

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】258号

安徽乐行城市建设集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“17乐行债/17乐行债”和“20乐行专项债/20乐行债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，同时维持“17乐行债/17乐行债”和“20乐行专项债/20乐行债”信用等级均为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月二十二日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与安徽乐行城市建设集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月22日

安徽乐行城市建设集团有限公司 主体及相关债项2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2020/6/22	AA/稳定	周丽君	马霁竹

债项信用			评级模型												
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型												
17 乐行债/17 乐行债	AAA	AAA	地区综合实力	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分				
20 乐行专项债/20 乐行债	AAA	AAA		区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	28.80					
				GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	28.80					
				GDP 增速	4.00%	3.20		资产负债率	9.00%	7.20					
				人均 GDP	4.00%	1.04		全部债务资本化比率	9.00%	7.20					
				一般公共预算收入	32.00%	19.20		补助收入/利润总额	5.00%	5.00					
一般公共预算收入增速	4.00%	4.00	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	2.00										
上级补助收入	4.00%	2.64													
主体概况			2.二维矩阵映射								3.评级调整因素				
安徽乐行城市建设集团有限公司是亳州市涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，主要从事涡阳县内的基础设施和安置房建设等业务。涡阳县人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东，涡阳县人民政府为公司实际控制人。			维度	地区综合实力									基础模型参考等级	AA	
			1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档				
			企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA			AA-
				2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-			AA-
				3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-			AA-
				4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-			A+
				5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-			A+
				6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-			A+
				7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-			A+
				8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-			A+
9 档	AA-	AA-		AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+					
			基础模型参考等级									AA			
			注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。									基础模型参考等级		AA	
												评级调整因素		无	
												4.主体信用等级		AA	

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，亳州市和涡阳县经济实力依然较强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东及相关方的大力支持；安徽担保集团对“17 乐行债/17 乐行债”提供的担保仍具有很强的增信作用；兴农担保集团对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，经营性现金流存在一定的不确定性。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“17 乐行债/17 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级均为 AAA。

同业对比

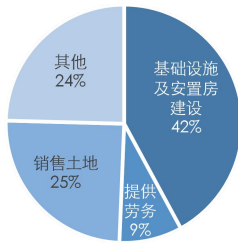
项目	安徽乐行城市建设集团有限公司	广德市国有资产投资经营有限公司	资阳市凯利建设投资有限公司	宣城市建设投资经营有限公司	宁国市国有资产投资运营有限公司
地区	亳州市涡阳县	宣城市广德市	资阳市雁江区	襄阳市宣城市	宣城市宁国市
GDP (亿元)	332.2	321.2	338.3	367.7	367.3
GDP 增速 (%)	9.4	8.4	6.9	8.1	8.1
人均 GDP (元)	19501	63228	36693	69672*	91546
一般公共预算收入 (亿元)	20.60	27.10	15.20	17.27	30.90
一般公共预算支出 (亿元)	74.55	54.10	43.02	54.55	49.50
资产总额 (亿元)	278.01	221.62	156.15	123.76	210.27
所有者权益 (亿元)	115.13	123.69	76.85	60.45	103.11
营业收入 (亿元)	11.78	17.06	15.31	5.26	8.87
利润总额 (亿元)	0.91	0.57	4.32	1.47	2.87
资产负债率 (%)	58.59	44.19	50.79	51.16	50.96
全部债务资本化比率 (%)	51.02	20.63	30.19	45.78	36.08

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业公司，表中数据年份均为 2019 年；标“*”人均 GDP 按“GDP/常住人口”估算。

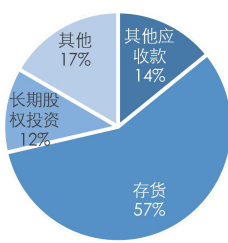
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年公司营业收入构成



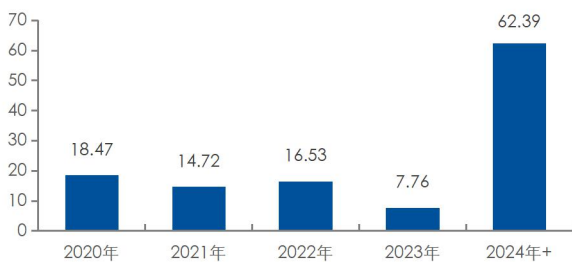
2019 年末公司资产构成



公司财务指标（单位：亿元、%）

	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	190.20	236.80	278.01
所有者权益	99.41	107.89	115.13
营业收入	7.77	11.12	11.78
利润总额	3.67	1.58	0.91
全部债务	68.54	96.34	119.91
资产负债率	47.73	54.44	58.59
全部债务资本化比率	40.81	47.17	51.02

2019 年末公司全部债务到期结构（单位：亿元）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2017 年	2018 年	2019 年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	279.4	300.3	332.2
GDP 增速	9.3	11.0	9.4
人均 GDP（元）	16521	17739	19501
一般公共预算收入	14.37	15.11	20.60
一般公共预算收入增速	13.80	18.80	19.20
上级补助收入	44.35	47.84	53.01

优势

- 跟踪期内，亳州市及涡阳县地区经济保持增长，经济实力依然较强；
- 公司主要从事涡阳县的基础设施及安置房建设等业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；
- 公司作为涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，在资产划拨和财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持；
- 安徽担保集团对“17 乐行债/17 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用；兴农担保集团对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；
- 公司经营性现金流持续净流出，对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来存在一定的不确定性。

评级展望

预计亳州市和涡阳县经济将保持增长，公司主营业务区域专营性很强，得到股东及相关方的持续支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA(20 乐行专项债/20 乐行债)	2019/6/27	周丽君 马霁竹	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文
AA/稳定	AAA（17 乐行债/17 乐行债）	2018/5/23	刘贵鹏 周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文
AA-/稳定	AAA（17 乐行债/17 乐行债）	2017/7/17	刘贵鹏 周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
17 乐行债/17 乐行债	2019/6/24	7.00	2017/11/1~2024/11/1	连带责任保证担保	安徽省信用担保集团有限公司/AAA/稳定
20 乐行专项债/20 乐行债	2019/6/27	10.00	2020/3/27~2027/3/27	连带责任保证担保	重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA/稳定

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2017 年安徽乐行城市建设集团有限公司公司债券（以下简称“17 乐行债/17 乐行债”）和 2020 年安徽乐行城市建设集团有限公司城市停车场建设专项债券（以下简称“20 乐行专项债/20 乐行债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于安徽乐行城市建设集团有限公司（以下简称“乐行集团”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

