



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2023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。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、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：

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2023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 桐建设专项债 01	AAA	AAA
PR 桐建 02/18 桐建设专项债 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：近年桐城市地区生产总值及财政收入持续增长，2022年GDP总量在安庆市各区县中居于首位，桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“桐城建设”）作为桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，业务持续性较好，获得外部支持的力度仍较大，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，公司资产难以即时变现，受限规模较大，整体流动性较弱，公司项目建设所需的持续投入给公司带来较大的资金压力，债务负担较重，且存在较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望，我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年06月07日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯
hongy@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	2022	2021	2020
总资产	143.84	134.29	113.76
所有者权益	69.35	68.33	66.68
总债务	60.70	58.20	39.31
资产负债率	51.79%	49.12%	41.38%
现金短期债务比	0.28	0.67	0.11
营业收入	8.71	8.65	9.33
其他收益	1.23	1.15	0.52
利润总额	1.02	1.07	1.20
销售毛利率	5.34%	6.52%	7.55%
EBITDA	2.25	2.03	2.02
EBITDA 利息保障倍数	1.00	1.22	1.15
经营活动现金流净额	2.40	11.60	0.11

注：在计算 EBITDA 利息保障倍数时，公司利息支出扣除了政府贴息补助部分。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **桐城市经济持续发展，财政收入持续增长，为公司发展提供了良好的基础。**桐城市隶属于安庆市，近年来重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，地区经济实力稳步提升，2022年桐城市GDP为452.0亿元，GDP总量在安庆市10个区县中位居首位。2020-2022年桐城市财政收入持续增长，收入质量保持较高水平。
- **公司在建基础设施及保障房项目规模较大，业务持续性较好。**公司是桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，截至2022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，业务收入有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2022年公司获得桐城市政府的市政基础设施项目补助收入1.23亿元、贷款利息补贴1.00亿元，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

- **公司资产中应收款项回收时间具有不确定性，土地使用权、项目建设成本、资源开采权难以即时变现，资产流动性较弱。**截至2022年末，公司资产主要包括应收款项、土地使用权、项目建设成本、资源开采权，即时变现能力较弱，且公司受限资产规模较大。整体来看，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，债务负担较重，存在较大的资金压力。**公司在建基础设施建设和保障房项目尚需投资规模较大，随着项目建设的推进，公司对外融资规模不断扩大。2022年公司现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均有所下降，且公司2022年末无可用授信额度，中证鹏元预计公司持续的业务扩张仍将带来长期的资金需求，并存在较大的资金压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额较大，担保对象均为当地国有企业，均未设置反担保措施；截至2023年5月15日，公司涉及0.61亿元的诉讼，诉讼结果存在不确定性。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分要素	评分
区域状况	4/7	经营状况	6/7
区域状况	4/7	城投融资&财务状况	4/7
行政层级	2/5		
调整因素			
ESG因素			0
审计报告质量			0
不良信用记录			0
补充调整			0
个体信用状况			a

外部特殊支持	3
主体信用等级	AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是桐城市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桐城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与桐城市政府的联系非常紧密以及对桐城市政府非常重要。同时，中证鹏元认为桐城市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/PR 桐建 01、17 桐建投专项债 01； AA+/PR 桐建 02、18 桐建投专项债 01	2022-6-27	王贞姬、刘玮	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/PR 桐建 01、17 桐建投专项债 01； AA+/PR 桐建 02、18 桐建投专项债 01	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+/PR 桐建 债、15 桐建投债	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	1.60	2022-6-27	2024-12-18
PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01	8.00	4.80	2022-6-27	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2023年5月4日，债券募集资金专项账户余额为1.82万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人没有发生变化。截至2023年5月末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本14.98亿元，控股股东为安徽文都控股集团有限公司（以下简称“文都控股”），实际控制人为桐城市国有资产管理中心。

2023年5月，公司财务负责人发生变更，变更后林国旗不再担任公司财务负责人，由汪燕舞担任公司财务负责人；汪燕舞不再担任公司监事，由胡武仕任监事。

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。2022年公司合并报表范围未发生变化，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共5家（详见附录四）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政

可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，近年地方经济与财力保持增长，但区域政府债务增长较快

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，大京九（北京至九龙）铁路东侧分流线合九（合肥至九江）铁路、烟台至汕头206国道纵贯市境南北，沪蓉高速公路贯穿全境，并在城东设有出入口，合安高铁在桐城设有桐城东站、桐城南站，德上、岳武高速桐城段已经全线开工；合肥、安庆机场和安庆港毗邻市境；水运可由菜子湖过枞阳船闸直达长江。桐城市下辖1个国家级桐城经济技术开发区（以下简称“桐城经开区”）、12个镇和3个街道，2021年末桐城市常住人口59.5万人，比2010年减少6.96万人，人口总体呈现流出态势。

