

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0382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/PR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/PR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
二〇二二年六月二十二日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2022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 2022 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	2022/6/22	AA/稳定	王文娟	邓灵

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
17 乐行债 /PR 乐行债	AAA	AAA
20 乐行专项债/20 乐行债	AAA	AAA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

安徽乐行城市建设集团有限公司是亳州市涡阳县重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。安徽阳城建控集团有限公司为公司唯一股东，涡阳县人民政府为公司实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	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%	2.40		资产负债率	9.00%	7.20
	人均 GDP	4.00%	1.60		全部债务资本化比率	9.00%	7.20
地区综合实力	一般公共预算收入	32.00%	19.20	企业经营与财务实力	补助收入/利润总额	5.00%	5.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	1.60		(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				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	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-	A+						
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

基础模型参考等级：AA

3.评级调整因素

基础模型参考等级：AA

评级调整因素：无

4.主体信用等级

主体信用等级：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。

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/PR 乐行债”及农兴担保对“20 乐行专项债/20 乐行债”分别提供的担保均具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的短期偿付压力，资金来源对筹资活动依赖仍较大。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/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级均为 AAA。

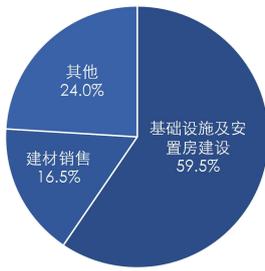
同业对比

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)	415.60	380.70	271.43	409.49	431.70
GDP 增速 (%)	7.7	11.0	7.9	13.8	10.7
人均 GDP (元)	35472	76272*	31303*	87237*	110977
一般公共预算收入 (亿元)	19.86	32.60	17.14	11.79	35.20
一般公共预算支出 (亿元)	62.82	51.40	48.17	51.15	45.20
资产总额 (亿元)	361.00	269.32	158.18	163.50	248.25
所有者权益 (亿元)	144.75	139.40	74.62	63.49	125.39
营业收入 (亿元)	11.40	18.06	14.07	4.06	11.83
利润总额 (亿元)	0.92	1.40	3.51	1.36	2.45
资产负债率 (%)	59.90	48.24	49.99	61.17	49.49
全部债务资本化比率 (%)	49.53	37.37	28.86	51.96	41.45

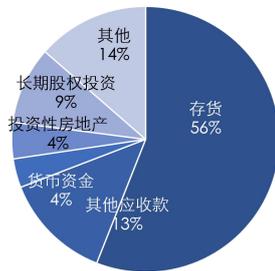
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，标“*”人均 GDP 系估算值（下文同）。
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021年公司营业收入构成



2021年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
资产总额	278.01	312.67	361.00
所有者权益	115.13	126.35	144.75
营业收入	11.78	11.87	11.40
利润总额	0.91	1.14	0.92
全部债务	119.91	113.02	142.05
资产负债率	58.59	59.59	59.90
全部债务资本化比率	51.02	47.22	49.53

2019年末~2021年末公司有息债务构成情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	362.70	380.70	415.60
GDP 增速	9.5	4.7	7.7
人均 GDP (元)	27569	32400	35472
一般公共预算收入	18.02	18.22	19.86
一般公共预算收入增速	19.2	1.1	9.0
上级补助收入	54.12	50.43	40.98

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;
- 公司作为涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体, 在增资、财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持;
- 安徽省信用融资担保集团有限公司对“17 乐行债/PR 乐行债”及重庆兴农融资担保集团有限公司对“20 乐行专项债/20 乐行债”分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保均具有很强的增信作用。

关注

- 公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高, 资产流动性仍较弱;
- 公司全部债务快速增长, 短期有息债务规模及占比明显上升, 面临较大的短期偿付压力;
- 公司经营性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大。

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)	2021/6/17	王文娟 黄一戈	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	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/PR乐行债	2021/6/17	7.00	2017/11/1~2024/11/1	连带责任保证担保	安徽省信用融资担保集团有限公司/AAA/稳定
20乐行专项债/20乐行债	2021/6/17	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

注：“17乐行债/PR乐行债”和“20乐行专项债/20乐行债”均设置本金提前偿付条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）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。2021年8月，涡阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“涡阳县国资委”）以货币方式向公司增资20.00亿元。同期，根据涡阳县人民政府（以下简称“涡阳县政府”）下发的《涡阳县人民政府关于进一步完善涡阳国有资本运营集团有限公司法人治理结构有关事项的通知》（涡政秘【2021】57号），公司控股股东由涡阳县国资委变更为安徽伯阳城建控股集团有限公司¹（以下简称“伯阳城建”），变更后伯阳城建持有公司股权的100%。截至2021年末，公司注册资本及实收资本均为人民币30.00亿元，伯阳城建为公司唯一股东，涡阳县政府为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为涡阳县重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2021年末，公司合并范围内共有30家二级子公司（见图表1），较2020年末新增5家二级子公司，减少10家二级子公司。

图表1 截至2021年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例
涡阳县恒泰水利建设工程有限公司	恒泰水利	10000.00	100.00
涡阳县绿行汽车租赁服务有限公司	绿行汽车	1000.00	100.00
涡阳县富民光伏发电有限责任公司	富民光伏	2000.00	100.00
安徽涡河文化旅游集团有限公司	涡河文旅	80000.00	100.00
涡阳县绿行汽车服务有限公司	绿行汽车	1000.00	100.00
涡阳县利民光伏发电有限公司	利民光伏	500.00	100.00
涡阳县道信资产管理有限公司	道信资管	5000.00	100.00
涡阳县明远光伏发电有限公司	明远光伏	500.00	100.00
涡阳县新农农村建设有限责任公司	新农建设	12200.00	84.22
涡阳县交通建设投资有限责任公司	涡阳交投	15440.00	100.00
涡阳市政建设集团有限公司	涡阳市政	54100.00	100.00
涡阳县雉河项目管理有限公司	雉河管理	200.00	100.00
安徽道恒商贸有限公司	道恒商贸	20000.00	100.00
涡阳县乐行创新创业投资有限公司	乐行创投	200000.00	100.00
涡阳县才骏人力资源管理有限公司	才骏人力	500.00	100.00
涡阳县国睿保安服务有限公司	国睿保安	100.00	100.00
安徽伯阳投资基金管理有限公司	伯阳基金	5000.00	100.00
鑫丰（天津）商业保理有限责任公司	鑫丰保理	5000.00	100.00
涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司	码头公司	1000.00	100.00
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

