展投资有限公司	18,148.81	3.40%
宁国市金禾工业投资有限公司	18,148.81	3.40%
宿州埇桥城投集团（控股）有限公司	18,148.81	3.40%
肥西县城投资建设（集团）有限公司	14,877.41	2.80%
宣城开盛建设投资集团有限公司	13,611.62	2.55%
定远县城乡发展投资集团有限公司	13,611.62	2.55%
合计	439,297.86	82.36%

资料来源：兴泰担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

兴泰担保系合肥市国有融资担保机构，承担建立和完善全市政策性担保体系的职能，扶持合肥市内

中小微企业健康发展、帮扶中小企业解决融资难等问题，是合肥市业务规模最大的国有融资担保机构，也是安徽省内最重要的融资担保机构之一。兴泰担保的担保业务主要包括直接融资担保、间接融资担保、非融资担保和住房置业公积金担保。

表24 截至 2023 年末纳入兴泰担保合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	实收资本	持股比例	主营业务	简称
合肥市兴泰科技融资担保有限公司	84,595.24	72.54%	融资担保	兴泰科技
合肥市长丰兴泰融资担保有限公司	27,000.00	54.88%	融资担保	长丰担保
合肥国控建设融资担保有限公司	70,000.00	100.00%	融资担保、非融资担保	国控担保
合肥徽恒物业管理有限公司	50.00	100.00%	物业管理	徽恒物业

资料来源：兴泰担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

兴泰担保本部主要开展直接融资担保业务、一般性的间接融资担保业务以及住房置业公积金担保业务，兴泰科技主要针对合肥市科创型企业开展政策性间接融资担保业务，长丰担保主要针对合肥市长丰县域内小微和三农企业开展政策性间接融资担保业务，国控担保主要开展非融资担保业务，同时兴泰担保参股了合肥市6家区县级政策性融资担保公司，通过参股融资担保公司在相应区县内开展政策性融资担保业务。近年来兴泰担保的担保业务规模持续扩大，2021-2023年末担保余额年复合增长17.70%，截至2023年末为1,116.08亿元。

兴泰担保直接融资担保目标客户主要为安徽省内区县级基础设施投融资建设企业，担保产品为各类债券，主要通过券商推荐、自主营销、同业推介等方式进行客户营销，另有部分为针对其他担保公司已担保债券的分保业务。自2020年兴泰担保新增债券担保业务以来，其直接融资担保业务迅速扩张，2021-2023年末直接融资担保余额年复合增长105.89%。截至2023年末，兴泰担保直接融资担保余额为220.44亿元，同比增长114.60%。但随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业资本市场融资收紧，债券担保业务未来增长承压，兴泰担保的直接融资担保业务或将面临一定的业务转型压力。

2020年以来，为提高审批效率、降低人力成本，兴泰担保重点推进国担基金⁹“总对总”批量贷款担保业务，即通过与银行签订协议，对于500万以内银行贷款客户实行见贷即保。其中，当期担保代偿率在3%以内时，产生的代偿损失由兴泰担保、国担基金、银行、省再担按照3：3：2：2比例分摊，超出3%的代偿由银行单独承担。2021-2023年末兴泰担保间接融资担保余额年复合增长29.33%，截至2023年末，兴泰担保间接融资担保余额为127.27亿元，同比增长27.12%。

兴泰担保非融资担保业务主要包括工程履约保函、诉讼保全等非融资担保业务，风险较低。截至2023年末，兴泰担保非融资担保余额为91.25亿元，同比增长2.75%。

此外，兴泰担保是合肥市唯一一家从事城镇居民公积金贷款担保业务的担保公司，2023年兴泰担保

⁹ 指国家融资担保基金。

继续为合肥市内城镇居民申请个人住房公积金贷款、组合贷款提供连带责任保证，公积金担保业务向贷款个人免收担保费，由住房公积金管理中心及银行按每笔担保业务金额的一定比例统一向兴泰担保支付担保费。2021-2023年末兴泰担保公积金担保余额年复合增长6.63%，截至2023年末，兴泰担保公积金担保余额为677.13亿元。截至2023年末，兴泰担保公积金担保余额占期末担保余额的比例为60.67%。

