



安岳县兴安城市建设投资开发有限公司及 相关债券2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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

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

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



安岳县兴安城市建设投资开发有限公司及相关债券 2022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
18 安岳债 01	AAA	AAA
19 安岳债 01/PR 安岳 01	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持安岳县兴安城市建设投资开发有限公司（以下简称“安岳兴安城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“18 安岳债 01”、“19 安岳债 01/PR 安岳 01”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，获得较大力度的外部支持，并且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保仍有效提升了债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司未能提供募投项目的最新进展情况，整体资产流动性较弱，项目投资面临较大的资金压力以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	129.54	127.86	88.89
所有者权益	48.94	44.41	39.92
总债务	12.00	34.11	33.19
资产负债率	62.22%	65.27%	55.09%
现金短期债务比	1.69	0.30	0.20
营业收入	5.37	11.33	11.51
其他收益	2.81	0.91	1.13
利润总额	2.92	2.44	2.30
销售毛利率	10.83%	16.71%	16.82%
EBITDA	2.98	2.45	2.31
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.18	0.91
经营活动现金流净额	24.76	1.54	-4.87
收现比	175.66%	95.07%	37.18%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **代建业务在区域内具有一定重要性和持续性。**公司是安岳县主要的市政基础设施投资建设主体，业务承接在区域内具有一定重要性；2021年末公司在建代建项目总投资规模较大，代建业务仍具有一定持续性。
- **公司获得较大力度的外部支持。**公司承担了区域内的市政基础设施建设工作，安岳县财政局通过货币注资增加公司资本公积，给予公司政府补助，提升了公司利润水平。
- **兴农担保提供的保证担保有效提升了债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，兴农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有效提升了“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的安全性。

关注

- **公司未能提供募投项目的最新进展情况。**公司两期企业债券募投项目安岳县棚户区改造安置房建设项目实行公司自建销售模式，总投资11.98亿元，截至2021年末，公司未提供募投项目的已投资情况。
- **整体资产流动性较弱。**2021年末公司应收款项占用压力仍存，部分其他应收款存在坏账风险，代建项目形成的资金沉淀较大，土地抵押比例仍较高。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2021年末公司主要在建代建项目尚需投资额较大，未来面临较大的资金压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额规模较大，被担保对象均为国有企业及医院，均未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	2		资产负债率	3
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0



独立信用状况	aa-
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-6-25	蒋晗、刘惠琼	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)、外部特殊支持 评价方法(cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2018-6-29	陶明辉、张旻燊	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)、城投公司主体长期 信用评级模型(py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2018-1-18	陶明辉、袁媛	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)、城投公司主体长期 信用评级模型(py_mx_2015V1.0)	阅读全文

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
18安岳债01	4.30	2.58	2021-6-25	2025-1-30
19安岳债 01/PR安岳01	7.60	6.08	2021-6-25	2026-5-6



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2018年1月发行7年期4.3亿元“18安岳债01”，募集资金中2.9亿元原计划用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，1.4亿元原计划用于补充流动资金。

公司于2019年5月发行7年期7.6亿元“PR安岳01/19安岳债01”，其中5.1亿元原计划用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，2.5亿元原计划用于补充流动资金。两期债券的募集资金账户为同一账户，截至2022年3月末，募集资金专项账户余额为71.86万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2022年4月国开发展基金有限公司（以下简称“国开发”）减资380万元，减资完成后，公司注册资本为11.25亿元；其中安岳县国有资产管理委员会（以下简称“县国资委”）持股比例升至88.91%，国开发持股比例降至7.25%¹，安岳县交通投资开发有限责任公司（以下简称“交投公司”）持股3.84%。截至2022年4月末，公司注册资本为11.25亿元，控股股东及实际控制人仍为县国资委，股权结构详见附录二。2021年末公司合并报表范围内子公司无变化，数量仍为4家，具体见附录三。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、