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，2022年GDP总量位居安庆市10个区县中第1位，投资及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个区县中排名第一，2022年人均GDP为同期全国人均GDP的88.64%。2020-2022年桐城市固定资产投资保持高速增长，是经济增长的重要推动力，2022年500万元以上施工项目373个，计划投资总额比上年度增加45.8亿元，分领域看，基础设施投资增长26.5%，新开工制造业投资增长119.2%，技改投资增长15.4%，新开工制造业增长势头强劲。房地产开发完成投资32.8亿元，增长0.6%；房屋施工面积41.1万平方米，下降10.9%；商品房销售额35.0亿元，下降1.1%。2020-2022年桐城市社会消费品零售总额持续增长，其中2022年增速分别高于安庆市和全省2.7和4.3个百分点，增速居全省县域20强排名第4位，消费发展态势良好。

表1 2022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 (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
桐城市	452.00	4.5%	7.60	22.28	17.06
怀宁县	344.90	3.9%	6.93	16.56	19.96
宿松县	262.52	3.1%	4.28	10.55	29.35

迎江区	253.10	4.6%	9.01	17.12	-
潜山市	237.19	3.0%	5.38	11.08	15.69
太湖县	210.85	3.8%	4.90	8.60	6.76
宜秀区	154.46	4.0%	4.93	10.71	-
岳西县	132.40	2.1%	4.08	8.12	15.30

注：“-”表示数据未公开披露；人均GDP=GDP/常住人口，常住人口为2021年末全区/县常住人口数。

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、政府网站等，中证鹏元整理

表2 桐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	452.0	4.5%	419.1	6.2%	392.8	3.0%
固定资产投资	-	10.2%	-	12.9%	-	12.1%
社会消费品零售总额	160.6	4.5%	153.7	16.1%	132.3	2.9%
人均GDP（元）	75,966.38		70,436.97		66,169.27	
人均GDP/全国人均GDP	88.64%		86.98%		91.33%	

注：“-”表示数据未公开披露；人均GDP=GDP/常住人口，2020年常住人口为2020年11月1日零时桐城市常住人口数，2022年人均GDP使用2021年末常住人口数据。

资料来源：桐城市2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，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。2022年，桐城市绿色包装、机电装备两大传统产业稳定增长，累计实现产值300亿元、226亿元；新能源汽车零部件、光伏新材料、医工医药健康三大新兴产业蓄势待发。2022年末桐城市拥有高新技术企业94家、战新企业96家。

发展规划及机遇：桐城市计划深度融入长三角一体化高质量发展，到2035年基本实现“新四化”和基本建成现代化经济体系。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》，桐城市计划深度融入长三角一体化高质量发展，到2035年力争实现全市经济实力、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：桐城市财政实力保持增长，但财政自给率偏低，地方政府债务规模增长较快。近年桐城市一般公共预算收入持续增长，收入质量较高，其中2022年一般公共预算收入同比增加2.59亿元，但财政自给程度偏低，2022年财政自给率仅为36.58%。2022年全市实现政府性基金收入17.06亿元，同比增加6.9亿元。区域债务方面，2022年桐城市政府债务限额为87.81亿元，债务余额为84.38亿元，较2020年末增长29.52%，债务增速较快。

表3 桐城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	22.28	19.67	18.21
税收收入占比	-	84.21%	81.03%
财政自给率	36.58%	34.21%	33.47%
政府性基金收入	17.06	10.36	25.95
地方政府债务余额	84.36	74.16	65.15

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：2020-2022 桐城市预算执行情况，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年 3 月末，桐城市公开发债平台共有 2 家，包括市本级 1 家、桐城经开区 1 家。桐城建投主要负责桐城市基础设施和保障房建设等业务；桐城经开区建设投资集团有限公司（以下简称“经开建投”），主要负责桐城经开区内的基础设施和保障房建设等业务。

表4 桐城市主要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
桐城建设	文都控股	69.35	51.79%	8.71	60.70	桐城市重要的基础设施建设主体
经开建投	桐城经济技术开发区管理委员会	50.32	50.22%	4.35	32.50	桐城经开区重要的基础设施建设主体

注：财务数据为 2022 年末/度数据；经开建投的总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司职能定位未发生变化，公司仍是桐城市基础设施建设及保障房建设的重要主体，主要负责桐城市除桐城经开区以外范围的市政基础设施建设和保障房建设，业务可持续性较好，区域竞争力较强，同时公司还从事砂石开采、智慧农业、劳务代理等市场化业务