表25 兴泰担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	525.78	338.09	428.75
当期解除担保额	385.70	167.74	378.00
期末担保余额	1,116.08	976.00	805.66
其中：融资担保余额	347.71	202.84	128.09
直接融资担保余额	220.44	102.72	52.00
间接融资担保余额	127.27	100.12	76.09
非融资担保余额	91.25	88.81	82.03
公积金担保余额	677.13	684.35	595.54
融资担保责任余额	338.19	243.39	172.52
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.75	3.46	3.93

资料来源：兴泰担保提供，中证鹏元整理

近年来兴泰担保代偿多发生于间接融资担保业务，2021年随着兴泰担保项目审查力度趋严，加之被担保企业经营情况有所好转，兴泰担保当期担保代偿额同比下降46.59%至0.94亿元，2022年当期担保代偿额进一步下降至0.90亿元。2023年兴泰担保当期担保代偿额为1.01亿元，当期担保代偿率为0.26%，同比下降0.28个百分点，处于较低水平。截至2023年末，兴泰担保累计担保代偿率为0.60%，累计代偿回收率为73.90%，目前来看兴泰担保代偿风险控制较好。准备金提取方面，兴泰担保按照相关法规要求，对于融资担保按照当年担保收入的50%提取未到期责任准备金，实行差额提取；按照当年年末担保责任余额的1%提取担保赔偿准备金，担保赔偿准备金累计达到当年担保责任余额的10%的，实行差额提取。截至2023年末，兴泰担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为2.14亿元、13.75亿元及0.96亿元，担保风险准备金合计为16.85亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为393.17%。总体来看兴泰担保风险准备金提取较为充足，拨备覆盖率维持在较高水平。

兴泰担保利用自有资金开展委托贷款业务，业务对象主要为合肥市区域内企业，年化利率定价区间位于8.00-11.00%。2023年兴泰担保委托贷款发放额同比大幅增长367.47%至4.44亿元，推动兴泰担保年末委托贷款规模同比大幅增长171.35%至5.47亿元。兴泰担保于2022年停止发放委托贷款中的“票据贷”产品，该产品客户数量多而金额较小，从而导致2022年以来兴泰担保委托贷款发放额同比下降幅度较大，客户数量也显著减少。截至2023年末委托贷款客户数量为25户，户均委托贷款规模为2,186.72万元。2023年，兴泰担保实现委托贷款收入0.25亿元，较2021年增长49.62%。

表26 公司委托贷款业务情况（单位：万元、户）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
期末委贷余额	54,668.00	20,147.00	31,641.49
期末客户数	25	9	67
当期委贷发生额	44,410.00	9,500.00	24,042.82
当期委贷回收额	9,889.00	20,995.00	19,109.80
当期委贷收入	2,466.00	1,404.00	1,648.14
期末减值准备余额	10,702.00	13,207.00	11,569.52

注：上表中“当期委贷收入”不含内部往来收入，故与审计报告中数据不一致。

资料来源：兴泰担保提供，中证鹏元整理

投资业务上，兴泰担保在满足日常经营及应对潜在代偿所需流动性的前提下利用闲置资金主要投资于银行理财、标准化债券和基金。截至2023年末，兴泰担保理财产品账面余额合计10.85亿元，到期期限以1年以内为主，主要为存款和其他银行理财产品；标准化债券投资余额合计10.11亿元，主要投向AA+以上城投公司发行的债券；基金投资账面余额为7.99亿元，主要投向货币市场基金。整体来看兴泰担保理财投资规模较大，期限以一年内为主，具备较强流动性。

表27 兴泰担保主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	96.36	90.47	61.94
货币资金	27.74	20.03	9.09
应收代偿款净额	4.28	3.67	5.36
存出保证金	9.73	13.89	12.13
其他应收款	1.54	2.03	1.63
债权投资	10.11	4.23	0.00
所有者权益合计	74.42	71.75	45.32
营业总收入	5.14	4.21	3.45
担保费收入	4.67	3.93	3.04
投资收益	0.96	1.13	0.49
利润总额	2.16	1.84	1.02
净利润	1.80	1.54	0.77
净资产收益率	2.46%	2.64%	1.78%
当期担保代偿额	1.01	0.90	0.94
当期担保代偿率	0.26%	0.54%	0.25%
累计担保代偿率	0.60%	0.67%	0.68%
累计代偿回收率	73.90%	76.64%	65.74%
拨备覆盖率	393.17%	354.38%	206.44%

