

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0356 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”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十一日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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
2023年6月21日

安徽乐行城市建设集团有限公司 主体及相关债项 2023 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	2023/6/21	AA/稳定	张若茜	邓 灵

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
17 乐行债/PR 乐行债	AAA	AAA	经营规模	所有者权益	35%	21.0
			业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
			盈利与 获现能力	净利润	15%	4.5
				净资产收益率	5%	0.8
				现金收入比	5%	4.0
20 乐行专项债/20 乐行债	AAA	AAA	债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	6.8
				货币资金短债比	5%	2.3
				EBITDA 利息倍数	5%	1.5
				全部债务/EBITDA	5%	2.3
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”			基础评分输出结果			
			调整因素			
			个体信用状况（BCA）			
			外部支持评价			
			外部支持能力			
			外部支持意愿			
			评级模型结果			
			外部支持调整子级			
			注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度			
			注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度			
			注 3：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，亳州市经济实力很强，涡阳县经济实力较强；公司业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的有力支持；安徽省信用融资担保集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司分别对“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，债务规模增长较快，资金来源对筹资活动依赖较大。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”到期不能偿还的风险极低。

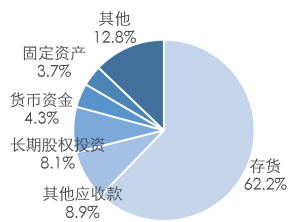
同业比较

项目	安徽乐行城市建设集团有限公司	安徽金安投资控股集团有限公司	芜湖市鸠江建设投资集团有限公司	蚌埠禹会建设投资有限责任公司
地区	亳州市涡阳县	六安市金安区	芜湖市鸠江区	蚌埠市禹会区
GDP 总量（亿元）	451.69	343.80	569.70	216.40
人均 GDP（元）	38872*	41268*	102464*	79559*
一般公共预算收入（亿元）	20.86	15.03	40.50	14.25
政府性基金收入（亿元）	51.88	9.75	6.00	2.1
地方政府债务余额（亿元）	196.56	77.27	34.50	38.87
资产总额（亿元）	420.83	385.48	251.20	160.70
所有者权益（亿元）	149.73	200.22	100.17	70.35
营业收入（亿元）	14.45	15.57	13.17	9.02
净利润（亿元）	0.62	1.13	1.56	1.01
资产负债率（%）	64.42	48.06	60.12	56.22

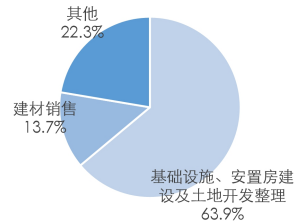
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”数据系估算数
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



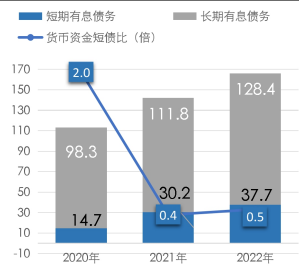
公司营业收入构成 (2022年)



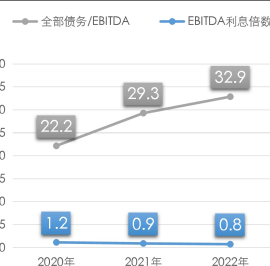
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
资产总额	312.67	361.00	420.83
所有者权益	126.35	144.75	149.73
营业收入	11.87	11.40	14.45
净利润	0.90	0.63	0.62
全部债务	113.02	142.05	166.13
资产负债率	59.59	59.90	64.42
全部债务资本化比率	47.22	49.53	52.60

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	380.70	415.60	451.69
人均 GDP (元)	32400	35472	38872*
一般公共预算收入	18.22	19.86	20.86
政府性基金收入	59.78	73.00	51.88
财政自给率	25.91	31.61	31.47
政府负债率	36.36	39.31	43.52

优势

- 亳州市经济实力很强；近年来，涡阳县地区经济保持增长，地区生产总值居亳州市下辖区县中游水平，绿色装配式建筑建材、生态有机农产品等主要产业发展较好，现代服务业稳中向好，经济实力较强；
- 公司承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务具有很强的区域专营性；
- 作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴方面得到了股东及相关方的有力支持；
- 安徽担保集团为“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；兴农担保集团对“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。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱；
- 公司全部债务快速增长，短期债务压力较大；随着承建项目投资的推进，预计公司全部债务及债务率将保持较高水平；
- 公司筹资前现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计亳州市、涡阳县经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，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 (RTFU002202208)》

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)	2022/6/22	王文娟 邓 灵	《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	存续期	增信措施	增信方
17 乐行债/PR 乐行债	2022/6/22	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	2022/6/22	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

乐行集团前身为涡阳乐行城镇发展投资有限公司，系由安徽省亳州市涡阳县财政局于 2013 年 11 月投资设立的国有独资企业，初始注册资本为人民币 1.00 亿元。2014 年 9 月，涡阳县财政局向公司增资 3.00 亿元；同年 12 月，涡阳县财政局向公司增资 1.00 亿元。2016 年 7 月，公司更为现名。2017 年 12 月，涡阳县财政局向公司增资 6.00 亿元。2019 年 10 月，公司股东由涡阳县财政局变更为涡阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“涡阳县国资委”）。2021 年 8 月，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（以下简称“伯阳集团”），变更后伯阳集团持有公司股权的 100%。截至 2022 年末，公司注册资本及实收资本均为人民币 30.00 亿元，伯阳集团为公司唯一股东，涡阳县政府为公司实际控制人。

公司股东伯阳集团前身为涡阳县至善城镇建设有限公司，于 2017 年 3 月成立，初始注册资本为人民币 10000.00 万元。经过数次股东变更及增资，截至 2022 年末，伯阳集团注册资本为 10.00 亿元，涡阳国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“涡阳国投”）持有伯阳集团 100.00% 股权，为其唯一股东，涡阳县政府为其实际控制人。伯阳集团主要负责涡阳县范围内基础设施及安置房建设、土地开发整理等业务。

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司主要从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事建材销售、光伏发电等业务。

截至 2022 年末，公司合并范围内共有 30 家直接控股子公司（见图表 1）。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（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	10000.00	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	新农农村建设	12200.00	90.98
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
安徽雉河项目管理有限公司	雉河管理	600.00	100.00
安徽道恒商贸有限公司	道恒商贸	20000.00	100.00