乐行集团系涡阳县财政局于 2013 年 11 月 13 日投资设立的国有独资企业。2019 年 10 月，公司股东由涡阳县财政局变更为涡阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“涡阳县国资委”）。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元，较上年末未发生变化；涡阳县国资委为公司唯一股东，涡阳县人民政府（以下简称“涡阳县政府”）仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，继续从事涡阳县内的基础设施和安置房建设等业务。

截至 2019 年末，公司合并范围内共有 35 家二级子公司（见图表 1），较 2018 年末新增 7 家，分别为涡阳县兴农建设发展有限公司、涡阳县经开商业运营管理有限公司、安徽雍华置业有限公司、安徽道诚金融控股集团有限公司、涡阳县公共交通有限责任公司、道诚（广州）融资租赁有限公司和涡阳县乐行小额贷款有限公司。

图表 1 截至 2019 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
涡阳县成源水利建设工程有限公司	成源水利	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县升大公路建设工程有限公司	升大公路	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县祥茂城镇建设有限公司	祥茂城建	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县恒泰水利建设工程有限公司	恒泰水利	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县嘉源城镇建设有限公司	嘉源城建	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县汇昌城镇建设有限公司	汇昌城建	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县绿行汽车租赁服务有限公司	绿行汽车	1000.00	100.00	投资设立
涡阳县富民光伏发电有限责任公司	富民光伏	2000.00	100.00	投资设立
涡阳县宏飞文化旅游集团有限公司	宏飞文旅	80000.00	100.00	投资设立
涡阳县利民光伏发电有限公司	利民光伏	500.00	100.00	投资设立
涡阳县道信资产管理有限公司	道信资管	5000.00	100.00	投资设立
涡阳县明远光伏发电有限公司	明远光伏	500.00	100.00	投资设立
涡阳县新农农村建设有限责任公司	新农建设	12200.00	81.97	投资设立
涡阳县交通建设投资有限责任公司	涡阳交投	15440.00	100.00	无偿划拨
涡阳市政建设集团有限公司 ¹	涡阳市政	54100.00	99.62	无偿划拨
涡阳县雒河项目管理有限公司	雒河管理	200.00	100.00	投资设立
安徽道恒商贸有限公司	道恒商贸	20000.00	100.00	投资设立
涡阳县乐行创新创业投资有限公司	乐行创投	200000.00	100.00	投资设立
安徽拓邦房地产开发有限公司	拓邦地产	2000.00	100.00	投资设立

¹ 原名为“涡阳县市政工程（有限）公司”。

图表1 截至2019年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
涡阳县才骏人力资源管理有限公司	才骏人力	500.00	100.00	投资设立
涡阳县国睿保安服务有限公司	国睿保安	100.00	100.00	无偿划拨
安徽伯阳投资基金管理有限公司	伯阳基金	5000.00	100.00	投资设立
鑫丰（天津）商业保理有限责任公司	鑫丰保理	5000.00	100.00	投资设立
安徽乐行财务管理有限公司	乐行财务	1000.00	100.00	投资设立
安徽乐拓鼎益物业服务服务有限公司	乐拓鼎益	1000.00	60.00	投资设立
涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司	码头公司	1000.00	100.00	投资设立
涡阳县经发产业发展基金管理有限公司	经发基金	50000.00	50.00	投资设立
涡阳县乐行水务集团有限公司	乐行水务	378.00	100.00	无偿划拨
涡阳县兴农建设发展有限公司	兴农建设	20000.00	100.00	投资设立
涡阳县经开商业运营管理有限公司	商业运营	100.00	100.00	投资设立
安徽雍华置业有限公司	雍华置业	2000.00	100.00	投资设立
安徽道诚金融控股集团有限公司	道诚金融	10000.00	100.00	投资设立
涡阳县公共交通有限责任公司	涡阳公交	5000.00	94.00	无偿划拨
道诚（广州）融资租赁有限公司	道诚租赁	20000.00	100.00	投资设立
涡阳县乐行小额贷款有限公司	乐行小贷	10000.00	50.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

“17乐行债/17乐行债”为7.00亿元7年期固定利率债券，票面利率为6.05%，起息日为2017年11月1日，到期日为2024年11月1日，还本付息方式为分期偿还本金，每年付息一次，后五年利息随当年兑付的本金一起支付。截至本报告出具日，“17乐行债/17乐行债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期兑付。

“20乐行专项债/20乐行债”为10.00亿元7年期固定利率债券，票面利率为6.20%，起息日为2020年3月27日，到期日为2027年3月27日，还本付息方式为分期偿还本金，每年付息一次，后五年利息随当年兑付的本金一起支付。截至本报告出具日，“20乐行专项债/20乐行债”尚未到本息兑付日。

“17乐行债/17乐行债”的到期兑付由安徽省信用担保集团有限公司（以下简称“安徽担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“20乐行专项债/20乐行债”的到期兑付由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

“17乐行债/17乐行债”募集资金全部用于涡阳县城城中村棚户区改造项目，该项目计划总投资10.50亿元。截至2019年末，“17乐行债/17乐行债”募集资金已使用完毕。

“20乐行专项债/20乐行债”募集资金中的6.00亿元用于涡阳县综合停车场项目建设，4.00亿元用于补充营运资金。截至2020年5月末，“20乐行专项债/20乐行债”已使用募集资金4.00亿元。

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1.亳州市

2019年，亳州市地区经济保持较快增长，经济实力仍较强

2019年，亳州市实现地区生产总值1749.0亿元，同比增长9.4%；人均地区生产总值为33314元；三次产业结构由上年的13.6:35.7:50.7调整为13.6:35.6:50.8。同期，亳州市固定资产投资同比增长13.0%，其中工业技术改造投资同比增长56.8%；社会消费品零售总额为662.7亿元，同比增长12.3%。

跟踪期内，亳州市工业经济运行保持良好态势，新兴动能发展较快。2019年，亳州市规模以上工业增加值同比增长11.4%，战略性新兴产业产值和高新技术产业产值同比分别增长25.4%和12.0%；五大主导行业对规模以上工业增长贡献率达60.2%，其中，煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、酒、饮料和精制茶制造业、医药制造业、电气机械和器材制造业同比分别增长26.2%、4.2%、12.6%、5.9%和8.2%。同年，亳州市项目建设有序推进，谯城区盛海堂现代中药生产、亳州高新区太康医药医疗器械生产、亳芜现代产业园区华创生物科技等亿元以上项目建成投产或主体完工；亳州市垃圾发电二期、蒙城县比太新能源年产1GW黑硅片和1GWN-HIT太阳能电池片生产线等亿元以上项目正在建设。