资料来源：兴泰担保 2021-2023 年审计报告及兴泰担保提供，中证鹏元整理

近年来兴泰担保资产总额保持快速增长，2021-2023年末资产总额年复合增长24.73%。截至2023年末，兴泰担保资产总额为96.36亿元，主要由货币资金、存出保证金、交易性金融资产、应收代偿款、债权投资等构成，其中收益水平相对较高的计入其他流动资产项目下的委托贷款占比较低，兴泰担保整

体资产收益水平较低。兴泰担保货币资金规模持续增长，2021-2023年末复合增长率为74.67%，截至2023年末货币资金规模为27.74亿元，无受限货币资金。截至2023年末，存出保证金为9.73亿元，同比下降29.93%，存出保证金近年来有所波动；交易性金融资产账面价值为18.84亿元，包括理财产品10.85亿元和基金7.99亿元；应收代偿款余额为4.28亿元，未计提坏账准备；债权投资账面价值为10.11亿元，同比增长138.81%，主要为标准化债券投资。从三类资产占比情况来看，截至2023年末兴泰担保本部Ⅰ级资产、Ⅱ级资产和Ⅲ级资产占（资产总额-应收代偿款）的比例分别为46.96%、23.64%和27.25%，三类资产占比均符合监管要求。

近年来兴泰担保负债规模稳步上升，2021-2023年末负债总额年复合增长率为14.89%。截至2023年末，兴泰担保负债合计21.93亿元。兴泰担保负债主要由其他应付款和担保合同准备金构成。其他应付款为政府转贷基金、业务合作保证金、担保业务反担保票据款及往来款等，近年来其他应付款规模持续下降，截至2023年末其他应付款余额为4.27亿元。随着拨备计提力度的加大，兴泰担保的担保合同准备金规模持续上升，2021-2023年末担保合同准备金年复合增长率为23.39%，截至2023年末担保合同准备金余额为15.89亿元。

近年来兴泰担保所有者权益规模呈快速增长态势，主要系2020-2022年兴泰担保合计获得30.20亿元股东增资所致，2021-2023年末兴泰担保所有者权益合计年复合增长率为28.14%，截至2023年末，兴泰担保所有者权益为74.42亿元。截至2023年末，兴泰担保融资担保责任余额放大倍数为4.75倍，处于较低水平，兴泰担保未来融资担保业务发展空间较大。

表28 兴泰担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融服务	49,443.12	96.11%	40,660.01	96.62%	32,040.55	92.99%
其中：利息收入	2,723.84	5.29%	1,404.21	3.34%	1,648.14	4.78%
担保费收入	46,719.28	90.82%	39,255.80	93.28%	30,392.40	88.20%
其他业务	2,000.22	3.89%	1,423.98	3.38%	2,416.95	7.01%
合计	51,443.34	100.00%	42,083.99	100.00%	34,457.50	100.00%

资料来源：兴泰担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

受益于担保费收入的增长，兴泰担保营业总收入呈快速增长态势，2021-2023年复合增长22.19%，2023年实现营业总收入5.14亿元。兴泰担保营业总收入主要由担保费收入、利息收入和其他业务收入构成，其中担保费为兴泰担保收入最主要构成部分，2023年实现担保费收入4.67亿元，占营业总收入的90.82%。利息收入为兴泰担保开展委托贷款业务所产生的收入，收入规模较小。此外，兴泰担保出租自持物业，并向承租人提供物业服务，实现物业管理收入和房屋租赁收入，前述两种收入计入其他业务收入核算，2023年其他业务收入占营业收入的比例为3.89%，贡献度有限。兴泰担保营业成本随着业务的扩展也快速增长，2021-2023年复合增长16.17%，2023年营业成本为1.01亿元；同时兴泰担保加大拨备

计提力度，提取担保合同准备金规模持续增长，2021-2023年复合增长15.17%，2023年提取担保合同准备金规模为3.40亿元。兴泰担保投资收益主要为银行理财及信托、资管产品产生的收益，近年来投资收益规模有所波动，2023年投资收益为0.96亿元，同比下降15.36%。2023年，兴泰担保实现净利润1.80亿元，总资产收益率和净资产收益率分别为1.93%和2.46%，处于较低水平，整体来看兴泰担保盈利能力偏弱。