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（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	200.00	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	27500.00	91.00
涡阳县经发产业发展基金管理有限公司 ¹	经发基金	50000.00	50.00
涡阳县乐行水务集团有限公司	乐行水务	17000.00	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 ²	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
安徽通赢供应链管理有限公司	通赢供应链	10000.00	100.00
安徽涡河商砼有限公司	涡河商砼	5000.00	100.00
安徽涡河能源有限公司 ³	涡河能源	10000.00	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”和“20 乐行专项债/20 乐行债”到期利息和本金已按期兑付。“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”募集资金均已使用完毕。

“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“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净

¹ 涡阳县经发产业发展基金管理有限公司另一股东为安徽涡阳经济开发区管理委员会（持股 50%），乐行集团对经发基金进行实际管理，具有实际控制权。

² 涡阳县乐行小额贷款有限公司其他股东及持股比例分别为涡阳县道源城镇建设有限公司 25%、涡阳县兴阳融资担保有限公司 25%，乐行集团持股比例为 50%，是单体最大股东，具有实际控制权。

³ 安徽涡河能源有限公司于 2023 年 2 月不再纳入公司合并范围。

融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加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。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

近年来，公司营业收入增长较快，主要来自基础设施及安置房建设、土地开发整理和建材销售业务，毛利润和毛利率均有所波动

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司主要从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事建材销售、光伏发电等业务。

2020年以来，公司营业收入增长较快。公司基础设施、安置房建设及土地开发整理业务是收入的最主要来源，近年来其收入受项目结算进度影响而有所波动。建材销售规模逐年增长，亦是营业收入的重要组成部分。公司项目管理、汽车租赁服务、光伏发电等业务收入规模较小，但各项业务多元化发展，对营业收入形成一定贡献。

近年来，公司毛利润有所波动，主要来自基础设施及安置房建设等业务。公司毛利率亦有所波动。

图表2 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	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施、安置房建设及土地开发整理	8.82	74.32	6.78	59.46	9.24	63.92
工程施工（项目管理）	0.10	0.82	0.14	1.25	0.17	1.18
汽车租赁服务	0.30	2.49	0.72	6.33	0.82	5.68
光伏发电	0.52	4.41	0.49	4.29	0.51	3.55
提供劳务	0.58	4.91	0.55	4.82	0.62	4.27
建材销售	1.07	9.05	1.88	16.49	1.99	13.74

自来水	0.27	2.29	0.37	3.25	0.29	2.00
其他	0.20	1.70	0.47	4.12	0.82	5.65
营业收入合计	11.87	100.00	11.40	100.00	14.45	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、安置房建设及土地开发整理	1.42	16.06	1.13	16.73	1.39	15.09
工程施工（项目管理）	0.09	89.42	0.13	89.30	0.15	86.85
汽车租赁服务	0.21	70.82	0.32	44.03	0.30	36.62
光伏发电	-0.23	-43.70	-0.72	-147.36	-0.70	-136.53
提供劳务	0.01	2.55	0.02	3.50	0.01	1.28
建材销售	-0.48	-44.56	0.13	7.04	0.37	18.79
自来水	0.14	51.48	0.10	27.99	0.06	21.76
其他	0.16	79.39	-0.08	-16.98	0.003	0.41
合计	1.32	11.14	1.03	9.07	1.59	10.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施、安置房建设及土地开发整理

公司承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务具有很强的区域专营性

受涡阳县政府委托，公司承担涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务具有很强的区域专营性，其中基础设施、安置房建设业务主要由公司本部以及涡阳市政、拓邦地产等子公司负责，土地开发整理主要由子公司新农农村建设和兴农建设等负责。

公司基础设施和安置房建设项目主要采用委托代建、自建自营和 EPC 模式。资金来源为自有资金和外部融资。委托代建模式下，根据涡阳县政府与公司签订的《委托代建框架协议》，公司受托对合同约定的基础设施项目进行代建。委托方每年按照审核后的项目投资成本（含财务费用）加成一定比例的服务费与公司结算，公司据此确认基础设施建设收入并结转相应成本。自建自营模式下，公司通过项目建成后的运营销售收入收回成本并获得收益。EPC 模式下，恒泰水利、涡阳市政等子公司作为承包方，负责项目施工建设等工作，项目施工服务费用一般按照项目工程建设完成时点进行支付，部分项目为竣工验收合格后，一次性支付服务费用。

此外，子公司拓邦地产具有房地产暂定开发资质，其负责的安置房建设业务模式具体为：拓邦地产与涡阳县住房和城乡建设局签订商品房采购合同，由涡阳县住房和城乡建设局采购拓邦地产建设的商品房用于安置征迁户，剩余商铺与商品房将由拓邦地产通过对外销售实现项目收入。

乐行集团子公司涡阳市政作为社会资本方参与涡阳县县城道路 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。截至 2022 年末，涡阳县县城道路 PPP 项目、涡阳县美丽乡村 PPP 项目已进入运营期，营运收入来源包括租金、广告收入、污水处理收入和政府补贴等。涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设 PPP 项目仍在建设中。

公司土地开发整理业务主要采用委托代建模式，具体业务模式与基础设施建设业务类似。

自成立以来，公司承建了涡阳县华都（廉租房）还原小区、王大庄安置区项目、涡阳县新城安置小区、南部新区西片区新兴城镇化一期、经开区棚户区改造、涡阳县综合停车场项目和 S202 线涡阳段路面改善等多个项目。2020 年~2022 年，公司基础设施建设收入分别为 8.82 亿元、6.78 亿元和 9.24 亿元，受结算进度、工程施工进度影响，公司基础设施建设收入有所波

动；同期，该业务毛利率分别为 16.06%、16.73%和 15.09%。

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2022 年末，公司主要在建基础设施项目包括涡阳县全域旅游及配套基础设施项目、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等，计划总投资 90.90 亿元，累计投资 51.84 亿元，尚需投资 39.06 亿元。

图表 3 截至 2022 年末公司主要在建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

项目	项目类型	计划总投资	累计投资金额	尚需投资
涡阳县全域旅游及配套基础设施建设项目	基础设施	8.68	3.74	4.94
涡阳县紫气东来小区项目	安置房	22.42	9.59	12.83
涡阳县涡北街道席楼小区项目	安置房	15.61	9.44	6.17
涡阳县经开区星园安置小区项目	安置房	15.27	14.20	1.07
涡阳县城关街道东风佳苑小区项目	安置房	7.88	3.19	4.69
涡阳县经开区旭日安置小区项目	安置房	7.54	3.25	4.29
涡阳西苑河畔安置小区项目	安置房	7.06	5.62	1.44
涡阳县八里丁小区二期项目	安置房	6.44	2.81	3.63
合计	-	90.90	51.84	39.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司重点拟建基础设施及安置房项目为城东农贸大市场、涡阳县殷庄安置小区项目等，计划总投资规模为 7.14 亿元。

