



安岳县兴安城市建设投资开发有限公司及 相关债券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：

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

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：作为安岳县核心的基础设施建设主体，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”）代建业务具有一定的重要性及持续性，并在政府补助方面继续获得外部有力支持，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资产流动性较弱，其中应收款项回款以及代建项目结算受制于政府统筹安排；部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力；公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务仍将具有一定的重要性及持续性，且将持续获得外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 14 日

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：王钰
wangyu@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	144.88	129.54	127.86
所有者权益	52.03	48.94	44.41
总债务	12.30	12.00	34.11
资产负债率	64.09%	62.22%	65.27%
现金短期债务比	0.62	1.69	0.30
营业收入	5.23	5.37	11.33
其他收益	2.76	2.81	0.91
利润总额	3.14	2.92	2.44
销售毛利率	16.20%	10.83%	16.71%
EBITDA	3.27	2.98	2.45
EBITDA 利息保障倍数	2.63	1.61	1.18
经营活动现金流净额	1.62	24.76	1.54

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司是安岳县核心的基础设施建设主体，代建业务具有一定的重要性及持续性。**公司是安岳县核心的基础设施建设主体，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，2022 年末已投入代建项目成本达 60.27 亿元，且 2022 年末公司尚有一定的代建项目储备，该业务仍具有一定持续性。
- **公司在政府补助方面继续获得外部有力支持。**公司承担了区域内的市政基础设施建设工作，2022 年安岳县财政局给予子公司安岳县宜居资产经营管理有限公司政府补助 2.76 亿元，有效地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

- **公司应收款项回款以及代建项目结算受制于政府统筹安排，整体资产流动性较弱。**2022 年末公司资产以应收政府部门及国有企业的款项、存货为主，应收款项回款、代建项目结算受政府统筹安排影响较大，时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用，存货中土地即时变现能力较弱，且部分土地资产使用受限。
- **部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力。**公司主要在建项目中除岳石路东段安置区工程之外的其余项目 2022 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；在建代建项目资金缺口为 17.62 亿元，加上公司货币资金规模较小，项目建设面临较大的资金压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额尚有一定规模，被担保对象为国有企业及事业单位，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_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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		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-

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的 1-5 分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

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

- 公司是安岳县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，安岳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与安岳县政府的联系非常紧密以及对安岳县政府非常重要。同时，中证鹏元认为安岳县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	2022-6-20	龚程晨、陈俊松	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	1.72	2022-6-20	2025-1-30
19 安岳债 01/PR 安岳 01	7.60	4.56	2022-6-20	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2023年3月末，募集资金已使用完毕，募集资金专项账户余额为7,553.70元，为公司其他资金。

三、发行主体概况

2022年公司名称、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监管和金融工作局（以下简称“县国资局”）持股比例升至88.91%，国开发持股比例降至7.25%，安岳县交通投资开发有限责任公司持股3.84%。截至2022年末，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局，股权结构详见附录二。2022年公司合并报表范围内子公司无变化，年末子公司数量仍为4家，具体见附录四。

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年城投债融资政策将维持“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

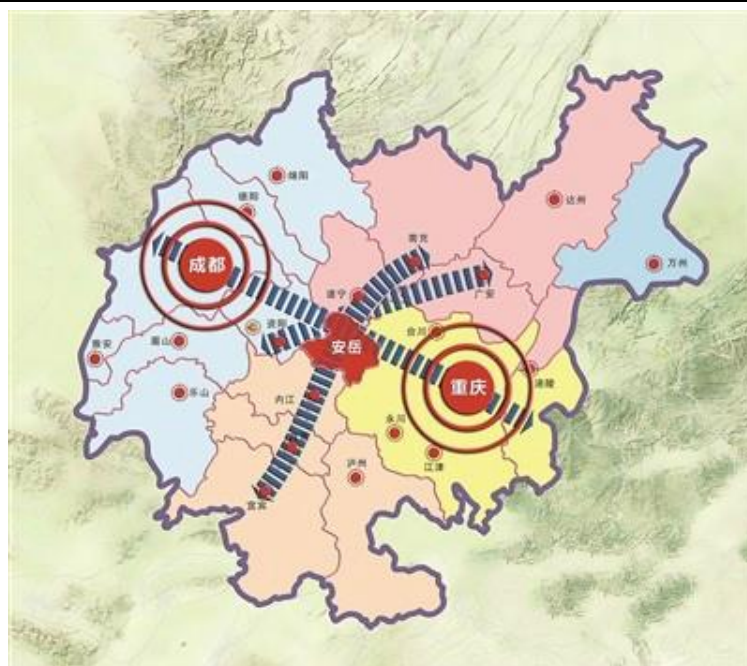
平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