从外部支持来看，合肥兴泰集团为兴泰担保控股股东，其定位为合肥市属金融控股平台，旗下业务包括金融股权投资、产业投资引导基金、担保、融资租赁、典当、小额贷款、保理及房地产开发等，实际控制人为合肥国资委。近年来兴泰担保持续获得股东及省市两级政府较大力度支持。2020年、2021年9月和2021年12月，合肥兴泰集团分别向兴泰担保增资1.20亿元、2.00亿元和2.00亿元。2022年5月，合肥兴泰集团等3家原股东及12家安徽省内国有企业对兴泰担保增资合计25.00亿元，兴泰担保实收资本增加至53.34亿元，资本实力大幅增强。同时，近年来安徽省和合肥市积极推进政府性融资担保体系和风险分担机制建设，对兴泰担保业务开展和风险管理等方面均带来了帮助。

综上，兴泰担保承担合肥市政府性融资担保体系建设职责，获得了股东及安徽省和合肥市两级政府在业务开展、资本补充等方面的有力支持；受益于股东增资，资本实力大幅提升；兴泰担保业务规模较大，发展态势较好，融资担保责任余额放大倍数处于较低水平，未来业务发展空间较大；当期担保代偿率较低，担保业务风险控制情况较好。同时中证鹏元也关注到，随着城投类企业资本市场融资收紧，兴泰担保的直接融资担保业务或将面临一定的业务转型压力；盈利能力偏弱等风险因素。

经中证鹏元综合评定，兴泰担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

十、结论

宁国市为安徽省辖县级市，旅游资源较为丰富，工业基础较好，经济及财政实力在宣城市区县中位列前茅，积极培育以汽车零部件为首的产业集群，经济发展潜力较好。公司作为宁国市重要的基础设施建设与运营主体，存量资产主要沉淀于土地资产、代建和保障房等项目投入、面向宁国市财政局相关政府部门的工程款和往来款，资产流动性较弱，且收购博世科后面临一定的管控压力及业绩不确定性，同时近年公司总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资，但考虑到公司作为宁国市重要的基础设施建设主体，2023年末存货中代建项目规模较大，且砂石销售和公交运输业务在宁国市内具有区域垄断性，主营业务可持续性仍较好。整体来看，公司抗风险能力尚可，且中投保和兴泰担保提供的保证担保仍能分别提升本期债券品种一和品种二的安全性。

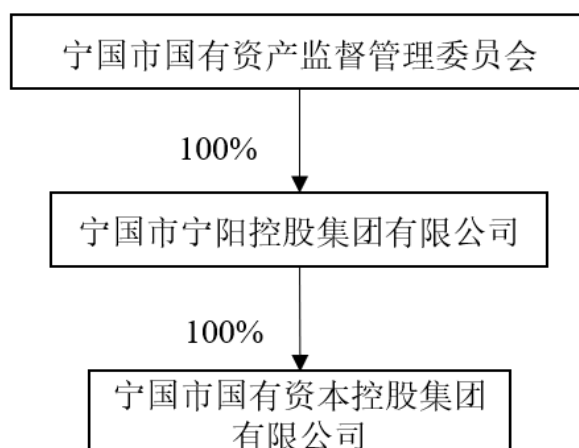
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23宁国01/23宁国国控专项债01”和“23宁国02/23宁国国控专项债02”的信用等级为AAA。