2019年，亳州市第三产业增加值为889.0亿元，同比增长10.2%；服务业增加值对全市经济增长的贡献率达50.3%。同年，亳州市培育商贸企业并推进消费载体升级，全年新增限额以上单位276家，实现商品销售额575.7亿元，同比增长11.0%；实现批发和零售业增加值144.6亿元，同比增长7.9%。同时，亳州市不断完善电商网点，全市建成4个县级电子商务服务中心和4个县级物流配送中心，优化提升电商服务网点783个，电商经营主体逐步发展壮大。截至2019年末，亳州市共有7处4A级旅游景区（区），已创建3个省级休闲农业与乡村旅游示范县、10家旅游示范村。随着旅游资源的深入开发，亳州市旅游业发展较快，2019年实现旅游总收入248.3亿元，同比增长20.6%；国内游客3129.9万人次，同比增长16.0%。

2.涡阳县

2019年，涡阳县地区经济继续增长，工业经济运行良好，经济实力依然较强

2019年，涡阳县²实现地区生产总值332.2亿元，同比增长9.4%；三次产业结构由2018年的14.9:43.8:41.3调整为12.08:44.35:43.57；固定资产投资为194.0亿元，同比增长15.0%；社会消费品零售总额为142.4亿元，同比增长12.1%。

跟踪期内，涡阳县工业经济运行良好，创新能力稳步提升，产业转型升级效果有所显现。2019年，涡阳县规模以上工业增加值为52亿元，同比增长12.5%；战略性新兴产业产值为70亿元，同比增长30%；当年新增规模工业企业30家、新增战略性新兴产业13家，增量均居全市第一。同年，涡阳县规模工业完成研发投入2.47亿元，万人发明专利拥有量增加到2.1件，新增2个工程技术研究中心市级以上研发平台，信合光能、鸿路钢构二期、三期、光大生物质热电联产、泰山石膏等新型重点工业项目相继建成投产。

² 涡阳县2019年经济资料来自涡阳县政府（办公室）于2019年12月30日发布的《涡阳县2019年国民经济和社会发展计划执行情况和2020年计划（草案）报告》。

跟踪期内，在商贸服务业发展的带动下，涡阳县第三产业快速增长。2019年，涡阳县第三产业预计完成增加值144.9亿元，同比增长11.0%。同年，涡阳县市场消费能力平稳增长，新增限上商贸企业40家，预计实现限上消费品零售额33.8亿元，同比增长14.4%；电子商务业快速发展，全县178个村级电子商务服务网点逐步优化升级；城市商贸发展向好，天河金街、凤凰酒店、红星美凯龙七彩世界店建成运营，金大地、月星星港城、红星美凯龙星海国际广场等一批综合商业项目即将建成，向阳大道核心商圈加速形成。

财政状况

跟踪期内，涡阳县一般公共预算收入快速增长，继续获得上级政府财政的大力支持

2019年，涡阳县³财政收入⁴为121.31亿元，同比增长6.88%。其中，一般公共预算收入为20.60亿元，同比增长19.20%；上级补助收入为53.01亿元，同比增长10.81%，继续获得上级政府财政的大力支持；政府性基金收入为47.71亿元，同比下降5.65%。涡阳县政府性基金收入在财政收入中占比较高，以国有土地收入为主的政府性基金收入易受政府出让计划及房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。

2019年，涡阳县一般公共预算支出为74.55亿元，同比增长6.46%；政府性基金支出为70.55亿元，同比增长3.72%；地方财政自给率⁵为27.63%，地方财政自给程度较低。截至2019年末，涡阳县政府债务余额为117.86亿元。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入、毛利润和毛利率均有所增长

跟踪期内，作为涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，公司继续从事涡阳县内的基础设施及安置房建设等业务。

2019年，公司营业收入同比增长5.89%，主要来自基础设施及安置房建设、销售土地等业务。受项目结算进度影响，公司基础设施及安置房收入同比下降37.12%；跟踪期内，公司新增2.92亿元土地销售收入，但该业务易受土地市场波动等因素影响，可持续性较弱；公司汽车租赁、光伏发电等经营性业务板块收入总体增长，是营业收入的重要补充。

跟踪期内，由于当年新增的销售土地业务毛利率较高，公司毛利润和综合毛利率均有所增长。2019年，公司毛利润同比增长12.11%，综合毛利率同比上升0.52个百分点。

³ 涡阳县实行省直管县的财政体制。

⁴ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

⁵ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表2 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施及安置房建设	7.00	90.13	7.88	70.83	4.95	42.06
工程施工	0.21	2.74	0.07	0.60	0.63	5.39
汽车租赁	0.02	0.25	0.04	0.32	0.09	0.73
光伏发电	0.12	1.55	0.49	4.37	0.48	4.08
提供劳务	0.13	1.72	0.73	6.57	1.01	8.59
招标代理	0.08	0.97	0.10	0.87	0.27	2.25
建材销售	-	-	1.43	12.82	0.97	8.26
自来水	-	-	0.23	2.07	0.27	2.26
销售土地	-	-	-	-	2.92	24.77
其他	0.21	2.65	0.23	1.55	0.19	1.62
营业收入合计	7.77	100.00	11.12	100.00	11.78	100.00
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及安置房建设	0.73	10.43	0.72	9.09	0.27	5.46
工程施工	0.04	16.55	0.01	13.49	0.07	11.32
汽车租赁	-0.00	-12.86	-0.01	-21.70	-0.001	-0.62
光伏发电	-0.45	-373.78	-0.22	-46.18	-0.21	-43.41
提供劳务	0.03	21.32	0.16	21.39	0.17	16.57
招标代理	0.07	90.94	0.09	89.30	0.24	90.09
建材销售	-	-	-0.05	-3.32	-0.18	-19.01
自来水	-	-	0.13	57.79	0.15	57.98
销售土地	-	-	-	-	0.77	26.52
其他	0.18	89.37	0.16	94.65	-0.18	-93.78
合计	0.60	7.66	0.99	8.86	1.10	9.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施及安置房建设