安岳县是中国柠檬之都，柠檬生产产业优势突出，依托“安岳气田”的天然气产业持续发展，但产业结构相对单一，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，地方政府债务压力较大

区位特征：安岳县位于成渝直线中点，融入成渝一小时经济圈，为中国柠檬之都，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日零时全县人口常住人口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。安岳气田是全国单体规模最大的整装海相气田，探明储量1.1万亿立方米，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：公开资料

经济发展水平：安岳县经济保持增长态势，主要靠固定资产投资拉动，产业结构中第一产业占比相对较高，但整体经济总量规模较小，工业基础薄弱。近年安岳县经济总量保持增长，2022年GDP增速于全国平均水平1.2个百分点，但整体规模较小。近年人均GDP逐年提高，但仍处于较低水平，经济发展相对落后。2022年三次产业结构为28.7：22.8：48.6，第一产业增加值占比相对较高。近三年安岳县固定资产投资增速较快，是经济发展的重要推动力。2022年安岳县工业增加值50.13亿元、增长5.3%；建筑业增加值21.18亿元、增长5.9%，工业基础较为薄弱。受居民消费信心不足影响，2022年安岳县社会消费品零售总额增速明显放缓，仅为0.3%。

表1 2022年资阳市下辖县级行政区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
安岳县	312.6	4.2%	3.03	13.03	26.62
雁江区	290.0	4.5%	3.34	17.86	25.21
乐至县	223.9	3.1%	4.56	7.52	9.20

注：人均 GDP=地区生产总值/常住人口，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	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）	312.6	4.2%	287.97	7.7%	265	3.6%
固定资产投资	-	9.6%	-	12.3%	-	9.4%
社会消费品零售总额	181	0.3%	180.57	17.9%	153.2	-2.5%
进出口总额（亿美元）	-	-	0.35	-	-	-
人均 GDP（万元）	3.29		3.03		2.46	
人均 GDP/全国人均 GDP	38.36%		37.40%		33.90%	

注：2021-2022 年人均 GDP 采用七普常住人口计算。

资料来源：安岳县 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：作为全国唯一柠檬商品生产基地县，安岳县柠檬生产产业优势突出，天然气产业持续发展，但产业结构较为单一。安岳县作为全国唯一柠檬商品生产基地县，成功入选首批欧盟保护地理标志名单，培育了四川华通柠檬等柠檬加工龙头企业。目前安岳柠檬保存面积48万亩，柠檬鲜果产量60万吨，2021年安岳县柠檬产值达151亿元。在加工方面，安岳县建成了柠檬加工企业27家，其中国家级龙头企业1家、省级龙头企业7家，年加工能力30万吨。2022年安岳县围绕柠檬全产业链发展，引进投资3个项目、协议引资逾10亿元。

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。2022年安岳县天然气产量达57.9亿方、增长18.6%，天然气产业全口径税收达7.2亿元、增长49.3%。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。

财政及债务水平：安岳县财政实力较弱，财政自给能力较弱，地方政府债务压力较大。近年安岳县一般公共预算收入保持缓慢增长，2020-2021年税收收入占比小幅提升，收入质量尚可。近年财政自给率在低位徘徊，财政自给水平较低。安岳县作为建制县隐性债务化解试点区域，2022年地方政府债务余额增速得到控制，但地方政府债务压力仍较大。

表3 安岳县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	13.03	12.21	11.02
税收收入占比	-	66.75%	64.97%
财政自给率	20.71%	20.07%	18.00%
政府性基金收入	26.62	26.74	20.11
地方政府债务余额	172.02	166.47	95.22

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，资阳市 2022 年 1-12 月财政预算收支执行情况，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为安岳县核心的基础设施建设主体，公司营业收入主要由代建业务构成，鉴于公司以往承接的代建项目较多且尚有代建项目储备，该业务有一定的重要性及持续性，但部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力

作为当地核心的市政基础设施、保障房项目投资建设主体，公司营业收入主要来源于代建业务，受结算的代建项目量减少影响，2022年公司营业收入有所减少；公司垃圾处置业务收入规模仍较小，但该业务已扭亏为盈，使得2022年销售毛利率有所提高。

表4 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
代建项目收入	4.75	90.73%	16.67%	5.26	97.95%	17.56%
垃圾处置收入	0.48	9.27%	11.64%	0.12	2.23%	-289.50%
合计	5.23	100.00%	16.20%	5.37	100.00%	10.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司是安岳县核心的基础设施建设主体，2022年代建收入有所减少，当年末公司具有一定的项目储备，该业务有一定的持续性，但部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力