¹ 伯阳城建前身为涡阳县至善城镇建设有限公司，涡阳国有资本投资运营集团有限公司持有其100%股权。伯阳城建经营范围为新型城镇化及美好乡村建设及运营；市政工程；土地整理、新农村建设、保障性住房建设、标准化厂房建设及园区配套设施建设；景区景点经营管理等。

图表 1 截至 2021 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例
涡阳县乐行水务集团有限公司	乐行水务	378.00	100.00
涡阳县兴农建设发展有限公司	兴农建设	20000.00	100.00
涡阳县经开商业运营管理有限公司	商业运营	100.00	100.00
安徽雍华置业有限公司	雍华置业	2000.00	100.00
涡阳县乐行小额贷款有限公司	乐行小贷	10000.00	50.00
安徽涡河城市更新投资集团有限公司	涡河城市更新	20000.00	100.00
涡阳县锦绣教育服务有限公司	锦绣教育	20000.00	100.00
安徽邦赢供应链管理有限公司	邦赢供应链	10000.00	100.00
安徽涡河商砼有限公司	涡河商砼	1000.00	100.00
涡阳县乐行再生资源利用有限公司	乐行再生资源	1000.00	100.00

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

截至本报告出具日，“17 乐行债/PR 乐行债”到期利息和本金已按期兑付；“20 乐行专项债/20 乐行债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期兑付。

截至 2021 年末，“17 乐行债/PR 乐行债”募集资金已使用完毕，“20 乐行专项债/20 乐行债”募集资金已使用 9.9995 亿元。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”

等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1.亳州市

2021年，亳州市地区经济保持较快增长，现代中医药产业、煤炭开采和洗选业产业及酒、饮料和精制茶制造业等主导产业发展势头强劲，第三产业快速增长，经济实力仍较强

2021年，亳州市地区生产总值居安徽省下辖地级市第9位，增速为8.6%，经济实力较强。2021年，亳州市投资和消费增速有所回升，全社会固定资产投资同比增长1.0%，其中，工业技术改造投资同比增长14.4%；社会消费品零售总额同比增长20%。

跟踪期内，亳州市工业经济保持良好增长态势，煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、汽车制造业及酒、饮料和精制茶制造业等主导产业发展势头强劲，2021年增加值同比分别增长42.1%、9.1%、6.9%和22.9%；医药制造业同比下降7.6%。亳州是重要的中药材专业市场、集散中心、中药材交易中心，截至2021年底，亳州现代中医药产业产值达1446亿元，是全国最大的中药饮片、中药提取物、中药健康饮品生产基地。

亳州市商贸、旅游、交通运输及金融等第三产业快速增长，对经济增长贡献程度较高。截至2021年末，亳州市培育电商示范镇8个、电商示范村31个、网销额超1000万元的电商龙头企业10家，全年新增农村电商经营主体632家，实现农产品网络销售额95.8亿元；接待国内旅游人数、国内旅游收入同比分别增长26.8%和36.1%；交通运输、仓储和邮政业增加值87.8亿元，同比增长9.6%；年末全市金融机构各项存贷款余额同比分别增长13.8%和15.2%。

图表2 亳州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1749.0	9.4	1806.0	4.1	1972.7	8.6
人均GDP（万元）	33314	-	36119	-	39509	-
三次产业结构	13.6: 35.6: 50.8		14.2: 35.0: 50.8		13.8: 34.5: 51.7	
规模以上工业增加值	-	11.4	-	5.9	-	7.5
战略性新兴产业产值	-	25.4	-	21.4	-	8.6
高新技术产业产值	-	12.0	-	14.6	-	0.6
第三产业增加值	889.0	10.2	918.2	3.7	1019.9	8.8
全社会固定资产投资	-	13.0	-	-3.3	-	1.0
社会消费品零售总额	662.7	12.3	991.7	2.6	1190.1	20.0
旅游总收入	248.3	20.6	139.4	-43.9	189.6	36.1

资料来源：2019年~2021年亳州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2.涡阳县

2021年，涡阳县地区经济继续增长，绿色装配式建筑、农产品加工两大主导产业发展较好，现代服务业增速较快，经济实力依然较强

2021年，涡阳县实现地区生产总值415.60亿元，在亳州市下辖各区县中位列第3，同比增长7.7%。全年固定资产投资同比大幅下降，主要系基础设施投资下降71.8%所致；社会消费品零售总额同比增长较快。

跟踪期内，涡阳县工业经济运行良好，创新动能发展较快。绿色装配式建筑、农产品加工两大主导产业发展较好，绿色装配式建筑产业基地鸿路钢构涡阳生产基地全年产值超过75亿元；食品制造业增加值同比增长281.8%，主要产品产量中小麦粉同比增长3.7%、饲料同比增长29.1%。2021年，涡阳县新认定高新技术企业21家，高新技术产业增加值同比增长16%；新申报战新企业5家，战新产业产值同比增长8.5%。同期，涡阳县现代服务业快速发展。新增限上商贸企业40家，完成限上消费品零售额36.8亿元，同比增长15%。新增农村电商经营主体157家，培育网销千万元企业2家，实现电子商务交易额同比增长30%。批发和零售业、金融业，房地产业，交通运输、仓储和邮政业及其他服务业等增加值均以较快增速增长。

