

泾县国有资产投资运营有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人： 鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员： 王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

李 攀 pli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 25 日

声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1327号

泾县国有资产投资运营有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；

维持“18 泾县债/PR 泾县债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持泾县国有资产投资运营有限公司（以下简称“泾县国投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持安徽省信用担保集团有限公司（以下简称“安徽担保集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 泾县债/PR 泾县债”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别充分考虑了安徽省信用担保集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对债券本息偿付的保障作用。中诚信国际肯定了区域经济实力稳步增强、公司地位重要以及政府支持力度较大等因素对公司整体信用水平提供了有力支持。但同时，中诚信国际也关注到公司代建业务可持续性具有不确定性，资产流动性较弱以及应收类款项大幅增长、回款情况有待加强等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

泾县国投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	82.87	82.78	88.40
所有者权益合计（亿元）	47.15	48.78	46.29
总债务（亿元）	31.27	30.73	37.73
营业总收入（亿元）	3.54	5.54	3.69
经营性业务利润（亿元）	-0.42	-0.73	-0.32
净利润（亿元）	0.63	0.76	0.52
EBITDA（亿元）	1.82	2.58	1.25
经营活动净现金流（亿元）	-9.77	1.67	-7.09
资产负债率（%）	43.11	41.07	47.64
安徽担保集团	2018	2019	2020
总资产（百万元）	24,121.35	26,736.10	28,912.45
担保损失准备金（百万元）	1,647.86	1,674.62	2,039.69
所有者权益（百万元）	18,912.96	20,130.96	21,769.31
在保余额（百万元）	161,144.69	156,010.76	159,411.27
净利润（百万元）	-81.96	46.09	21.40
平均资本回报率（%）	-0.45	0.24	0.10
累计代偿率（%）	2.68	2.77	2.86

注：1、中诚信国际根据泾县国投和安徽担保集团 2018 年~2020 年审计报告整理，各期财务报告均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将泾县国投各期“长期应付款”的带息部分计入长期债务。

正面

■ **区域经济实力稳步增强。**2020 年，泾县实现地区生产总值 130.20 亿元，按可比价格计算，增速为 4.1%，区域经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **重要的地位和政府的大力支持。**公司是泾县最重要的基础设施建设和保障房建设主体，承担项目均为全县重点基础设施建设项目，得到泾县政府在资产注入及政府补贴方面的大力支持。

同行业比较

同类型基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
泾县国投	88.40	46.29	47.64	3.69	0.52	-7.09
舒城县城镇建设投资有限公司	231.64	96.77	58.22	21.05	1.36	-29.49
郎溪县国有资产运营投资有限公司	140.86	67.07	52.38	9.35	1.34	-11.01

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 泾县债/PR 泾县债	AAA	AAA	2020/06/19	9.50	7.60	2018.02.07~2025.02.07	存续期第三年末到第七年末，逐年偿还债券本金

■ **偿债保障措施继续维持。**安徽担保集团为“18 泾县债/PR 泾县债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。安徽担保集团综合信用实力极强，对债券还本付息具有极强的增信作用。

关注

■ **代建业务可持续性有待关注。**截至 2020 年末，公司在建的基础设施代建项目和保障房项目已基本完工，且暂无拟建的基础设施建设和保障房项目，具体建设安排依政府计划而定，中诚信国际将对公司代建业务的可持续性保持关注。

■ **资产流动性较弱。**截至 2020 末，公司总资产中存货占比达 61.99%，存货中受限土地使用权占总资产比重为 11.43%，公司资产流动性较弱。

■ **应收类款项大幅增长，回款情况有待加强。**截至 2020 年末，公司的收现比同比大幅下降至 0.63 倍，同期末，公司应收类款项大幅增长，应收类款项/总资产大幅增长至 17.66%，中诚信国际将对公司后续的回款情况保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，泾县国有资产投资运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**泾县经济实力显著增强，公司获得的股东支持明显增加；公司资本实力显著扩充，盈利能力显著提升并具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化；业务不再具有较强的稳定性和可持续性。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“18 泾县债/PR 泾县债”募集资金总额为 9.50 亿元，其中，3.35 亿元拟用于泾县高铁站周边配套基础设施建设项目，2.45 亿元拟用于泾县老城区棚户区改造项目，3.70 亿元拟用于补充公司营运资金。截至 2020 年末，高铁站前广场、综合客运枢纽项目完成 90%；宏蓝安置房已完成，龙井苑二期完成 80%，老棚改项目分配资金已用完。募集资金已使用 8.11 亿元，主要用于项目建设费用、债券承销费等。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势