2022年公司收入整体保持稳定，市政基础设施业务收入有所提升且仍为公司收入的主要来源，保障房销售收入下降较多，当期公司未开展商品贸易业务。毛利率方面，受保障房销售收入下降以及砂石开采、智慧农业等业务进一步亏损的影响，2022年公司销售毛利率降至5.34%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
市政基础建设	7.58	86.96%	15.25%	4.95	57.30%	10.71%
保障房销售	0.30	3.47%	20.44%	2.31	26.74%	21.08%
砂石开采	0.51	5.88%	-34.46%	0.56	6.45%	-4.69%
智慧农业	0.11	1.23%	-65.13%	0.05	0.61%	-25.78%
劳务代理	0.07	0.84%	0.79%	0.25	2.88%	0.79%
商品贸易	0.00	0.00%	-	0.30	3.49%	0.79%

其他	0.14	1.62%	-358.28%	0.22	2.52%	-191.94%
合计	8.71	100.00%	5.34%	8.65	100.00%	6.52%

注：其他收入主要为房屋租赁收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）市政基础设施建设业务

公司仍是桐城市主要的市政基础设施建设主体，业务集中在除桐城经开区以外的桐城市范围内，2022年该业务收入有所增加，公司在建项目较多，待结转项目金额较大，业务持续性较好，但收入规模及回款进度存在不确定性

跟踪期内，公司市政基础建设业务模式未发生变更，公司仍是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一定比例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收入规模不断提升，2022年公司市政基础设施收入为7.58亿元，结算的项目主要包括龙眠棚户区和荣康院工程等项目，同期该业务毛利率有所提升。

截至2022年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为12.88亿元，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款易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的不确定性。截至2022年末，公司主要在建市政基础设施项目预计总投资16.81亿元，已投资14.00亿元，尚需投资2.81亿元，业务持续性较好。

表6 截至2022年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
桐城市城市停车场	12.30	10.05	2.25
合安高铁项目	2.94	2.75	0.19
文化活动中心	0.50	0.38	0.12
兴尔旺菜市场	0.08	0.07	0.01
融媒体中心	0.31	0.29	0.02
建设局项目	0.68	0.46	0.22
合计	16.81	14.00	2.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）保障房销售业务

公司保障房业务范围为桐城市除桐城经开区外的其他区域，2022年公司保障房销售收入受项目建设进度等因素影响同比下降，市场化运作部分需关注房地产市场波动带来的风险；公司在建基础设施工程和保障房项目尚需投资规模仍然较大，面临较大的资金压力

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，

业务集中在桐城市除桐城经开区外的其他区域内，保障房项目分为政府代建和市场化运作两类。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保障房业务的部分销售收入。市场化运作模式下，公司通过出让获得建设用地，项目建成后按政府指导价格对外销售，构成公司另一部分的保障房销售收入。

2022年公司保障房销售收入规模同比下降，收入来源于文昌苑二期项目，该项目已基本完成销售，业务毛利率基本保持稳定。截至2022年末，公司主要在建保障房项目总投资11.03亿元，已投资6.75亿元，尚需投资4.28亿元，此外，公司在建的盛唐翰林府项目可售面积71,528.98平方米，截至2022年末已售18,354.00平方米，预计未来可为公司带来一定的收入，业务持续性较好，但需关注房地产市场波动带来的风险。

整体来看，公司主要在建基础设施及保障房项目共需投资7.09亿元，未来面临较大的资金压力。

表7 公司保障房销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，亿元）

项目名称	可售面积	销售均价	已售面积	2022年确认收入
文昌苑二期	101,381.73	6,052.09	100,900.53	0.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2022年末公司主要在建房产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	预计总投资	累计已投资	尚需投资
盛唐翰林府	市场化运作	6.60	4.08	2.52
盛唐南路小区	政府代建	3.20	2.59	0.61
幸福春天保障房小区EPC项目	政府代建	1.23	0.08	1.15
合计		11.03	6.75	4.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）砂石开采等其他业务

公司开展了砂石开采、智慧农业、劳务代理等市场化业务，丰富了公司收入来源，2022年公司未开展贸易业务

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，2022年公司取得地下弃砂经营权，并开展砂石开采业务。2022年公司砂石开采收入0.51亿元，由于项目尚处于前期阶段，所需投入较多，毛利率降至-34.46%。

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

销售额的50%左右。2022年公司智慧农业业务收入增加至0.11亿元，主要是由于番茄的销售渠道有所拓宽，当年毛利率为-65.13%，主要系当年补提厂房、设备折旧较多所致。

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，2022年实现营业收入0.07亿元，较上年有所下降，主要系当地新建项目略有减少所致，该业务毛利率较低，仅为0.84%。

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，2022年公司未开展贸易业务，当年未实现该业务销售收入，后续将视公司整体战略发展需要来进行统筹安排，该业务收入存在不确定性。