图表 4 截至 2022 年末公司主要拟建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

项目	项目类型	计划总投资
城东农贸大市场	基础设施	3.07
涡阳县殷庄安置小区项目	安置房	4.07
合计	-	7.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司在建土地开发整理项目主要为城乡建设用地增减挂钩项目，累计投资金额为 21.76 亿元，无拟建土地开发整理项目。

总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

其他业务

公司其他业务种类较多，可对公司收入形成有益补充；受光伏电站资产折旧及公益岗位、贫困户扶贫等成本列支较大影响，公司光伏发电业务大幅亏损，但获得较大规模的专项补贴

公司其他业务主要包括工程施工、光伏发电、提供劳务、建材销售、自来水供应、销售土地、招标代理等，对收入形成有益补充。

公司工程施工业务由子公司涡阳市政负责，公司主要通过招投标和政府委托获取工程施工项目。近年来，公司承建的项目包括东环北路维修、涡阳大剧院工程、亳州花海观花栈道项目等。2020 年~2022 年，公司工程施工业务获取项目管理收入分别为 0.10 亿元、0.14 亿元和 0.17 亿元，毛利率分别为 89.42%、89.30%和 86.85%。

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。2020年~2022年，公司提供劳务业务收入分别为0.58亿元、0.55亿元和0.62亿元，毛利率分别为2.55%、3.50%和1.28%。

公司建材销售业务由下属子公司道恒商贸负责运营，销售内容包括建筑材料、混凝土、钢材等，主要销售客户为涡阳县新华电商贸易有限公司、亳州城建建材有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司和淮南中化三建钢构有限责任公司等。2020年~2022年，公司建材销售业务收入分别为1.07亿元、1.88亿元和1.99亿元，毛利率分别为-44.56%、7.04%和18.79%。2020年公司建材销售业务亏损，系原材料进价上涨所致；2021年以来亏损局面得以扭转，系亏损较大的原涡阳市政子公司涡阳县晨兴建材有限公司⁴（以下简称“晨兴建材”）2021年8月起不再纳入合并报表范围所致。

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发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，公司光伏发电业务处于亏损状态。2020年~2022年，公司获得光伏发电专项补贴分别为1.79亿元、0.76亿元和0.80亿元。

公司还从事自来水供应、汽车租赁、招标代理等业务。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区。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和事业单位。招标代理业务收入由子公司雒河管理负责运营，雒河管理主要承接涡阳县所有的政府投资工程类及采购类项目招标代理服务业务。以上业务对公司毛利润形成一定补充。

企业管理

产权结构

截至2022年末，公司注册资本及实收资本均为人民币30.00亿元，伯阳集团为公司唯一股东，涡阳县政府为公司实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由股东授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的部分重大事项。

公司设立董事会、监事会和经理层。董事会成员为5人，其中职工董事1人。公司董事会成员由股东委派，职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生；董事长由股东从董事会成员中指定。监事会成员为5人，设监事会主席1名，监事会主席、非职工监事由股东委派、指定或者更换；监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

管理水平

公司设立了纪检监察部、党政办公室、人力资源部、计划财务部、投融资管理部、项目资

⁴ 2021年8月，涡阳县晨兴建材有限公司股东变更为安徽涡河建工集团有限公司，不再纳入乐行集团合并报表范围。

产部和审计中心等职能部门，并制定了各部门职责。

内控制度方面，公司对人力资源管理、行政管理、财务管理、投融资管理、项目管理、风险管理、资产管理和安全生产管理等方面制定了相应的制度。

综合看来，公司建立了必要的治理结构和内部组织架构，能够满足日常经营管理的需要。

财务分析

财务质量

公司提供了2020年~2022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2020年~2022年的合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2022年末，公司合并范围内共有30家直接控股子公司（见图表1）。2020年，公司新增3家纳入合并范围的直接控股子公司，减少3家；2021年，公司新增5家合并范围内直接控股子公司，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等7家公司由于涡阳县国有企业股权调整，不再纳入合并范围；涡阳县升大公路建设工程有限公司等3家公司系集团内股权下划；2022年，公司投资设立涡河能源。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模增长较快，以流动资产为主，但其中变现能力较弱的存货占比较高，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱

近年来，公司资产规模增长较快，其中流动资产占比很大，2022年末占资产总额比重为82.68%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和合同资产等构成。公司货币资金主要为银行存款，2022年末因借款抵押、票据保证而使用受限金额为0.90亿元。其他应收款主要为应收涡阳县政府机构、国有企业的往来款，2022年末前五名应收单位分别为涡阳县财政局（19.00亿元）、涡阳新现代农业投资有限公司（7.60亿元）、涡阳县兴阳融资担保有限公司（2.65亿元）、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（1.74亿元），合计占期末余额比重为87.43%；账龄集中于1年以内、1~2年。总体来看，公司其他应收款金额较大，对资金形成一定占用。

公司存货主要系基础设施、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，近年来，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。2022年末，存货中在建项目开发成本账面金额为109.30亿元；待开发土地使用权账面价值合计151.50亿元，土地性质均为出让地，均已缴纳土地出让金，除9宗土地正在办理权证外，其他土地已取得不动产权证。公司合同资产系已完工未结算项目开发成本。

图表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末	2021年末	2022年末
资产总计	312.67	361.00	420.83
流动资产合计	242.50	290.70	347.96
货币资金	28.99	12.67	17.99

其他应收款	40.25	47.58	37.33
存货	164.97	201.99	261.83
合同资产	-	14.93	13.35
非流动资产合计	70.18	70.31	72.87
长期股权投资	33.41	34.00	34.06
投资性房地产	10.67	15.89	15.48
固定资产	22.74	15.76	15.63

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和投资性房地产构成。长期股权投资包括对涡阳县金阳城市建设投资有限公司⁵、道诚（广州）融资租赁公司⁶的股权投资。投资性房地产主要为用于出租的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；2022年末，除一宗账面原值为6.58亿元的房屋建筑未办妥权证外，均已取得不动产权证。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，2021年末账面金额同比大幅减少，系当期邻里中心项目由固定资产转为投资性房地产所致。

截至2022年末，公司受限资产主要为借款抵押的存货中土地使用权，账面金额为28.90亿元，占总资产的比重为6.87%。

资本结构

近年来，受益于股东增资、划拨资产及未分配利润积累，公司所有者权益呈增长态势

2020年~2022年末，受益于股东增资及未分配利润积累，公司所有者权益保持增长。2021年，公司股东以货币方式向公司增资20.00亿元，公司实收资本从2020年末的10.00亿元增至2021年末的30.00亿元。公司资本公积规模受股东注入资产和子公司划出的综合影响而有所波动，其中2021年末资本公积有所减少，主要系子公司股权转让所致；2022年末同比有所增长，主要系涡阳县政府拨付公司4.19亿元货币资金所致。公司未分配利润为历年经营利润积累。