图表3 涡阳县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	362.70	9.5	380.70	4.7	415.60	7.7
人均GDP（万元）	27569	12.0	32400		35472	
三次产业结构	14.1: 37.2: 48.7		16.0: 36.3: 47.7		15.5: 35.8: 48.7	
规模以上工业增加值		13.9	51.80	8.2		5.5
第三产业增加值	176.60	8.8	181.48	3.5	202.40	7.8
全社会固定资产投资		16.2	180.80	-6.3		-14.9
社会消费品零售总额	141.78	11.6	228.25	2.2	272.03	19.2

资料来源：2019年~2021年涡阳县国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

财政状况

跟踪期内，涡阳县一般公共预算收入快速增长，继续获得上级财政的大力支持，财政实力依然较强

涡阳县实行省直管县的财政体制。2021年，涡阳县一般公共预算收入快速增长，较上年增速为9.0%；上级补助收入为40.98亿元，继续获得上级政府财政的大力支持；政府性基金收入同比大幅增长，在财政收入中占比仍较高，但以土地出让金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。

2021年，涡阳县一般公共预算支出为62.82亿元，同比有所下降；政府性基金支出同比略有增加；地方财政自给率²为31.61%，地方财政自给程度仍较低。

截至2021年末，涡阳县政府债务限额176.31亿元，政府债务余额为163.36亿元。

² 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 4 涡阳县财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	18.02	18.22	19.86
其中：税收收入	12.63	11.81	13.31
上级补助收入	54.12	50.43	40.98
政府性基金收入	48.24	59.78	73.00
一般公共预算支出	74.55	70.32	62.82
政府性基金支出	70.10	89.74	90.35

注：2021年数据系2021年涡阳县财政预算执行情况中披露的全年预计完成数。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

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下降

跟踪期内，作为涡阳县重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。

2021年，公司营业收入同比略有下降，主要来自基础设施及安置房建设、建材销售等业务。公司基础设施及安置房收入同比有所下降，系项目建设及结算进度放缓所致；公司建材销售、汽车租赁等经营性业务收入同比增速较快。跟踪期内，公司毛利润和综合毛利率均有所下降。

图表 5 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	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施及安置房建设	5.59	47.45	8.82	74.32	6.78	59.46
项目管理	0.27	2.25	0.10	0.82	0.14	1.25
汽车租赁	0.09	0.73	0.30	2.49	0.72	6.33
光伏发电	0.48	4.08	0.52	4.41	0.49	4.29
提供劳务	1.01	8.59	0.58	4.91	0.55	4.82
建材销售	0.97	8.26	1.07	9.05	1.88	16.49
自来水	0.27	2.26	0.27	2.29	0.37	3.25
销售土地	2.92	24.77	-	-	-	-
其他	0.19	1.62	0.20	1.70	0.47	4.12
营业收入合计	11.78	100.00	11.87	100.00	11.40	100.00

项目	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	0.34	6.13	1.42	16.06	1.13	16.73
项目管理	0.24	90.09	0.09	89.42	0.13	89.30
汽车租赁	-0.0005	-0.62	0.21	70.82	0.32	44.03
光伏发电	-0.21	-43.41	-0.23	-43.70	-0.72	-147.36
提供劳务	0.17	16.57	0.01	2.55	0.02	3.50
建材销售	-0.18	-19.01	-0.48	-44.56	0.13	7.04
自来水	0.15	57.98	0.14	51.48	0.10	27.99
销售土地	0.77	26.52	-	-	-	-
其他	-0.18	-93.78	0.16	79.39	-0.08	-16.98
合计	1.10	9.38	1.32	11.14	1.03	9.07

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，业务仍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，业务仍具有很强的区域专营性，主要由公司本部以及涡阳市政、拓邦地产等子公司负责。

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、自建自营模式和 PPP 模式。2021 年，公司实现基础设施及安置房建设收入 6.78 亿元，受项目建设及结算进度影响，同比有所下降；毛利率为 16.73%，同比有所提升。截至 2021 年末，公司存货中项目开发成本余额为 60.67 亿元；在建工程中项目建设成本余额为 0.17 亿元。截至 2021 年末，公司重点在建项目包括涡阳县综合停车场项目、涡阳县紫气东来小区项目、涡阳县涡北街道席楼小区项目、涡阳县经开区星园安置小区项目、涡阳县城关街道东风佳苑小区项目、涡阳县经开区旭日安置小区项目、涡阳西苑河畔安置小区项目、涡阳县八里丁小区二期项目、涡阳县星园二期项目、涡阳县西苑河畔二期项目、西阳标准化厂房建设项目、仓里 1953 涡阳滨河特色街区项目、涡阳县金融中心等；拟建项目包括涡阳县城东物流园、涡阳县建筑垃圾综合利用项目等。

跟踪期内，公司子公司涡阳市政作为社会资本方参与的 PPP 项目仍为涡阳县县城道路 PPP 项目、涡阳县美丽乡村 PPP 项目、涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设 PPP 项目。上述项目计划总投资 59.71 亿元，截至 2021 年末，涡阳县县城道路 PPP 项目基本完工，涡阳县美丽乡村 PPP 项目、涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设 PPP 项目仍在建设中。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。

其他业务

跟踪期内，公司光伏发电业务有所亏损，但获得较大规模的专项补贴；汽车租赁、自来水供应等业务仍是公司毛利润的有益补充

公司光伏发电业务由下属子公司富民光伏负责运营。富民光伏自建的光伏电站就近接入相应台区，由国网安徽省电力公司涡阳县供电公司按月结算并支付售电款。受光伏电站资产折旧，公益岗位、贫困户扶贫等成本列支较大影响，公司光伏发电业务仍处于亏损状态。2021 年，

公司获得光伏发电专项补贴 0.76 亿元。

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。2021 年，公司提供劳务业务收入为 0.55 亿元，毛利率为 3.50%；营业收入略有下降，毛利润同比有所增长。