不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，

这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年泾县经济运行平稳，财政实力稳步增强，经济结构持续优化

泾县位于安徽省东南部，宣城市西部，东与宣州区、宁国市接壤；南与黄山市、旌德县毗连；西与青阳县交界；北与南陵县为邻，处长江南岸平原与皖南山区交接地带。泾县生态环境优越，为国家生态县，截至目前拥有7家4A级景区，6家3A级景区。

工业方面，2020年，全县年主营业务收入2,000万元及以上工业企业（以下简称规模以上工业）119户，实现工业增加值增长10.2%，实现工业销售产值增长10.2%，实现工业产销率99.4%。2020年泾县继续推动产业转型升级：全力推进电机泵阀智能制造基地一期1,521亩征迁，电机泵阀产业成功入选省级县域特色产业集群（基地）。电动机质检中心通过省级评审。皖南电机荣获国家“专精特新”小巨人企业称号，获国家专项节能电机补贴支持。县开发区全省考核获

历史最好成绩。宣纸产业融合发展步伐加快，宣纸小镇一期完成主体工程，“宣笔之乡”通过国家专家组复评。云岭碳酸钙产业园新增入园企业12户、投产企业8户。坚持科技创新，新增高新技术企业8户、规上工业企业13户，2户企业通过国家“两化融合”评定。

图1：宣城市行政区划图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020年泾县实现地区生产总值130.20亿元，按可比价格计算，增速为4.1%。按照年均常住人口计算，人均生产总值42,689元。三次产业结构比由上年的20.2:41.5:38.3优化为13.5:41.8:44.7。

2020年，泾县实现一般公共预算收入为15.32亿元，同比增长0.2%，政府性基金收入为9.14亿元。同期，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为40.43%，财政自给能力较弱。

表1：2020年泾县经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	人均GDP (元)	一般公共预算收入 (亿元)
泾县	130.20	42,689	15.32

资料来源：泾县人民政府官网，中诚信国际整理

总体来看，泾县经济和财政实力稳步增强，产业结构不断优化，经济发展态势较好。

2020年公司代建项目建设基本接近尾声；公司暂无拟建项目，中诚信国际将对公司业务的可持续性保持关注

公司代建项目仍由公司本部及下属全资子公司泾县城镇化建设有限公司（以下简称“泾县城镇”）负责运营。截至 2020 年末，公司在建基础设施代建项目包括泾县高铁站周边配套基础设施建设项目、泾县老城区棚户区改造项目和青弋江北路等项目，计划总投资 14.23 亿元，尚需投资 4.34 亿元；公司主要在建保障房项目包括城南区项目、建华厂区和红星社区等项目，总投资 10.58 亿元，基本已完成投资。公司暂无拟建基础设施项目和保障房项目，具体建设安排依政府计划而定。

表 2：截至 2020 年末公司主要代建项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
基础设施项目		
泾县高铁站周边配套基础设施建设项目	5.13	2.33
泾县老城区棚户区改造项目	3.54	3.30
青弋江北路	2.32	2.01
高铁连接线	2.12	1.46
江心洲公园	0.97	0.64
其他	0.15	0.15
小计	14.23	9.89
保障房项目		
城南区项目	4.37	4.39
建华厂区	2.20	2.21
红星社区项目	2.90	3.05
化肥厂土地	0.96	0.96
其他	0.21	0.21
小计	10.58	10.82
合计	24.81	20.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司作为泾县最重要的城市基础设施建设主体，近年来先后完成了一系列重大基础设施建设项目，公司代建项目建设处于收尾阶段，未来投资支出压力较小，但需关注该业务板块未来回款情况及业务的持续性。

