

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0494 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“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月二十六日

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 2024 年 6 月 26 日至 2025 年 6 月 25 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
2024 年 6 月 26 日

安徽乐行城市建设集团有限公司主体及相关债项
2024 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		2024/06/26	AA/稳定	王文娟	魏巍	
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	经营风险	区域环境	100.0%	61.5
20 乐行专项债/20 乐行债	AAA	AAA		业务运营	100.0%	68.0
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”			财务风险	盈利与获现能力	45.0%	17.0
				债务负担	20.0%	9.0
				债务保障程度	35.0%	12.0
主体概况			调整因素			无
安徽乐行城市建设集团有限公司是亳州市涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体,主要从事涡阳县内的基础设施、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。 安徽伯阳城建控股集团有限公司为公司唯一股东,涡阳县人民政府为公司实际控制人。			个体信用状况 (BCA)			a
			评级模型结果			AA
			外部支持调整子级			3
注：最终评级 结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

评级观点

东方金诚认为，亳州市经济实力很强，涡阳县经济实力较强；公司业务仍具有很强的区域专营性，继续得到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，资产流动性依然较弱，短期债务压力较大，资金来源对筹资活动依赖仍较大。综上所述，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。

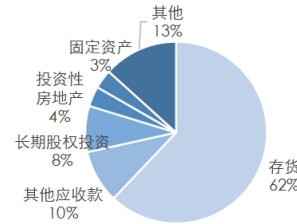
同业比较

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	重庆九黎旅游控股集团有限公司	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	重庆市彭水县	蚌埠市禹会区
GDP 总量 (亿元)	470.55	365.67	304.66	201.60
人均 GDP (元)	42551	45494*	58201*	79559*
一般公共预算收入 (亿元)	22.06	15.86	22.15	14.41
政府性基金收入 (亿元)	20.49	4.73	12.30	2.1*
地方政府债务余额 (亿元)	206.05	92.45	203.78	44.22
资产总额 (亿元)	420.92	386.49	213.70	178.92
所有者权益 (亿元)	147.64	184.01	97.35	69.85
营业收入 (亿元)	11.52	16.31	5.98	9.41
净利润 (亿元)	0.53	2.32	0.83	0.93
资产负债率 (%)	64.93	52.39	54.44	60.96

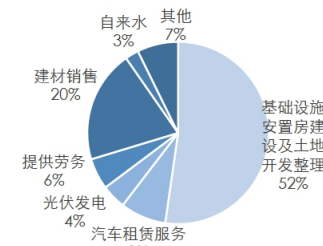
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2023 年，标 “*” 数据系估算数。
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理。

主要指标及依据

公司资产构成（2023年）



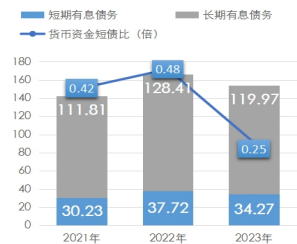
公司营业收入构成（2023年）



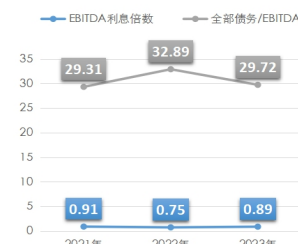
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2021年	2022年	2023年
资产总额	361.00	420.83	420.92
所有者权益	144.75	149.73	147.64
营业收入	11.40	14.45	11.52
净利润	0.63	0.62	0.53
全部债务	142.05	166.12	154.25
资产负债率	59.90	64.42	64.93
全部债务资本化比率	49.53	52.59	51.09

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、%）

	2021年	2022年	2023年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	415.60	451.69	470.55
人均 GDP (元)	35472	38689	42551
一般公共预算收入	19.86	21.00	22.06
政府性基金收入	73.00	52.13	20.49
财政自给率	31.37	31.12	33.23

优势

- 亳州市经济实力很强；跟踪期内，涡阳县地区经济保持增长，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；
- 公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，主营业务仍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，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的有力支持；
- 安徽省担保为“17 乐行债/PR 乐行债”及兴农担保集团为“20 乐行专项债/20 乐行债”分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保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仍较大。

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各方有力支持，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（RTFU002202404）》

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）	2023/6/21	张若茜、邓灵	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	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	2023/06/21	7.00 亿元	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	2023/06/21	10.00 亿元	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。截至 2023 年末，公司注册资本及实收资本均为人民币 30.00 亿元，安徽伯阳城建控股集团有限公司（以下简称“伯阳集团”）仍为公司唯一股东，涡阳县财政局（涡阳县国有资产监督管理委员会、涡阳县地方金融监督管理局）（以下简称“涡阳县财政局”）仍为公司实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