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城区。乐行水务自来水收费标准为居民生活用水按阶梯式计价，基本水价为 1.50 元/立方米；非居民用水基本水价为 1.80 元/立方米；特种行业用水基本水价为 3.50 元/立方米。2021 年，公司自来水供应收入为 0.37 亿元，毛利率为 27.99%。

公司汽车租赁业务由子公司绿行汽车负责，主要租赁客户为政府单位和事业单位。2021 年，公司汽车租赁业务收入 0.72 亿元，同比大幅增长；毛利率为 44.03%。

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。2021 年，公司建材销售业务收入为 1.88 亿元，毛利率为 7.04%，亏损局面得以扭转。

外部支持

作为涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体，公司在增资、财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持

增资方面，2021 年，公司股东以货币方式向公司增资 20.00 亿元，公司实收资本达到 30.00 亿元。

财政补贴方面，2021 年，公司收到 4.15 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 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为人民币 30.00 亿元，伯阳城建为公司唯一股东，涡阳县政府为公司实际控制人。跟踪期内，涡阳县国资委以货币方式向公司增资 20.00 亿元；公司控股股东由涡阳县国资委变更为伯阳城建。

跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 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 2021 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 2021 年末，公司合并范围内共有 30 家二级子公司（见图表 1）。合并范围内二级子公司较 2020 年末新增 5 家，分别为涡河城市更新、锦绣教育、邦赢供应链、涡河商砼、乐行再生资源；减少 10 家，其中安徽涡河产业投资集团有限公司、安徽道诚金融控股集团有限公司、

道诚（广州）融资租赁有限公司、涡阳县成源水利建设工程有限公司、安徽乐行财务管理有限公司、安徽乐拓鼎益物业服务有限公司、上海涡河商贸有限公司 7 家公司由于涡阳县国有企业股权调整，不再纳入合并报表范围；涡阳县升大公路建设工程有限公司、安徽拓邦房地产开发有限公司、安徽涡水矿泉水有限公司 3 家公司系集团内股权下划。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，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

2021 年末，公司资产总额有所增长，其中流动资产亦有所增长，占资产总额比重为 80.52%。

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。2021 年末，公司货币资金有所减少，主要为银行存款。公司其他应收款主要为应收涡阳县政府机构、国有企业和民营企业的往来款，2021 年末账面金额同比有所增长，前五名应收单位分别为涡阳县财政局（26.83 亿元）、涡阳县南部新区建设办公室（1.99 亿元）、涡阳县公共交通有限责任公司（1.64 亿元）、涡阳县兴阳融资担保有限公司（1.46 亿元）和涡阳县美投建设投资有限公司³（1.11 亿元），合计占期末余额比重为 68.90%；账龄为 1 年以内的其他应收款期末余额占比为 96.72%。同期末，公司其他应收款共计提 0.36 亿元坏账准备。总体来看，公司其他应收款金额较大，对资金形成一定占用。

公司存货中在建项目开发成本账面金额为 97.03 亿元，系基础设施、安置房建设项目和城乡建设用地增减挂钩项目的开发成本。待开发土地使用权账面价值合计为 103.92 亿元，较上年末增加 27.33 亿元；土地性质均为出让地，均已缴纳土地出让金，坐落地址主要位于涡北街道、世纪大道、星园大道等地段，除 7 宗土地正在办理权证外，其他土地已取得不动产权证。2021 年末，公司存货账面金额同比大幅增加，主要系公司取得土地使用权，以及建设成本增加所致。公司合同资产系 S202 线涡阳段路面改善工程、污水处理厂、涡阳县一中项目已完工未结算项目开发成本，2021 年末账面金额为 14.93 亿元。

图表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总计	278.01	312.67	361.00
流动资产合计	230.57	242.50	290.70
货币资金	24.67	28.99	12.67
其他应收款	39.42	40.25	47.58
存货	159.09	164.97	201.99
合同资产	-	-	14.93
非流动资产合计	47.44	70.18	70.31
长期股权投资	33.20	33.41	34.00
投资性房地产	0.89	10.67	15.89
固定资产	9.98	22.74	15.76

注：其他应收款包含应收利息及应收股利，全文同。

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

³ 涡阳县美投建设投资有限公司成立于 2013 年，注册资本为人民币 1.00 亿元，涡阳县金阳城市建设投资有限公司为其唯一股东，亳州市人民政府国有资产监督管理委员会为其实际控制人。

2021年末，公司非流动资产规模较上年略有增长，主要由长期股权投资、固定资产和投资性房地产构成。公司长期股权投资包括对涡阳县金阳城市建设投资有限公司（以下简称“金阳建投”）⁴、道诚（广州）融资租赁公司的股权投资。投资性房地产主要为房屋建筑物和土地使用权，2021年末账面金额有所增加，系当期邻里中心项目由固定资产转为投资性房地产所致。固定资产主要系管网资产、光伏电站及其他房屋和建筑物、运输设备等，账面金额同比有所减少。

截至2021年末，公司受限资产系借款抵押的存货中土地使用权，账面价值为25.83亿元，占净资产的比重为17.84%。

资本结构

跟踪期内，受益于股东增资，公司所有者权益有所增长

2021年末，公司所有者权益为144.75亿元，同比有所增长，主要系股东增资所致。从所有者权益构成来看，公司实收资本从上年末的10.00亿元增至2021年末的30.00亿元；资本公积为101.80亿元，同比有所下降，主要系子公司转出所致；未分配利润为9.88亿元，系经营利润积累。

图表7 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末
所有者权益	115.13	126.35	144.75
实收资本	10.00	10.00	30.00
资本公积	93.97	104.25	101.80
未分配利润	8.86	9.29	9.88