2022年公司继续获得较大力度的外部支持

根据《桐城市人民政府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》，2022年公司获得政府补贴2.23亿元，其中1.00亿元用于贷款利息补助，直接冲减财务费用，1.23亿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2021年审计报告、经亚太（集团）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2022年审计报告，报告采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变化，截至2022年末，公司共有5家子公司，详见附录四。

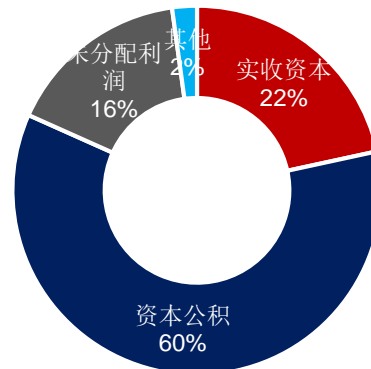
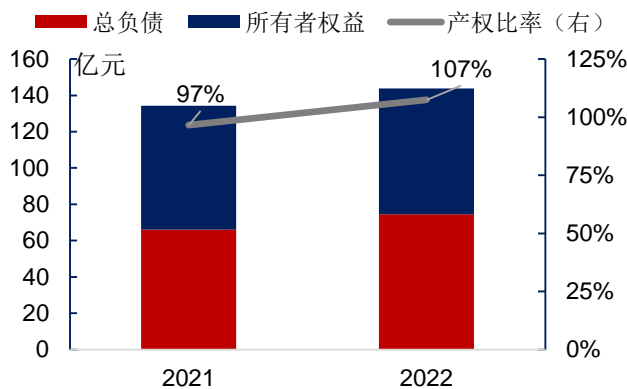
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模有所上升，资产以应收款项、土地使用权、项目建设成本、资源开采权为主，上述资产难以集中变现，且资产受限比例较高，整体资产流动性较弱

随着融资规模扩大，公司资产规模有所上升。公司所有者权益规模相对稳定，从结构来看主要为桐城市政府以资产注入形成的资本公积。

图 2 公司资本结构

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以应收款项、存货（土地使用权、基建项目及保障房投入成本、市政基础设施等）和无形资产（资源开采权）为主，2022年末上述资产占公司总资产的79.30%。

公司应收款项规模较大，截至2022年末，公司应收账款增加至20.46亿元，其中应收桐城市人民政府的建设项目款项20.32亿元，占比99.26%，其他应收款主要为借出款项，其中带息部分6.78亿元，前五大营收对象均为国企或政府单位，对上述的单位其他应收款占合计数的比例为81.37%，应收款项回收风险不大，但是回收时间具有不确定性，对资金形成一定占用。公司存货主要由土地使用权、项目开发成本、市政基础设施构成，2022年末土地成本22.06亿元，均为出让地，均已取得土地证并缴纳土地出让金，土地用途主要为商住、住宅用地；开发成本13.07元，主要包括桐城市文昌社区棚户区改造项目、盛唐南路小区等项目的投入成本；市政建设基础设施为12.88亿元，主要是公司已完工尚未结算的停车场项目及其他零星市政项目；开发产品7.15亿元，其中桐城市国资中心转入部分安置房2.50亿元已于2022年办理不动产过户备案登记。截至2022年末，公司无形资产合计25.96亿元，其中资源开采权25.90亿元，包括公司于2021年通过公开招标取得的土石方资源和河道沙石开采权14.31亿元、2022年通过公开招标取得的地下弃砂经营权11.59亿元。2022年，公司与桐城市国有资产管理中心及桐城市自然资源和规划局签订《桐城市青草镇沙铺村宗地地下弃砂利用项目经营权转让合同》，以11.59亿元取得该地下弃砂经营权，该地下弃砂储量0.14亿立方米，转让期限10年。

截至2022年末，公司货币资金主要为银行存款，其他货币资金中有0.25亿元商品房按揭贷款保证金及0.09亿元汇票保证金，使用受限。截至2022年末，公司投资性房地产为14.28亿元，主要用于对外出租，其中有7.62亿元系政府划入的办公楼，其他主要为购入的住宅及商业房产，有0.85亿元政府拨入的房产尚未办妥产权证明。

受限资产方面，截至2022年末，公司受限的资产规模合计达62.05亿元，占同期末总资产的43.14%，资产受限比例高，受限资产主要是因借款而被抵押的无形资产、存货及应收账款。

整体来看，公司土地使用权、项目投入成本、资源开采权等资产难以集中变现，应收款项回收时间存在不确定性，且资产受限比例高，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	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.85	1.98%	7.08	5.27%
应收账款	20.46	14.23%	16.55	12.32%
其他应收款	12.44	8.65%	11.15	8.30%
存货	55.19	38.37%	57.63	42.92%
流动资产合计	92.43	64.26%	93.72	69.79%
投资性房地产	14.28	9.93%	14.74	10.98%
无形资产	25.96	18.05%	14.63	10.89%
非流动资产合计	51.41	35.74%	40.57	30.21%
资产总计	143.84	100.00%	134.29	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入整体规模保持稳定，但是销售毛利率有所下降，政府补助对利润贡献很大