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 2023 年末，伯阳集团注册资本为 10.00 亿元，涡阳县财政局持有伯阳集团 100.00% 股权，为其唯一股东及实际控制人。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，公司继续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 2023 年末，公司合并范围内共有 22 家直接控股子公司（见图表 1）。2023 年，公司划出直接控股子公司 8 家，分别为安徽邦赢供应链管理有限公司、安徽涡河能源有限公司（以下简称“涡河能源”）、安徽雉河项目管理有限公司、涡阳县恒泰水利建设工程有限公司、涡阳县经开商业运营管理有限公司、涡阳县绿行汽车服务有限公司、涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司和涡阳县兴农建设发展有限公司。

图表 1 截至 2023 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：%）

子公司名称	简称	持股比例	取得方式
涡阳市政建设集团有限公司	涡阳市政	100.00	投资设立
安徽涡河城市更新投资集团有限公司	涡河城市更新	100.00	投资设立
涡阳县新农农村建设有限责任公司	新农农村建设	90.98	投资设立
安徽涡河文化旅游集团有限公司	涡河文旅	100.00	投资设立
涡阳县乐行水务集团有限公司	乐行水务	100.00	投资设立
涡阳县锦绣教育服务有限公司	涡阳锦绣教育	100.00	投资设立
涡阳县乐行创新创业投资有限公司	乐行创新	100.00	投资设立
安徽道恒商贸有限公司	道恒商贸	100.00	投资设立
涡阳县交通建设投资有限责任公司	涡阳交投	100.00	投资设立
涡阳县乐行小额贷款有限公司	乐行小贷	50.00	投资设立
涡阳县道信资产管理有限公司	涡阳道信	100.00	投资设立
安徽通赢供应链管理有限公司	安徽通赢	100.00	投资设立
鑫丰（天津）商业保理有限责任公司	鑫丰商业	100.00	投资设立
安徽伯阳投资基金管理有限公司	伯阳投资	100.00	投资设立

图表 1 截至 2023 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：%）

子公司名称	简称	持股比例	取得方式
安徽雍华置业有限公司	雍华置业	100.00	投资设立
涡阳县富民光伏发电有限责任公司	富民光伏	100.00	投资设立
安徽涡河商砼有限公司	涡河商砼	100.00	投资设立
涡阳县利民光伏发电有限公司	利民光伏	100.00	投资设立
涡阳县才骏人力资源管理有限公司	才骏人力	100.00	投资设立
涡阳县明远光伏发电有限公司	明远光伏	100.00	投资设立
涡阳县国睿保安服务有限公司	国睿保安	100.00	投资设立
涡阳县经发产业发展基金管理有限公司	经发产业发展	50.00	投资设立

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“安徽省担保”）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

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023 年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023 年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024 年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024 年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所下降，仍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下降

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司继续承担了涡阳县范围内基础设施建设、安置房建设及土地开发整理、建材销售以及其他服务如光伏发电和汽车租赁服务等。

公司收入构成较为多元，基础设施、安置房建设及土地开发整理业务仍是公司的主要收入来源，占比保持在 50%以上，其中，2023 年占比降至 52.28%主要系原子公司涡阳县兴农建设发展有限公司划出所致；建材销售业务有所增长；汽车租赁服务和光伏发电等其他服务对营业收入形成重要补充。

2023 年，公司毛利润和综合毛利率均有所下滑，主要系受结算项目加成比例影响，基础设施、安置房建设及土地开发整理的毛利率有所下降，光伏发电项目的长期性与补贴的滞后性使得该业务毛利率持续下滑。

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	2021 年		2022 年		2023 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	6.78	59.46	9.24	63.92	6.02	52.28
汽车租赁服务	0.72	6.33	0.82	5.68	0.94	8.16
光伏发电	0.49	4.29	0.51	3.55	0.50	4.35
提供劳务	0.55	4.82	0.62	4.27	0.64	5.54
建材销售	1.88	16.49	1.99	13.74	2.30	19.97
自来水	0.37	3.25	0.29	2.00	0.28	2.41
其他	0.61	5.37	0.99	6.83	0.84	7.29
营业收入合计	11.40	100.00	14.45	100.00	11.52	100.00

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	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	1.13	16.73	1.39	15.09	0.50	8.35
工程施工（项目管理）	0.13	89.30	0.15	86.85	0.00	0.00
汽车租赁服务	0.32	44.03	0.30	36.62	0.54	57.14
光伏发电	-0.72	-147.36	-0.70	-136.53	-1.03	-206.36
提供劳务	0.02	3.50	0.01	1.28	0.01	2.02
建材销售	0.13	7.04	0.37	18.79	0.37	16.09
自来水	0.10	27.99	0.06	21.76	0.06	20.99
其他	-0.08	-16.98	0.00	0.41	0.17	20.43
合计	1.03	9.07	1.59	10.99	0.62	5.37

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

公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务仍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、涡河城市更新等子公司负责，土地开发整理主要由子公司新农农村建设负责。