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额同比有所增长，流动负债占比有所提升

2021年末，公司负债总额同比有所增长，其中非流动负债占比为52.22%，占比持续下降。跟踪期内，随着合同负债以及一年内到期债务增加，公司流动负债增长较快，构成上以短期借款、其他应付款、合同负债、一年内到期的非流动负债为主。

跟踪期内，公司短期借款增幅较大，新增部分主要系公司业务规模扩大，需要补充运营资金；主要借款方为亳州药都农村商业银行、广发银行、浙商银行等。公司其他应付款账面金额大幅减少，主要系部分子公司划出、与外部单位往来款减少等所致。2021年末，其他应付款主要为应付涡阳县汇昌城镇建设有限公司（3.15亿元）、涡阳县祥茂镇建设有限公司（1.83亿元）、金阳建投（1.47亿元）、涡阳县公共交通有限责任公司（0.71亿元）等单位的往来款；账龄为1年以内的占比60.17%，1~2年占比15.00%，2~3年占比11.36%，3年以上占比13.47%。合同负债主要包括预收涡阳县棚户区改造征迁安置指挥部42.75亿元棚户区改造资金、涡阳县星园投资有限公司4.57亿元租金等；2021年末，由于会计政策变更，相关预收款由预收款项调整至合同负债科目核算。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款10.99亿

⁴ 金阳建投成立于2006年，注册资本为人民币2.60亿元，建安投资控股集团有限公司和乐行集团分别持有其51%和49%股权，亳州市人民政府国有资产监督管理委员会为其实际控制人。

元、一年内到期的应付债券 1.40 亿元和一年内到期的长期应付款 6.36 亿元。

2021 年末，公司非流动负债同比有所增加，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款包括质押借款（含 1 年内到期部分，下同）57.88 亿元、抵押借款 4.18 亿元、保证借款 33.44 亿元、信用借款 1.35 亿元；主要借款方为徽商银行、国家开发银行、中国农业发展银行、交通银行和阜阳颍淮农村商业银行等。应付债券为“17 乐行债/PR 乐行债”、“20 乐行专项债/20 乐行债”和“21 乐行转债”。长期应付款为徽商银行债权融资计划、融资租赁借款和信托借款，主要借款机构包括徽商银行、安徽国元信托、徽银金融租赁及东盛（上海）融资租赁等。同期末，其他非流动负债主要系亳州涡阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）⁵借款（1.48 亿元）、资产收益权募集资金（2.06 亿元）及定向融资募集资金（0.23 亿元）。

图表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债合计	162.88	186.33	216.25
流动负债合计	60.28	86.96	103.33
短期借款	2.09	3.25	11.48
其他应付款	14.90	23.77	13.85
合同负债	-	-	48.60
预收款项	19.39	36.67	-
一年内到期的非流动负债	16.38	11.05	18.75
非流动负债合计	102.60	99.36	112.92
长期借款	88.21	76.23	85.86
应付债券	6.64	14.21	13.68
长期应付款	4.96	6.34	8.51
其他非流动负债	1.63	1.55	3.77

注：其他应付款不含应付利息及应付股利；长期应付款不含专项应付款。

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务快速增长，短期有息债务规模及占比明显上升，存在较大的短期偿付压力

跟踪期内，公司全部债务规模增长较快，期末账面余额为 142.05 亿元。其中，银行借款余额 108.33 亿元，占比 76.26%；债券融资余额 15.08 亿元，占比 10.61%；融资租赁借款余额 9.39 亿元，占比 6.61%；信托借款余额 2.48 亿元，占比 1.75%；债权融资计划、资产收益权募集资金等其他借款余额 6.77 亿元，占比 4.76%。

2021 年末，公司短期有息债务余额 30.23 亿元，占全部债务比重为 21.28%，规模及占比均明显上升。同期末，公司非受限货币资金金额为 12.67 亿元，非受限货币资金对短期有息债务保障程度较弱。总体来看，公司存在较大的短期偿付压力。公司 2022 年到期债务化解方式包括续贷、债务置换、财政补贴和公司自有资金等。2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率均有所上升。

⁵ 光大保德信资产管理有限公司认缴金额 4.56 亿元，持股比例 79.15%；乐行集团联营企业联营企业涡阳县金阳城市建设投资有限公司认缴金额 1.20 亿元，持股比例 20.83。

图表 9 公司全部债务、债务率情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	119.91	113.02	142.05
其中: 长期有息债务	101.45	98.33	111.81
短期有息债务	18.47	14.68	30.23
资产负债率	58.59	59.59	59.90
全部债务资本化比率	51.02	47.22	49.53

资料来源: 公司审计报告、公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年末, 公司对外担保金额为 3.72 亿元, 占净资产比率为 2.57%, 被担保人均均为县属国企, 代偿风险较小。

图表 10 2021 年末公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保人	担保金额
涡阳县公共交通有限责任公司	13258.91
涡阳县道源城镇建设有限公司	10400.00
安徽星园物流科技有限公司	6350.00
涡阳县星园投资有限公司	3400.00
涡阳县汇昌城镇建设有限公司	2382.00
涡阳县嘉源城镇建设有限公司	1400.00
合计	37190.91

资料来源: 公司审计报告、公司提供, 东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入和利润总额有所减少, 利润对财政补贴依赖程度很高, 盈利能力仍较弱

2021 年, 公司营业收入为 11.40 亿元, 同比略有下降; 营业利润率同比亦有所下降; 期间费用占营业收入的比重为 35.44%, 对利润形成一定侵蚀。同期, 公司利润总额为 0.92 亿元, 其中财政补贴收入为 4.15 亿元, 公司利润对财政补贴依赖程度很高。

2021 年, 公司总资本收益率、净资产收益率依然较低。综合来看, 公司盈利能力仍较弱。

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	11.78	11.87	11.40
营业利润率	8.41	10.05	7.27
期间费用	4.04	4.29	4.04
期间费用/营业收入	34.29	36.18	35.44
利润总额	0.91	1.14	0.92
补贴收入	3.45	3.99	4.15
总资本收益率	1.51	1.72	1.27
净资产收益率	0.51	0.71	0.44