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：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	14.88	17.46	25.20
应收账款	60.05	44.21	38.08
其他应收款	44.24	33.30	32.07
存货	131.46	134.04	143.13
流动资产合计	276.14	235.86	244.22
固定资产	19.82	2.01	1.43
在建工程	22.73	12.50	0.01
无形资产	68.30	31.03	32.05
其他非流动资产	31.97	25.42	1.27
非流动资产合计	181.73	95.75	55.23
资产总计	457.88	331.62	299.45
短期借款	35.41	14.95	8.25
应付账款	27.80	2.58	1.86
其他应付款	38.25	24.55	6.50
流动负债合计	155.96	80.61	43.46
长期借款	87.40	61.41	67.66
应付债券	22.02	20.46	28.17
长期应付款	12.78	11.26	9.35
非流动负债合计	143.76	110.45	116.97
负债合计	299.72	191.06	160.43
所有者权益	158.16	140.56	139.02
营业收入	22.60	18.07	13.06
营业利润	0.91	2.42	3.65
其他收益	7.40	5.02	4.23
利润总额	0.95	2.44	3.65
经营活动产生的现金流量净额	18.06	2.88	-0.88
投资活动产生的现金流量净额	-15.95	-26.51	7.79
筹资活动产生的现金流量净额	-5.59	15.33	4.39
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	17.51%	3.96%	13.32%
资产负债率	65.46%	57.61%	53.58%
短期债务/总债务	35.66%	31.77%	19.95%
现金短期债务比	0.20	0.34	0.89
EBITDA（亿元）	8.22	6.23	6.58
EBITDA 利息保障倍数	1.57	2.47	1.45

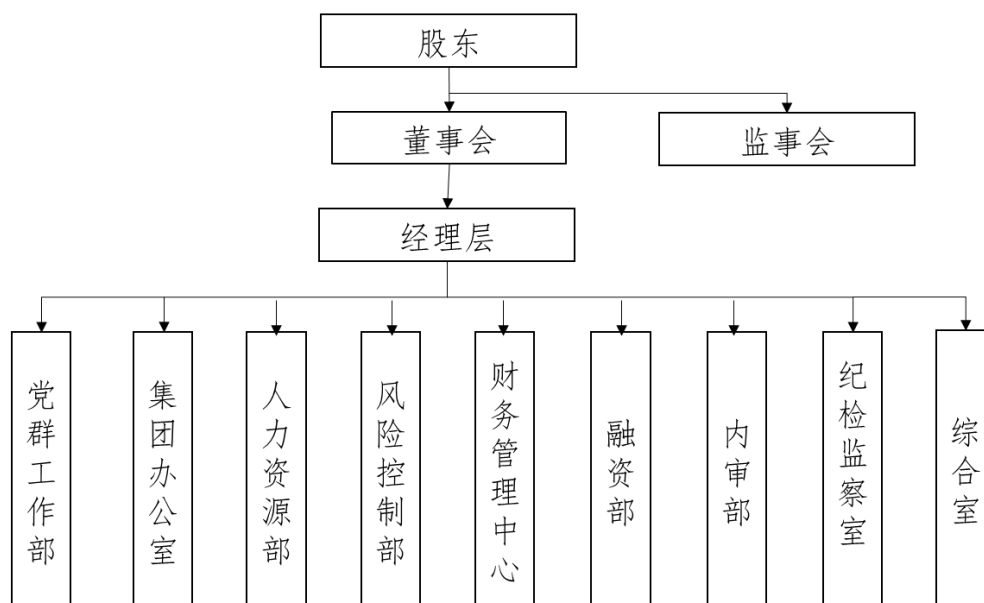
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宁国市燕津城市运营服务有限公司	10.00	100.00%	公共设施管理
宁国市国新城镇化建设有限公司	10.00	100.00%	新型城镇化建设
宁国市国津矿业有限公司	10.00	100.00%	非金属矿采业
宁国市国有资产投资运营有限公司	10.00	100.00%	开发建设和经营管理
宁国市绿润置业发展有限责任公司	0.20	100.00%	房地产开发
广西博世科环保科技股份有限公司	5.05	10.34%	工程咨询、设计、环保及清洁化生产技术研究
泗洪博世科水务有限公司	1.00	75.00%	自来水生产与供应