¹ 国开发展基金有限公司 8,153.00 万元为名股实债，计入长期借款核算。



4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款



或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

安岳县是中国柠檬之都，天然气资源较为丰富，拥有柠檬生产、天然气开发两大主导产业，产业结构相对单一，工业基础薄弱，且经济总量和财政收入规模均较小，财政自给能力较弱

区位特征：安岳县位于成渝直线中点，是中国柠檬之都，拥有较丰富的天然气资源，但近年常住人口流失较多。安岳县是四川省资阳市下辖县，位于成渝直线中点，国道319、247及成安渝、内遂和成资渝高速公路贯穿全境，规划建设的成渝中线高铁、绵遂内城际铁路在安岳设站，安岳已融入“成渝一小时经济圈”。安岳全县幅员面积2,700平方公里，现有46个乡镇（街道），根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时全县常住人口95.09万人，较2010年末人口减少19.04万人，下降16.68%。安岳县被称为“中国柠檬之都”，柠檬种植面积达52万亩，柠檬种植规模、产量和市场占有率占全国的80%以上。天然气资源西南第一，“安岳气田”是全国单体规模最大的整装海相气田，探明储量1.1亿立方米，已成为西南地区油气开发的主阵地。

图1 安岳县区位图



资料来源：四川省标准地图，中证鹏元整理

经济发展水平：安岳县GDP保持增长态势，以第三产业为主，但其经济总量规模较小，经济增速低于全国水平，工业基础薄弱。近年安岳县经济总量保持增长，但整体规模较小，GDP增速稍低于全国平均水平，人均GDP逐年提高，但仍处于较低水平，经济发展相对落后。三次产业结构由2019年的26.1:22.4:51.5调整为2021年的27.6:20.9:51.5，以第三产业为主。2021年安岳县房地产开发投资增速、商品房销售面积增速分别为-8.5%、35.1%，区域房地产市场供给端有所收缩，但销售端升温明显。2021年安岳县工业增加值为38.95亿元，工业基础较差。驱动因素上，投资和消费近年均有一定波动，其中2021年增速均较快，带动地方经济增速回暖，但外贸规模很小，对经济拉动作用有限。

表1 2021年资阳市下辖县级行政区或县级市等经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP	一般公共预算收入	政府性基金收入
雁江区	385.36	7.9%	4.44	17.14	23.10
安岳县	287.97	7.7%	3.03	12.21	-
乐至县	217.20	8.9%	4.43	7.10	-

注：人均 GDP 单位为万元。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 安岳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	287.97	7.7%	265	3.6%	252.3	6.7%
固定资产投资	-	12.3%	-	9.4%	-	-9.5%
社会消费品零售总额	180.57	17.9%	153.2	-2.5%	168.6	9.7%



进出口总额（亿美元）	0.35	-	-	0.18	-
人均 GDP（万元）	3.03		2.46		2.32
人均 GDP/全国人均 GDP	37.40%		33.90%		32.74%

注：2021 年人均 GDP 采用 2020 年 11 月 1 日常住人口计算。

资料来源：安岳县 2019、2021 年统计公报，安岳县人民政府官网公告，中证鹏元整理

产业情况：安岳县拥有柠檬生产、天然气开发两大主导产业，产业较为单一。安岳县作为全国唯一柠檬商品生产基地县，“安岳柠檬”品牌价值已达180.67亿元，并成功入选首批欧盟保护地理标志名单，培育四川华通柠檬等柠檬加工龙头企业。2021年安岳县柠檬产值达151亿元，产业较为单一。安岳县未来将围绕柠檬资源优势，加快柠檬精深加工业发展，推进柠檬加工高端化、精细化、规模化、品牌化发展。

安岳县依托“安岳气田”资源，不断推进石油天然气开发利用，“十三五”期间，启动钻井72口；安岳天然气净化厂落户通贤镇文寨村并注册成立“安岳天然气净化有限公司”，该项目总投资28.6亿元，设计日产天然气1,200万方。2021年，安岳区块产气48.8亿方，产值74.7亿元，产生税收收入4.86亿元。2022年，总投资60亿元的川投集团资阳燃气电站新建工程项目签约暨开工仪式在安岳县举行，该项目一期投产后，将实现年产值10亿元，税收约1亿元。安岳县将加快油气井、油气管道及配套设施等建设，引进天然气制氢厂、发电厂、分布式能源等项目。