跟踪期内，公司继续承担涡阳县内的基础设施及安置房项目的建设，业务具有很强的区域专营性

受涡阳县政府委托，公司继续承担涡阳县内的基础设施及安置房项目的建设，业务具有很强的区域专营性，主要由公司本部以及拓邦地产、码头公司等子公司负责。

跟踪期内，公司基础设施及安置房建设业务仍采用委托代建和自建模式，资金来源为自有资金和外部融资。2019年，公司基础设施及安置房建设收入为4.95亿元，主要来自于污水处理厂、创业产业园、涡阳县新城安置小区项目、涡阳县华都（廉租房）还原小区、王大庄安置小区等项目，受结算进度影响，同比有所下降；毛利率为5.46%。

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2019年末，公司主要在建项目包括S307涡阳至蒙城一级公路（涡阳绕城段）等，计划总投资合计为38.29亿元，累计投资合计为19.28亿元，尚需投资合计为21.09亿元。

图表3 截至2019年末公司重点在建基础设施及安置房项目情况（单位：万元）

项目	业务模式	计划总投资额	累计投入金额	尚需投资额
S307 涡阳至蒙城一级公路（涡阳绕城段）	委托代建	28890.52	49666.96	-
涡阳县城城中村棚户区改造项目*	自建	105039.00	35915.04	69123.96
涡阳县全域旅游及配套基础设施项目	委托代建	86801.33	17105.16	69696.17
涡阳县城乡村客运一体化项目	自建	66092.62	16335.66	49756.96
涡阳县县乡公路改造工程项目	委托代建	30115.23	24948.52	5166.71
S202 线涡阳段路面改善工程	委托代建	29300.00	29281.34	18.66
涡阳县一中项目	委托代建	18711.15	16643.57	2067.58
涡阳港区陈大货运码头工程	自建	7000.00	1055.29	5944.71
涡阳港城区东货运码头工程	自建	7000.00	1055.29	5944.71
西阳产业园拌合站项目	自建	4000.00	780.00	3220.00
合计	-	382949.85	192786.83	210939.46

注：标“*”项目为“17乐行债/17乐行债”募投项目。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，公司重点拟建项目为“20乐行专项债/20乐行债”募投项目，计划总投资为9.47亿元。

总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

PPP项目建设与运营

公司PPP项目合作期较长，对项目公司的运营管理能力提出了较高要求，且项目建设和运营过程中可能面临市场环境风险、设计建设风险、融资相关风险、运营维护风险等风险

公司PPP项目建设与运营业务由子公司涡阳市政负责。跟踪期内，涡阳市政参与的PPP项目为涡阳县县城道路PPP项目（以下简称“县城道路PPP项目”）、涡阳县美丽乡村PPP项目（以下简称“美丽乡村PPP项目”）和涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设PPP项目（以下简称“西阳基建PPP项目”）。以上项目均已被纳入财政部政府和社会资本合作中心项目管理库，由涡阳市政作为社会资本方与涡阳县政府出资人代表共同出资成立项目公司⁶。县城道路PPP项目和美丽乡村PPP项目采用TOT+BOT运作模式，项目公司通过支付资产转让费获得存量资产的使用权和收益权，并通过使用自有资金和外部融资对新建项目进行建设、维护和运营。西阳基建PPP项目采用BOT运作模式，政府方将该项目的经营权及收益权交由项目公司，通过授予其经营权的方式允许其在合作期限内对园区内的相关设施进行建设、运营、维护和管理。

截至2019年末，公司在建PPP项目为县城道路PPP项目和美丽乡村PPP项目，计划总投资合计为41.95亿元，已完成投资合计为39.02亿元。同期末，公司拟建的PPP项目为西阳基建PPP项目，计划总投资为17.76亿元。东方金诚关注到，公司PPP项目合作期较长，对项目公司的运营管理能力提出了较高要求，且项目建设和运营过程中可能面临市场环境风险、设计建设风险、融资相关风险、运营维护风险等风险。

⁶ 县城道路PPP项目的项目公司为涡阳县天宇建设投资有限公司，注册资本为48483.9万元，涡阳市政出资比例为98.0%；美丽乡村PPP项目的项目公司为涡阳县天亿建设投资有限公司，注册资本为35423.28万元，涡阳市政出资比例为92.0%；西阳基建PPP项目的项目公司为涡阳县阳港建设管理有限公司，注册资本为10000.00万元，涡阳市政出资比例为80.0%。

图表4 截至2019年末公司在建PPP项目情况（单位：亿元）

项目	项目合作期	计划总投资	累计投资金额	尚需投资
涡阳县县城道路PPP项目	23年（含建设期1年）	24.24	24.15	0.09
涡阳县美丽乡村PPP项目	28年（含建设期3年）	17.71	14.87	2.85
合计	-	41.95	39.02	2.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产开发

公司房地产开发业务由下属子公司拓邦地产负责运营。拓邦地产成立于2017年，主要从事房地产开发业务，具有房地产暂定开发资质。

截至2019年末，拓邦地产主要在建项目包括涡阳县经开区星园安置小区等4个住宅房地产，均为“双限房”（即限地价、限房价），计划总投资45.47亿元，已完成投资14.69亿元。上述项目中，涡阳县经开区星园安置小区、涡阳县西苑河畔安置小区、涡阳县经开区旭日安置小区等3个项目已中标涡阳县棚户区改造安置房采购项目（项目编号：2018GYCD0010），拟由涡阳县房地产管理局采购（拟采购面积和单价详见下表），剩余商铺与少量余房将由拓邦地产对外销售。

图表5 截至2019年末公司在开发房地产项目情况（单位：万元、万平方米、元/平方米）

小区名称	土地名称	计划总投资	已投资	拟采购面积	采购单价
涡阳县经开区星园安置小区	GY2018-8A、GY2018-8B	152680.26	54172.47	32.48	4000.00
涡阳县西苑河畔安置小区	GY2018-9A、GY2018-9B	70558.74	47290.47	14.09	4100.00
涡阳县涡北街道席楼小区	GY2018-10A、GY2018-10B	156051.24	31279.04	-	-
涡阳县经开区旭日安置小区	GY2018-12	75436.77	14167.60	13.18	4000.00
合计	-	454727.01	146909.58	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，房地产开发拟建项目为涡阳县紫气东来小区项目等，计划总投资36.74亿元。总体来看，公司在建及拟建的房地产项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表6 截至2019年末公司拟建房地产项目情况（单位：万元）