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 PPP 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，子公司涡阳市政作为承包方，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，涡河城市更新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 2023 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 项目已在收尾阶段，预计 2024 年进入运营期。2023 年公司新增化工园区 PPP 项目，涡阳县化工园区 PPP 项目主管单位为涡阳县化工产业管理服务中心，由涡河能源及市政公司组成的联合体作为社会资本方，涡阳县道源城镇建设有限公司作为政府出资方代表，项目公司为涡阳县天循项目管理有限公司，其中，涡河能源持股 48.45%、市政集团持股 46.55%、道源城镇持股 5%。

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。2021年~2023年，公司基础设施建设收入分别为6.78亿元、9.24亿元和6.02亿元，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16.73%、15.09%和8.35%。

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2023年末，公司主要在建基础设施项目包括紫气东来小区、席楼安置小区、星园安置小区等安置房项目以及涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目、涡阳县职业教育园区一期项目、城东物流园项目（农贸大市场）、涡阳县金融中心项目、西阳标准化厂房等，计划总投资157亿元，累计投资67.17亿元，尚需投资88.97亿元。同期末，公司拟建项目主要为殷庄安置小区，计划总投资4.07亿元。总体来看，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表3 截至2023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	项目承建公司	计划总投资	累计投资金额	尚需投资
紫气东来小区	拓邦地产 ¹	22.42	10.80	11.61
席楼安置小区	拓邦地产	15.61	10.64	4.96
星园安置小区	拓邦地产	15.27	10.73	4.54
涡阳县职业教育园区一期项目	涡阳锦绣教育	15.08	1.55	13.52
城市更新一期项目	拓邦地产	11.99	0.21	11.78
涡阳县经开区星园安置小区二期	拓邦地产	9.53	5.45	4.08
东风佳苑小区	拓邦地产	7.88	3.97	3.91
西苑河畔安置小区	拓邦地产	7.06	5.01	2.04
八里丁安置小区	拓邦地产	6.44	3.06	3.38
涡阳县西苑河畔安置小区二期	拓邦地产	3.89	1.85	2.05
涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目	涡阳涡美水务有限公司 ²	10.13	1.48	8.65
停车场项目	本部	9.47	5.70	3.77
西阳标准化厂房	本部	6.30	3.30	3.00
义门馨苑小区	义门古镇 ³	4.42	0.34	4.08
“仓里-1953”涡阳滨河特色街区项目	涡河文旅	1.89	0.86	1.03
高炉标准化厂房	涡阳县迎辉商业运营管理有限公司 ⁴	4.33	1.29	3.05
城东物流园	雍华置业	4.00	0.96	3.04
涡阳县金融中心项目	雍华置业	1.30	0.82	0.48
合计	-	157.00	67.17	88.97

注：资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

¹ 安徽拓邦房地产开发有限公司为安徽涡河城市更新投资集团有限公司直接控股子公司，简称“拓邦地产”。

² 涡阳涡美水务有限公司为涡阳县乐行水务集团有限公司直接控股子公司。

³ 安徽义门古镇旅游开发有限公司为安徽涡河文化旅游集团有限公司直接控股子公司，简称“义门古镇”。

⁴ 涡阳县迎辉商业运营管理有限公司为涡阳县道信资产管理有限公司直接控股子公司。

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光伏发电、提供劳务、建材销售、自来水供应等，对收入形成有益补充。

公司提供劳务业务由下属子公司国睿保安、才骏人力、乐行水务负责运营。其中，国睿保安和才骏人力提供保安人员劳务派遣、代发工资等第三方人力资源综合服务；乐行水务提供安置小区、市政工程等项目供水工程施工安装服务。2021年~2023年，公司提供劳务业务收入分别为0.55亿元、0.62亿元和0.64亿元，毛利率分别为3.50%、1.28%和2.02%。

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，道恒商贸与客户签署销售合同，约定采购货物内容、规格标准、供货期限以及数量单价等内容，待货物抵达交货地点后由客户进行验收，并按照约定结算、付款。2021年~2023年，公司建材销售业务收入分别为1.88亿元、1.99亿元和2.30亿元，毛利率分别为7.04%、18.79%和16.09%。

公司光伏发电业务由下属子公司富民光伏、利民光伏负责运营。公司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。2021年~2023年，公司获得光伏发电专项补贴分别为0.76亿元、0.80和0.80亿元。

公司还从事自来水供应、服务等业务。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。服务业务由房屋租赁业务构成，由子公司涡阳道信负责。

企业管理

截至2023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。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年的合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年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。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至2023年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司有22家，详见图表1。2023年，公司划出直接控股子公司8家，分别为安徽邦赢供应链管理有限公司、涡河能源、安徽雉河项目管理有限公司、涡阳县恒泰水利建设工程有限公司、涡阳县经开商业运营管理有限公司、涡阳县绿行汽车服务有限公司、涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司和涡阳县兴农建设发展有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模基本稳定，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，资产流动性仍较弱