公司是安岳县核心的市政基础设施、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，2022年末公司已投入代建项目开发成本60.27亿元，代建业务在区域内具有一定的重要性。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。

由于代建项目结算量减少，2022年公司代建收入继续减少，主要结算项目为岳石路东段安置区还房工程、安岳大道北段安置还房工程等项目。截至2022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。值得注意的是，公司主要在建代建项目中除岳石路东段安置区工程之外的其余项目2022年投资增量较小，项目进度滞后，主要系资金到位问题，未来的完工、回款时间存在较大不确定性；在建代建项目资金缺口为17.62亿元，加上公司货币资金规模较小，项目建设面临较大的资金压力。

表5 截至 2022 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	累计总投资
安岳县城北片区棚户区改造项目	6.12	0.09
安岳县城东片区棚户区改造项目	5.12	0.67
安岳县城南片区棚户区改造项目	3.76	0.34
石坝子片区棚户区改造工程	3.10	2.47
安岳县滴水湖二期绿化景观建设项目	2.60	0.34
岳石路东段安置区工程	2.15	1.32
合计	22.85	5.23

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，当地政府在财政补贴方面给予公司较大支持。2022年安岳县财政局给予子公司安岳县宜居资产经营管理有限公司政府补助2.76亿元，提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

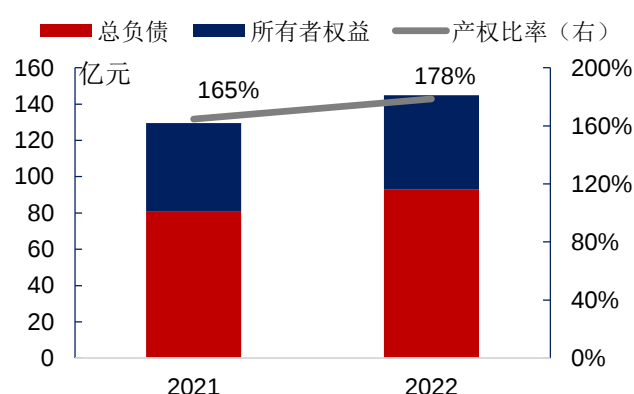
以下分析基于公司提供的经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内子公司无变化，年末子公司数量仍为4家，具体见附录四。

资本实力与资产质量

主要受公司对其他单位占款增长的影响，公司资产有所增长，同时财务杠杆处于较高水平；资产以应收政府部门及国有企业的款项、存货为主，应收款项回款、代建项目结算受政府统筹安排影响较大，时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用；存货中土地即时变现能力较弱，且部分土地资产使用受限，资产流动性较弱

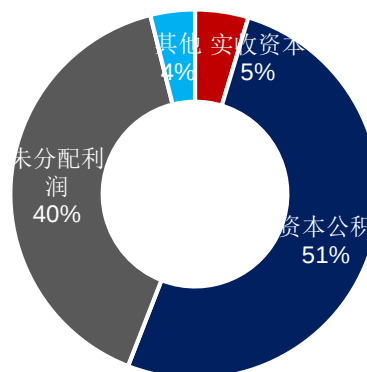
由于公司对当地政府部门以及国有企业的占款增长，2022年末负债总额有所增长，而公司所有者权益增长幅度相对较小，主要来源于利润累积，综合来看，资产总额有所提高，但财务杠杆水平继续提升，且处于较高水平。公司所有者权益主要为政府资产注入所形成的资本公积以及利润累积。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



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（应收政府部门及国有企业的款项）、存货（代建项目开发成本和土地）为主，2022年末应收款项和存货占总资产的比重为95.75%。应收账款均为应收安岳县财政局的代建项目款，受政府款项结算滞后影响，2022年末规模继续增长。由于公司资金被其他国企占用的情况增多，2022年末其他应收款保持增长；前五大应收对象为政府部门以及国有企业，前五大应收款项占应收款总额的占比为66.66%，少部分应收款项（2.18亿元）账龄在3年以上。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。

由于公司新购入土地，2022年末存货保持增长；其中代建项目开发成本60.27亿元，为承建的市政基础设施项目的已投入待结转成本；得益于公司购买2宗商服土地，土地账面价值增长至36.01亿元。

其他资产方面，公司货币资金均为银行存款，无受限情况。受限资产方面，2022年末公司受限资产为用于抵押借款及债券反担保的土地4.02亿元。

表6 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	1.71	1.18%	1.41	1.09%
应收账款	27.75	19.15%	22.86	17.65%
其他应收款（合计）	14.70	10.14%	7.21	5.57%
存货	96.29	66.46%	92.64	71.51%
流动资产合计	143.10	98.77%	126.75	97.85%
非流动资产合计	1.78	1.23%	2.79	2.15%
资产总计	144.88	100.00%	129.54	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

