



2017年第一期、2018年第一期桐城市建设 投资发展有限责任公司城市停车场建设专 项债券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等级的变化情况。

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：

2017年第一期、2018年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券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
PR 桐建 01/17 桐建专项债 01	AAA	AAA
PR 桐建 02/18 桐建专项债 01	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“桐城建”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 桐建 01/17 桐建专项债 01”的信用等级为 AAA、“PR 桐建 02/18 桐建专项债 01”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：近年桐城市经济保持增长，2021 年 GDP 总量在安庆市各区县中居于首位，公司业务持续性较好，且获得较大力度的外部支持，保证担保有效提升了债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存在一定的资金压力，债务压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来收入有一定保障，且有望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 27 日

联系方式

项目负责人：王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：刘玮
liuw@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	134.29	113.76	115.33
所有者权益	68.33	66.68	69.92
总债务	58.20	39.31	38.55
资产负债率	49.12%	41.38%	39.37%
现金短期债务比	0.68	0.11	0.22
营业收入	8.65	9.33	7.85
其他收益	1.15	0.52	1.50
利润总额	1.07	1.20	1.03
销售毛利率	6.52%	7.55%	6.44%
EBITDA	2.03	2.02	2.97
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.15	0.90
经营活动现金流净额	11.60	0.11	0.48
收现比	161.18%	22.62%	93.42%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **桐城市为安庆市下辖县级市，交通较为便捷，固定资产投资及社会消费拉动全市经济持续增长。**桐城市为安庆市下辖县级市，交通较为便捷，近年重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，2021年GDP总量在安庆市10个区县中位居首位，固定资产投资及社会消费拉动区域经济持续增长。
- **公司业务持续性较好。**公司是桐城市重要的基础设施项目和保障房项目建设主体之一，截至2021年末，公司主要在建市政基建及保障房项目尚需投资额较大，存货中的市政基础设施项目、保障房项目账面开发成本及开发产品金额较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021年桐城市国有资产管理中心（以下简称“桐城市国资中心”）等向公司注入资产，提升了公司的资本实力，此外，2021年公司获得桐城市政府的补助收入合计2.15亿元，提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升债券信用水平。**经中证鹏元评定，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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“PR桐建01/17桐建投专项债01”的信用水平；重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）主体信用等级为AA+，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“PR桐建02/18桐建投专项债01”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2021年末，公司资产主要由应收款项及存货构成，其中，应收款项规模较大，对资金形成一定占用，回收时间存在不确定性。存货以土地、市政基础设施和保障房项目为主，集中变现能力弱，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱。
- **公司主要在建项目尚需投资金额较大，存在一定的资金压力。**截至2021年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，且大部分需公司自筹。
- **公司总债务规模攀升，债务压力较大。**跟踪期内公司总债务规模攀升，且现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额较大，且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	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP规模	2		资产负债率	4
	GDP增长率	4		EBITDA利息保障倍数	6
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			



业务多样性	4		
业务状况等级	强	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/AA+	2021-6-25	万蕾、罗力	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/AA+	2019-6-20	刘洁筠、张颜亭	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+	2015-10-16	王贞姬、杨建华	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01	4.00	2.40	2021-6-25	2024-12-18
PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01	8.00	6.40	2021-6-25	2025-7-23

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2017年12月18日发行PR桐建01/17桐建投专项债01，于2018年7月23日发行的PR桐建02/18桐建投专项债01，募集资金共12.00亿元，计划用于桐城市停车场建设项目的建设和补充营运资金；截至2021年12月末，债券募集资金专项账户余额为248.21万元。

三、发行主体概况

2021年，公司名称、主营业务没有发生变化。截至2021年末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本为14.98亿元，2021年10月，公司控股股东由桐城市财政局变更为桐城市国资中心，当年12月，公司控股股东由桐城市国资中心变更为安徽文都控股集团有限公司（以下简称“文都控股”），公司实际控制人由桐城市人民政府变更为桐城市国资中心，截至2021年末，文都控股、桐城经济技术开发区管委会及中国农发重点建设基金有限公司¹分别持股80.21%、17.76%及2.02%²。

2022年4月，公司董事由毛福祥、高胜骏、肖飞、高晖、王琴变更为程晋、张津军、朱玉生、刘决炬、张启代，公司监事由程根杰、张芳、韩琴变更为方莉莉、汪燕舞、汪树强、吕生、杨帆。

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，跟踪期内业务仍然以市政基础设施业务和保障房销售为主。2021年，公司合并报表范围减少1家子公司，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共5家（详见附录四）。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
桐城市兴财投资管理有限公司	100%	50,000.00	投资管理、资产重组、收购、管理和处置	转让

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2017年9月中国农发重点建设基金有限公司对公司注资0.31亿元，用于桐城市三水厂建设工程项目、桐城市南部新区污水处理厂（一期）及管网配套工程，计入公司的长期应付款科目。

² 股东持股比例相加不足100.00%主要系四舍五入存在尾差所致

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%、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。

行业及区域经济环境

桐城市为安庆市下辖县级市，交通较为便捷，近年桐城市重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，固定资产投资及社会消费拉动全市经济持续增长，但区域政府债务规模增长较快

区位特征：桐城市隶属于安庆市，交通较为便捷。桐城市位于安徽省中部，为安庆市下辖县级市，是皖江城市带承接产业转移示范区的前沿阵地和合肥经济圈南翼门户城市。桐城市交通较为便捷，是皖西南的交通枢纽和承东启西的通衢之地，206国道、合九铁路、沪蓉高速等三大交通动脉纵贯全境，合安九高铁、引江济淮等重大工程正在建设，德上高速桐城段、岳武高速东延、通用机场建设正在推进。桐城市下辖2个省级经济开发区（桐城经济技术开发区和双新经济开发区）、12个镇和3个街道，截至2020年11月1日零时，桐城市常住人口数为59.36万人，较2010年减少7.08万人。