图表6 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2020年末	2021年末	2022年末
所有者权益	126.35	144.75	149.73
实收资本	10.00	30.00	30.00
资本公积	104.25	101.80	105.93
未分配利润	9.29	9.88	10.42

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司负债总额快速增长，流动负债占比持续增加

2020年以来，公司负债总额快速增长，流动负债占比持续增加。

随着合同负债以及一年内到期的非流动负债增加，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。近年来，由于公司流动资金需

⁵ 涡阳县金阳城市建设投资有限公司成立于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。

⁶ 道诚（广州）融资租赁公司成立于2018年8月28日，注册资本为人民币2.00亿元，涡阳县国资委为实控人的涡阳县另一国有企业安徽道诚金融控股集团有限公司和乐行集团分别持有其60%和40%股权，涡阳县国资委为其实际控制人。

求增加，短期借款增速较快，2022年末主要借款方为亳州药都农村商业银行、浙商银行、广发银行等。同期末，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68.41亿元棚户区改造资金、涡阳星园投资4.32亿元租金等；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。

公司其他应付款账面金额逐年减少，其中2021年末账面金额大幅减少，主要系部分子公司划出、与外部单位往来款减少等所致。2022年末，其他应付款主要为应付涡阳县金阳城市建设投资有限公司（2.33亿元）、涡阳县拓普建设工程有限公司（2.27亿元）、涡阳县弘鼎农村建设综合开发有限公司（1.87亿元）、涡阳县盛宏商贸有限公司（1.50亿元）和涡阳县星泽园林绿化有限公司（1.50亿元）等单位的往来款。2022年末，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11.45亿元、一年内到期的应付债券4.35亿元和一年内到期的长期应付款6.39亿元。

近年来，公司非流动负债规模有所增长，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2022年末，公司长期借款包括质押借款（含1年内到期部分，下同）65.54亿元、抵押借款6.27亿元、保证借款13.31亿元、信用借款29.56亿元；主要借款方为徽商银行、中国农业发展银行、国家开发银行、农业银行和阜阳颍淮农村商业银行等，其中政策性银行和地方银行占比较大，分别为51.72%和33.51%。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”。同期末，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，主要借款机构包括苏银金融租赁、徽商银行、安徽国元信托、徽银金融租赁等。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）⁷借款（1.48亿元）、资产收益权募集资金（2.04亿元）。

图表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末	2021年末	2022年末
负债合计	186.33	216.25	271.10
流动负债合计	86.96	103.33	141.33
短期借款	3.25	11.48	15.52
合同负债	-	48.60	74.87
其他应付款	23.77	13.85	13.60
一年内到期的非流动负债	11.05	18.75	22.19
非流动负债合计	99.36	112.92	129.76
长期借款	76.23	85.86	103.23
应付债券	14.21	13.68	9.37
长期应付款	6.34	8.51	12.30
其他非流动负债	1.55	3.77	3.51

注：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

公司全部债务快速增长，短期债务压力较大，随着承建项目投资的推进，预计公司全部债务及债务率将保持较高水平

⁷ 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%。

公司的融资渠道主要为银行借款、发行债券和融资租赁借款等，资金主要用于项目建设、偿还到期债务和补充流动资金。近年来，公司全部债务快速增长，且短期有息债务规模及占比均有所上升。2022年末，公司短期有息债务余额 37.72 亿元，占全部债务比重为 22.70%，短期债务压力较大。从构成上看，2022 年末，公司全部债务中银行借款、债券融资占比分别为 78.37%和 8.26%，融资租赁、信托、基金、保理等非银机构借款和债权融资等其他债务合计占比 13.37%。公司资产负债率逐年增长，随着承建项目的增加及投资的推进，公司未来资本支出规模将有所扩大，债务负担或将相应上升。

图表 8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元）

指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	113.02	142.05	166.13
长期有息债务	98.33	111.81	128.41
短期有息债务	14.68	30.23	37.72
资产负债率（%）	59.59	59.90	64.42

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 15.88 亿元，占净资产比率为 10.60%，被担保人均均为县属国企，代偿风险可控。

盈利能力

近年来，公司营业收入整体呈增长趋势，但利润对财政补贴依赖程度很高，且资产收益率水平较低，盈利能力较弱

受益于公司业务多元化发展，2020 年~2022 年，公司营业收入整体呈增长趋势；营业利润率有所波动。公司融资力度较大导致财务费用较高，期间费用对营业收入形成一定侵蚀。公司利润总额有所波动，净利润有所减少，且利润对财政补贴依赖程度很高。总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，总体盈利能力较弱。

图表 9 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	11.87	11.40	14.45
营业利润率	10.05	7.27	8.58
期间费用	4.29	4.04	3.76
期间费用/营业收入	36.18	35.44	26.04
利润总额	1.14	0.92	0.96
补贴收入	3.99	4.15	3.41
净利润	0.90	0.63	0.62
总资本收益率	1.72	1.27	1.12
净资产收益率	0.71	0.44	0.41

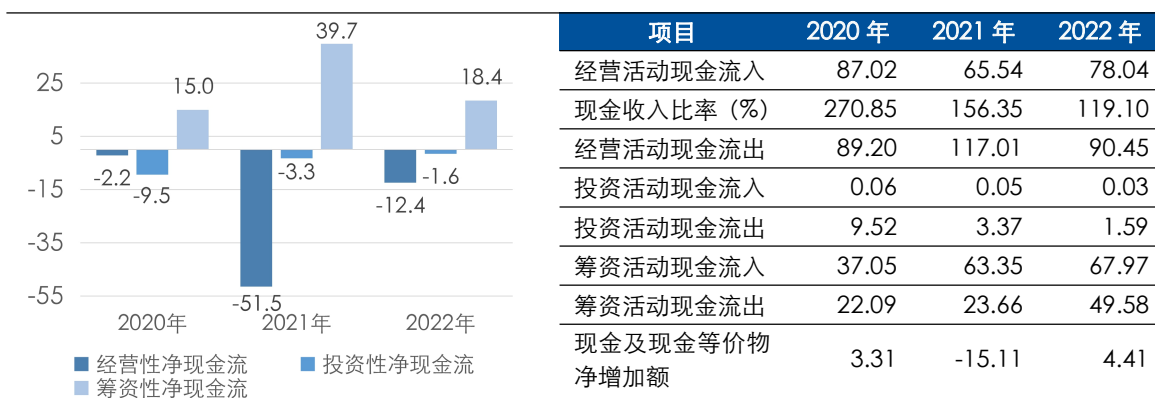
资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