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

现金流

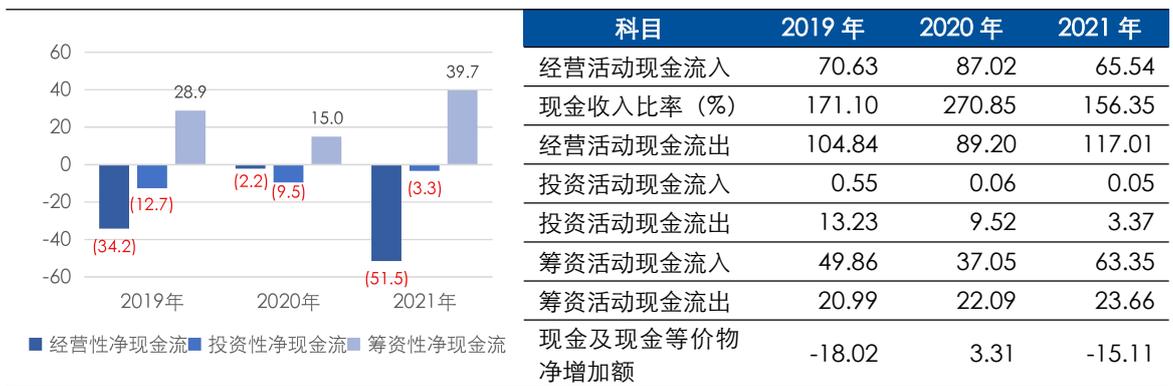
2021年，公司经营性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2021年，公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款及建材等销售收入回款、财政补贴和往来款形成的现金流入，现金收入比率有所下降但仍维持在较高水平，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、建材采购款及往来款等，同比增速较快，主要系当年项目建设支出较大，以及往来款金额较大所致。经营性净现金流大额净流出。总体来看，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。

2021年，公司投资活动现金流入金额较小，投资活动现金流出主要系划拨子公司导致现金流出；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股东增资、银行借款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。

跟踪期内，公司现金及现金等价物净增加额为-15.11亿元。

图表 12 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，2021年末，公司流动比率、速动比率和现金比率较上年末略有下降，现金比率较低；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，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力仍较弱。公司货币资金对短期有息债务的保障大幅减弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率较上年略有下降；EBITDA对债务的保障程度较弱。

图表 13 公司偿债能力指标（单位：%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率	382.49	278.85	281.32
速动比率	118.58	89.16	85.84
现金比率	40.93	33.33	12.27
货币资金/短期有息债务（倍）	1.34	1.97	0.42
经营现金流动负债比率	-56.76	-2.52	-49.81
长期债务资本化比率	46.84	43.77	43.58
EBITDA 利息倍数	0.47	1.15	0.91
全部债务/EBITDA（倍）	27.01	22.18	29.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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，在增资、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。

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 2022 年 5 月 19 日，公司本部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/PR 乐行债”到期利息和本金已按期兑付；“20 乐行专项债/20 乐行债”已按时支付到期利息。

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

“17 乐行债/PR 乐行债”由安徽省信用融资担保集团有限公司（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”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 安徽担保集团

安徽担保集团在安徽省融资担保体系中处于核心地位，竞争优势极强，资本实力很强，对“17 乐行债/PR 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用

安徽担保集团成立于 2005 年，是经安徽省人民政府皖政秘〔2005〕144 号批准，由安徽省政府全额出资成立的省级政策性融资性担保机构。2021 年，根据安徽省财政厅及科技技术厅安排，安徽担保集团共获得 15.8 亿元增资⁶。截至 2021 年末，安徽担保集团实收资本增至 218.46 亿元，资本实力居全国融资性担保机构首位。安徽省政府直接持有安徽担保集团 100.00% 的股

⁶（1）根据《安徽省财政厅关于拨付 2021 年度省融资再担保公司资本金和风险补偿资金的通知》（皖财金[2021]245 号），安徽省财政厅拨付安徽省信用融资担保集团有限公司 4 亿元，作为省融资再担保公司资本金。（2）（安徽省财政厅关于拨付 2021 年度南北合作共建园区发展专项资金的通知）（皖财金[2021]892 号）规定，安徽省财政厅拨付公司 2021 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资本金注资，并相应增加国有资本金。（3）根据皖财金[2021]570 号文件精神，安徽省科技技术厅拨付安徽省信用融资担保集团有限公司 2 亿元，作为省科技融资担保公司资本金。

权，为其实际控制人。

2021年，安徽担保集团实现营业收入42.28亿元，扣除石油商品收入⁷后，营业收入为6.23亿元，同比增长19.54%，其中担保费收入占比67.18%，利息收入等其他收入占比较小；实现净利润0.47亿元，净资产收益率0.21%。担保业务方面，安徽担保集团资本实力保持在安徽省内融资担保公司首位，同时，作为安徽省融资担保体系建设的核心成员，在省内担保行业中地位突出。截至2021年末，安徽担保集团直接担保余额544.20亿元，其中贷款担保、债券担保和非融资性担保余额分别为43.13亿元、474.89亿元和26.18亿元；再担保余额979.09亿元。安徽担保集团在保客户行业主要分布在基础设施建设、工业和建筑业，行业集中度较高。截至2021年末，安徽担保集团第一大行业基础设施建设在保余额占直接担保余额的93.46%，主要为城投债担保。资金业务方面，安徽担保集团投资资产主要为企业股权投资和银行存款，截至2021年末，持有企业股权资产合计213.47亿元，占资产总额的61.91%。