2022年公司营业收入略有减少，仍主要来自于代建项目收入，当年所获政府补助规模较大，有效地提升了公司利润水平

2022年公司营业收入主要来自于代建项目收入，随着代建项目确认量减少，营业收入略有减少。销售毛利率受垃圾处置业务扭亏为盈影响而有所提高。截至2022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。2022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	2022 年	2021 年
营业收入	5.23	5.37
营业利润	2.93	2.92
其他收益	2.76	2.81
利润总额	3.14	2.92
销售毛利率	16.20%	10.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务保持相对稳定，以银行借款和债券为主，总债务规模不大，EBITDA利息保障倍数保持在较好水平，整体刚性债务偿付不大，但公司整体融资成本较高，且无备用流动性

2022年末公司总债务保持相对稳定且规模不大，占负债总额的13.25%。公司债务以银行借款和债券为主，长短期债务比例分别为77.48%、22.52%，短期债务占比不大。2022年末银行借款有所减少，类型包括抵押借款、保证借款，授信银行包括国家开发银行、安岳农村商业银行，利率集中在4.9%-7.6%。2022年公司非公开发行可转换公司债券，发行金额1.996亿元，票面利率10%，期限3年；当年末公司应付债券包括2018年和2019年发行的企业债以及可转换公司债券。

其余主要负债中，预收款项主要为预收安岳县交通运输局及资潼高速协调办公室的工程款，2022年末规模保持相对稳定。2022年末其他应付款同比有所增长，主要系公司与安岳县住建局、安岳县驰阳商贸有限公司、安岳盛安建设投资集团有限公司等的往来款增加所致。

表8 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	利率区间	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	集中在 4.9%-7.6%	1.93	0.38	1.55
债券融资	7.5%-10%	10.37	2.39	7.98
合计	-	12.30	2.77	9.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 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
预收款项	37.84	40.75%	37.83	46.94%
其他应付款（合计）	38.78	41.76%	27.17	33.70%
一年内到期的非流动负债	2.77	2.98%	2.40	2.98%
流动负债合计	83.32	89.73%	70.99	88.08%
长期借款	1.55	1.67%	1.65	2.05%
应付债券	7.98	8.60%	7.95	9.87%
非流动负债合计	9.53	10.27%	9.60	11.92%
负债合计	92.85	100.00%	80.60	100.00%
总债务	12.30	13.25%	12.00	14.89%
其中：短期债务	2.77	2.98%	2.40	2.98%
长期债务	9.53	10.27%	9.60	11.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产负债率有所提高，主要系应付的往来款增长所致。由于利息支出规模有所下降，2022年公司EBITDA利息保障倍数提高至2.63。2022年现金短期债务比为0.62，公司现金类资产不能有效覆盖短期债务。公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，公司经营活动现金可覆盖部分项目建设支出，但由于项目建设和回收周期较长，未来预计需依赖外部融资。截至2022年末，公司银行授信无剩余额度，暂无备用流动性。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	64.09%	62.22%
现金短期债务比	0.62	1.69
EBITDA 利息保障倍数	2.63	1.61

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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，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，公司根据《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《公司章程》。近三年公司董事、高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

2022年8月，公司法定代表人由许平变更为周帮军，董事长由伍定花变更为周帮军，董事会其他成员由黄敏、李军华、杨冬梅、员华娟变更为伍定花、马万福，总经理由黄敏变更为伍定花，财务负责人由黄敏变更为员华娟，监事由康涌泉、李发东、唐成安、覃琴、肖元君变更为黄敏。

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6月2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，公司对外担保金额尚有一定规模，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11 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保对象	担保金额	起始年月	截止年月
安岳县第三人民医院	0.10	2022/3/18	2023/3/18
安岳县妇幼保健计划生育服务中心	0.60	2022/11/30	2023/11/30
安岳县中医医院	2.00	2020/12/2	2023/12/2
安岳盛安建设投资集团有限公司	2.00	2022/9/16	2025/6/15
合计	4.70	-	-

资料来源：公司提供

根据中国执行信息公开网，公司于2023年4月3日被列为被执行人，执行法院为安岳县人民法院，执行标的为365.50万元，系与原告四川联能投资管理有限公司的民事类案件，目前公司已经支付此笔执行款项。