财政及债务水平：安岳县财政实力较弱，财政自给水平较低，地方政府债务规模增长较快，推升地方政府债务压力。近年安岳县一般公共预算收入保持缓慢增长，其规模仍较小，税收收入占比不断提升，收入质量有所提升，但财政自给率在低位徘徊，财政自给水平较低。2020年政府性基金收入同比有所增长，并突破20亿元。安岳县作为建制县隐性债务化解试点区域，近年地方政府债务余额增长较快，地方政府债务压力较大。

表3 安岳县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	12.21	11.02	10.83
税收收入占比	66.75%	64.97%	58.45%
财政自给率	20.07%	18.00%	22.35%
政府性基金收入	-	20.11	16.54
地方政府债务余额	166.47	95.22	86.92

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：安岳县政府网站，DM，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，安岳县投融资平台仅有1家，为安岳县兴安城市建设投资开发有限公司。

五、经营与竞争

公司是安岳县主要的市政基础设施、保障房项目投资建设主体，营业收入主要来源于代建业务，受代建项目结算规模变小影响，2021年公司营业收入有所减少，且由于垃圾处置业务亏损较多，销售毛利率亦有所减少。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	5.26	17.56%	11.26	16.67%
垃圾处置收入	0.12	-289.50%	0.06	25.25%
合计	5.37	10.83%	11.33	16.71%

资料来源：公司 2020 年审计报告以及公司提供，中证鹏元整理

公司市政基础设施代建业务在区域内仍具有一定重要性和持续性，但代建收入有所减少，公司未能提供募投项目的最新进展情况，部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力

公司是安岳县重要的市政基础设施、旧城改造及保障房建设主体，业务范围包括城市道路、管网、绿化工程、旧城改造和保障性住房等项目，业务在区域内仍具有一定重要性。公司承建的市政基础设施建设项目实行委托代建模式，公司以自有资金及银行贷款等进行工程建设，并约定每年年末根据工程项目实施进度审核确认已完成的投资额，按投资额的120%进行收入结算，结算后，安岳县财政局将安排资金按照约定支付工程款项。

由于代建确认量减少，2021年公司代建收入有所减少，主要结算项目为贾岛路一期等项目。截至2021年末，公司主要在建代建项目总投资规模较大，代建业务仍具有一定持续性。两期企业债券募投项目安岳县棚户区改造安置房建设项目实行公司自建销售模式，总投资11.98亿元，截至2021年末，公司未提供募投项目的已投资情况。值得注意的是，公司主要在建项目中除安岳县城北片区棚户区改造项目之外的其余项目2021年投资增量较小，项目进度滞后，未来的完工、回款时间存在较大不确定性。

表5 截至 2021 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
安岳县城北片区棚户区改造项目	6.12	0.00
安岳县城东片区棚户区改造项目	5.12	0.60
安岳县城南片区棚户区改造项目	3.76	0.30
石坝子片区棚户区改造工程	3.10	2.44
安岳县滴水湖二期绿化景观建设项目	2.60	0.31
岳石路东段安置区工程	2.15	0.88
合计	22.85	4.53

资料来源：公司提供

公司获得较大力度的外部支持

公司承担了安岳县内的市政基础设施项目，当地政府在资产注入、财政补贴方面给予公司较大支持。2021年安岳县财政局通过货币注资增加公司资本公积1.52亿元，给予公司政府补助2.81亿元，提升了公司利润水平。

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年末公司合并范围内子公司无变化，子公司情况具体见附录三。

资产结构与质量

2021年末公司应收款项占用压力仍存，部分其他应收款存在坏账风险，代建项目形成的资金沉淀较大，土地资产抵押比例仍较高，整体流动性较弱

2021年末公司资产总额保持相对稳定，资产结构仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金主要为银行存款，受限资金规模为2.37万元，用于抵押担保。应收账款均为应收安岳县财政局代建项目款，因部分代建项目回款较为滞后，2021年末规模有所增长。得益于公司收回部分往来款，2021年末其他应收款有所减少，其中应收政府单位及所属部门的其他应收款占比较高，少部分应收款项账龄在3年以上，已全额计提坏账准备。公司应收政府单位及所属部门的款项回收时间受当地财政安排影响存在不确定性，对公司资金形成较大占用。

由于公司继续对代建项目投入资金，2021年末存货保持增长；其中代建项目开发成本为59.97亿元为承建的市政基础设施项目的已投入待结转成本；土地账面价值32.67亿元，19.15亿元的土地已用于借款抵押及债券反担保。