跟踪期内，公司资产规模基本稳定，其中流动资产占比很大，2023年末占资产总额比重为82.16%。

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，2023年末因借款抵押、票据保证而使用受限金额为0.90亿元。公司其他应收款主要为应收涡阳县政府机构、国有企业等的往来款，2023年末前五名应收单位分别为涡阳县财政局（21.90亿元）、涡阳国有资本投资运营集团有限公司（9.94亿元）、涡阳县兴阳融资担保有限公司（2.59亿元）、安徽涡河置业有限公司（1.29亿元）和涡阳县星港置业有限公司（0.30亿元），合计占期末余额比重为90.70%；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，2022年末，公司存货账面金额同比大幅增加，主要系公司取得土地使用权，以及建设成本增加所致。截至2023年末，公司存货中在建项目开发成本账面金额为107.36亿元；待开发土地使用权账面价值合计152.70亿元，土地性质均为出让地，均已缴纳土地出让金，除9宗地不动产权证尚在办理中外，其他均已取得不动产权证。公司合同资产系已完工未结算项目开发成本。

图表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2021年末	2022年末	2023年末
资产总计	361.00	420.83	420.92
流动资产合计	290.70	347.96	345.81
货币资金	12.67	17.99	8.68
其他应收款	47.58	37.33	39.72
存货	201.99	261.83	261.37
合同资产	14.93	13.35	11.12
非流动资产合计	70.31	72.87	75.11
长期股权投资	34.00	34.06	34.49
投资性房地产	15.89	15.48	15.06
固定资产	15.76	15.63	14.31

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、投资性房地产和固定资产构成。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（33.31亿元）、道诚（广州）融资租赁公司⁶（0.40亿元）等的股权投资。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。固定资产主要系管网资产、房屋和建筑物、运输设备、机器设备等。

截至2023年末，公司受限资产主要为借款抵押的存货中土地使用权、投资性房地产、货币资金、固定资产和无形资产，账面金额为33.70亿元，占总资产的比重为8.01%。

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。

资本结构

跟踪期内，受划出子公司股权等因素影响，公司所有者权益有所下降

跟踪期内，受划出子公司股权等因素影响，公司所有者权益有所下降。其中，公司实收资本未发生变化；资本公积有所减少，系子公司股权划出所致；未分配利润小幅增长，仍为经营利润积累。

图表 5 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
所有者权益	144.75	149.73	147.64
实收资本	30.00	30.00	30.00
资本公积	101.80	105.93	103.72
未分配利润	9.88	10.42	10.53

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所增长，流动负债占比持续增加

跟踪期内，公司负债总额有所增长，流动负债占比持续增加。公司流动负债以短期借款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2023 年末，公司短期借款的主要借款行为亳州药都农村商业银行、中国邮政储蓄银行等。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 66.74 亿元安置小区房款、涡阳星园投资 3.34 亿元租金等。

公司其他应付款整体快速增长，主要为往来款。2023 年末，其他应付款主要为应付涡阳新现代农业投资有限公司（2.55 亿元）、伯阳集团（2.30 亿元）、涡阳县星泽园林绿化有限公司（1.76 亿元）、涡阳县若盛商贸有限公司（1.55 亿元）和涡阳县农业发展建设投资有限公司（1.50 亿元）等单位的往来款。2023 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 6.97 亿元、一年内到期的应付债券 3.40 亿元和一年内到期的长期应付款 8.98 亿元。

2023 年末，公司非流动负债规模有所减少，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。2023 年末，公司长期借款（含一年内到期部分）包括质押借款 53.77 亿元、抵押借款 16.14 亿元、保证借款 5.15 亿元、信用借款 32.18 亿元；主要借款方为中国农业发展银行、国家开发银行、亳州药都农村商业银行等。公司应付债券为“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”。同期末，公司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等，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为基金借款和收到资产收益权募集资金，分别为 1.40 亿元和 3.42 亿元。

图表 6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
负债合计	216.25	271.10	273.29
流动负债合计	103.33	141.33	148.67
短期借款	11.48	15.52	11.13
合同负债	48.60	74.87	73.98

图表 6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
其他应付款	13.85	13.60	26.61
一年内到期的非流动负债	18.75	22.19	19.35
非流动负债合计	112.92	129.76	124.62
长期借款	85.86	103.23	100.27
应付债券	13.68	9.37	5.99
长期应付款	8.51	12.30	11.89
其他非流动负债	3.77	3.51	4.81