项目	建设内容	计划总投资	建设周期
涡阳县紫气东来小区项目	住宅、配套商业及其他配套公建及公用设施	224152.00	3年
涡阳县八里丁小区二期项目	住宅、配套商业及其他配套公建及公用设施	64401.00	2年
涡阳县城关街道东风佳苑小区项目	住宅、配套商业及其他配套公建及公用设施	78836.00	2年
合计	-	367389.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

跟踪期内，受并网发电时间和补贴结算时间不一致影响，公司光伏发电业务大幅亏损；工程施工、提供劳务、招标代理、自来水供应业务是公司毛利润的有益补充

公司工程施工业务由下属控股子公司涡阳市政负责，涡阳市政主要通过招投标和政府委托获取工程施工项目。2019年，涡阳市政承建了亳州花海观花栈道项目、西阳产业园道路项目（经一路、纬二路、经三路）、天静宫路（太和路~涡河二桥）改建工程、乐行路改造工程、城区流动摊点和停车场项目、涡阳县义门镇全域旅游项目道路工程（光明路、胜利路、庙集路）、湿地公园环湖路项目、创城道路维修工程、涡阳县站东路维修工程、新兴、丹城高标准农田项目等10个项目，实现工程施工业务收入0.63亿元，毛利率为11.32%。

公司光伏发电业务由下属子公司富民光伏负责运营。截至2019年末，公司拥有光伏发电项目3个，控股装机容量为116.97兆瓦。2019年，公司发电量14520.62万千瓦时，上网电量14147.72万千瓦时，实现光伏发电业务收入0.48亿元，毛利率为-43.41%。受并网发电时间和补贴结算时间不一致影响，公司光伏发电业务持续大幅亏损。2019年，公司获得光伏发电专项补贴3524.62万元。

公司提供劳务业务由下属子公司国睿保安、才骏人力、乐行水务负责运营。其中，国睿保安和才骏人力提供保安人员劳务派遣、代发工资等第三方人力资源综合服务；乐行水务提供安置小区、市政工程等项目供水工程施工安装服务。2019年，公司提供劳务业务收入为1.01亿元，毛利率为16.57%。

公司招标代理业务收入由下属子公司雒河管理负责运营，雒河管理主要承接涡阳县所有的政府投资工程类及采购类项目招标代理服务业务。2019年，公司招标代理业务实现收入0.27亿元，毛利率为90.09%。

公司自来水供应业务由子公司乐行水务负责，供水范围为涡阳县城区。2019年，公司自来水供应收入为0.27亿元，毛利率为57.98%。

公司建材销售业务由下属子公司道恒商贸负责运营，销售内容包括水泥、砂石、钢材、粉煤灰、外加剂、矿粉等，主要客户包括中安绿色（福州）供应链集团有限公司、中启胶建集团有限公司、承志供应链有限公司等。2019年，公司建材销售业务收入为0.97亿元，毛利率为-19.01%，亏损系公司为原材料进价上涨所致。

外部支持

作为涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，公司在资产划拨和财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持

资产划拨方面，2019年，涡阳县财政局向公司注入6.21亿元资金；同时，向公司划拨涡阳公交股权，相应增加资本公积200万元。

财政补贴方面，2019年，公司收到3.45亿元政府补贴。

考虑到公司未来将继续在涡阳县基础设施及安置房建设等领域中发挥重要作用，预计股东及相关方未来将继续给予公司支持。

企业管理

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为人民币10.00亿元，较2018年末无变化。跟踪期内，公司股东由涡阳县财政局变更为涡阳县国资委；截至2019年末，涡阳县国资委持有公司100.00%的股权，涡阳县政府仍为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司对原有组织架构进行了调整，调整后的部门设置为行政办公室（董事会办公室）、党群工作部（党委办公室）、人力资源部（战略发展部）、计划财务部、资金结算中心、投资管理部、融资管理部、审计中心、资产管理部（项目管理部）、纪检监察部等。除此之外，公司治理结构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2019 年合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2019 年末，公司共 35 家纳入合并范围的二级子公司，较 2018 年末新增 7 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产大幅增加，但变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱

2019 年末，公司资产总额同比增长 17.40%，其中流动资产占比为 82.94%。同期末，公司流动资产同比增长 19.54%，主要由存货、其他应收款⁷和货币资金等构成。其中，存货主要包括 57.13 亿元的建造合同形成的已完工未结算资产、85.44 亿元的土地使用权和 15.58 亿元的开发成本，同比增长 29.54%主要系新增土地资产和开发成本所致。2019 年末，公司存货中土地使用权全部通过公开招拍挂购得，用途以商住用地为主。同期末，公司货币资金同比下降 41.94%，主要为银行存款；其他应收款同比增长 62.25%，主要为往来款，其中应收涡阳县财政局 17.34 亿元，公司其他应收款金额较大，对资金形成一定占用。

2019 年末，公司非流动资产同比增长 7.99%，主要由长期股权投资和固定资产构成。其中，长期股权投资同比增长 0.83%，包括涡阳县财政局无偿划入的金阳建投 49.00%的股权资产，以及公司于 2017 年投资参股的涡阳县盛磊石油化工有限公司；固定资产同比增长 37.90%，主要系在建工程转入以及企业合并增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产为 30.52 亿元，占资产总额的比重为 10.98%，受限的土地使用权和货币资金分别为 30.32 亿元和 0.20 亿元。

⁷ 不含应收利息及应收股利，下同。

图表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总计	190.20	236.80	278.01
流动资产合计	151.49	192.87	230.57
存货	87.46	122.80	159.09
其他应收款	30.41	24.29	39.42
货币资金	30.93	42.50	24.67
非流动资产合计	38.71	43.93	47.44
长期股权投资	32.19	32.93	33.20
固定资产	0.08	7.24	9.98

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受益于未分配利润积累，公司所有者权益小幅增长

2019 年末，公司所有者权益为 115.13 亿元，同比增长 6.71%，主要由于股东资产注入和公允价值变动所致。从所有者权益构成来看，2019 年末，公司实收资本为 10.00 亿元，较上年末未发生变化；资本公积为 93.97 亿元，同比增长 6.65%，主要系涡阳县财政局注入资产所致；未分配利润为 8.86 亿元，同比增长 5.99%。