图 1 桐城市区位及总体规划示意图



资料来源：桐城市政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：近年桐城市经济保持增长，2021年GDP总量位居安庆市10个区县中第1位，固定资产投资及社会消费拉动区域经济持续增长。近三年桐城市地区生产总值保持增长，GDP在全市10个区县中排名第一，2021年人均GDP为同期全国人均GDP的81.71%。2019-2021年桐城市固定资产投资持续保持高速增长，是经济增长的重要推动力，2021年，500万元及以上项目投资同比增长12.8%，房地产项目投资同比增长13.7%；2022年桐城市计划增强投资驱动力，安排重点项目150个，总投资约509亿元。近三年桐城市消费发展态势良好，2020年受疫情影响增速有所放缓。

表2 桐城市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）	419.1	6.2%	392.8	3.0%	380.9	8.0%
固定资产投资	-	12.9%	-	12.1%	-	13.7%
社会消费品零售总额	153.7	16.1%	132.3	2.9%	116.3	10.1%
进出口总额（万美元）	-	-	-	-	2.04	31.8%
人均GDP（元）	66,169.27		66,169.27		55,520	

人均 GDP/全国人均 GDP 81.71% 91.33% 78.32%

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，2020-2021 年常住人口为 2020 年 11 月 1 日零时桐城市常住人口数。

资料来源：桐城市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、桐城市 2021 年经济运行情况解读，中证鹏元整理

表3 2021 年安庆市部分区/县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
桐城市	419.11	6.2%	66,169.27	19.67	10.16
怀宁县	330.9	6.2%	66,619.69	15.16	-
宿松县	254.3	6%	41,512.54	9.7	30.32
迎江区	243.8	9%	96,100.03	12.83	-
潜山市	230.1	6.5%	52,150.38	10.44	25.91
太湖县	204.27	4.9%	47,453.34	8.5	-
望江县	202.27	4.5%	43,746.63	7.95	11.67
大观区	185.65	4.1%	86,706.96	4.54	-
宜秀区	149.0	8.1%	75,760.66	9.59	-
岳西县	129.3	6%	39,927.49	6.87	-

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，常住人口为 2020 年 11 月 1 日零时全区/县常住人口数；大观区数据均为 2020 年数据

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

产业情况：近年桐城市重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，着力提升节能环保、新一代电子信息产业等新兴产业。近年桐城市深入参与长三角和合肥都市圈产业分工合作，重点聚焦首位产业，全面引导绿色包装产业转型升级，提升机电装备产业集聚水平，做强做优产业链。着力提升节能环保、新一代电子信息产业等新兴产业，构建战略性新兴产业梯次推进格局。2021年，桐城市绿色包装、机电装备产业分别实现产值280亿元、160亿元，金星包装获评省绿色工厂，新瑞重工获批省级装配式建筑产业基地，汽车零部件入选省级县域特色产业集群（基地），总投资70亿元的年产20GWh动力电池产业化项目落地开工。2021年桐城市产值超亿元企业达180家、超10亿元企业为2家。

发展规划及机遇：根据《桐城市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，桐城市的2035年的远景规划是经济实力、科技实力、综合实力跨上新台阶，人均地区生产总值达到长三角平均水平，建成全省知名、全国有影响力的优质产业集聚区、智慧县域样板区、文旅体验优选区，基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化“新四化”，基本建成现代化经济体系。

财政及债务水平：桐城市一般公共预算收入波动增长，但区域政府债务规模增长较快。近年桐城市一般公共预算收入波动增长，2019-2021年桐城市一般公共预算收入分别为18.99亿元、18.21亿元、19.69亿元，其中2019-2021年一般公共预算收入中税收收入占比分别为78.47%、81.03%、84.21%，主要为增值税和土地增值税等，收入质量较高。2019-2021年全区分别实现政府性基金收入16.97亿元、25.95亿元和10.16亿元，波动下降。2021年桐城市一般公共预算支出达到57.56亿元，财政自给率为34.21%，财政自给程度仍较弱。区域债务方面，截至2021年末，桐城市政府债务限额为76.63亿元，余额为74.09亿元，较2019年末增长30.30%，增速较快。

表4 桐城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	19.69	18.21	18.99
税收收入占比	84.21%	81.03%	78.47%
财政自给率	34.21%	33.47%	36.94%
政府性基金收入	10.16	25.95	16.97
地方政府债务余额（万元）	74.09	65.15	56.86

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：桐城市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，桐城市公开发债平台为桐城建投。

五、经营与竞争

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，市政基础设施业务收入和保障房销售收入仍为公司收入的主要来源，2021年公司新增智慧农业及砂石开采业务。受保障房销售收入下降影响，2021年公司营业收入降至8.65亿元。毛利率方面，受新增毛利率较低的砂石开采及智慧农业收入，2021年公司销售毛利率降至6.52%。

表5 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
市政基础设施建设	49,539.84	10.71%	51,958.93	10.67%
保障房销售	23,118.18	21.08%	36,486.46	17.05%
砂石开采	5,576.25	-4.69%	0.00	-
商品贸易	3,015.76	0.79%	373.61	-0.49%
劳务代理	2,494.01	0.79%	3,032.98	0.80%
智慧农业	527.85	-25.78%	0.00	-
租赁收入	1,610.78	-115.13%	1,099.26	-228.99%
其他	571.09	-408.61%	363.06	-613.00%
合计	86,453.77	6.52%	93,314.29	7.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司市政基础设施建设收入有所下滑，考虑在建项目较多，该业务持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