公司筹资前现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2020年以来，公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款、财政补贴、土地以及建材等销售收入回款和往来款等；现金收入比率有所下降，但仍维持在较高水平，主营业务回款情况较好；经营活动现金流出主要是公司支付的工程建设款、土地购置款及往来款等；公司经营净现金流持续净流出，且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。

图表 10 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

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购建固定资产、无形资产等所支付的现金，以及划拨子公司导致现金流出等。公司投资性现金流持续净流出。

近年来，公司筹资活动现金流入主要为股东增资，以及银行借款、发行债券、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。公司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。

偿债能力

考虑到公司承担了涡阳县范围内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，2020年以来，公司流动比率较高，速动比率、现金比率整体有所下降且呈较低水平。公司流动资产以变现能力较弱的存货和其他应收款为主，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力较弱。从货币资金对短期有息债务的保障情况看，公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度有所减弱。公司经营性现金流持续净流出，且对项目回款和往来款依赖较大，对流动负债的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率有所波动，EBITDA 对到期利息和全部债务的覆盖程度处于较弱水平。

图表 11 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2020 年	2021 年	2022 年
流动比率	278.85	281.32	246.20
速动比率	89.16	85.84	60.94
现金比率	33.33	12.27	12.73
货币资金短债比（倍）	1.97	0.42	0.48
经营现金流动负债比率	-2.52	-49.81	-8.78
长期债务资本化比率	43.77	43.58	46.17
全部债务资本化比率	47.22	49.53	52.60
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	0.91	0.75
全部债务/EBITDA（倍）	22.18	29.31	32.89

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

以 2022 年末公司全部债务为基础，若无其他新增债务，则各年的到期债务偿还情况如下表所示，公司债务到期时间主要集中于 1 年以内、1~2 年及 6 年以上。截至 2022 年末，公司一年内到期债务规模合计为 37.72 亿元，存在较大的短期偿付压力；其中，一年内到期的银行借款金额为 26.98 亿元，融资租赁、信托借款等金额为 6.39 亿元，债券到期金额为 4.35 亿元。公司到期债务化解方式包括公司自有资金、经营性现金流入、续贷、债务置换、财政补贴等。自有资金方面，公司同期末未受限货币资金余额为 17.09 亿元，非受限货币资金对短期有息债务保障程度较弱；经营性现金流入方面，公司经营性净现金流持续净流出，且对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，对到期债务的保障能力较弱。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至 2022 年末，公司已取得的银行授信额度达 149.95 亿元，尚有 26.28 亿元的可用银行授信额度。

图表 12 2022 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）

年份	1 年以内 (含 1 年)	1-2 年 (含 2 年)	2-3 年 (含 3 年)	3-4 年 (含 4 年)	4-5 年 (含 5 年)	5-6 年 (含)	6 年以上
应偿还债务本金	37.72	19.61	21.02	16.03	14.96	10.33	46.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了涡阳县范围内的基础设施及安置房建设，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

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 2023 年 3 月 20 日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司及子公司在资本市场发行的各类债券均按期支付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1.亳州市

亳州市是2000年5月经国务院批准设立的安徽省下辖地级市，位于安徽省西北部。截至2022年末，亳州市下辖一区（谯城）、三县（涡阳、蒙城、利辛），并有省级开发区亳州市经济技术开发区和亳州芜湖现代产业园区。行政区域面积8374平方公里，常住人口496.0万人。

战略定位方面，亳州市是长江三角洲区域一体化发展成员城市，国家出台了《促进皖北承接产业转移集聚区建设的若干政策措施》，推动亳州在内的皖北地区城市（县/市）高质量发展，

促进产业集聚区搭建与沪苏浙产业转移承接，支持亳州市打造“世界中医药之都”。

区位优势方面，亳州市通过商合杭高铁实现与杭州、合肥两大长三角中心城市的高速铁路联通；区域内国省干线公路、农村公路组成“米”字形立体交通走廊、市中心城区“一环七横七纵”路网，京九、徐阜铁路穿境而过，涡河航运直达沪杭。随着亳州机场开工建设，阜蒙淮城际铁路、亳蒙高速、徐淮阜高速亳州段、涡河航道及港口一体化项目加快建设，亳州市综合交通网络逐渐完善，连通外地更加便捷。

亳州药材、矿藏等资源丰富。亳州市雨热同季的气候特征为中药材生长提供了良好的条件，中药材交易额、中药饮片生产等均居全国首位；地下煤炭、石油资源非常丰富，累计查明资源储量 57 亿吨，其中煤炭储量达 50.2 亿吨，位列全省第三位。亳州市旅游资源较丰富，有 3A 级以上旅游景区 44 处，其中 4A 级旅游景区 9 处。

亳州市经济保持较快增长，经济总量居安徽省下辖地级市中游水平，煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、医药制造业等产业为主导的工业经济保持良好运行态势，第三产业快速发展，经济实力很强

近年来，亳州市地区经济保持较快增长，经济实力很强。2022 年，亳州市地区生产总值居安徽省下辖地级市第 8 位，增速为 4.2%；人均 GDP 为 42258 元，在安徽省下辖地级市中处于下游水平。

图表 13 亳州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1806.0	4.1	1972.7	8.6	2101.50	4.2
人均 GDP（万元）	36143	-	39509	-	42258	-
三次产业结构	14.2: 35.0: 50.8		13.8: 34.5: 51.7		13.6: 34.9: 51.5	
规模以上工业增加值	-	5.9	-	7.5	-	10.6
战略性新兴产业产值	-	21.4	-	8.6	-	14.9
高新技术产业产值	-	14.6	-	0.6	-	6.7
第三产业增加值	918.2	3.7	1019.9	8.8	1082.30	3.4
全社会固定资产投资	-	-3.3	-	1.0	-	8.8
社会消费品零售总额	991.7	2.6	1190.1	20.0	1188.20	-0.2
旅游总收入	139.4	-43.9	189.6	36.1	160.4	-15.4