跟踪期内，公司全部债务快速增长，债务率有所上升

2019 年末，公司负债总额同比增长 26.35%，其中非流动负债占比为 62.99%。跟踪期内，随着部分负债集中临近到期以及预收房款增加，公司流动负债大幅增长。2019 年末，公司流动负债同比增长 61.25%，以预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款⁸为主。其中，预收款项系预收的房产购置款，同比增加 7.10 亿元系涡阳县棚户区改造征迁安置指挥部根据合同分批支付预购房款；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款；其他应付款主要为应付金阳建投、涡阳县水安水环境建设投资有限公司、涡阳县城市排水有限责任公司、上海建工七建集团有限公司、亳州乐行宜居投资有限责任公司的款项往来款。

2019 年末，公司非流动负债同比增长 12.09%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款⁹构成。其中，公司长期借款包括质押借款 48.54 亿元、保证借款 18.53 亿元、抵押借款 12.44 亿元和信用借款 8.71 亿元；应付债券为“17 乐行债/17 乐行债”和扶贫可转债；长期应付款为融资租赁借款，同比增长 102.47%，主要系公司增加了与安徽中安融资租赁股份有限公司、东盛（上海）融资租赁有限公司等单位的融资租赁借款。

⁸ 不含应付利息及应付股利，下同。

⁹ 不含专项应付款，下同。

图表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债合计	90.79	128.91	162.88
流动负债合计	22.21	37.38	60.28
预收款项	0.01	12.30	19.39
一年内到期的非流动负债	2.87	4.92	16.38
其他应付款	16.96	15.34	14.90
非流动负债合计	68.58	91.53	102.60
长期借款	55.56	79.05	88.21
应付债券	6.89	6.91	6.64
长期应付款	0.00	2.45	4.96

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2019 年末，公司全部债务同比增长 24.26%，其中短期有息债务占比为 15.40%。同期末，公司债务率有所上升，维持在中等水平，其中资产负债率较上年末上升 4.15 个百分点，全部债务资本化比率较上年末上升 3.84 个百分点。从债务期限结构来看，公司将于 2020 年~2022 年到期偿还的债务合计占比为 41.48%，面临一定的集中偿付压力。

图表9 公司全部债务、债务率、全部债务期限结构（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末
全部债务	68.54		96.34		119.91
其中：短期有息债务	3.17		5.72		18.47
长期有息债务	65.37		90.63		101.45
资产负债率	47.73		54.44		58.59
全部债务资本化比率	40.81		47.17		51.02
偿还年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
截至 2019 年末全部债务 到期偿还金额	18.47	14.72	16.53	7.76	62.39
占比	15.41	12.28	13.79	6.48	52.04

资料来源：公司审计报告、公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 6.00 亿元，占所有者权益的比例为 5.21%，担保对象为涡阳县美投建设投资有限公司，系国有企业，公司对外担保代偿的风险较小。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但利润显著下降且对财政补贴依赖程度很高，盈利能力仍较弱

2019 年，公司营业收入为 11.78 亿元，同比增长 5.89%；营业利润率为 8.41%，同比上升 2.25 个百分点；期间费用为 4.04 亿元，占营业收入的比重为 34.29%，对营业收入形成一定侵蚀。同期，公司利润总额为 0.91 亿元，同比下降 42.20%，主要系期间费用增长较快所致。其中，财政补贴收入为 3.45 亿元，占利润总额的比重为 378.65%，公司利润对财政补贴依赖程度很高。

2019 年，公司总资本收益率为 1.51%，同比下降 0.07 个百分点；净资产收益率为 0.51%，

同比下降 0.43 个百分点。公司盈利能力仍较弱。

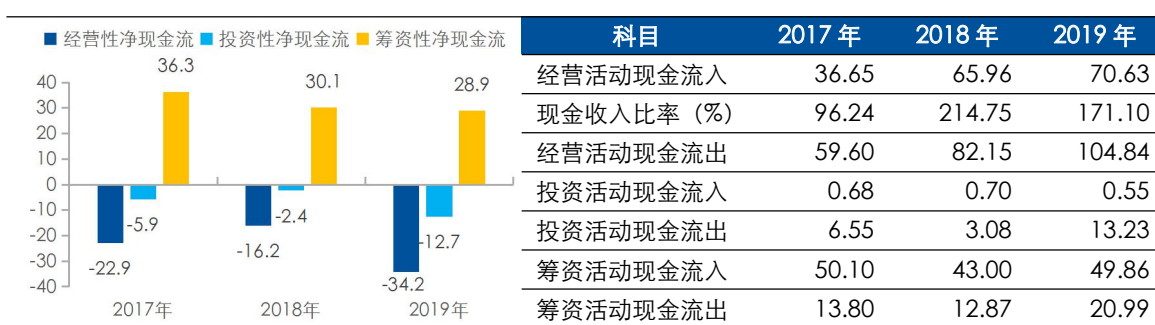
现金流

2019 年，公司经营性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2019 年，公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款、土地以及建材等销售收入、财政补贴和往来款形成的现金流入，现金收入比率维持在很高水平，主营业务回款情况良好；经营活动现金流出主要是公司支付的工程建设款、土地购买款及往来款等；经营性净现金流持续净流出，公司经营性净现金流对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来存在一定的不确定性。

2019 年，公司投资活动现金流入来自收回保理借款资金和投资收益，投资活动现金流出主要用于购建固定资产等；投资性现金流持续净流出。同期，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、发行债券和融资租赁借款等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要用于还本付息；筹资性净现金流持续大规模净流入，公司资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 10 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

公司基础设施及安置房建设业务具有很强的区域专营性，在资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的大力支持，公司综合偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 382.49%、118.58%和 40.93%，均较上年末明显下降。公司流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比很高，货币资金相对较少，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率为 46.84%，同比下降 1.19 个百分点；全部债务/EBITDA 为 27.01 倍，EBITDA 对债务的保障程度较弱。

总体来看，公司基础设施及安置房建设业务具有很强的区域专营性，在资产划拨和财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持，东方金诚认为，公司综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与同业对比组企业相比，公司所在地区涡阳县的经济总量和一般公共预算收入处于中等水