作为桐城市基础设施的主要投资和建设主体之一，公司就基础设施项目建设与桐城市人民政府签订《城市基础设施项目委托代建协议》（以下简称“代建协议”）。根据代建协议，公司每年根据工程项目建设进度的需要向桐城市政府申请支付建设工程款，并于每年的12月份确认当年已验收合格的建设工程总价款。双方以市政府审核确认的工程价款另加12%的代建管理费作为结算总价款。随着桐城市经济的快速发展，公司市政基础设施业务继续保持较大规模，2021年公司市政基础设施收入为4.95亿元，结

算的项目为和平苑停车场项目，受工程进度的影响有所下滑，2021年毛利率10.71%，较为稳定。

截至2021年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为17.20亿元，主要为代建的棚户区改造项目、零星工程及桐城市城市停车场建设项目等，未来随着市政基础设施项目完工及政府回购，以上代建项目将为公司贡献一定规模的收入，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动。桐城现代智慧农业产业园、通用机场、桐城市城区农贸市场建设等项目完工后将由公司运营，未来能为公司带来一定收入。截至2021年末，公司主要在建拟建市政基础设施项目预计总投资22.63亿元，已投14.45亿元，尚需投资超过8亿元，业务持续性较好，但面临一定的资金压力。

表6 截至2021年12月末主要公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
合安高铁项目	21,360.00	21,067.94	是
文化活动中心	5,028.00	3,771.00	是
兴尔旺菜市场	780.00	687.55	是
融媒体中心	3,120.00	2,310.57	是
建设局负责项目	6,806.00	4,588.00	是
桐城市城市停车场项目	123,000.00	96,234.00	是
桐城现代智慧农业产业园	16,224.00	15,853.64	否
桐城市城区农贸市场建设项目	50,000.00	0.00	否
合计	226,318.00	144,512.70	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司保障房销售收入大幅增长，且公司在建项目投资规模较大，该业务持续性较有保障，但亦面临一定资金压力

公司保障房业务由2018年划入的桐城市住宅建设有限公司（以下简称“住宅建设公司”）负责运营，公司保障房项目分为政府代建和非政府代建项目两类。政府代建部分保障房项目参照《城市基础设施项目委托代建协议》，公司作为桐城市人民政府的代建主体，由桐城市人民政府根据回迁户购买的安置房及商铺数量确定代建数量，并将确认的结算价款作为公司代建业务的收入。非政府代建的部分，公司以市场价格对外销售，构成公司保障房销售收入。公司对外销售房产毛利率明显高于政府代建部分。

截至2021年末，文都名郡项目已完成销售，文昌苑一期项目和文昌苑二期项目总可售面积113,948.42万平方米，已销售113,104.98平方米，基本完成销售。

2021年公司保障房销售收入规模有所下降，当年公司实现保障房销售收2.31亿元，受保障房项目位置及市场价格波动等因素影响，2021年该业务毛利率升至21.08%。

表7 公司保障房销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，万元）

项目名称	可售面积	销售均价	2021年末已售面积
文昌苑一期	12,566.69	6,250.00	12,310.44

文昌苑二期	101,381.73	6,052.09	100,794.54
合计	113,948.42	-	113,104.98

注：2021年文昌苑一、二期项目存在部分销售退回
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建保障性住房项目为桐城市文昌社区棚户区改造项目和桐城市盛唐南路小区，项目建设及运营主体为住宅建设公司。2021年末公司主要在建保障房项目总投资24.41亿元，已投资17.69亿元，尚需投资6.72亿元，项目规模仍较大，随着项目完工并销售，公司保障房销售收入较有保障，但未来也面临一定的资金压力。

表8 截至2021年末公司在建房产项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
桐城市文昌社区棚户区改造项目	178,083.92	163,084.35	14,999.57
桐城市盛唐南路小区（房地产开发）	66,000.00	13,839.00	52,161.00
合计	244,083.92	176,923.35	67,160.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司新增智慧农业及砂石开采收入，丰富了公司收入来源；劳务收入规模下降，商品贸易收入规模大幅增长，但毛利率均较低；房屋租赁收入规模有所增长

公司砂石开采业务由子公司桐城市同远资源开发有限公司（以下简称“同远资源”）负责运营，2021年公司取得桐城抽水蓄能电站的土石方开采权和桐城市龙眠河、挂车河的砂石开采权，开展砂石开采业务，2021年公司砂石开采收入达5,576.25万元，受砂石开采成本较高影响，该业务毛利率低至-4.69%。

公司智慧农业业务由凯盛桐城现代智慧农业有限公司（以下简称“凯盛智慧”）运营，凯盛智慧以桐城现代智慧农业产业园为种植基地，主要种植番茄等农作物，每年生产番茄约2,000吨，运营模式为通过线上和线下等多种销售渠道进行委托代销，线上入驻了天猫商城、京东商城、抖音等电商平台，线下主要通过盒马鲜生、叮咚买菜、美团买菜等合作商销往沪苏浙等市场，沪苏浙地区销售额占比在总销售额的50%左右。2021年公司智慧农业业务实现收入527.85万元，当年毛利率为-25.78%，主要系当年市场行情欠佳，番茄在销售过程中损耗较大所致。

公司劳务代理业务系孙公司桐城城投劳务有限公司（以下简称“桐城劳务”）负责运营，其主要承接桐城市建安工程项目的劳务服务业务等，2021年实现营业收入2,494.01万元，较上年有所下降，该业务毛利率较低，仅为0.79%。公司商品贸易业务由子公司安徽紫来进出口有限公司运营，2021年主要销售的商品为塑料粒子和钢材，受业务规模扩大影响，当年实现收入3,015.76万元，毛利率为0.79%。