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

跟踪期内，公司全部债务小幅下降，短期债务规模及占比依然较高，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。2023 年以来，随着债务的到期偿还，公司全部债务有所下降。2023 年末，公司短期有息债务余额 34.27 亿元，占全部债务比重为 22.22%，短期债务压力较大。从构成上看，2023 年末，公司全部债务中银行借款、债券融资占比分别为 76.10%和 6.03%，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 7.64%。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，公司债务负担仍将保持较高水平。

图表 7 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元）

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
全部债务	142.05	166.12	154.25
长期有息债务	111.81	128.41	119.97
短期有息债务	30.23	37.72	34.27
资产负债率（%）	59.90	64.42	64.93

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司对外担保金额为 17.46 亿元，占净资产比率为 11.83%，被担保人均 为县属国企，代偿风险可控。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润对财政补贴依赖程度很高，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

受基础设施、安置房建设及土地开发整理业务结转进度及结转项目加成比例影响，2023 年公司营业收入及营业利润率均有所下降。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。公司利润总额有所下滑，且利润对财政补贴依赖程度很高。公司总资产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 8 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年
------	--------	--------	--------

营业收入	11.40	14.45	11.52
营业利润率	7.27	8.58	1.84
期间费用	4.04	3.76	3.81
期间费用/营业收入	35.44	26.04	33.05
利润总额	0.92	0.96	0.63
补贴收入	4.15	3.41	4.35
净利润	0.63	0.62	0.53
总资本收益率	1.27	1.12	1.23
净资产收益率	0.44	0.41	0.36

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依然较大

公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款、建材销售等销售收入回款以及财政补贴和往来款等；现金收入比率仍保持在较高水平；经营活动现金流出主要是支付的工程建设款及往来款等；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，未来存在一定的不确定性。

图表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流入	65.54	78.04	69.94
现金收入比率（%）	156.35	119.10	150.42
经营活动现金流出	117.01	90.45	72.78
经营活动净现金流	-51.47	-12.41	-2.84
投资活动现金流入	0.05	0.03	0.11
投资活动现金流出	3.37	1.59	8.11
投资活动净现金流	-3.32	-1.56	-8.01
筹资活动现金流入	63.35	67.97	40.19
筹资活动现金流出	23.66	49.58	38.64
筹资活动净现金流	39.68	18.39	1.55
现金及现金等价物净增加额	-15.11	4.41	-9.30

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，且净流出规模有所扩大。

公司筹资活动现金流入主要为股东资金注入，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净流入，公司资金来源对筹资活动依赖依然较大。

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，2021 年以来，公司流动比率呈下降趋势，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减弱。

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均有所下降，EBITDA 对到期利息和全部债务的覆盖程度处于较低水平。

图表 10 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
流动比率	281.32	246.20	232.61
速动比率	85.84	60.94	56.80
现金比率	12.27	12.73	5.84
货币资金短债比（倍）	0.42	0.48	0.25
经营现金流动负债比率	-49.81	-8.78	-1.91
长期债务资本化比率	43.58	46.17	44.83
全部债务资本化比率	49.53	52.59	51.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.91	0.75	0.89
全部债务/EBITDA（倍）	29.31	32.89	29.72

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

以 2023 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 5 年以上。截至 2023 年末，公司一年内到期债务规模合计为 34.27 亿元，存在较大的短期集中偿付压力。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 7.78 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 2023 年末，公司已取得的银行授信额度达 177.55 亿元，尚有 66.15 亿元的可用银行授信额度。

图表 11 2023 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 年以上	合计
应偿还债务本金	34.27	24.18	17.37	13.34	9.94	55.15	154.25

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 2024 年 5 月 17 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

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需失衡”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都

将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

区域经济和财政状况

1.亳州市

跟踪期内，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

跟踪期内，亳州市地区经济保持较快增长，经济实力很强。2023 年，亳州市地区生产总值增速居安徽省下辖地级市第 3 位，增速为 6.3%；人均 GDP 为 45211 元，在安徽省下辖地级市中处于中游水平。

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1972.70	8.6	2101.50	4.2	2215.80	6.3
人均 GDP（万元）	39509	-	42258	-	45211	-
三次产业结构	13.8: 34.5: 51.7		13.6: 34.9: 51.5		12.9: 34.9: 52.2	
规模以上工业增加值	-	7.5	-	10.6	-	8.1
第三产业增加值	1019.90	8.8	1082.30	3.4	1157.20	6.3
全社会固定资产投资	-	1.0	-	8.8	-	10.5
社会消费品零售总额	1190.10	20.0	1188.20	-0.2	1301.60	9.5
旅游总收入	189.6	36.1	160.4	-15.4	292.7	-

资料来源：2021 年~2023 年亳州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

跟踪期内，亳州市工业经济保持良好增长态势，煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、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，2023 年现代中医药产业规模达 1852.5 亿元，医药制造业产值 426 亿元；规模白酒产业产值 229 亿元，古井集团年产值实现 223 亿元；高端绿色食品产业产值 1160.5 亿元，规上农产品加工业产值、增速均居全省第 1 位。