平，GDP增速和一般公共预算支出较高，人均GDP较低；公司资产总额和所有者权益处于上游水平，营业收入和利润总额处于中等水平，债务率较高。

图表 11 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	安徽乐行城市建设集团有限公司	广德市国有资产投资经营有限公司	资阳市凯利建设投资有限公司	宣城市建设投资经营有限公司	宁国市国有资产投资运营有限公司
地区	亳州市涡阳县	宣城市广德市	资阳市雁江区	襄阳市宜城市	宣城市宁国市
GDP	332.2	321.2	338.3	367.7	367.3
GDP增速	9.4	8.4	6.9	8.1	8.1
人均GDP（元）	19501	63228	36693	69672*	91546
一般公共预算收入	20.60	27.10	15.20	17.27	30.90
一般公共预算支出	74.55	54.10	43.02	54.55	49.50
资产总额	278.01	221.62	156.15	123.76	210.27
所有者权益	115.13	123.69	76.85	60.45	103.11
营业收入	11.78	17.06	15.31	5.26	8.87
利润总额	0.91	0.57	4.32	1.47	2.87
资产负债率	58.59	44.19	50.79	51.16	50.96
全部债务资本化比率	51.02	20.63	30.19	45.78	36.08

注：标“*”人均GDP按“GDP/常住人口”估算。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2020年2月24日，公司未结清和已结清债务中无不良/关注类借款记录。截至本报告出具日，公司发行的“17乐行债/17乐行债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期支付；“20乐行专项债/20乐行债”尚未到本息兑付日。

抗风险能力

基于对亳州市和涡阳县的地区经济与财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍很强。

增信措施

安徽担保集团综合财务实力极强，对“17乐行债/17乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

安徽担保集团成立于2005年，系经安徽省人民政府皖政秘〔2005〕144号批准，由安徽省人民政府全额出资成立的省级政策性中小企业融资性担保机构。经多次增资，截至2019年末，安徽担保集团实收资本增至186.86¹⁰亿元，居全国融资性担保机构首位。安徽省人民政府直接持有安徽担保集团100.00%的股权，为其实际控制人。

¹⁰ 根据安徽省政府办公厅皖政办复【2018】447号和经批准的《全省科技融资担保机构建议方案》要求，安徽省财政厅预计下达安徽担保集团2亿元，作为省级科技融资担保公司注册资本金。截至2019年12月31日，安徽担保集团已收到拨付款2亿元。根据《中共安徽省委办公厅 安徽省人民政府办公厅关于进一步推动南北合作共建现代产业园区的意见》（皖办发【2016】66号）规定，安徽省财政厅拨付安徽担保集团2019年度省财政资金9.8亿元，用于对南北合作共建园区投融资公司进行资本金注资。

安徽担保集团是安徽省唯一一家省级国有融资担保机构。安徽担保集团主要开展直接担保业务和再担保业务，其中直接担保业务包括以贷款担保、债券担保为主的融资性担保业务和以诉讼保全、工程履约为主的非融资性担保业务。另外，安徽担保集团通过控股子公司开展投资等各类业务。

截至 2019 年末，安徽担保集团资产总额达 267.36 亿元，净资产 201.31 亿元。同期末，安徽担保集团融资性担保余额为 393.52 亿元，非融资性担保余额为 34.00 亿元；再担保业务余额为 1132.59 亿元；投资资产余额为 180.17 亿元。2019 年，安徽担保集团实现营业收入 50.27 亿元，净利润 0.46 亿元。

近年来，受宏观经济下行影响，安徽省内民营企业经营压力持续上升，安徽担保集团部分贷款担保项目风险暴露，代偿规模维持在较高水平。截至 2019 年末，安徽担保集团累计代偿 32.15 亿元，代偿项目集中在商贸、纺织、食品制造和建筑建材等行业。同期末，安徽担保集团当期代偿回收额为 3.89 亿元，累计代偿回收率为 57.79%。近年来，安徽担保集团逐步退出风险较大的贷款担保项目，重点发展债券担保业务，安徽担保集团贷款担保余额快速下降，预计随着存量贷款担保项目的减少，安徽担保集团贷款担保代偿风险下降。

安徽担保集团逐步退出风险较高的贷款担保业务，债券担保占比逐渐上升，整体业务发展状况较好；安徽担保集团以“4321”为主的再担保业务体系不断完善，风险分担机制运行效果较好，在全国担保行业具有示范效应；安徽担保集团在安徽省融资担保体系内处于核心地位，能够持续得到安徽省政府资金支持，资本规模在同业中持续处于领先水平，为业务开展提供很强支撑。

同时，东方金诚也关注到，安徽担保集团担保客户以地方城投公司为主，担保业务行业和客户集中度较高；安徽担保集团作为政策性担保机构，担保费率较低，盈利能力偏弱；安徽担保集团资产中股权投资等 III 级资产占比较高，且安徽担保集团股权投资标的多为政府划入或政策性参股，整体资产流动性偏弱。

综上所述，东方金诚评定安徽担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。安徽担保集团为“17 乐行债/17 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

兴农担保集团综合财务实力极强，对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

兴农担保集团成立于 2011 年 8 月，是由重庆市国有资产监督管理委员会牵头组建并实际控制的涉农政策性担保公司，注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6：2：2 的比例分期缴纳，首期实缴金额为 10.00 亿元。截至 2018 年末，兴农担保集团实收资本为 29.50 亿元。

兴农担保集团以担保为主业并提供多元化金融服务，其营业收入主要来源于担保业务保费收入和资金业务利息收入。2016 年~2018 年，兴农担保集团直接融资担保业务快速发展，主营业务收入大幅增加，带动营业总收入增加。同时，兴农担保集团通过投资理财产品、发放委托贷款等方式获取利息收入，提升收入多元化水平。2018 年，兴农担保集团实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 21.44%，其中主营业务收入和利息收入同比分别上升 16.92%和 41.36%。

截至 2018 年末，兴农担保集团总资产规模为 229.63 亿元，净资产 98.42 亿元，融资性担保责任余额 11480.93 亿元，融资性担保放大倍数 4.89 倍。2018 年兴农担保集团实现营业收入 7.43 亿元，净利润 2.16 亿元。

重庆市政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，为兴农担保集团业务发展创造了良好的外部环境；兴农担保集团间接融资担保业务主要定位于支持“三农”和小微企业，具有较强的政策性，且其业务结构持续优化，客户覆盖面不断拓宽；受益于直接融资担保业务的快速发展，兴农担保集团各项收入和净利润大幅增加，盈利能力有所增强；兴农担保集团资本实力位居国内融资担保公司前列，且净资产规模不断扩大，抗风险能力持续提升。