公司房屋租赁收入来自于2019年桐城市人民政府向公司注入的保障房及直管公房等，当期末账面价值为8.91亿元，受租赁面积增加影响，2021年收入增至1,610.78万元，毛利率为-115.13%，毛利率较低主要系该业务收入基数较小，成本摊销较大所致。

公司持续获得一定政府补助

作为桐城市主要的基础设施建设主体，公司在资产注入、政府补助等方面得到当地政府的较大支持。2021年桐城市国资中心等向公司转入安置房0.71亿元，计入资本公积。

根据《关于给予桐城市建设投资发展有限责任公司政府补贴的通知》，2021年公司获得政府补贴2.15亿元，其中1.00亿元用于贷款利息补助，直接冲减财务费用，1.15亿元作为市政建设专项补助，计入其他收益，提升了公司的利润水平。

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2020-2021年审计报告，报告采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围减少1家子公司，截至2021年末，公司共有5家子公司。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模有所上升，应收款项及存货占比较高，且部分资产受限，资产整体流动性较弱

随着融资规模扩大，2021年末公司资产规模有所上升，仍以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，其中有价值0.15亿元的其他货币资金系商品房按揭贷款保证金，使用受限。公司应收账款主要系应收桐城市人民政府的建设项目款项，2021年公司建设项目回款较多，当年末应收账款规模有所下降。公司其他应收款主要为借出款项等，其中应收对象主要为桐城市开发区建设投资有限公司、桐城市金桐资产管理有限公司、桐城市东部新城建设发展有限公司、桐城市孔城镇人民政府等国企或政府单位，2021年末借出款项合计11.23亿元，回收时间存在较大不确定性，对资金形成一定占用。

公司存货主要由土地成本、市政基础设施、开发成本和开发产品构成，2021年末账面价值57.63亿元，其中土地成本22.51亿元，同比有所减少，均为出让地，土地用途为商住、住宅、商业、其他商服和建设用地，市政建设基础设施为17.20亿元，主要是公司停车场项目及其他零星市政项目等；开发成本10.51元，较上年末规模增加主要系桐城市文昌社区棚户区改造项目、盛唐南路小区项目等持续投入所致；开发产品7.36亿元，较上年末有所增加，主要系桐城市国资中心转入部分安置房所致，该部分安置房账面价值合计2.50亿元，尚未办理完成不动产过户备案登记。截至2021年末，存货中账面价值共计23.00亿元的土地因借款抵押受限。

根据新会计准则，2021年可供出售金融资产转入其他权益工具投资科目核算，2021年末该科目主要包括公司对安庆市同安实业有限公司、桐城徽银城镇化一号基金（有限合伙）、华安理财安兴101号定

向资产管理计划、桐城市双新开发区建设发展有限公司等企业的投资。2021年末，公司长期股权投资规模较上年末大幅增长，主要系公司增加4.90亿元对安庆庆远矿产资源开发有限公司的投资所致。

公司投资性房地产账面价值主要为政府注入的保障房及商铺等，公司预计将其用于出租。2021年9月公司中标《桐城市抽水蓄能电站废弃土石方（综合利用项目）》，中标金额为9.82亿元，根据估算可利用土石方资源2,652.34万吨，预计可利用期限为10年；2021年6月，公司与桐城市水利局签订了《桐城市龙眠河、挂车河河道清淤合同》，以4.79亿元取得该河道砂石开采权。此外，桐城市政府出具《关于对桐城市同远资源开发有限公司桐城市抽水蓄能电站废弃土石方综合利用项目及桐城市龙眠河、挂车河河道清淤项目二项资产予以补偿的说明》，约定如在约定的经营期满，实际开采量未达到预估和勘测的开采量，差额部分由桐城市政府授权桐城市国资中心安排等额国有经营性资产予以补偿，上述2项经营权资产价值合计14.61亿元，由此，2021年末公司无形资产账面价值增至14.63亿元，截至当年末，账面价值14.56亿元的无形资产用于借款抵押。

整体来看，跟踪期内公司资产规模保持增长，应收款项金额较大，主要来自政府单位，回收时间不确定，存货以土地及市政基础设施建设为主，且2021年末账面价值37.56亿元的存货及无形资产已被抵押，公司资产流动性较弱。

表9 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	7.08	5.27%	1.13	0.99%
应收账款	16.55	12.32%	18.94	16.65%
其他应收款	11.15	8.30%	8.97	7.88%
存货	57.63	42.92%	60.39	53.08%
流动资产合计	93.72	69.79%	90.68	79.71%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	6.17	5.42%
其他权益工具投资	4.67	3.48%	0.00	0.00%
长期股权投资	4.90	3.65%	0.10	0.09%
投资性房地产	14.74	10.98%	15.23	13.39%
无形资产	14.63	10.89%	0.06	0.06%
非流动资产合计	40.57	30.21%	23.08	20.29%
资产总计	134.29	100.00%	113.76	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司主业盈利能力有所下降，待回购市政工程项目及保障房项目规模较大，预计后续收入仍有一定保障，利润水平对政府补贴依赖水平较高

公司是桐城市基础设施建设的重要主体之一，2021年市政基础设施业务收入和保障房收入仍为公司

收入的主要来源，受保障房销售收入下降影响，公司营业收入降至8.65亿元；截至2021年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为17.20亿元，在建的保障房项目账面开发成本及开发产品合计17.87亿元，预计未来收入仍有一定保障。毛利率方面，受毛利率较高的保障房收入下降影响，2021年公司毛利率降至6.52%。2021年公司收现比为161.18%，收现能力较上年大幅提升。