整体来看，2021年末公司应收款项占用压力仍存，部分其他应收款账龄较长，存在坏账风险，代建项目形成的资金沉淀较大，土地储备规模较大，但土地使用受限比例较高，整体流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.41	1.09%	0.65	0.51%
应收账款	22.86	17.65%	19.99	15.64%
其他应收款	7.21	5.57%	15.31	11.97%
存货	92.64	71.51%	87.05	68.08%
流动资产合计	126.75	97.85%	125.64	98.26%
非流动资产合计	2.79	2.15%	2.22	1.74%



资产总计	129.54	100.00%	127.86	100.00%
------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入有所减少，但主业回款能力较好，政府补助有效地提升了公司利润水平

由于代建业务确认量减少，2021年公司营业收入有所减少，销售毛利率受垃圾处置业务亏损影响亦有所减少。公司收到较大规模的预收工程款以及代建款项，使得2021年收现比提升明显。2021年公司获得较大规模的政府补助，计入其他收益，有效地提升了公司利润水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	175.66%	95.07%
营业收入	5.37	11.33
营业利润	2.92	2.44
其他收益	2.81	0.91
利润总额	2.92	2.44
销售毛利率	10.83%	16.71%

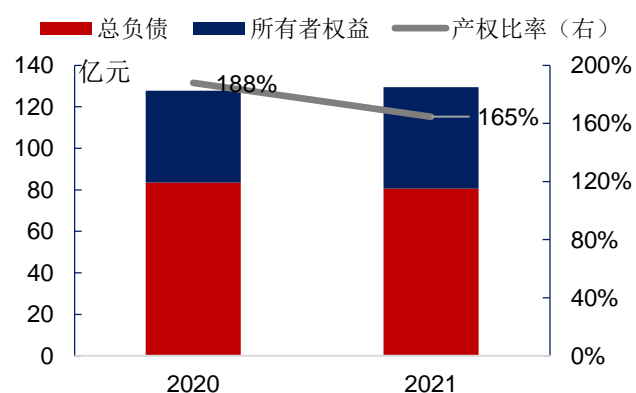
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2021年公司总债务减少明显，偿债能力指标趋强，债务压力得到有效缓解

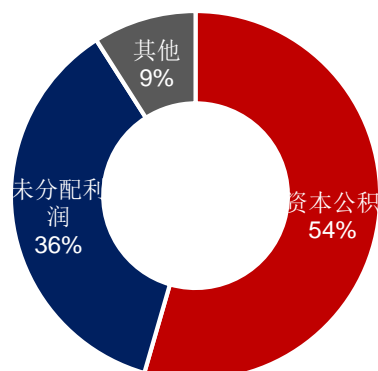
2021年公司偿还部分债务后，期末负债总额有所减少，流动负债占比有所提高且处于较高水平。得益于当地政府部门货币注资，期末公司所有者权益有所增长，主要包括资本公积、未分配利润。综合影响下，产权比率有所降低，但净资产对负债的保障能力仍较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

公司无短期借款，预收款项债权人为安岳县交通运输局及资潼高速协调办公室，2021年末规模有所

增长，主要系预收安岳县交通运输局的工程款项增长所致。其他应付款主要为应付安岳县融资办、安岳长城投资有限公司、安岳县藏格投资有限公司、安岳县人民医院等单位的往来款项，2021年末其他应付款同比有所增长，主要系公司新增与安岳县融资办等的往来款所致。由于即期的长期借款减少，2021年末一年内到期的非流动负债有所减少，主要为一年内到期的应付债券。

由于公司归还大部分长期借款，2021年末长期借款规模大幅减少，包括保证借款、抵押借款。应付债券包括公司发行的2期企业债，由于“18安岳债01”部分本金需提前偿付，2021年末规模有所减少。