公司是桐城市重要的基础设施建设主体，2022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，其中市政基础建设收入同比增长较多，保障房收入有所下降，考虑到公司目前在建基础设施项目以及安置房在建项目较多，存货中项目投入成本及待结转项目金额较大，预计未来收入持续性较好。毛利率方面，受毛利率较高的保障房收入下降以及智慧农业、砂石开采等业务进一步亏损的影响，2022年公司毛利率有所下降。

作为桐城市重要的基础设施建设主体，公司持续获得当地政府给予的财政补助。2022年公司确认政府补助收入2.23亿元（包括财政贴息1.00亿元和计入其他收益财政补助1.23亿元），占同期公司利润总额比重较大，有效提升了公司利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	8.71	8.65
营业利润	1.02	1.07
其他收益	1.23	1.15
财政贴息	1.00	1.00
利润总额	1.02	1.07
销售毛利率	5.34%	6.52%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模同比有所增加，以长期债务为主，现金类资产对短期债务覆盖程度及EBITDA利息保障倍数均有所下降，整体来看公司债务负担较重

随着项目建设持续投入和债务滚续，公司对外融资规模不断扩张，截至 2022 年末，公司总债务规模增长至 60.70 亿元，负债规模增长至 74.49 亿元。从期限结构上来看，截至 2022 年末，公司短期债务 9.26 亿元，占总债务比例 15.26%，债务结构相对比较合理。从债务构成来看，公司债务以银行借款为主，债券发行及非标融资为辅。公司的银行借款主要为保证借款，其中短期借款主要为省内农商行提供的流动资金贷款，长期借款主要为中国农业银行、徽商银行等机构提供的项目贷款。债券方面，截至 2022 年末，公司存续债券票面余额 18.40 亿元，包括 10.00 亿元定向工具、6.40 亿元企业债和 2.00 亿元私募债，票面利率在 3.85%-7.50%之间。非标融资主要为公司通过信托、租赁等方式开展的融资，该部分成本相对较高。截至 2022 年末，公司现存债务综合融资成本在 5.00%-6.00%之间。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.82	2.44%	2.23	3.38%
其他应付款	12.23	16.41%	6.81	10.33%
一年内到期的非流动负债	7.44	9.98%	7.95	12.05%
流动负债合计	23.05	30.94%	18.13	27.49%
长期借款	28.57	38.35%	22.58	34.23%
应付债券	15.77	21.17%	16.45	24.94%
长期应付款	7.10	9.54%	8.80	13.34%
非流动负债合计	51.44	69.06%	47.83	72.51%
负债合计	74.49	100.00%	65.96	100.00%
总债务	60.70	81.48%	58.20	88.24%
其中：短期债务	9.26	12.42%	10.38	15.73%
长期债务	51.44	69.06%	47.83	72.51%

资料来源：公司 2021-2022 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，公司资产负债率有所上升。由于现金类资产大幅减少，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力大幅下降，EBITDA对利息的覆盖程度亦有所减弱。截至 2022 年末，公司在银行授信总额度为35.99亿元，均已使用，尚无可用额度，考虑到公司在建基础设施项目和保障房项目尚需投入资金规模较大，资产流动性较弱且受限资产占比较高，整体来看，公司财务弹性较弱，面临较大的债务压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	51.79%	49.12%
现金短期债务比	0.28	0.67
EBITDA 利息保障倍数	1.00	1.22

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对持续经营和信用水平未产生重大负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《桐城市建设投资发展有限责任公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司于 2022 年 7 月 1 日收到中国银行间市场交易商协会自律处分决定，因公司未按“21 桐城建投 PPN001”发行文件约定用途使用募集资金、部分土地资产信息披露不真实、未及时披露控股股东变更事项，公司被给予严重警告，时任法定代表人、董事、总经理毛福祥被给予警告。2023 年 1 月 3 日，因部分土地资产披露不完整及部分土地资产披露不准确，公司及相关人员毛福祥、刘决炬分别收到中国证券监督管理委员会安徽监管局 2022 年 12 月 28 日出具的《关于对桐城市建设投资发展有限责任公司采取责令改正措施的决定》和《关于对毛福祥、刘决炬采取出具警示函措施的决定》。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 4 月 19 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 2022 年末，公司对外担保金额 32.84 亿元，占同期末所有者权益的 47.35%，担保规模较大，担保对象均为当地国有企业，但未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