2021年公司确认政府补助收入2.15亿元（包括财政贴息1.00亿元和计入其他收益财政补助1.15亿元），占同期公司利润总额比重较大，提升了公司利润水平。

受以上因素综合影响，2021年公司利润水平降至1.07亿元。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	161.18%	22.62%
营业收入	8.65	9.33
营业利润	1.07	1.20
其他收益	1.15	0.52
利润总额	1.07	1.20
销售毛利率	6.52%	7.55%

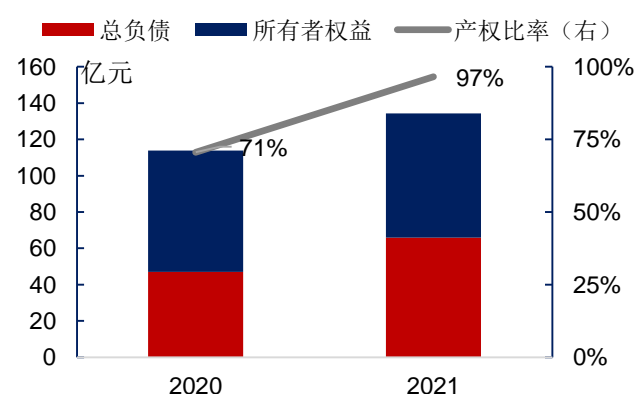
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模攀升，债务压力较大

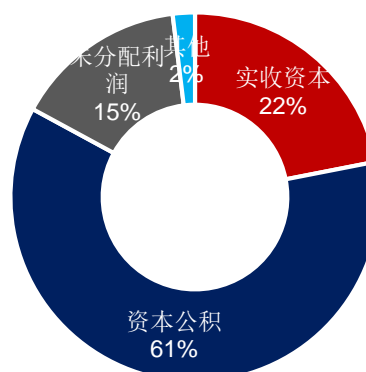
随着公司融资规模扩大、政府资产的注入和经营积累，公司负债及所有者权益规模均有所增长，受负债规模增长较快影响，2021年末公司产权比率升至97%，2021年末公司所有者权益主要为资本公积、实收资本及未分配利润。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司短期借款主要为保证借款；2021年预收款项转入合同负债科目核算，合同负债主要为

购房款及货款，因预收房款确认收入致使规模下降；其他应付款主要为押金、保证金及拆借款、暂收财政棚户区改造资金等，余额因拆借款增长而增长；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款。

公司长期借款主要为抵押借款、质押借款、保证借款，2021年末保证借款规模大幅增长推动长期借款同步增长。2021年末公司应付债券主要系“17桐建投专项债01”、“18桐建投专项债01”、公司2019年发行的定向融资计划产品及21桐城建设PPN001。公司长期应付款全部为非金融机构借款及应付融资租赁款。

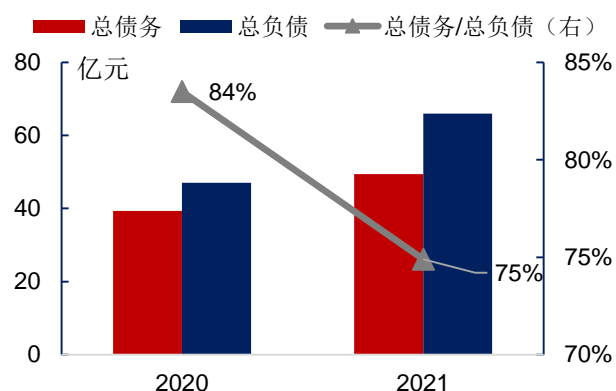
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.23	3.38%	1.50	3.19%
预收款项	0.00	0.00%	1.94	4.11%
合同负债	0.55	0.83%	0.00	0.00%
其他应付款	6.81	10.33%	4.05	8.61%
一年内到期的非流动负债	7.95	12.05%	7.18	15.25%
流动负债合计	18.13	27.49%	14.98	31.82%
长期借款	22.58	34.23%	13.96	29.65%
应付债券	16.45	24.94%	8.98	19.08%
长期应付款	8.80	13.34%	9.16	19.45%
非流动负债合计	47.83	72.51%	32.10	68.18%
负债合计	65.96	100.00%	47.08	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

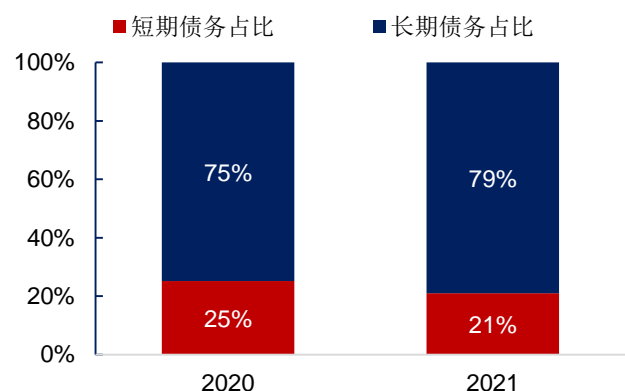
随着外部融资规模扩大，2021年末公司总债务增至58.20亿元，其中长期债务占比较高。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着债务规模增长，2021年末公司资产负债率增至49.12%，短期偿债指标方面，得益于现金资产大幅增加，公司现金短期债务比升至2021年末的0.68，现金类资产对短期债务的覆

盖能力有所增强，但仍较弱。2021年EBITDA利息保障倍数小幅升至1.22，但当年末公司总债务规模大幅增长，公司债务压力仍较大。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	49.12%	41.38%
现金短期债务比	0.68	0.11
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.15