同时，东方金诚关注到，兴农担保集团贷款担保业务集中于农林牧渔业，行业集中度较高，不利于分散风险；兴农担保集团债券担保客户均为地方城投公司，单笔担保规模较大、周期较长，且客户和区域集中度较高；受中小企业信用风险上升影响，兴农担保集团代偿风险逐步暴露，代偿金额和代偿率大幅上升。

综上所述，东方金诚评定兴农担保集团的主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。兴农担保集团对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

东方金诚认为，跟踪期内，亳州市和涡阳县地区经济保持增长，经济实力依然较强；公司主要从事涡阳县的基础设施及安置房建设等业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；公司作为涡阳县最主要的基础设施及安置房建设主体，在资产划拨和财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持；安徽担保集团对“17 乐行债/17 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用，兴农担保集团对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

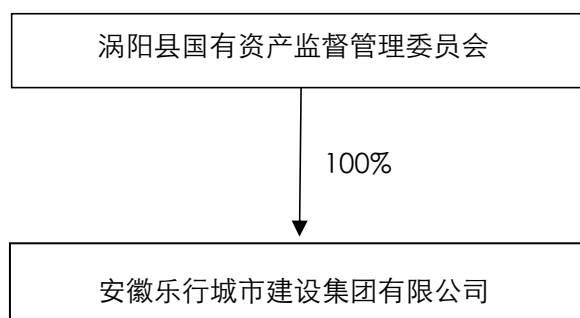
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；公司经营现金流持续净流出，对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来存在一定的不确定性。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“17 乐行债/17 乐行债”的信用等级为 AAA，维持“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级为 AAA。

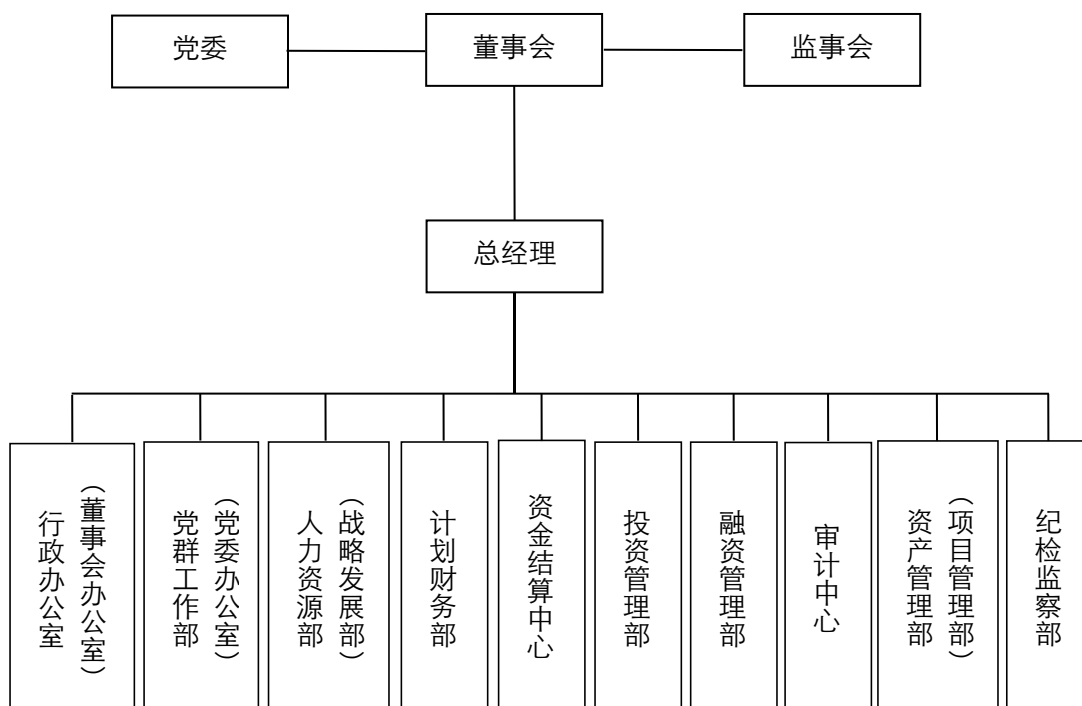
¹¹ 兴农担保集团 2018 年末融资性担保责任余额是根据《融资担保责任余额计量办法》换算确定的，2017 年及以前融资担保责任余额即为融资担保余额。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	190.20	236.80	278.01
其中：货币资金	30.93	42.50	24.67
其他应收款	30.41	24.29	39.42
存货	87.46	122.80	159.09
长期股权投资	32.19	32.93	33.20
负债总额	90.79	128.91	162.88
其中：长期借款	55.56	79.05	88.21
应付债券	6.89	6.91	6.64
长期应付款	0.00	2.45	4.96
全部债务	68.54	96.34	119.91
其中：短期有息债务	3.17	5.72	18.47
所有者权益	99.41	107.89	115.13
营业收入	7.77	11.12	11.78
利润总额	3.67	1.58	0.91
经营活动产生的现金流量净额	-22.95	-16.19	-34.22
投资活动产生的现金流量净额	-5.86	-2.38	-12.68
筹资活动产生的现金流量净额	36.30	30.14	28.87
主要财务指标			
营业利润率（%）	3.29	6.16	8.41
总资本收益率（%）	1.78	1.58	1.51
净资产收益率（%）	2.74	0.95	0.51
现金收入比率（%）	96.24	214.75	171.10
资产负债率（%）	47.73	54.44	58.59
长期债务资本化比率（%）	39.67	45.65	46.84
全部债务资本化比率（%）	40.81	47.17	51.02
流动比率（%）	682.04	515.93	382.49
速动比率（%）	288.27	187.43	118.58
现金比率（%）	139.23	113.68	40.93
经营现金流动负债比率（%）	-103.32	-43.30	-56.76
EBITDA利息倍数（倍）	3.01	0.87	0.68
全部债务/EBITDA（倍）	17.24	24.66	27.01

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；长期应付款不含专项应付款。

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期有息债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2017年安徽乐行城市建设集团有限公司公司债券”和“2020年安徽乐行城市建设集团有限公司城市停车场建设专项债券”的存续期内密切关注安徽乐行城市建设集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向安徽乐行城市建设集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，安徽乐行城市建设集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如安徽乐行城市建设集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月22日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。