2020 年公司房产销售收入下降较多，租赁、砂石销售、水务等板块运营较稳健，对营业收入形成一定补充

公司房地产销售业务的运营主体仍为泾县城镇化建设有限公司（以下简称“泾县城镇”），截至 2020 年末，公司所开发的商品房已完工项目为

锦绣弋江，项目已投资 1.75 亿元。该业务系 2016 年开始，起步较晚，至 2019 年方有收入体现，收入确认条件为房屋交付。受交付进度影响，2020 年公司仅确认房产销售收入 0.11 亿元。截至 2020 年末，公司暂无在建商品房开发项目，拟建项目主要为锦绣弋江二期，预计总投资 3.6 亿元。

2020 年以来公司的砂石销售业务仍由泾县城镇负责，泾县城镇主要经营泾县范围内的砂石开采及加工销售等业务，2020 年公司砂石销售实现收入 0.65 亿元，同比小幅增加 0.33 亿元，对公司的营业收入形成一定补充。

2020 年以来公司的水务板块仍由泾县自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责运营。自来水公司承担泾县供水管网建设、维护及自来水销售和服务职能，现有水厂 1 座，供水能力为 5 万立方米/日，供水覆盖率达 14.5 平方公里，城区供水普及率 96%。2020 年实现水费及安装服务收入 0.19 亿元，同比小幅下降。

租赁业务方面，公司承担部分国有资产管理的经营任务；通过经营部分房产收取租金，以取得一定的房租收入，该部分经营性资产在租面积为 12.09 万平方米，2020 年，公司实现房租收入 4,267.36 万元。

其他业务方面，公司下属全资子公司泾县安泰保安服务有限公司为泾县县城内相关客户单位提供保安服务，包括向客户单位派出保安员、为客户单位安装监控设备等安保设施、为客户提供有关安全防范问题的调查、评估与策划，并提供相应的建议、方案等服务。2020 年，保安服务业务实现收入 87.13 万元，规模相对较小。

中诚信国际认为，公司租赁、砂石销售以及水务等板块运营较稳健，对营业收入形成一定补充，但 2020 年房产销售收入下降较多，且易受政策及交付进度影响，仍需关注房产销售业务未来收入的稳定性和可持续性。

财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告和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 年及 2020 年审计报告，且均采用各期末数。公司各期财务报告均按照新会计准则编制。截至 2020 年末，公司纳入合并报表范围内的一级子公司共有 10 家，较 2019 年末新增 7 家。

2020 年公司营收规模和毛利率水平均有所下降，且期间费用率较高，公司利润总额对财政补贴有较大的依赖性

2020 年公司实现营业收入 3.69 亿元，较 2019 年增长 33.45%，主要系当期公司房产销售费用大幅减少所致。2020 年，公司代建项目收入为 2.11 亿元，仍然是营业总收入的主要来源；公司房租收入保持稳定态势；房产销售收入受确认收入进度影响，下降较多；其他收入中保安服务收入规模仍然较小，砂石销售和自来水销售及安装服务收入能形成较为稳定的现金流入。毛利率方面，2020 年受当期代建项目收入减少，成本相对有所增加影响，公司代建业务毛利率同比下降较多，导致公司营业毛利率下降至 17.81%。

表 3：2018~2020 年公司营业收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
代建项目收入	2.87	2.83	2.11
房租收入	0.40	0.40	0.43
房产销售	-	1.74	0.11
其他收入	0.27	0.55	1.04
合计	3.54	5.54	3.69
毛利率	2018	2019	2020
代建项目收入	14.88	16.11	8.56
房租收入	36.28	46.56	41.11
房产销售	-	20.74	63.35
其他收入	30.11	33.45	22.14
综合	18.45	21.62	17.81

注：其他收入包括了保安服务、砂石销售和自来水销售及安装服务收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主。2020 年公司期间费用同比减少 0.80 亿元，其中财务费用较上

年减少 0.83 亿元，系当期支付的贷款利息减少所致。受益于财务费用同比减少，2020 年公司期间费用率下降至 23.37%，同比减少 6.48 个百分点，但仍处于较高水平；公司经营性业务利润情况有所改善，2020 年经营性业务利润为-0.32 亿元。公司利润总额对政府补助依赖性较大，2020 年公司取得的政府补助为 0.89 亿元。收现比方面，2020 年，受回款滞后影响，公司收现比同比下降较多。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标