注：2020-2021年公司均收到政府贷款利息补贴1.00亿元，直接冲减利息支出，致使当年利息支出与EBITDA同步下降
 资料来源：公司2020-2021年审计报告，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6月13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，公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额51.56亿元，占同期末所有者权益的75.46%，其中安徽天乐进出口有限公司为民营企业，担保金额为1,000.00万元，其他被担保单位企业性质主要为当地国有企业，但担保规模较大且未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表13 截至2021年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
桐城市东部新城建设发展有限公司	91,723.00	2034.4	否
	20,000.00	2034.3	否
桐城市交通投资有限责任公司	27,425.00	2028.1	否
	20,000.00	2023.9	否
桐城双新经济开发区建设发展有限公司	11,000.00	2032.11	否
桐城市土地复垦有限公司	30,000.00	2026.1	否
桐城经济开发区产城一体化有限公司	80,000.00	2035.1	否
桐城经济开发区产城一体化有限公司	50,000.00	2039.6	否
桐城经济开发区产城一体化有限公司	40,500.00	2024.12	否

安徽天乐进出口有限公司	1,000.00	2022.2	否
桐城市乡村振兴实业发展有限公司	120,000.00	2031.6	否
桐城经开区国有资产投资运营有限公司	24,000.00	2031.6	否
合计	515,648.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

桐城市为安庆市下辖县级市，2021年GDP总量位居安庆市10个区县中第1位，交通较为便捷，近年深入参与长三角和合肥都市圈产业分工合作，重点聚焦机电装备和绿色包装两大首位产业，区域仍存在较大的发展空间。公司系桐城市重要的基础设施建设和投融资主体，主要承担基础设施及保障房项目建设等职能。虽然公司持续的项目建设对资金的需求较大，公司债务规模仍在扩张，面临较大的偿债压力，但公司工程建设和保障房业务持续性较强，收入有一定的保障，作为桐城市目前唯一的发债平台，公司在业务、资产注入等方面获得桐城市较大力度的支持，抗风险能力较强。

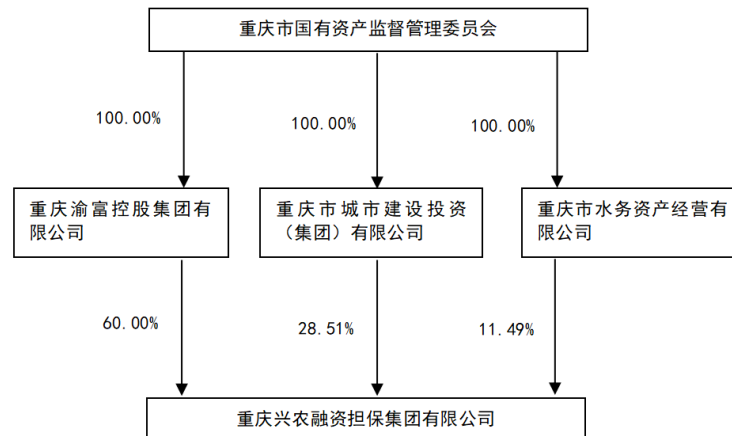
九、债券偿还保障分析

兴农担保为“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”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债券的信用水平

兴农担保针对“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”存续期间，若公司未能按期还本付息，兴农担保将在上述保证担保范围内对“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

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，兴农担保股权结构如下图所示。

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14 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15 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
当时代偿金额	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16 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。

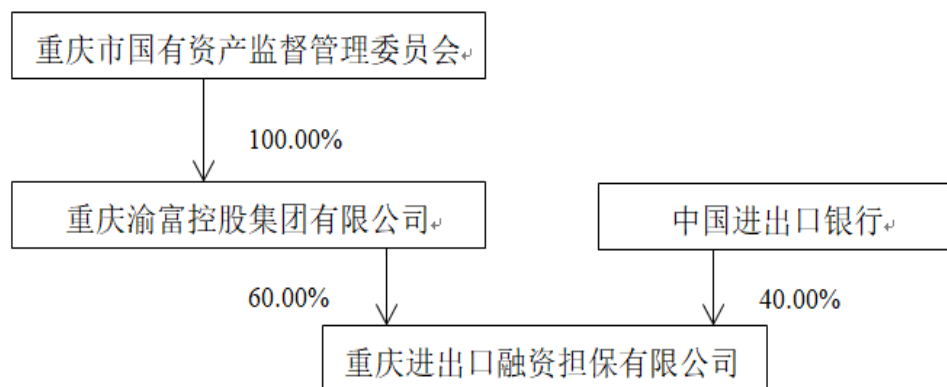
综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“PR桐建01/17桐建投专项债01”的信用水平。

进出口担保为“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”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债券的信用水平

进出口担保针对“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”存续期间，若公司未能按期还本付息，重庆进出口担保将在上述保证担保范围内对“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

进出口担保由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月，进出口担保第一大股东由渝富资管变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；后历经多次增资，截至2021年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，控股股东为渝富集团，持股比例为60%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”），股权结构如下图所示。

图 7 截至2021年末进出口担保股权结构图



资料来源：进出口担保提供

进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（投标保函、诉讼保函、履约保函等），以及财务顾问等业务。进出口担保营业收入主要来源于担保费收入、利息收入和投资收益，2019-2021年分别实现营业收入5.61亿元、6.94亿元和8.53亿元，三年复合增长率达23.31%，主要系担保费收入增加所致。

表17 进出口担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	6.80	79.72%	5.16	74.25%	3.47	61.85%
利息收入	1.62	18.99%	1.12	16.10%	1.22	21.69%

投资收益	0.04	0.47%	0.59	8.52%	0.84	15.01%
其他业务收入	0.05	0.59%	0.06	0.91%	0.07	1.20%
资产处置收益	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.08%
其他收益	0.02	0.23%	0.02	0.23%	0.01	0.17%
营业收入	8.53	100.00%	6.94	100.00%	5.61	100.00%