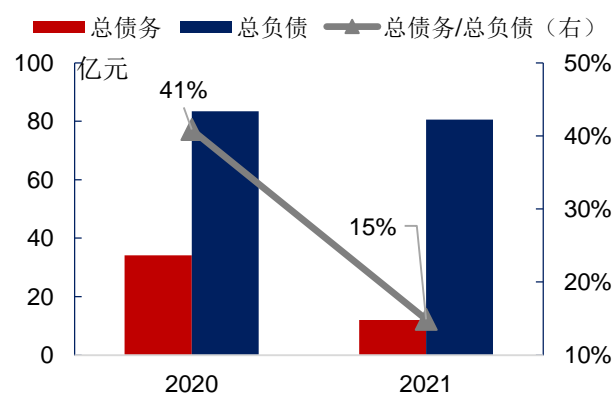
表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	37.83	46.94%	29.84	35.76%
其他应付款	27.17	33.70%	16.08	19.27%
一年内到期的非流动负债	2.40	2.98%	10.84	12.99%
流动负债合计	70.99	88.08%	60.19	72.12%
长期借款	1.65	2.05%	12.78	15.32%
应付债券	7.95	9.87%	10.48	12.56%
非流动负债合计	9.60	11.92%	23.27	27.88%
负债合计	80.60	100.00%	83.45	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

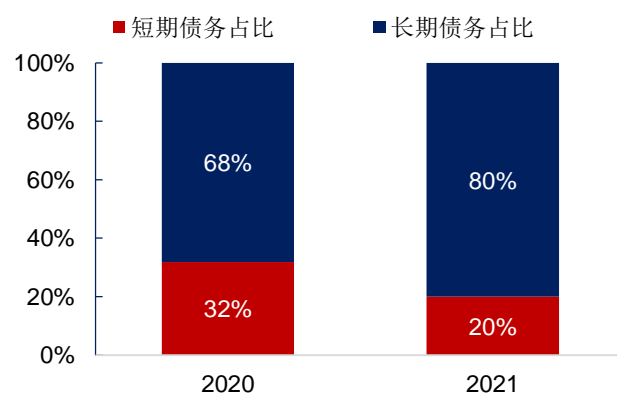
因公司偿还较多债务，2021年末公司总债务减少明显，仍以长期债务为主。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。同期末，由于短期债务减少较多，公司现金短期债务比大幅提高，现金对短期债务的覆盖能力趋强。当期公司EBITDA利息保障倍数有所上升，EBITDA对总债务本息的保障能力趋强。

表9 公司偿债能力指标



指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	62.22%	65.27%
现金短期债务比	1.69	0.30
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.18

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额规模较大，被担保对象均为国有企业及事业单位，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保金额	是否有反担保
安岳县利民排水有限责任公司、安岳县柠都自来水有限责任公司	国有企业	6,000.00	否
安岳县利民排水有限责任公司	国有企业	5,500.00	否
安岳县第三人民医院	事业单位	2,000.00	否
安岳县妇幼保健计划生育服务中心	事业单位	6,000.00	否
安岳县康复医院	事业单位	3,900.00	否
安岳县中医医院	事业单位	3,980.00	否
安岳县中医医院	事业单位	20,000.00	否
安岳县第三人民医院	事业单位	1,900.00	否
安岳县自来水公司	国有企业	3,900.00	否
安岳县保安服务公司	国有企业	3,900.00	否
安岳县思源水利建设投资开发有限公司	国有企业	21,000.00	否
安岳县中医医院	事业单位	14,000.00	否
合计	-	92,080.00	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

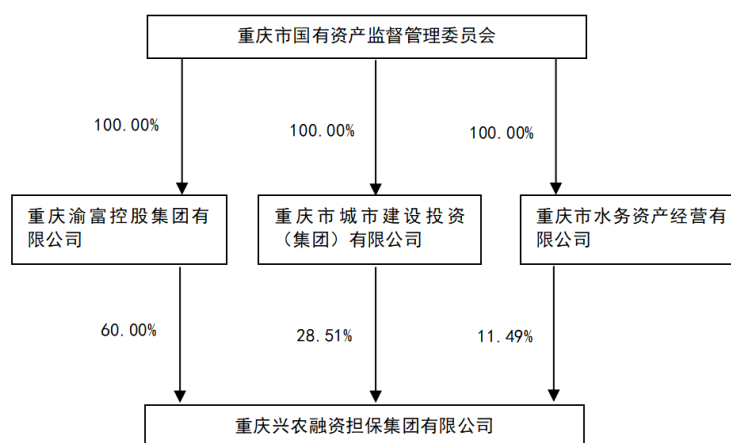
安岳县是中国柠檬之都，天然气资源较为丰富，拥有柠檬生产、天然气开发两大主导产业。公司是安岳县主要的市政基础设施投资建设主体，业务承接在区域内具有一定重要性；2021年末公司在建代建项目总投资规模较大，代建业务仍具有一定持续性。综合来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