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。随着市级电商快递物流园一期、韵达快递一级分拨中心投入运营，邮政业务和快递业务的总量、增速均居全省第 2 位；旅游业方面，2023 年亳州市接待游客 3558.2 万人次，旅游收入 292.7 亿元，分别是 2019 年的 113.7%和 118.6%；战略性新兴产业产值增长 21.1%、居全省第 1 位。金融方面，2023 年末，亳州市新增贷款 423.3 亿元，普惠型小微企业贷款利率下降 0.8 个百分点、降幅居全省第 1 位，小微企业获贷率 57.8%、居全省第 2 位，制造业中长期贷款增长 88.4%、高于全省 37.2 个百分点，较为有力地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

跟踪期内，亳州市一般公共预算收入持续增长，2023 年实现一般公共预算收入 160 亿元，同比增长 8%。其中，税收收入有所增加，税收收入占一般公共预算收入比重在 60%以上，主要

税种为增值税、契税和企业所得税等。同期，亳州市持续获得上级财政的大力支持，上级补助收入占财政收入比重较大。亳州市未公布 2023 年政府性基金收入。

图表 13 亳州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	394.08	300.07	311.93
一般公共预算收入	140.30	148.14	160.00
其中：税收收入	96.22	90.52	98.25
政府性基金收入	253.78	151.93	-
2 上级补助收入	222.42	244.76	265.60
列入一般公共预算的上级补助收入	221.82	244.16	265.00
列入政府性基金的上级补助收入	0.60	0.60	-
财政收入（1+2）	616.50	544.83	-
1 地方财政支出	377.40	384.92	412.90
一般公共预算支出	377.40	384.92	412.90
政府性基金支出	-	-	-
2 上解上级支出	2.10	9.26	-
财政支出（1+2）	379.50	394.18	-
地方债务限额	785.79	903.40	996.93
地方债务余额	726.29	838.68	986.04
政府负债率	36.82	39.91	44.50
政府债务率	117.81	153.93	-

注：政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021 年~2023 年亳州市财政预算执行情况及预算草案报告，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

财政支出方面，跟踪期内，亳州市一般公共预算支出持续增加。同期，亳州市财政自给率⁷分别为 37.18%、38.49%和 38.75%，一般公共预算收入对支出的保障程度相对较低。

截至 2023 年末，亳州市政府债务限额为 996.93 亿元，债务余额为 986.04 亿元，其中，一般债务余额 245.01 亿元，专项债务余额 741.03 亿元。

债务管控方面，亳州市人民政府印发了《亳州市人民政府办公室关于印发亳州市政府性风险应急处置预案（修订稿）的通知》，市、县区政府分别设立政府性债务管理领导小组（以下简称债务管理领导小组），负责领导本地区政府性债务的日常管理，组织、协调、指挥风险事件应对工作，并建立风险评估及预警机制，定期排查风险隐患，同时，明确要求市、县区政府年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。

2. 涡阳县

跟踪期内，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

2023 年，涡阳县地区生产总值 470.55 亿元，同比增长 5.9%。2023 年，涡阳县固定资产投资继续保持快速增长，全县完成固定资产投资同比增长 23.7%，增速位居全市第一。其中，新开工制造业项目投资同比增长 76.4%；基础设施投资同比增长 79.6%，拉动固定资产投资增

⁷地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

长 13.5 个百分点；民间投资同比增长 47.2%，拉动固定资产投资增长 26.9 个百分点，对固定资产投资增长的贡献率达 113.4%。

图表 14 涡阳县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	415.60	7.7	451.69	5.1	470.55	5.9
人均 GDP（万元）	35472	-	38689	-	42551	-
三次产业结构	15.5: 35.8: 48.7		15.0: 36.8: 48.2		14.5: 36.7: 48.8	
规模以上工业增加值	-	5.5	-	8.1	-	3.6
第三产业增加值	202.40	7.8	217.59	4.3	229.80	5.5
全社会固定资产投资	-	-14.9	-	19.1	-	23.7
社会消费品零售总额	272.03	19.2	268.20	-1.4	292.67	9.1

资料来源：2021 年~2023 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继续引领工业发展，能源化工、智能制造等特色产业集群化特点逐步显现，推动了传统产业的升级和现代化。其中绿色建材产业 2023 年产值突破 140 亿元，增长 16.5%，绿色装配式建筑特色产业集群建设成效评估居全省前列；以金沙河面业、正宇面粉为引领的绿色生态有机农产品加工产业完成产值 73 亿元；传统产业改造升级稳步推进，滚动实施鸿锦重钢、荣盛精密等 38 个技改项目，完成技术改造投资 14.9 亿元。新型产业发展方面，阳光电源一期、泽信风电等新能源产业项目投产，投资 120 亿元的阳光电源涡阳新能源光伏组件项目建设提速。