资料来源：进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年进出口担保业务规模明显增长，2020年当期担保发生额同比增加了280.47%。2021年1-6月担保发生额为337.65亿元，相当于2020年全年担保发生额的97.03%。融资担保放大倍数方面，2019-2020年末及2021年6月末进出口担保的融资担保放大倍数分别为8.19、7.61和8.04，维持在较高水平，未来存在一定的资本补充压力。

表18 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年1-6月	2020年	2019年
当期担保发生额	337.65	347.99	91.46
当期解除担保额	318.91	358.02	79.36
期末融资担保余额	337.86	314.81	337.81
其中：间接融资担保	192.63	137.01	34.24
直接融资担保	145.23	177.80	303.57
非融资担保	15.62	19.93	6.96
期末融资担保责任余额	316.03	290.28	300.93
非融资担保余额	15.62	19.93	6.96
融资担保放大倍数	8.04	7.61	8.19
当期担保代偿项目数	2	4	2
当期担保代偿额	1.40	1.46	1.30
当期担保代偿率	0.44%	0.41%	1.63%
累计担保代偿额	19.75	18.36	16.90
累计担保代偿率	1.47%	1.79%	2.54%
累计代偿回收额	11.73	10.63	8.82
累计代偿回收率	59.40%	57.90%	52.18%
担保风险准备金	22.27	20.49	17.37
其中：担保赔偿准备	20.36	18.58	15.66
一般风险准备	1.91	1.91	1.72
拨备覆盖率	670.78%	595.64%	416.55%

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，进出口担保的在保项目绝大部分为企业债，2020年来业务结构调整，债券担保业务规模有所缩减，截至2021年6月末直接融资担保余额较上年末下降了18.32%。直接融资担保业务客户主要分布在重庆、山东、湖北、湖南和四川等地，截至2021年6月末，直接融资担保前十大客户合计在保余额为69.26亿元，相当于同期末权益总额的175.90%。整体来看，债券担保业务单笔项

目规模较大，客户集中度较高。进出口担保的担保债券发行主体主要为城投类企业，发行人主体信用等级通常在 AA-及以上，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，政府信用与城投类企业信用分离，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，主要为银行传统贷款担保、金融科技类贷款担保等，其中金融科技类贷款担保占比超过60%。截至2021年6月末，进出口担保的间接融资担保余额为192.63亿元，较2019年末大幅增加了462.59%，主要是2020年以来进出口担保加快标准化产品担保业务的推广，该类项目单户授信额度较小，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，担保业务收费标准在1%-3%。从借款类担保的客户分布来看，截至2021年6月末前十大借款类担保客户主要为城投类企业或地方国有企业，担保余额为27.06亿元，相当于同期末所有者权益的68.70%，客户集中度较高。

非融资担保业务方面，进出口担保的非融资担保类产品主要是投标保函、工程履约类保函和诉讼保函等，2020年非融资担保规模保持增长，2020年末非融资担保业务在保余额为19.93亿元，同比增长186.35%。截至2021年6月末，非融资担保余额为15.62亿元。

担保业务质量方面，2020年进出口担保代偿规模小幅上升，2020年共发生4个项目代偿，以贷款担保业务为主，代偿金额合计1.46亿元，同比增加12.31%；2021年1-6月，共发生2个项目代偿，代偿金额合计1.40亿元，其中，1个为传统担保项目，1个为批量产品。2020年及2021年1-6月当期担保代偿率分别为0.41%和0.44%，受债券业务解保较多，代偿率较2019年有所下降，但小而分散的贷款担保业务增长较快，未来需关注其代偿风险。截至2021年6月末，累计代偿回收率为59.40%，较2019年末上升7.22个百分点，主要是通过诉讼、债权出售等措施进行代偿回收。

资产结构方面，截至2021年末，进出口担保的资产总额为66.52亿元，较2019年末增加7.78%。截至2021年末进出口担保货币资金为22.77亿元，较上年末下降8.53%，其中受限货币资金7.46亿元，占总资产的比例为11.21%。截至2021年末，债权投资账面价值为26.45亿元，主要为信托产品和债券投资，占总资产的比例为39.76%。从三类资产占比情况来看，截至2021年6月末，进出口担保本部 I 级资产、II 级资产和III级资产占（总资产-应收代偿款）的比例分别为44.25%、27.18%和28.57%，整体符合监管要求。总体来看，进出口担保资产以货币资金和固定收益证券投资为主，现金类资产较为充足，但应关注应收代偿款的回收情况。

负债和所有者权益方面，截至2021年末进出口担保的负债总额为25.84亿元，主要包括担保赔偿准备金22.60亿元、预收保费1.98亿元和存入保证金1.32亿元，占比分别为87.46%、7.66%和5.11%。截至2021年末，进出口担保所有者权益为40.68亿元，同比增长6.02%，其中实收资本仍为30.00亿元。截至2021年6月末，融资担保责任余额为316.03亿元，融资担保责任余额放大倍数为8.04，处于较高水平。

盈利能力方面，进出口担保的营业收入主要来源于担保业务的担保费收入、银行存款业务的利息收

入和投资业务的投资收益。2021年进出口担保实现营业收入8.53亿元，同比增长22.91%，其中2021年进出口担保实现担保费收入7.04亿元，同比增长35.65%。利息收入主要来自银行存款和保理业务利息收入，2021年利息收入同比增长45.12%。进出口担保的投资收益主要来自信托计划在持有期间产生的收益，2021年实现投资收益0.04亿元，同比大幅减少，主要系原计入该科目的债券投资收益调整至利息收入所致。2021年营业支出较上年同比增加18.17%，主要系提取的担保赔偿准备和业务管理费增加所致。受担保业务收入增加的影响，2021年分别实现利润总额和净利润3.26亿元和2.76亿元，同比分别增加了35.83%和35.96%，带动净资产收益率上升至6.98%。