	2018	2019	2020
期间费用合计（亿元）	0.90	1.66	0.86
营业总收入（亿元）	3.54	5.54	3.69
期间费用率（%）	25.52	29.85	23.37
利润总额（亿元）	0.63	0.76	0.54
经营性业务利润（亿元）	-0.42	-0.73	-0.32
营业外损益（政府补助）（亿元）	1.05	1.48	0.89
营业毛利率（%）	18.45	21.62	17.81
投资收益（亿元）	0.001	0.005	-0.005
收现比(X)	0.55	1.60	0.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年公司总资产小幅增长，但存货占比较高，资产流动性较弱；且应收类款项占比大幅增长，对公司资金造成一定占用

公司总资产规模保持小幅增长，2020 年末公司总资产为 88.40 亿元，主要由存货、投资性房地产、货币资金和应收类款项构成。截至 2020 年末，公司存货为 54.08 亿元，主要由土地使用权及房产和代建项目成本构成；其中 2020 年末公司土地使用权较上年末减少了 12.53 亿元，主要系受土地整改政策影响，政府主管部门有偿收回部分土地资产所致；随着公司项目的推进，代建项目成本同比增长 7.89 亿元；同期末，公司土地使用权因抵押借款而受限的账面价值为 10.10 亿元。截至 2020 年末，公司投资性房地产为 10.09 亿元，较 2019 年末无明显变化。2020 年由于偿还债券本金及项目投资支出，当期货币资金较上年末减少 3.00 亿元。截至 2020 年末，公司应收账款为 9.44 亿元，较上年末大幅增加了 9.42 亿元，主要系政府有偿收回部分土地资产，公司将其计入应收账款所致，同时，由于同泾县财政局等政

府单位的往来款增加，导致当期应收类款项/总资产由 3.36% 大幅增加至 17.66%。

2020 年末，公司总负债为 42.12 亿元，较 2019 年增加了 8.12 亿元，主要系增加了长期借款、长期应付款以及一年内到期的非流动负债等，结构方面仍以非流动负债为主。

2020 年，泾县财政局对公司增资 7.13 亿元，同时政府相关部门收回公司土地资产 10.04 亿元；其中，由于部分划拨土地系被主管部门无偿收回，导致资本公积有所减少；公司所有者权益同比减少 2.49 亿元至 46.29 亿元。

截至 2020 年末，公司总资本化比率同比增长 6.25 个百分点至 44.90%。从债务结构来看，公司以长期债务为主，短期债务/总债务为 0.14 倍，债务结构较为合理。

表 5：近年来公司资本结构及资产质量相关指标

泾县国投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	82.87	82.78	88.40
存货（亿元）	53.80	58.75	54.08
应收账款（亿元）	4.28	0.02	9.44
其他应收款（亿元）	3.28	2.76	6.17
投资性房地产（亿元）	10.79	10.37	10.09
货币资金（亿元）	10.23	8.78	5.78
所有者权益合计（亿元）	47.15	48.78	46.29
实收资本（亿元）	7.00	7.00	7.00
资本公积（亿元）	34.45	35.73	32.81
未分配利润（亿元）	5.11	5.42	5.85
短期债务/总债务（X）	0.18	0.06	0.14
总资本化比率（%）	39.88	38.65	44.90
应收类款项/总资产（%）	9.11	3.36	17.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

经营活动净现金由正转负，投资活动呈净流出状态，筹资活动现金流由负转正；债务规模的增长使得主要偿债指标有所弱化

2020 年，公司经营活动净现金流由正转负，系政府回款和房产销售的现金流入大幅减少所致；公司投资活动净现金流仍呈净流出状态，但净流出规模有所缩小；公司筹资活动净现金流由负转正，主要是当期公司加大筹资力度，取得借款收到的现金大幅增加所致。