跟踪期内，涡阳县现代服务业稳中向好。2023 年，涡阳县着力推动文旅融合，接续开展文化旅游年系列活动 22 场，接待游客 626 万人次，实现旅游收入 49.04 亿元。电子商务和物流体系建设取得成效，培育电商经营主体 156 家，完成网销额 23.2 亿元，涡阳县电子商务公共服务中心获评省级县域电商特色产业园。金融业方面，全县金融机构存款余额 726.03 亿元，比年初增加 73.59 亿元，同比增长 11.3%；金融机构贷款余额 527.38 亿元，比年初增加 70.40 亿元，同比增长 15.4%。

跟踪期内，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。2023 年，涡阳县一般公共预算收入保持增长，增速为 5.1%；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为 58.52%。涡阳县持续获得上级政府财政的大力支持，2023 年上级补助收入占财政收入的比例超过 50%；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。

2023 年，涡阳县一般公共预算支出相对稳定，但政府性基金支出下降明显。同期，涡阳县地方财政自给率为 33.23%，地方财政自给程度较低。

截至 2023 年末，涡阳县尚未公布政府债务限额，政府债务余额为 206.05 亿元。债务管理方面，涡阳县建立健全债务风险监测、评估和预警机制，加强政府债务动态监管，规范政府融资举债行为。

图表 15 涡阳县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	92.86	73.13	42.55
一般公共预算收入	19.86	21.00	22.06
其中：税收收入	13.28	13.31	12.91
政府性基金收入	73.00	52.13	20.49
2 上级补助收入	43.63	48.78	47.96
列入一般公共预算的上级补助收入	42.17	47.26	47.03
列入政府性基金的上级补助收入	1.46	1.52	0.93
财政收入（1+2）	136.49	121.91	90.51
1 地方财政支出	153.66	158.43	98.49
一般公共预算支出	63.31	67.47	66.39
政府性基金支出	90.35	90.96	32.10
2 上解上级支出	1.02	1.93	1.46
财政支出（1+2）	154.68	160.36	99.95
地方债务限额	176.32	208.99	-
地方债务余额	163.49	196.58	206.05
政府负债率	39.34	43.52	43.79
政府债务率	119.78	161.25	227.65

注：政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：涡阳县 2021 年~2022 年决算报告、2023 年预算执行情况及预算草案报告等，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，公司继续在财政补贴等方面得到了股东及相关方的有力支持

公司股东伯阳集团投是涡阳县财政局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，是伯阳集团控股的重要子公司。作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的有力支持。

财政补贴方面，2023 年，公司收到政府补贴 4.35 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，实际控制人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，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

安徽省担保为“17 乐行债/PR 乐行债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

安徽省担保成立于 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 2023 年 6 月末，安徽省担保实收资本增至 237.26 亿元，资本实力居全国融资担保机构首位。安徽省政府直接持有安徽省担保 100.00%的股权，为安徽省担保实际控制人。

安徽省担保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 2023 年 6 月末，安徽省担保资产总额为 348.77 亿元，净资产 253.60 亿元。2023 年 1~6 月，安徽省担保营业收入为 5.26 亿元，净利润 1.63 亿元。

东方金诚认为，安徽省传统工业、高新技术产业和战略性新兴产业发展较好，整体经济保持平稳增长，财政实力强，为省内融资担保行业发展创造了有利条件；安徽省担保担保业务风险分担体系不断完善，子公司再担保公司 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；安徽省担保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；安徽省担保自成立以来得到安徽省政府多次注资，截至 2023 年 6 月末实收资本达 237.26 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；安徽省担保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，安徽省担保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，安徽省担保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；安徽省担保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；安徽省担保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。安徽省担保为“17 乐行债/PR 乐行债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

兴农担保集团为“20 乐行专项债/20 乐行债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保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⁸（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%

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

以上，是兴农担保集团的主要收入来源。

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。

同时，东方金诚关注到，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；兴农担保集团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，兴农担保集团营业收入有所回落，整体盈利能力较弱。

综上所述，东方金诚评定兴农担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。兴农担保集团为“20 乐行专项债/20 乐行债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

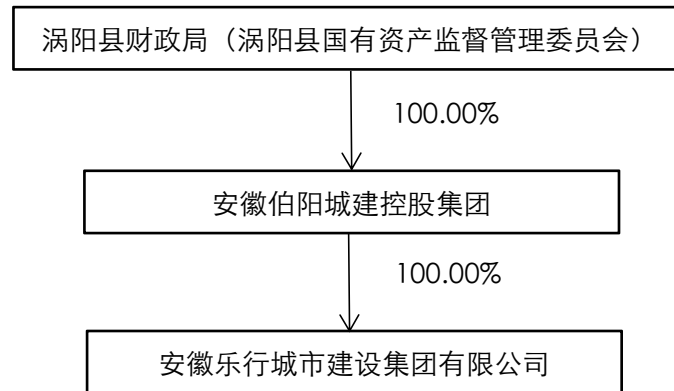
东方金诚认为，公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱；公司短期债务压力较大，随着承建项目投资的推进，预计公司全部债务及债务率将保持较高水平；公司筹资前现金流持续净流出，资金来源对筹资活动仍依赖较大。