表19 进出口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	8.53	6.94	5.61
其中：已赚担保费	6.80	5.16	3.47
利息收入	1.62	1.12	1.21
投资收益	0.04	0.59	0.84
营业支出	5.25	4.45	3.50
其中：提取担保赔偿准备金	3.11	2.93	2.16
业务及管理费	1.48	1.08	0.92
营业利润	3.27	2.50	2.11
利润总额	3.26	2.40	2.06
净利润	2.76	2.03	1.74
净资产收益率	6.98%	5.40%	4.83%

资料来源：进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，进出口担保的股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆国资委，股东背景较强。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进出口担保较大力度的支持。

综上，进出口担保股东背景和资本实力较强，同时各项风险准备金计提较为充分，I级资产占比高，资产流动性整体较好。同时中证鹏元也关注到进出口担保间接融资担保业务规模增幅较大，未来需关注其代偿风险，且直接融资担保业务和投资业务行业集中度较高，应收代偿款规模较大，融资担保放大倍数较高，业务增长受到一定制约等风险因素。经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为AA+，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“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”的安全性。

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“PR桐建01/17桐建投专

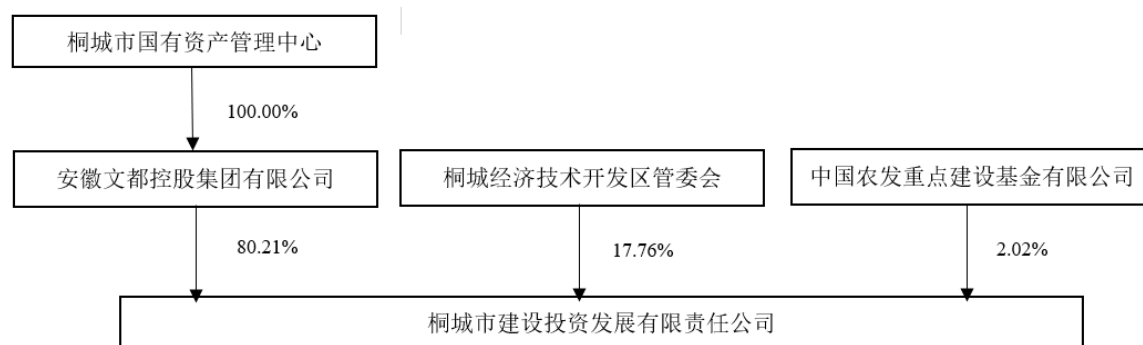
项债01”信用等级为AAA，“PR桐建02/18桐建投专项债01”信用等级为AA+。

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	7.08	1.13	1.20
应收账款	16.55	18.94	12.69
存货	57.63	60.39	67.35
流动资产合计	93.72	90.68	93.39
投资性房地产	14.74	15.23	15.76
无形资产	14.63	0.06	0.07
非流动资产合计	40.57	23.08	21.94
资产总计	134.29	113.76	115.33
短期借款	2.23	1.50	0.20
其他应付款	6.81	4.05	2.68
一年内到期的非流动负债	7.95	7.18	5.39
流动负债合计	18.13	14.98	12.44
长期借款	22.58	13.96	9.98
应付债券	16.45	8.98	14.30
长期应付款	8.80	9.16	8.68
非流动负债合计	47.83	32.10	32.96
负债合计	65.96	47.08	45.40
总债务	58.20	39.31	38.55
营业收入	8.65	9.33	7.85
所有者权益	68.33	66.68	69.92
营业利润	1.07	1.20	1.03
其他收益	1.15	0.52	1.50
利润总额	1.07	1.20	1.03
经营活动产生的现金流量净额	11.60	0.11	0.48
投资活动产生的现金流量净额	-21.60	0.97	-4.65
筹资活动产生的现金流量净额	15.92	-1.18	-6.89
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	6.52%	7.55%	6.44%
收现比	161.18%	22.62%	93.42%
资产负债率	49.12%	41.38%	39.37%
现金短期债务比	0.68	0.11	0.22
EBITDA（亿元）	2.03	2.02	2.47
EBITDA 利息保障倍数	1.22	1.15	0.90

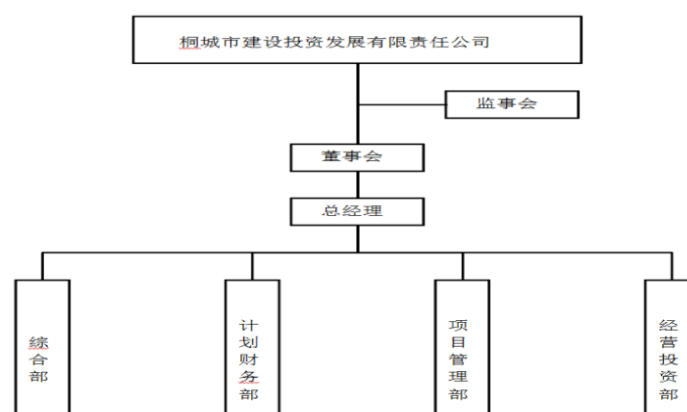
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
桐城市住宅建设有限公司	811.90	100%	商品房开发销售、物业管理、房屋拆迁改造开发销售
凯盛桐城现代智慧农业有限公司	15,000.00	100%	农业种植、以公司自有资金对种植业、养殖业、科研项目、物流项目进行投资
桐城市同远建设有限公司	10,000.00	100%	利用自有资金对土地整理项目、房地产项目、建筑安装工程项目等
安徽紫来进出口有限公司	20,000.00	100%	货物或技术进出口，普通仓储服务等
桐城市同远资源开发有限公司	10,000.00	100%	矿产资源技术研发、技术服务；露天采石；建筑砂、石料、建材加工、销售。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。