资料来源：2020 年~2022 年亳州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

近年来，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、医药制造业、汽车制造业及酒、饮料和精制茶制造业等产业发展势头强劲。亳州是重要的中药材专业市场、集散中心，有亳州康美中药城、亳州神农谷商品交易中心等市场，亳药产业集群获批安徽省唯一的国家级优势特色产业集群，2022 年现代中医药产业规模达 1664.1 亿元，医药制造业产值 356.5 亿元；规模白酒企业占安徽省 1/3 以上，古井集团年产值突破 200 亿元；涡阳县绿色装配式建筑、蒙城县汽车及装备制造、利辛县轻纺服饰、谯城区现代中医药等特色产业加速集聚。2022 年，亳州市主要产业中，五大主导行业对全市规模以上工业增长贡献率达 94.0%。

近年来，亳州市推动传统服务业改造升级与发展现代服务业并举，第三产业快速增长，对经济增长贡献程度较高。亳州市培育商贸企业并推进消费载体升级，下辖三县均获评国家级电

子商务进农村综合示范县，2022 年邮政业务总量同比增长 30.9%，快递业务量同比增长 55.4%，农村产品网络销售额增长 20%；已建成圆通、韵达物流一级分拨中心并投入运营。金融方面，2022 年末，亳州市金融机构各项存款余额 3212.1 亿元，同比增长 12.8%；金融机构各项贷款余额 3118.1 亿元，同比增长 13.7%，较为有力的保障了区域发展的投融资和消费需求。

亳州市一般公共预算收入持续增长，并获得较大规模的上级财政支持，财政实力很强

近年来，亳州市一般公共预算收入持续增长，增速分别为 0.20%、11.00%和 5.60%。其中，税收收入有所波动，2022 年下降主要系契税、土地增值税等涉房涉地税种减少所致；税收收入占一般公共预算收入比重在 68%以上，主要税种为增值税、契税和企业所得税等。政府性基金收入是亳州市财政收入的重要组成部分，2022 年下降较多，系土地出让收入受到房地产市场和相关政策等因素影响所致，未来该项收入的持续增长亦存在较大不确定性。亳州市持续获得较大规模的上级补助收入，2022 年占财政收入的比重为 44.92%，是地方财力的有益补充。

图表 14 亳州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	374.55	394.08	300.07
一般公共预算收入	126.37	140.30	148.14
其中：税收收入	86.34	96.22	90.52
政府性基金收入	248.18	253.78	151.93
2 上级补助收入	260.39	222.42	244.76
列入一般公共预算的上级补助收入	256.19	221.82	244.16
列入政府性基金的上级补助收入	4.20	0.60	0.60
财政收入 (1+2)	634.94	616.50	544.84
1 地方财政支出	390.60	377.40	384.92
一般公共预算支出	390.60	377.40	384.92
政府性基金支出	-	-	-
2 上解上级支出	1.44	2.10	9.26
财政支出 (1+2)	392.04	379.50	394.18
地方债务限额	667.91	785.79	903.40
地方债务余额	617.44	726.29	838.68
政府负债率	34.19	36.82	39.91

资料来源：亳州市 2020 年~2022 年财政决算、财政预算执行情况等，东方金诚整理

财政支出方面，2020 年~2022 年，亳州市一般公共预算支出有所波动，主要为刚性支出和农林水支出。同期，亳州市财政自给率⁸分别为 32.35%、37.17%和 38.49%，一般公共预算收入对支出的保障程度相对较低。

截至 2022 年末，亳州市政府债务限额为 903.40 亿元，债务余额为 838.68 亿元，其中，一般债务余额 205.10 亿元，专项债务余额 633.58 亿元。

2. 涡阳县

涡阳县是亳州市下辖县，位于安徽省北部，地处豫鲁苏皖四省交界。截至 2022 年末，涡阳县下辖 20 个镇、3 个街道以及 1 个省级开发区——涡阳县经济开发区，总面积 2110 平方公里，

⁸ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

城区规划面积 94 平方公里，常住人口为 116.2 万人，较上年有所下降。

战略定位方面，涡阳是安徽省历史文化名城、全省科学发展先进县、全国粮食生产先进县、全国优质商品粮生产基地、国家级现代农业示范区；国家和安徽省振兴皖北力度持续加大和淮河（安徽）生态经济带加快建设为涡阳县发展提供了良好的外部支持和环境。

区位优势方面，涡阳县区位优势便捷。省道 S309、S238、国道 G344 汇聚县城，合徐、商阜、宁洛、德上、亳蒙五条高速横贯境内；青阜铁路纵贯南北，建设中的亳蚌城际高铁、徐阜高速交汇涡阳；涡河自西向东穿境而过，通江达海；与正在建设的亳州机场咫尺相邻。

资源禀赋方面，涡阳县资源禀赋较好，是全国粮食生产先进县标兵、全国优质商品粮生产基地、国家级现代农业示范区；境内煤炭资源丰富，煤炭保有资源储量 23.03 亿吨，建筑石料用石灰岩保有资源储量 209.82 万立方米；境内拥有道教祖庭天静宫、道源国家湿地公园、东太清宫、尹喜墓、嵇康墓、范蠡墓等文物古迹及景点。

近年来，涡阳县地区经济保持增长，地区生产总值居亳州市下辖区县中游水平，绿色装配式建筑建材、生态有机农产品等主要产业发展较好，现代服务业稳中向好，经济实力较强

近年来，涡阳县地区经济保持增长，2022 年，涡阳县实现地区生产总值 451.69 亿元，在亳州市下辖各区县中位列第 3，同比增长 5.1%，增幅分别高于国家、安徽省、亳州市平均水平 2.1、1.6 和 0.9 个百分点。2022 年，涡阳县固定资产投资扭转前两年负增长趋势，实现快速增长，2022 年全年，全县完成固定资产投资总量占全市的比重为 20.3%，同比增长 19.1%，居全市第二位。其中，工业投资同比增长 19.1%，建筑安装工程投资同比增长 17.1%，新开工制造业项目投资同比增长 184.9%。

图表 15 涡阳县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	380.70	4.7	415.60	7.7	451.69	5.1
人均 GDP（万元）	32400	-	35472	-	38872	-
三次产业结构	16.0: 36.3: 47.7		15.5: 35.8: 48.7		15.0: 36.8: 48.2	
规模以上工业增加值	51.80	8.2	-	5.5	-	8.1
第三产业增加值	181.48	3.5	202.40	7.8	217.59	4.3
全社会固定资产投资	180.80	-6.3	-	-14.9	-	19.1
社会消费品零售总额	228.25	2.2	272.03	19.2	268.20	-1.4