2020 年，公司 EBITDA 为 1.25 亿元，较上年有所减少，同时随着公司债务规模的增长，EBITDA 对债务本息的覆盖能力减弱，当期总债务/EBITDA 为 30.09 倍，EBITDA 利息覆盖系数下降至 0.62 倍，对于债务本息均无法实现有效覆盖。公司经营活动净现金流由正转负，对于债务本息无覆盖能力。由于一年内到期的非流动负债增长较多，2020 年公司短期债务同比增加 3.42 亿元，使得货币资金/短期债务下滑至 1.08 倍，但仍可以实现有效覆盖。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	-9.77	1.67	-7.09
投资活动净现金流（亿元）	0.38	-1.72	-0.68
筹资活动净现金流（亿元）	11.77	-1.39	4.76
总债务（亿元）	31.27	30.73	37.73
短期债务（亿元）	5.55	1.94	5.36
EBITDA（亿元）	1.82	2.58	1.25
总债务/EBITDA(X)	17.16	11.90	30.09
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.12	1.49	0.62
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.31	0.05	-0.19
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.00	0.97	-3.53
货币资金/短期债务(X)	1.84	4.52	1.08

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司短期偿债压力较大；未使用授信额度较少，备用流动性有限；受限资产一定程度上降低了公司资产的流动性；或有负债风险可控

截至 2020 年末，公司总债务为 37.73 亿元，其中 2021~2023 年，公司到期债务分别为 5.36 亿元、8.42 亿元和 8.95 亿元，公司短期偿债压力较大。

表 7：截至 2020 年末，公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2021	2022	2023	2024	2025 及以后
到期债务	5.36	8.42	8.95	2.95	14.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司获得的银行授信总额为 29.57 亿元，尚未使用额度为 5.92 亿元，备用流动性有限。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值为 10.66 亿元，系处于抵押状态的土地使用权和投资

性房地产，占同期末总资产的 12.06%。

截至 2020 年末，公司对外担保余额为 0.90 亿元，占当期末净资产的 1.94%，均为对安徽泾县宣纸小镇有限公司（以下简称“宣纸小镇”）的担保，其中宣纸小镇系公司参股企业，亦为当地国企，运营较稳定，公司或有负债风险可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》显示，截至 2021 年 3 月 16 日，公司曾于 2015 年 5 月 24 日发生一笔欠息，金额 2.61 万元，根据招商银行提供的说明系银行系统原因导致，除此之外，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

公司是泾县最重要的基础设施建设和保障房建设主体，得到泾县政府在资金及政府补贴方面的大力支持

公司是泾县最重要的基础设施建设、保障房建设和重大项目投资运营主体，得到泾县政府在资金及政府补贴方面的大力支持。1) 资金方面，公司经股东多次增资，注册资本由成立之初的 0.60 亿元增长至 7.00 亿元，公司资本实力大大增强；2020 年泾县财政局对公司增资 7.13 亿元。2) 政府补贴方面，2020 年公司收到政府补助 0.87 亿元。

中诚信国际认为，鉴于泾县持续增强的经济实力、公司在泾县开发建设的重要主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的有力支持。

偿债保障措施

“18 泾县债/PR 泾县债”本息的到期兑付由安徽担保集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

安徽担保集团成立于 2005 年 11 月 25 日，是经安徽省人民政府批准，在安徽省中小企业信用担保中心、安徽省创新投资有限公司的基础上，吸纳安徽省科技产业投资有限公司、安徽省经贸投资集团有限责任公司，由安徽省人民政府全额出资成立的一家政策性省级中小企业担保机构。安徽担保集团成立时注册资本 18.60 亿元，后经多次增资，截至 2020 年末，实收资本达到人民币 202.66 亿元，安徽省人民政府持有其 100% 股权。

安徽担保集团以“支持中小企业发展，构建信用担保体系，促进地方经济建设”为经营宗旨，实施规范化管理、市场化运作，切实为安徽省中小企业的发展提供服务和支撑，加快健全完善安徽省中小企业信用担保体系，更好地服务于安徽省地方经济发展。安徽担保集团目前的主要业务为融资担保和非融资担保业务，同时与市县担保机构合作开展再担保业务。此外，安徽担保集团控股的安徽省科技产业投资有限公司，通过参股、控股等方式对科技产业、企业或项目进行直接投资。截至 2020 年末，安徽担保集团总资产为 289.12 亿元，所有者权益为 217.69 亿元。