兴农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“18 安岳债 01”、“19 安岳债 01/PR 安岳 01”的安全性

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月。历经数次增资及股权变更，截至2021年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图 6 截至 2021 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

表11 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	9.21	70.12%	8.89	76.14%	7.96	76.16%
利息收入	2.55	19.38%	2.33	19.93%	1.76	16.78%
其他收入	1.38	10.49%	0.46	3.92%	0.74	7.06%
合计	13.13	100.00%	11.68	100.00%	10.46	100.00%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长



6.73%。

表12 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
其中：直接融资担保余额	771.33	809.00	690.12
间接融资担保余额	84.98	92.07	87.88
非融资性担保余额	36.19	16.40	9.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当期代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09
累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%

注：以上担保业务数据均不含交通担保；
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农



担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

表13 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	13.13	11.68	10.45
其中：已赚担保费	9.87	7.52	-
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
营业支出	10.66	7.08	7.51
其中：提取担保赔偿准备金	4.12	3.72	4.68
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02
利润总额	2.49	3.66	3.06
净利润	2.07	3.11	2.57



净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%
--------	-------	-------	-------

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”安全性。

十、结论

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“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的信用等级为AAA。



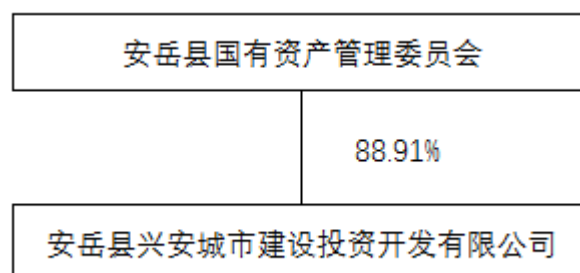
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	1.41	0.65	0.89
应收账款	22.86	19.99	19.44
存货	92.64	87.05	56.30
流动资产合计	126.75	125.64	88.01
非流动资产合计	2.79	2.22	0.87
资产总计	129.54	127.86	88.89
短期借款	0.00	0.00	0.00
预收款项	37.83	29.84	0.00
其他应付款	27.17	16.08	13.18
一年内到期的非流动负债	2.40	10.84	4.48
流动负债合计	70.99	60.19	20.26
长期借款	1.65	12.78	17.54
应付债券	7.95	10.48	11.17
非流动负债合计	9.60	23.27	28.71
负债合计	80.60	83.45	48.97
总债务	12.00	34.11	33.19
营业收入	5.37	11.33	11.51
所有者权益	48.94	44.41	39.92
营业利润	2.92	2.44	2.30
其他收益	2.81	0.91	1.13
利润总额	2.92	2.44	2.30
经营活动产生的现金流量净额	24.76	1.54	-4.87
投资活动产生的现金流量净额	-0.46	-0.19	-0.03
筹资活动产生的现金流量净额	-23.34	-1.58	3.28
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	10.83%	16.71%	16.82%
收现比	175.66%	95.07%	37.18%
资产负债率	62.22%	65.27%	55.09%
现金短期债务比	1.69	0.30	0.20
EBITDA（亿元）	2.98	2.45	2.31
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.18	0.91

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理



附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供



附录三 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司	2.00	100.00%	保障性住房和棚户改造投资与资产管理
安岳县宜居资产经营管理有限公司	2.00	100.00%	资产管理活动；危旧房改造；老旧小区改造；园林绿化管理；市政设施管理；物业管理；房地产开发经营
安岳县交通投资开发有限责任公司	1.13	100.00%	投资与资产管理；由分支机构经营：污水处理及其再生利用；销售：建材
安岳县文大路二标段建设项目管理有限公司	0.63	100.00%	公路工程建筑，公路管理与养护，工程管理服务，其他道路、桥梁和隧道工程建筑，架线和管道工程，河湖治理及防洪设施，电气安装，工程准备活动

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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、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。