八、外部特殊支持分析

公司是安岳县政府下属重要企业，安岳县政府直接持有公司95.86%股权（剔除明股实债后）。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安岳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与安岳县政府的联系非常紧密。公司由政府接近全资拥有，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对受评主体的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司的业务基本来源于政府及其相关单位，近5年内受到政府支持的次数多且支持力度较大，且与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对安岳县政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；在基础设施建设方面，对政府的贡献很大，其违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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

“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”均由重庆兴农提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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12 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13 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，“18 安岳债 01”、“19 安岳债 01/PR 安岳 01”由兴农提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“18 安岳债 01”、“19 安岳债 01/PR 安岳 01”的信用水平。

十、结论

公司面临的风险因素包括资产流动性较弱，其中应收款项回款以及代建项目结算受制于政府统筹安排；部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力；公司存在一定的或有负债风险。但作为安岳县核心的基础设施建设主体，公司代建业务具有一定的重要性及持续性，并继续获得较大力度的外部支持。综合

来看，公司抗风险能力尚可。

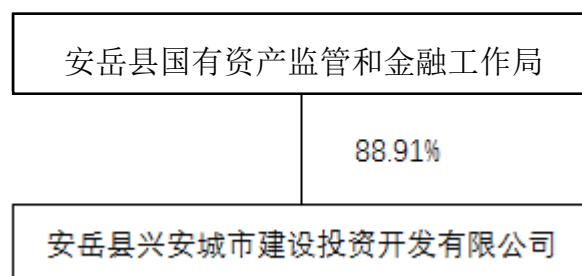
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的信用等级为AAA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	1.71	1.41	0.65
应收账款	27.75	22.86	19.99
其他应收款（合计）	14.70	7.21	15.31
存货	96.29	92.64	87.05
流动资产合计	143.10	126.75	125.64
非流动资产合计	1.78	2.79	2.22
资产总计	144.88	129.54	127.86
预收款项	37.84	37.83	29.84
其他应付款（合计）	38.78	27.17	16.08
一年内到期的非流动负债	2.77	2.40	10.84
流动负债合计	83.32	70.99	60.19
长期借款	1.55	1.65	12.78
应付债券	7.98	7.95	10.48
非流动负债合计	9.53	9.60	23.27
负债合计	92.85	80.60	83.45
总债务	12.30	12.00	34.11
其中：短期债务	2.77	2.40	10.84
所有者权益	52.03	48.94	44.41
营业收入	5.23	5.37	11.33
营业利润	2.93	2.92	2.44
其他收益	2.76	2.81	0.91
利润总额	3.14	2.92	2.44
经营活动产生的现金流量净额	1.62	24.76	1.54
投资活动产生的现金流量净额	-0.36	-0.46	-0.19
筹资活动产生的现金流量净额	-0.96	-23.34	-1.58
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.20%	10.83%	16.71%
资产负债率	64.09%	62.22%	65.27%
短期债务/总债务	22.52%	19.99%	31.79%
现金短期债务比	0.62	1.69	0.30
EBITDA（亿元）	3.27	2.98	2.45
EBITDA 利息保障倍数	2.63	1.61	1.18

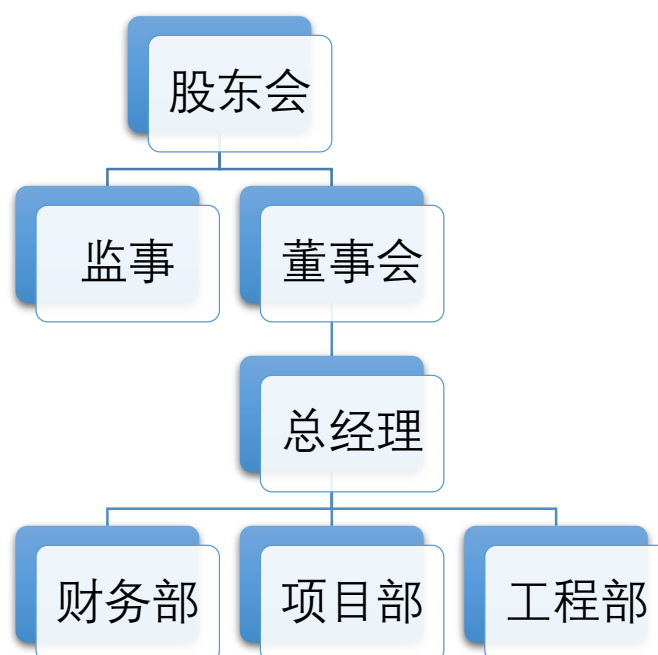
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织架构图（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（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 2022 年审计报告及公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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。