截至2021年末，安徽担保集团资产总额为344.79亿元，其中变现能力一般的股权投资占比较高；总负债余额为109.05亿元，两项准备金和有息负债占比分别为23.04%和40.06%；所有者权益为235.74亿元，实收资本达218.46亿元，在全国融资担保公司中排名首位。截至2021年末，安徽担保集团融资性担保放大倍数为2.24倍，远低于10倍的监管上限，业务发展空间大；担保准备金覆盖率为5.05%，准备金对担保业务的覆盖程度较高。

东方金诚认为，安徽省传统工业、高新技术产业和战略性新兴产业发展较好，整体经济保持平稳增长，财政实力强，为省内融资性担保行业发展创造了有利条件；安徽担保集团获得的国担基金合作额度连续多年居全国前列，以“4321”为主的风险分摊体系不断完善，在全国担保行业具有示范效应，政策性再担保业务规模较高且整体呈上升趋势，整体政策性担保职能突出；安徽担保集团逐步退出风险较高的贷款担保项目，以安徽省内城投债担保为主的债券担保占比逐渐上升，客户结构持续优化，业务规模大幅增长；安徽担保集团由安徽省财政厅直管，承担安徽省再担保体系搭建职能，在安徽省融资担保体系内处于核心地位，能够获得政府在资本补充、风险补偿等多方面的支持；安徽担保集团2021年获得15.8亿元政府增资，资本规模持续增长并在同业中处于领先水平，为业务开展提供极强支撑。

同时，东方金诚也关注到，安徽担保集团融资性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；前期担保代偿率较高，且部分历史存量项目代偿回收周期较长，累计代偿回收率维持在较低水平；安徽担保集团作为政策性担保机构，担保费率较低，净资产收益率在1%以下，整体盈利能力偏弱；安徽担保集团资产中股权投资等Ⅲ级资产占比较高，2021年Ⅲ类资产占比为51.98%，且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，评级展望为稳定。安徽担保集团对“17乐行债/PR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。

2. 兴农担保

兴农担保整体代偿能力极强，对“20乐行专项债/20乐行债”提供全额无条件不可撤销的

⁷ 2018年起，子公司安徽省科技产业投资有限公司将安徽道石能源投资有限公司石油贸易收入并表。为追偿一笔代偿项目，子公司安徽省科技产业投资有限公司与一家石油公司成立了三级子公司安徽道石能源投资有限公司，通过安徽道石能源投资有限公司的利润来清收代偿款。

连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

兴农担保成立于2011年8月，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制，初始注册资本为30.00亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司⁸（以下简称“渝富集团”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“城建集团”）和重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资产”）按照6:2:2的比例分期缴纳。截至2021年末，兴农担保实收资本为58.00亿元，渝富控股、城建集团和水务资产分别持有其60.00%、28.51%和11.49%股权，控股股东为渝富控股，实际控制人为重庆市国资委。

兴农担保业务主要包含担保业务和资金业务两大板块，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，并通过理财产品投资、权益投资和发放委托贷款等方式获取利息收入和投资收益。2021年以来，兴农担保直接融资担保和非融资性担保增势较好，担保费率水平亦有所提升，同时调整了未到期责任准备计提方法⁹，担保业务收入同比增长31.24%；存款、基金投资，以及委托贷款增长带动利息收入持续增加，综合带动营业收入同比增加21.54%。

兴农担保逐步建立了融资担保、价格评估、资产管理、互联网金融等业务板块风险隔离机制，不断完善风险控制制度顶层设计；针对不同业务类型分别制定管理办法和 workflows，并根据实际情况不定期更新相应风险管理办法，风险管理机制满足业务发展的需求。随着兴农担保逐步退出区县担保公司托管和股权，风控团队聚焦本部业务，并加强间接融资担保项目准入标准，其风险管理效力有所增强。

截至2021年末，兴农担保总资产规模为183.04亿元，较年初下降11.78%，主要由货币资金、结构性存款和向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成，兴农担保货币流动性资产和货币类资产占比较高，为其代偿提供了充足的保证；但兴农担保部分债权资产回收难度较大，对资产整体流动性存在一定不利影响。兴农担保总负债为88.49亿元，主要由担保赔偿准备金、存入保证金，以及国家开发银行和中国农业发展银行发放的政策性贷款等构成¹⁰。总体来看，兴农担保当前面临的债务压力主要来自履行担保义务而发生的或有代偿支出。2021年以来，兴农担保新增代偿压力有所上升，但代偿回收情况较好，代偿风险整体可控。2021年末，兴农担保净资产同比下降7.35%至94.54亿元，但资本规模排名仍处于同业前列，整体代偿能力极强。

兴农担保作为重庆市资本规模最大的国有融资担保机构，承担着支持本地农业和产业发展的政策性职责，在政策性业务拓展方面获得了股东和政府的大力支持。同时，兴农担保母公司渝富控股综合实力极强，具有很强的意愿和能力在流动性支持、资本补充和业务拓展方面为兴农担保提供有力支持。

东方金诚认为，重庆市第三产业和新兴制造业增长势头良好，政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，为兴农担保业务开展提供了良好的外部环境；兴农担保通过设立资产评估、资产经营管理以及智能科技公司等形成了相对完整的担保服务产业链，与当地金融机构合作关系良好，竞争优势明显；兴农担保现金类资产和I类资产占比较高，准备金计提较为充足，资本实力雄厚，整体代偿能力极强；兴农担保承担了支持区域“三农”发展的政策性职责，具

⁸ 2018年重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）承接渝富集团部分资产及债务，兴农担保集团转入渝富控股。

⁹ 余额调整为当年融资性担保费的50%。

¹⁰ 国家开发银行和中国农业发展银行发放给全资子公司重庆兴农资产经营管理有限公司的政策性贷款41.21亿元，中央财政对该政策性贷款给予90%贴息，重庆市财政专项扶贫资金对其中搬迁建房专项贷款给予10%贴息。