根据《桐城市建设投资发展有限责任公司涉及重大诉讼的公告》，安庆市第一建筑安装工程公司（以下简称“安庆一建”）就公司尚欠工程款、建材差价及利息向桐城市人民法院提起诉讼，要求公司支付合计 0.61 亿元。2022 年 4 月 11 日，桐城市人民法院认为安庆一建的诉讼请求缺乏事实依据，判决驳回安庆一建的诉讼请求。此后，安庆一建向安庆市中级人民法院提出上诉，安庆市中级人民法院认为一审判决认定事实不清，裁定撤销一审判决，发回桐城市人民法院重审，目前该案件已进入重审阶段，不

涉及执行。截至2023年5月15日，上述案件尚未重审完毕，结果存在不确定性，或将对公司经营、财务和信用状况产生一定不利影响。

表13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
文都控股	0.87	2042 年 8 月	否
桐城经开区产城一体化建设投资有限公司	2.38	2035 年 1 月	否
	3.00	2039 年 6 月	否
	2.97	2029 年 12 月	否
	2.20	2039 年 6 月	否
桐城经开区国有资产投资运营有限公司	2.00	2031 年 6 月	否
	0.34	2025 年 1 月	否
桐城市东部新城建设发展有限公司	5.81	2034 年 4 月	否
桐城市交通投资有限责任公司	0.59	2028 年 1 月	否
	0.82	2034 年 3 月	否
桐城市土地复垦有限公司	3.00	2026 年 1 月	否
桐城市文化旅游投资发展有限责任公司	0.50	2036 年 10 月	否
桐城市乡村振兴实业发展有限公司	8.00	2031 年 6 月	否
桐城双新经济开发区建设发展有限公司	0.35	2032 年 11 月	否
合计	32.84	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、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。

兴农担保成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“重庆水务环境控股集团有限公司”，以下简称“重庆水务”）共同发起设立，并分别按照6：2：2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分

别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2022年9月末，兴农担保注册资本及实收资本均为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为60.00%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至2022年末兴农担保的担保余额为680.31亿元，其中融资担保余额在期末担保余额的占比由2020年的97.25%下降至88.24%。

表14 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	680.31	659.80	596.36
其中：融资担保余额	600.33	623.75	579.96
直接融资担保余额	497.98	540.19	487.90
间接融资担保余额	102.35	83.56	92.06
非融资担保余额	79.98	36.05	16.40
融资担保责任余额	539.22	554.11	520.97
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.20	8.67	8.17

资料来源：兴农担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，2019年以来，由于融资担保业务放大倍数接近监管上限，兴农担保持续控制直接融资担保新增规模，截至2022年末兴农担保直接融资担保业务余额为497.98亿元。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等16个省级行政区，主体信用等级通常在AA-及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至2022年末，兴农担保本部间接融资担保余额102.35亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以AA级主体担保、应收账款质押、抵押物抵押等组合担保方式为主。

截至2022年末兴农担保的资产总额为183.34亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为68.06亿元、44.11亿元、38.73亿元和8.37亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括24.75亿元结构性存款和10.60亿元基金投资，基金投资主要系债

权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。鉴于兴农担保对重庆市酿造调味品公司的借款计提3.00亿元坏账准备以及对购买的信托产品计提减值准备0.99亿元，兴农担保的投资资产存在一定的信用风险。

截至2022年末兴农担保的负债为86.97亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为24.74亿元、4.21亿元、7.86亿元、5.20亿元和39.85亿元。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2022年兴农担保实现营业收入12.51亿元，其中已赚担保费的收入占比为75.70%。2021年因兴农担保计提较大规模信用减值损失，当期盈利能力有所下降。2022年兴农担保实现净利润3.19亿元，当期净资产收益率为3.34%，同比均有明显提升。

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2021年兴农担保本部当期担保代偿额为4.78亿元，包括往年出表后转回的代偿项目金额2.92亿元，若剔除该影响，当期兴农担保本部新增担保代偿1.86亿元，代偿项目均来自间接融资担保业务，当期担保代偿率同比上升0.38个百分点至1.11%，累计代偿回收率为73.93%，代偿回收情况较好。

表15 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
资产总额	183.34	183.04	207.48
其中：货币资金	44.11	41.58	31.62
应收代偿款净额	8.37	10.14	9.23
所有者权益合计	96.37	94.54	102.05
营业收入	12.51	13.13	10.80
其中：已赚担保费	9.47	9.87	7.52
利息收入	2.14	2.55	2.33
投资收益	0.46	0.36	0.44
净利润	3.19	2.07	3.11
净资产收益率	3.34%	2.11%	3.11%
当期担保代偿率*	-	2.86%	0.73%
累计代偿回收率*	-	2.59%	2.49%
累计担保代偿率*	-	73.93%	78.63%
拨备覆盖率	361.43%	276.43%	264.25%
I级资产占比	-	84.20%	82.03%