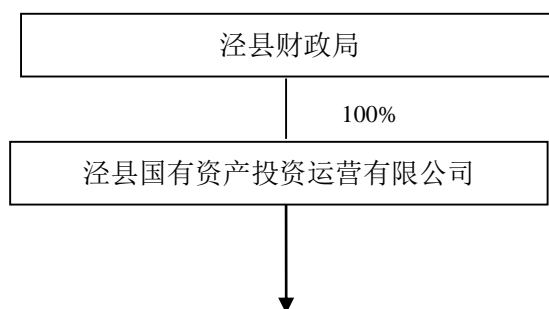
作为安徽省政府全额出资成立的省级中小企业担保机构，安徽担保集团业务的稳步发展对改善安徽省中小企业的融资环境和生存条件具有十分重要的意义。因此，中诚信国际认为，安徽省政府具有很强的意愿在有需要时给予安徽担保集团提供支持。

综上，中诚信国际维持安徽担保集团的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；安徽担保集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本次债券的本息偿还提供了强有力的保障。

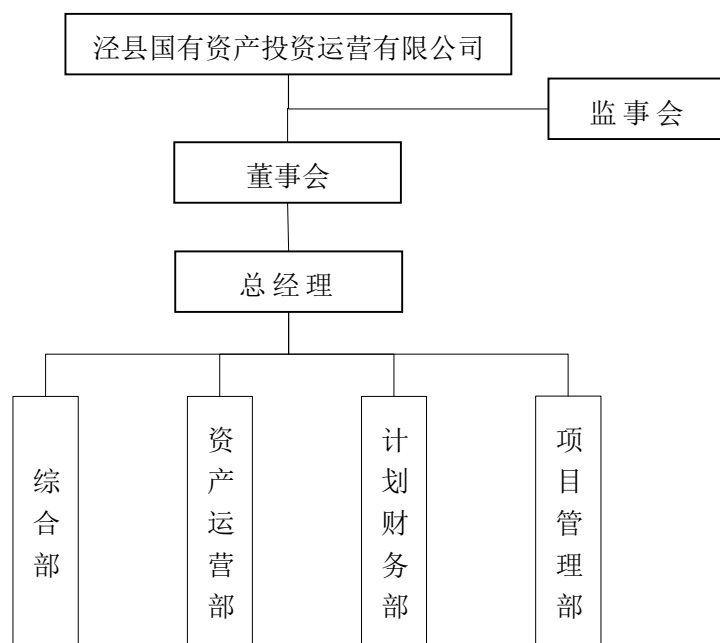
评级结论

综上所述，中诚信国际维持泾县国有资产投资运营有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 泾县债/PR 泾县债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：泾县国有资产投资运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



序号	一级子公司全称	持股比例(%)
1	泾县城镇化建设有限公司	100.00
2	泾县安泰保安服务有限公司	100.00
3	泾县自来水公司	100.00
4	泾县城投砂石运营有限公司	100.00
5	泾县供水管道安装有限公司	100.00
6	泾县司乘公寓管理有限公司	100.00
7	泾县国投实业发展有限公司	100.00
8	泾县牛岭水库投资开发有限公司	100.00
9	泾县振兴乡村土地综合开发有限公司	100.00
10	泾县嘉朋酒店有限公司	100.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：泾县国有资产投资运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	102,259.03	87,829.62	57,770.85
应收账款	42,777.76	181.13	94,417.26
其他应收款	32,754.00	27,614.87	61,740.39
存货	538,047.27	587,451.91	540,813.94
长期投资	2,842.07	4,417.95	9,414.71
在建工程	0.00	36.25	231.02
无形资产	0.00	1,337.07	1,288.27
总资产	828,697.28	827,756.18	884,049.11
其他应付款	16,582.50	17,524.47	16,046.96
短期债务	55,495.34	19,437.35	53,603.03
长期债务	257,233.63	287,847.39	323,656.25
总债务	312,728.97	307,284.74	377,259.28
总负债	357,224.71	339,973.52	421,160.84
费用化利息支出	9,316.73	15,137.17	6,281.12
资本化利息支出	6,962.91	2,163.01	13,805.26
实收资本	70,000.00	70,000.00	70,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	471,472.57	487,782.66	462,888.27
营业总收入	35,387.14	55,443.50	36,898.89
经营性业务利润	-4,235.84	-7,266.87	-3,215.36
投资收益	11.59	46.21	-54.15
净利润	6,321.10	7,589.15	5,218.75
EBIT	15,639.00	22,753.07	11,674.92
EBITDA	18,219.75	25,827.01	12,539.37
销售商品、提供劳务收到的现金	19,359.00	88,448.84	23,185.70
收到其他与经营活动有关的现金	11,165.79	20,927.85	9,534.00
购买商品、接受劳务支付的现金	119,553.41	89,897.64	100,536.13
支付其他与经营活动有关的现金	4,092.92	245.89	490.08
吸收投资收到的现金	46,025.62	14,380.92	63.68
资本支出	166.09	16,810.45	2,511.52
经营活动产生现金净流量	-97,706.50	16,709.00	-70,873.79
投资活动产生现金净流量	3,804.85	-17,233.61	-6,795.38
筹资活动产生现金净流量	117,698.68	-13,893.08	47,610.39
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	18.45	21.62	17.81
期间费用率(%)	25.52	29.85	23.37
应收类款项/总资产(%)	9.11	3.36	17.66
收现比(X)	0.55	1.60	0.63
总资产收益率(%)	2.09	2.75	1.36
资产负债率(%)	43.11	41.07	47.64
总资本化比率(%)	39.88	38.65	44.90
短期债务/总债务(X)	0.18	0.06	0.14
FFO/总债务(X)	0.06	0.09	0.04
FFO 利息倍数(X)	1.15	1.52	0.81
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.00	0.97	-3.53
总债务/EBITDA(X)	17.16	11.90	30.09
EBITDA/短期债务(X)	0.33	1.33	0.23
货币资金/短期债务(X)	1.84	4.52	1.08
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.12	1.49	0.62