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 2023 年 12 月末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保到期日	是否有反担保
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	30,000.00	2036-8-18	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	21,000.00	2028-11-18	否
宁国市新农村建设投资有限公司	19,700.00	2034-6-16	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	14,900.00	2040-6-30	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	14,250.00	2025-1-5	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	12,900.00	2042-12-15	否
宁国市新农村建设投资有限公司	11,880.00	2028-12-26	否
宁国市众益新型城镇化建设有限公司	11,250.00	2024-4-14	否
宁国市三津乡村发展有限公司	9,480.00	2028-7-27	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	24,000.00	2026-3-17	否
宁国经开控股集团有限公司	8,000.00	2024-10-17	否
宁国市新农村建设投资有限公司	5,418.69	2026-5-11	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	4,987.96	2026-3-5	否
宁国市众益水务有限公司	4,900.00	2034-12-31	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	5,000.00	2040-7-24	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	5,000.00	2040-7-24	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	3,724.00	2033-7-8	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	3,293.50	2027-7-28	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	3,000.00	2026-11-8	否
宁国市三津乡村发展有限公司	3,000.00	2034-10-21	否
宁国市三津乡村发展有限公司	3,000.00	2038-5-21	否
宁国市三津乡村发展有限公司	3,000.00	2034-10-21	否
宁国市宁港工业投资有限公司	2,730.00	2025-4-14	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	2,500.00	2040-7-24	否
宁国市宁港工业投资有限公司	2,260.00	2025-6-9	否
宁国市新农村建设投资有限公司	2,250.00	2027-5-6	否
宁国市新农村建设投资有限公司	2,250.00	2027-5-6	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	2,000.00	2042-12-15	否
宁国市宁港工业投资有限公司	1,850.00	2025-7-21	否
宁国经开控股集团有限公司	1,820.00	2025-6-15	否
宁国市三津乡村发展有限公司	1,800.00	2038-5-21	否
宁国经开控股集团有限公司	1,660.00	2025-5-10	否
宁国市宁港工业投资有限公司	1,620.00	2025-5-26	否
宁国市宁港工业投资有限公司	1,580.00	2025-7-28	否
宁国市新农村建设投资有限公司	1,500.00	2024-11-30	否
宁国市新农村建设投资有限公司	1,400.00	2024-12-12	否

宁国市宁港工业投资有限公司	1,270.00	2025-4-28	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	1,200.00	2033-7-8	否
宁国市宁港工业投资有限公司	1,140.00	2025-6-2	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	1,128.41	2033-7-8	否
宁国市宁港工业投资有限公司	1,110.00	2025-5-12	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	1,016.20	2033-7-8	否
宁国市新农村建设投资有限公司	1,000.00	2024-7-31	否
宁国市新农村建设投资有限公司	950.00	2024-9-25	否
宁国市宁港工业投资有限公司	940.00	2025-5-19	否
宁国市宁港工业投资有限公司	820.00	2025-6-21	否
宁国市宁港工业投资有限公司	800.00	2025-7-14	否
宁国市宁港工业投资有限公司	740.00	2025-8-4	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	703.00	2033-7-8	否
宁国市宁港工业投资有限公司	500.00	2025-4-21	否
宁国市宁港工业投资有限公司	340.00	2025-5-6	否
宁国市新农村建设投资有限公司	300.00	2043-11-27	否
宁国市宁港工业投资有限公司	300.00	2025-6-16	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	228.97	2033-7-8	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	200.00	2033-7-8	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	154.59	2033-7-8	否
宁国市新农村建设投资有限公司	120.00	2028-12-26	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	100.00	2040-6-30	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	100.00	2042-12-15	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	100.00	2040-7-24	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	67.00	2033-7-8	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	14,759.26	2033-7-8	否
宁国市青龙湾文化旅游投资有限公司	--	2030-6-25	否
安徽省宁国建设投资集团有限公司	5,000.00	2024-1-14	否
宁国经开控股集团有限公司	10,112.73	2029-12-21	否
宁国市宁港水务有限公司	9,231.47	2026-9-27	否
宁国市宁港水务有限公司	7,000.00	2025-2-28	否
宁国经开控股集团有限公司	5,000.00	2025-12-27	否
宁国市乡投林业开发有限公司	5,000.00	2053-8-24	否
宁国市宁港水务有限公司	5,000.00	2026-12-6	否
宁国市宁港水务有限公司	5,000.00	2026-12-6	否
安徽省宁国众益新型城镇化建设有限公司	3,000.00	2026-10-27	否
宁国市新农村建设投资有限公司	4,350.00	2026-2-28	否
宣城国控恩龙世界木屋村有限公司	1,000.00	2024-6-30	否
宣城国控恩龙世界木屋村有限公司	500.00	2024-7-21	否

宁国市津途交通建设有限公司	15,000.00	2041-10-7	否
宁国市津途交通建设有限公司	5,000.00	2041-10-7	否
合计	359,185.78	--	--

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录七 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。