资料来源：2020 年~2022 年涡阳县国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

涡阳县工业经济运行良好，绿色装配式建筑建材、生态有机农产品加工两大主导产业，能源化工、智能制造、轻工纺织、高硼硅制品等特色产业集群，成为拉动工业经济增长的重要引擎。2022 年，“2+N”产业产值占规模工业总产值比重达 91.6%；涡阳县绿色装配式建筑特色产业基地鸿路钢构涡阳生产基地产值突破百亿大关。涡阳县加强创新引领产业发展，2022 年高新技术产业增加值、战略性新兴产业产值分别增长 9%、7%。信和光能获批安徽工业精品、省级工业设计中心，黑娃食品获批省级技术创新示范企业，99 家企业入驻羚羊工业互联网平台。

近年来，涡阳县现代服务业稳中向好。涡阳县深入实施服务业“锻长补短”行动，提升城市商圈活力，激发农村消费潜力，推进服务业提质增效。2022 年，开展“皖美消费·乐购涡阳”

系列扩消费活动，批发零售、住宿餐饮行业平稳发展，新增限上商贸企业 30 家，完成社会消费品零售总额 265.2 亿元；限上批发、零售、住宿、餐饮四个行业销售额（营业额）增速分别为 12.5%、1.6%、-0.2%、6.2%。持续加强快递物流体系建设，新建“邮快合作”站点 244 个、“快快合作”站点 78 个，涡阳电商快递产业园成功揭牌，成功申报省级电商示范镇 9 个、示范村 17 个。2022 年，涡阳县完成电子商务交易总额 34.21 亿元，同比增长 20%。金融业方面，2022 年末，全县金融机构存款余额 652.44 亿元，同比增长 19.0%，增速居亳州市第一位；金融机构贷款余额 456.99 亿元，同比增长 15.7%；存贷款余额合计同比增长 17.6%，增速居亳州市第一位。

近年来，涡阳县一般公共预算收入保持增长，持续获得上级财政的大力支持，财政实力较强

涡阳县实行省直管县的财政体制。近年来，涡阳县一般公共预算收入保持增长，2020 年～2022 年增速分别为 1.1%、9.0%和 5.0%；税收收入主要为增值税、契税等，占一般公共预算收入的比重分别为 64.82%、66.87%和 63.18%。涡阳县持续获得上级政府财政的大力支持，上级补助收入占财政收入的比例超过 30%；政府性基金收入在财政收入中占比亦较高，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。

2020 年～2022 年，涡阳县一般公共预算支出和政府性基金支出均有所波动。涡阳县地方财政自给率分别为 25.91%、31.37%和 31.47%，地方财政自给程度较低。

截至 2022 年末，涡阳县政府债务限额为 208.99 亿元，政府债务余额为 196.56 亿元。

图表 16 涡阳县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	78.00	92.86	72.74
一般公共预算收入	18.22	19.86	20.86
其中：税收收入	11.81	13.28	13.18
政府性基金收入	59.78	73.00	51.88
2 上级补助收入	53.51	43.63	47.79
列入一般公共预算的上级补助收入	50.43	42.17	46.63
列入政府性基金的上级补助收入	3.08	1.46	1.16
财政收入（1+2）	131.51	136.49	120.53
1 地方财政支出	160.06	153.66	155.08
一般公共预算支出	70.32	63.31	66.29
政府性基金支出	89.74	90.35	88.79
2 上解上级支出	0.63	1.02	1.88
财政支出（1+2）	160.69	154.68	156.96
地方债务限额	151.60	176.32	208.99
地方债务余额	138.40	163.49	196.56
政府负债率	36.35	39.34	43.52

资料来源：涡阳县 2020 年～2022 年财政决算、财政预算执行情况等，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对亳州市、涡阳县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴方面得到了股东及相关方的有力支持

伯阳集团股东涡阳国投是涡阳县国资委直接控股的最重要的基础设施建设主体。公司主要从事涡阳县内的基础设施及安置房建设业务，是涡阳国投控股的重要子公司。

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴方面得到了股东及相关方的有力支持。

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。

资产划拨方面，2017年，涡阳县政府将国睿保安的100%股权划拨至公司；2018年，涡阳县财政局将上善水务100%的股权划拨至公司；2019年，涡阳县财政局将涡阳公交94%的股权无偿划拨至公司；2020年，涡阳县政府将“五馆三中心”无偿划拨至公司，增加资本公积5.00亿元。2018年~2020年，涡阳县财政局分别向公司注入货币资金5.86亿元、6.21亿元和1.50亿元。2022年，涡阳县政府向公司注入货币资金4.19亿元。

财政补贴方面，公司持续获得政府较大规模的财政补贴，2020年~2022年，公司分别收到政府补贴3.99亿元、4.15亿元和3.41亿元（含光伏发电专项补贴）。

考虑到公司将继续在涡阳县的基础设施建设领域中发挥重要作用，股东及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对亳州市、涡阳县的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

1. 安徽担保集团

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

安徽担保集团成立于2005年，系由安徽省人民政府全额出资成立的省级政策性融资性担保机构。后经多次增资，截至2022年末，安徽担保集团实收资本增至232.26亿元，资本实力居全国融资性担保机构首位。安徽省人民政府直接持有安徽担保集团100.00%的股权，为安徽担保集团实际控制人。

安徽担保集团是安徽省省级融资担保机构，主要开展直接担保业务和再担保业务，其中直接担保业务包括以贷款担保、债券担保为主的融资性担保业务和以诉讼保全、工程履约为主的非融资性担保业务。截至2022年末，安徽担保集团资产总额为336.42亿元，净资产246.97亿元。2022年，安徽担保集团营业收入为10.24亿元，其中扣除石油商品收入后的营业收入为7.90亿元；净利润1.08亿元。

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，为省内融资担保行业发展创造了有利条件；安徽担保集团担保业务风险分担体系不断完善，子公司安徽省融资再担保有限公司（以下简称“再担保公司”）2022年向国家融资担

保基金备案合作业务规模 872.33 亿元，连续多年居全国前列，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业务占比逐渐上升，同时科技担保和普惠担保等政策性担保业务增长较快，客户结构持续优化，业务规模大幅增长；安徽担保集团自成立以来得到安徽省政府多次注资，截至 2022 年末实收资本达 232.26 亿元，在全国融资担保公司中排名首位，为业务发展以及风险代偿提供了很强的支撑；安徽担保集团由安徽省人民政府授权省财政厅管理，再担保公司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龙头，能够获得政府在资本补充、风险补偿等多方面的支持。

同时，东方金诚也关注到，安徽担保集团本部融资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；受前期代偿率偏高影响，安徽担保集团历史应收代偿款规模较大，部分存量项目代偿回收周期较长；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占比较高，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，东方金诚评定安徽省担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。安徽担保集团为“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. 兴农担保集团