注：1、中诚信国际根据泾县国投 2018 年~2020 年审计报告整理，各期财务报告均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将泾县国投各期长期应付款中的带息部分计入长期债务。

附三：安徽省信用担保集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2018	2019	2020
资产			
货币资金	2,055.75	2,756.44	3,863.43
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6.11	0.01	1.63
可供出售金融资产	16,963.97	17,905.42	18,876.32
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	68.22	55.88	25.28
资产合计	24,121.35	26,736.10	28,912.45
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	1,647.86	1,674.62	2,039.69
实收资本	17,506.00	18,686.00	20,266.00
所有者权益合计	18,912.96	20,130.96	21,769.31
利润表摘要			
担保业务收入	338.58	329.08	333.48
担保赔偿准备金支出	(398.82)	(286.07)	(303.08)
提取未到期责任准备	(7.11)	(0.28)	(2.35)
利息净收入	(47.07)	(48.76)	(10.62)
投资收益	51.13	109.98	153.83
业务及管理费用	(178.31)	(172.14)	(160.68)
税金及附加	(11.13)	(8.99)	(9.33)
税前利润	(67.24)	90.50	63.03
净利润	(81.96)	46.09	21.40
担保组合			
在保余额	161,144.69	156,010.76	159,411.27
在保责任余额	100,735.45	74,276.14	60,340.00
财务指标	2018	2019	2020
年增长率（%）			
总资产	7.58	10.84	8.14
担保损失准备金合计	19.97	1.62	21.80
所有者权益	5.68	6.44	8.14
担保业务收入	1.77	(2.81)	1.34
业务及管理费用	34.52	(3.46)	(6.66)
在保余额	5.25	(3.19)	2.18
盈利能力（%）			
平均资产回报率	(0.35)	0.18	0.08
平均资本回报率	(0.45)	0.24	0.10
担保项目质量（%）			
累计代偿率	2.68	2.77	2.86
担保损失准备金/在保责任余额	1.64	2.25	3.38
最大单一客户在保余额/核心资本	41.48	38.54	24.26
最大十家客户在保余额/核心资本	364.73	315.80	211.54
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	18,912.96	20,130.96	21,769.31
核心资本（百万元）	3,616.34	3,891.65	4,945.68
净资产放大倍数（X）	5.33	3.69	2.77
核心资本放大倍数（X）	27.86	19.09	12.20
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	8.55	10.31	13.37
高流动性资产/在保责任余额	2.05	3.71	6.41

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

附五：担保公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
	担保损失准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本

附六：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。