亳州市经济实力很强；跟踪期内，涡阳县地区经济保持增长，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，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的有力支持。安徽省担保为“17 乐行债/PR 乐行债”以及兴农担保集团为“20 乐行专项债/20 乐行债”分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

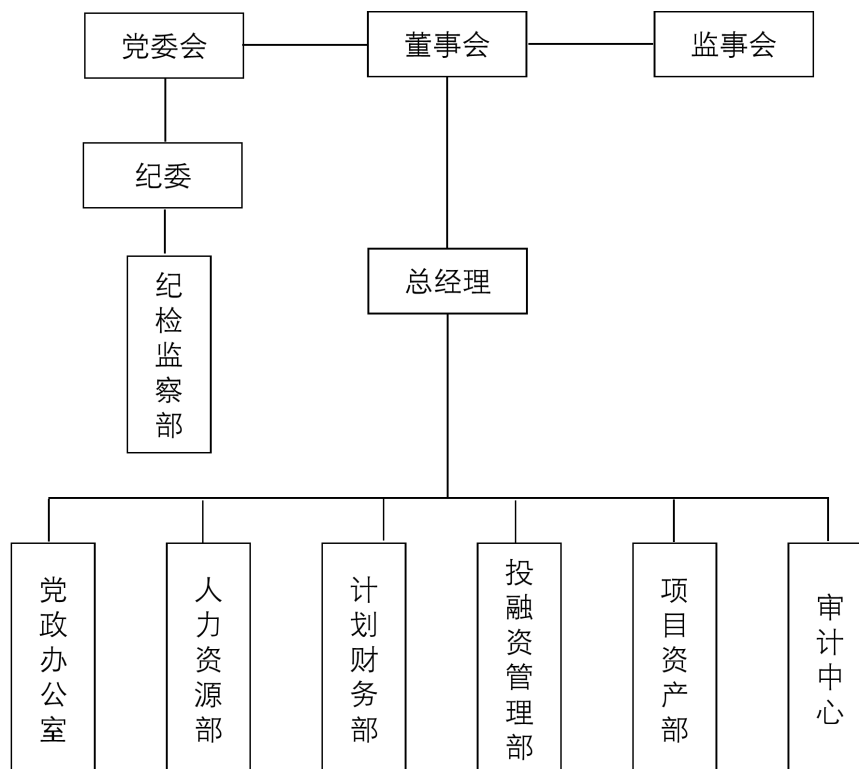
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“17 乐行债/PR 乐行债”和“20 乐行专项债/20 乐行债”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2023 年末公司股权结构和组织结构图

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	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	361.00	420.83	420.92
存货	201.99	261.83	261.37
其他应收款	47.58	37.33	39.72
长期股权投资	34.00	34.06	34.49
投资性房地产	15.89	15.48	15.06
固定资产	15.76	15.63	14.31
负债总额	216.25	271.10	273.29
长期借款	85.86	103.23	100.27
合同负债	48.60	74.87	73.98
其他应付款	13.85	13.60	26.61
一年内到期的非流动负债	18.75	22.19	19.35
长期应付款	8.51	12.30	11.89
全部债务	142.05	166.12	154.25
其中：短期有息债务	30.23	37.72	34.27
所有者权益	144.75	149.73	147.64
营业收入	11.40	14.45	11.52
净利润	0.63	0.62	0.53
经营活动产生的现金流量净额	-51.47	-12.41	-2.84
投资活动产生的现金流量净额	-3.32	-1.56	-8.01
筹资活动产生的现金流量净额	39.68	18.39	1.55
主要财务指标			
营业利润率（%）	7.27	8.58	1.84
总资本收益率（%）	1.27	1.12	1.23
净资产收益率（%）	0.44	0.41	0.36
现金收入比率（%）	156.35	119.10	150.42
资产负债率（%）	59.90	64.42	64.93
长期债务资本化比率（%）	43.58	46.17	44.83
全部债务资本化比率（%）	49.53	52.59	51.09
流动比率（%）	281.32	246.20	232.61
速动比率（%）	85.84	60.94	56.80
现金比率（%）	12.27	12.73	5.84
货币资金短债比（倍）	0.42	0.48	0.25
经营现金流动负债比率（%）	-49.81	-8.78	-1.91
EBITDA 利息倍数（倍）	0.91	0.75	0.89
全部债务/EBITDA（倍）	29.31	32.89	29.72

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。