注：*指本部口径；I级资产占比指占（资产总额-应收代偿款净额）的比例；“-”指尚未获取
资料来源：兴农担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长；I级资产占比较高，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，兴农担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，减值压力较大；融资担保责任余额放大倍数高，面临较大的资本补充压力等风险因素。

经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，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。

进出口担保成立于2009年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，2018年6月变更为现用名，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行共同出资组建的担保公司，初始注册资本10.00亿元，渝富资产和中国进出口银行分别持股60%和40%。经2010年股东同比例增资以及2014年以来四次未分配利润转增股本，进出口担保注册资本增至30亿元。2018年渝富资产持有的进出口担保60%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2022年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，渝富控股和中国进出口银行分别持股60%和40%。

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。截至2022年末，进出口担保的担保余额为408.94亿元，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为52.27%和37.36%，近年业务结构基本保持稳定。

表16 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	610.32	623.64	347.99
其中：直接融资担保发生额	108.90	8.90	11.90
间接融资担保发生额	432.56	460.46	300.47
其中：银行传统贷款担保业务发生额	22.91	20.67	35.03
金融科技贷款担保业务发生额	397.25	391.49	242.66
非融资担保发生额	68.84	82.14	35.63
当期解除担保额	561.59	598.17	358.02
期末担保余额	408.94	360.21	334.74

其中：直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
其中：银行传统贷款担保业务余额	37.13	35.70	40.66
金融科技贷款担保业务余额	104.67	88.29	79.59
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
期末融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数 (X)	7.98	7.80	7.70

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在 AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，进出口担保一般采用不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。截至 2022 年末，进出口担保的直接融资担保余额为 213.75 亿元。

进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款担保。近年来银行传统贷款担保余额保持稳定，截至 2022 年末为 37.13 亿元。进出口担保大力开展“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等金融科技类贷款担保业务，该类项目单笔担保余额不到 1 万元，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，收费标准在 1%-3% 之间。其中“消费贷”担保业务主要是为蚂蚁金服平台的“花呗”和“借呗”产品，以及微信平台的“微粒贷”产品提供担保。截至 2022 年末，金融科技贷款担保余额为 104.67 亿元，近年保持稳定增长的趋势。

截至 2022 年末进出口担保的资产总额为 67.58 亿元，主要由货币资金、债权投资、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 22.38 亿元、25.61 亿元、5.70 亿元和 4.43 亿元。

截至 2022 年末进出口担保的负债总额为 25.34 亿元，主要由预收保费、担保赔偿准备金和存入保证金组成，同期末上述负债余额分别为 1.48 亿元、18.93 亿元和 1.76 亿元。

进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2022 年进出口担保实现营业收入 7.91 亿元，其中已赚担保费占比为 77.75%，当期实现净利润 2.10 亿元，净资产收益率为 5.07%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。因大力拓展金融科技贷款担保业务，2022 年进出口担保的当期担保代偿额快速上升至 5.11 亿元。截至 2022 年末，进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.24% 和 43.93%，代偿回收情况欠佳，需关注进出口担保后续的代偿回收情况。

表17 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	67.58	66.52	63.70
其中：货币资金	23.82	22.77	20.98
应收代偿款净额	4.43	3.92	3.44
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94

其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
净利润	2.10	2.76	2.03
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
累计担保代偿率	1.24%	1.36%	1.79%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%

资料来源：进出口担保 2020-2022 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的股东为渝富控股和进出口银行，均具有很强的综合实力。渝富控股成立于 2016 年 8 月，为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位；进出口银行是由国家出资设立、直属国务院领导、支持中国对外经济贸易投资发展与国际经济合作、具有独立法人地位的国有政策性银行。进出口担保作为渝富控股的重要控股子公司之一，能在业务拓展、资金等方面得到股东一定的支持。

经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，由进出口担保提供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。

九、外部特殊支持分析

公司是桐城市政府下属重要企业，桐城市政府间接持有公司 81.23% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桐城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与桐城市政府的联系非常紧密。政府持有公司 50% 以上股权，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；公司业务开展受区域规划影响大，桐城市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权；公司代建业务规模较大，业务基本来自政府及其相关单位；近年公司获得桐城市人民政府较大力度的外部支持；作为桐城市核心的基础设施建设主体和国有资本经营主体，预计未来较长一段时期公司定位仍将维持，与桐城市人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对桐城市人民政府非常重要。公司的基础设施建设、安置房销售等业务收入占比超过 90%，且公司在基础设施建设方面对桐城市人民政府贡献很大；此外，公司已公开发债，若违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