兴农担保集团对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

兴农担保集团成立于 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⁹（以下简称“渝富集团”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳。历经多次增资，截至 2022 年末，兴农担保集团的实收资本为 58.00 亿元，重庆市国资委为其实际控制人。

兴农担保集团业务主要包含担保业务和资金业务两大板块。截至 2022 年末，兴农担保集团总资产规模为 183.34 亿元，净资产为 96.37 亿元。2022 年以来，随着战略转型持续调整，兴农担保集团非融资性担保业务保持高速增长，直接融资担保业务规模和占比逐步降低，加之存款利息收入下滑，导致 2022 年营业收入下降至 12.51 亿元，其中已赚保费占比仍然保持在 75% 以上，是兴农担保集团的主要收入来源。

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，为兴农担保集团业务开展提供了良好的外部环境；兴农担保集团通过设立兴农资产评估、兴农资产管理以及兴农智能科技子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；兴农担保集团现金类资产和 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；兴农担保集团承担了支持区域“三农”发展的政策性职责，具有区域重要性，预计未来将持续得到当地政府在政策和资金上的支持。

⁹ 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，兴农担保集团划转入渝富控股。

同时，东方金诚也关注到，兴农担保集团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；公司投资资产中部分债权资产预计回收难度较大，发生损失风险较高；由于担保业务规模收缩以及投资利息收入下滑，公司营业收入有所回落，整体盈利能力较弱。

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

抗风险能力及结论

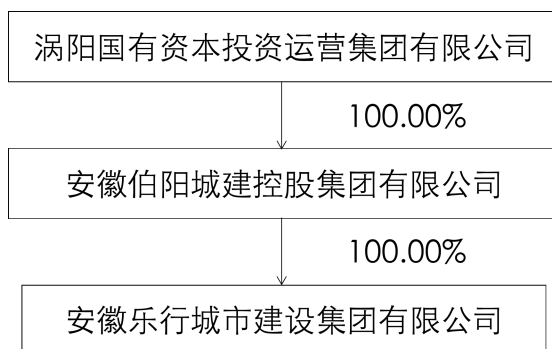
东方金诚认为，公司承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱；公司全部债务快速增长，短期债务压力较大；随着承建项目投资的推进，预计公司全部债务及债务率将保持较高水平；公司筹资前现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

亳州市经济实力很强；近年来，涡阳县地区经济保持增长，地区生产总值居亳州市下辖区县中游水平，绿色装配式建筑建材、生态有机农产品等主要产业发展较好，现代服务业稳中向好，经济实力较强；作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴方面得到了股东及相关方的有力支持。安徽担保集团为“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；兴农担保集团对“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。

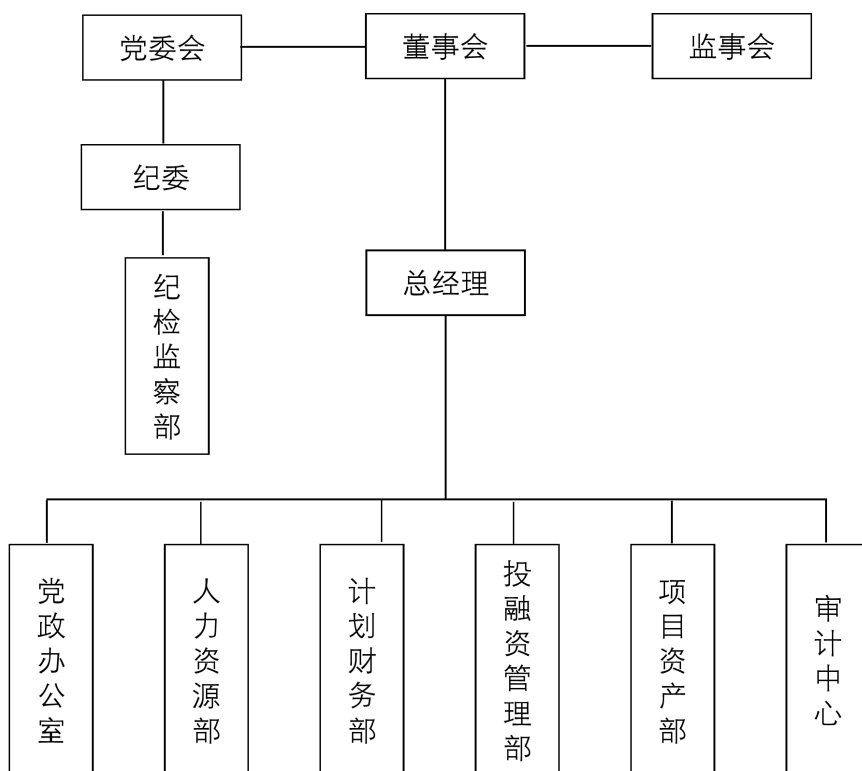
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”到期不能偿还的风险仍然极低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	312.67	361.00	420.83
存货	164.97	201.99	261.83
其他应收款	40.25	47.58	37.33
长期股权投资	33.41	34.00	34.06
货币资金	28.99	12.67	17.99
固定资产	22.74	15.76	15.63
负债总额	186.33	216.25	271.10
长期借款	76.23	85.86	103.23
合同负债	0.00	48.60	74.87
一年内到期的非流动负债	11.05	18.75	22.19
短期借款	3.25	11.48	15.52
长期应付款	6.34	8.51	12.30
全部债务	113.02	142.05	166.13
其中：短期有息债务	14.68	30.23	37.72
所有者权益	126.35	144.75	149.73
营业收入	11.87	11.40	14.45
净利润	0.90	0.63	0.62
经营活动产生的现金流量净额	-2.19	-51.47	-12.41
投资活动产生的现金流量净额	-9.46	-3.32	-1.56
筹资活动产生的现金流量净额	14.96	39.68	18.39
主要财务指标			
营业利润率（%）	10.05	7.27	8.58
总资本收益率（%）	1.72	1.27	1.12
净资产收益率（%）	0.71	0.44	0.41
现金收入比率（%）	270.85	156.35	119.10
资产负债率（%）	59.59	59.90	64.42
长期债务资本化比率（%）	43.77	43.58	46.17
全部债务资本化比率（%）	47.22	49.53	52.60
流动比率（%）	278.85	281.32	246.20
速动比率（%）	89.16	85.84	60.94
现金比率（%）	33.33	12.27	12.73
货币资金短债比（倍）	1.97	0.42	0.48
经营现金流动负债比率（%）	-2.52	-49.81	-8.78
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	0.91	0.75
全部债务/EBITDA（倍）	22.18	29.31	32.89

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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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	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	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。