有区域重要性，预计未来将持续得到当地政府在政策和资金上的支持。

同时，东方金诚关注到，兴农担保贷款担保业务集中于公用事业和建筑业，客户以重庆、湖南等地区国有企业和城投公司为主，行业和客户集中度较高；受中西部地区经济环境景气度下行，中小企业经营压力上升影响，兴农担保间接融资性担保和债权投资风险持续暴露，面临一定追偿压力；由于会计政策调整及拨备计提压力大幅增加，兴农担保盈利能力下降，低于行业平均水平。

综上所述，东方金诚评定兴农担保的主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。兴农担保对“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

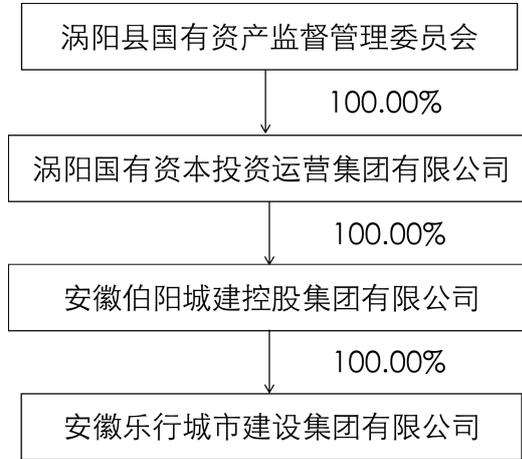
东方金诚认为，跟踪期内，亳州市及涡阳县地区经济保持增长，经济实力依然较强；公司主要从事涡阳县的基础设施及安置房建设等业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；公司作为涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体，在增资、财政补贴方面继续得到股东及相关方的大力支持；安徽担保集团对“17 乐行债/PR 乐行债”及兴农担保对“20 乐行专项债/20 乐行债”分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保均具有很强的增信作用。

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，资产流动性仍较弱；公司全部债务快速增长，短期有息债务规模及占比明显上升，面临较大的短期偿付压力；公司经营性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大。

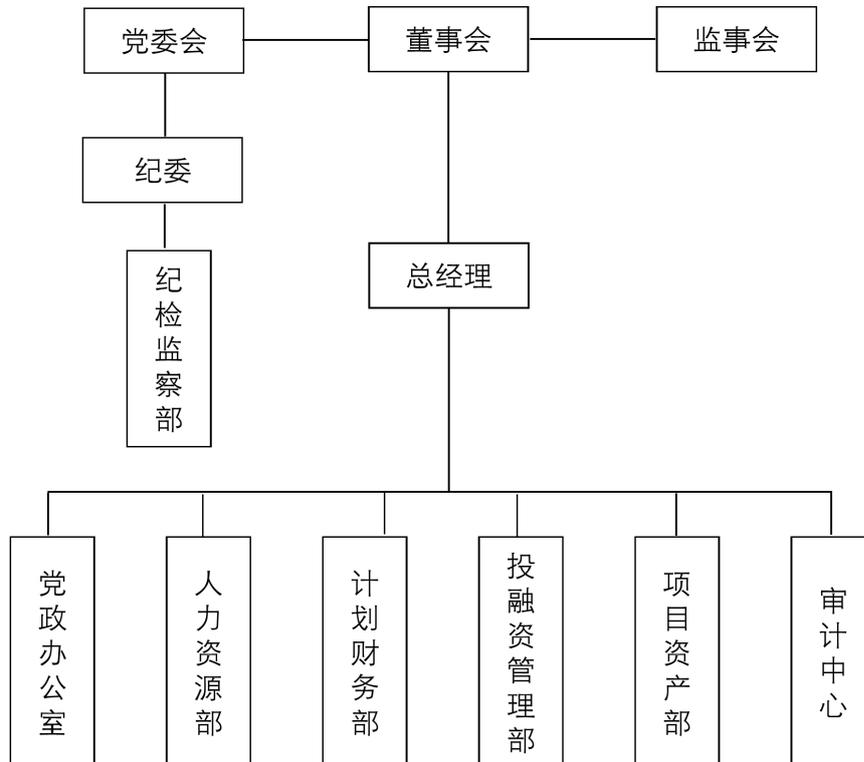
综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“17 乐行债/PR 乐行债”的信用等级为 AAA，维持“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图和组织架构图

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	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
主要财务数据(单位:亿元)			
资产总额	278.01	312.67	361.00
其中:货币资金	24.67	28.99	12.67
其他应收款	39.42	40.25	47.58
存货	159.09	164.97	201.99
长期股权投资	33.20	33.41	34.00
负债总额	162.88	186.33	216.25
其中:长期借款	88.21	76.23	85.86
应付债券	6.64	14.21	13.68
长期应付款	4.96	6.34	8.51
全部债务	119.91	113.02	142.05
其中:短期有息债务	18.47	14.68	30.23
所有者权益	115.13	126.35	144.75
营业收入	11.78	11.87	11.40
利润总额	0.91	1.14	0.92
经营活动产生的现金流量净额	-34.22	-2.19	-51.47
投资活动产生的现金流量净额	-12.68	-9.46	-3.32
筹资活动产生的现金流量净额	28.87	14.96	39.68
主要财务指标			
营业利润率(%)	8.41	10.05	7.27
总资本收益率(%)	1.51	1.72	1.27
净资产收益率(%)	0.51	0.71	0.44
现金收入比率(%)	171.10	270.85	156.35
资产负债率(%)	58.59	59.59	59.90
长期债务资本化比率(%)	46.84	43.77	43.58
全部债务资本化比率(%)	51.02	47.22	49.53
流动比率(%)	382.49	278.85	281.32
速动比率(%)	118.58	89.16	85.84
现金比率(%)	40.93	33.33	12.27
经营现金流动负债比率(%)	-56.76	-2.52	-49.81
EBITDA利息倍数(倍)	0.47	1.15	0.91
全部债务/EBITDA(倍)	27.01	22.18	29.31

注:表中其他应收款包含应收利息及应收股利;其他应付款不包含应付利息及应付股利;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：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。