十、结论

近年桐城市地区生产总值和财政收入持续增长，经济实力稳步提升，2022 年 GDP 总量在安庆市各县中居于首位，为公司发展提供了良好的外部环境，近年来公司持续获得来自桐城市人民政府等单位的大力支持。公司作为桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，未来项目建设仍存在较大的资金需求，且现金类资产对短期债务覆盖程度及 EBITDA 利息保障倍数均有所下降，偿债压力较大，但考虑到公司

业务持续性较好，区域竞争力较强，整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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+。

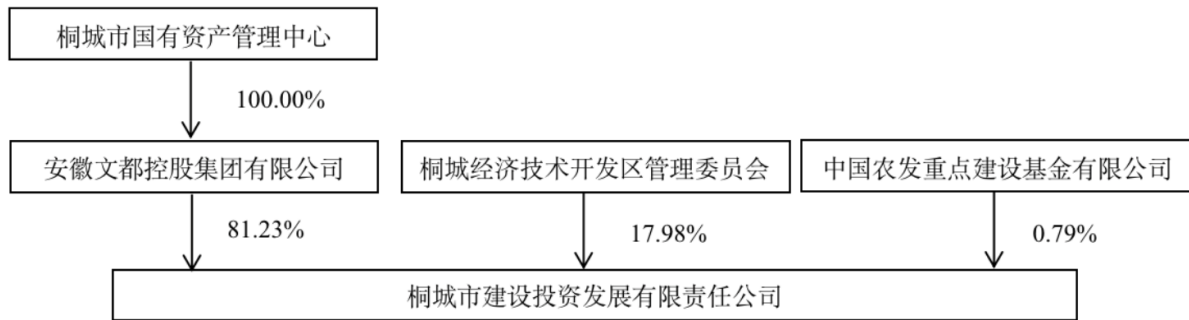
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.85	7.08	1.13
应收账款	20.46	16.55	18.94
应收票据及应收账款	20.46	16.55	18.94
存货	55.19	57.63	60.39
流动资产合计	92.43	93.72	90.68
固定资产	1.56	1.63	0.05
在建工程	0.08	0.00	1.36
无形资产	25.96	14.63	0.06
非流动资产合计	51.41	40.57	23.08
资产总计	143.84	134.29	113.76
短期借款	1.82	2.23	1.50
应付账款	0.12	0.30	0.04
其他应付款	12.23	6.81	4.05
其他应付款	11.86	6.50	3.74
一年内到期的非流动负债	7.44	7.95	7.18
流动负债合计	23.05	18.13	14.98
长期借款	28.57	22.58	13.96
应付债券	15.77	16.45	8.98
长期应付款	7.10	8.80	9.16
非流动负债合计	51.44	47.83	32.10
负债合计	74.49	65.96	47.08
其中：短期债务	9.26	10.38	9.88
总债务	60.70	58.20	39.31
所有者权益	69.35	68.33	66.68
营业收入	8.71	8.65	9.33
营业利润	1.02	1.07	1.20
其他收益	1.23	1.15	0.52
利润总额	1.02	1.07	1.20
经营活动产生的现金流量净额	2.40	11.60	0.11
投资活动产生的现金流量净额	-12.28	-21.60	0.97
筹资活动产生的现金流量净额	5.45	15.92	-1.18
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	5.34%	6.52%	7.55%
资产负债率	51.79%	49.12%	41.38%
短期债务/总债务	15.25%	17.83%	25.12%
现金短期债务比	0.28	0.67	0.11

EBITDA (亿元)	2.25	2.03	2.02
EBITDA 利息保障倍数	1.00	1.22	1.15

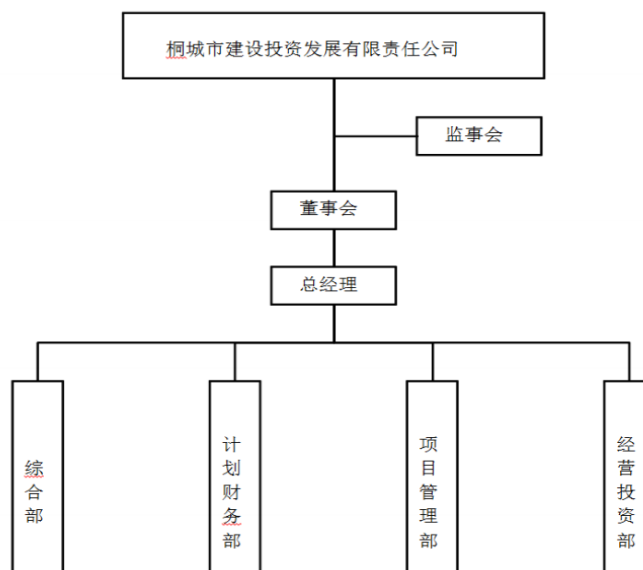
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
桐城市住宅建设有限公司	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	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	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	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	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 2022 年审计报告，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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。