



2022年、2023年宿松县建设发展投资有限公司农村产业融合发展专项债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年、2023年宿松县建设发展投资有限公司农村产业融合发展专项债券2024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
22 宿松债	AAA	AAA
23 宿松债/23 宿松 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宿松县经济增长状况良好，宿松县建设发展投资有限公司（以下简称“宿松建投”或“公司”）作为宿松县最主要的基础设施建设主体之一，代建业务竞争优势较强且持续性较好；同时，安徽省信用融资担保集团有限公司（以下简称“安徽担保”或“担保人”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券（指“22 宿松债”及“23 宿松债/23 宿松 01”）的安全性；但中证鹏元也关注到，公司资产整体流动性仍较弱，项目支出的增加使得财务杠杆不断提升以及对外担保规模较大、存在一定的或有负债等风险因素。

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，公司在未来较长一段时期内仍将作为宿松县最主要的基础设施建设主体之一，代建业务可以保持一定规模，且有望持续获得一定的外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 19 日

联系方式

项目负责人：曾利
zengll@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	101.93	93.91	76.74
所有者权益	33.03	32.54	34.10
总债务	56.86	50.34	32.32
资产负债率	67.59%	65.35%	55.56%
现金短期债务比	1.83	4.76	2.17
营业收入	6.83	6.78	6.05
其他收益	0.46	1.91	1.70
利润总额	0.57	0.86	1.04
销售毛利率	7.48%	7.57%	7.40%
EBITDA	1.02	2.27	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.97	1.50	1.77
经营活动现金流净额	-11.45	-4.51	-0.71

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宿松县加快转变农业发展方式，固定资产投资较快拉动经济增长。**宿松县为传统农业大县，目前在加快转变农业发展方式；工业经济以电子信息、纺织服装为主导产业，经济的增长主要以固定资产投资拉动。2023 年宿松县固定资产投资增幅仍超两位数，财政收入增幅高于全国平均水平。
- **公司作为宿松县最主要的平台之一，代建业务竞争优势较强且持续性较好。**公司作为宿松县最主要的基础设施建设主体之一，承担了宿松县全县区域的基础设施建设任务，平台重要性较高。截至 2023 年末公司主要在建代建项目储备充足，且存货中尚有较大规模的成本待结转收入，业务具有较好的持续性。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，安徽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仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司整体资产流动性依然较弱。**公司资产主要系当地国有企业及政府部门的应收代建款、往来款及项目投入的成本，以上资产占公司总资产比重较高，该部分资产的流动性受当地政府及国企回款安排的制约较大，资金回笼存在不确定性。
- **公司项目支出不断增加、杠杆水平上升较快，债务压力增大。**随着项目资金的不断投入，近年来经营活动现金流净流出规模较大，投资活动现金流亦呈净流出态势，使得公司通过外部融资平衡资金缺口，杠杆水平提升较快；截至 2023 年末，公司资产负债率达 67.59%。预计公司较大的项目投入仍将带来长期的资金需求，并存在一定的流动性缺口。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额规模较大，在其流动性出现困难时或将削弱其融资能力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	2/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
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					bbb+
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 bbb+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是宿松县重要的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿松县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：公司为宿松县最主要的基础设施建设主体之一，承担了宿松县全县区域的基础设施建设任务，平台重要性较高，整体发展战略遵循宿松县整体规划，近年来的收入大多与财政结算，且外部支持主要来自于宿松县，整体来看公司与宿松县政府联系非常紧密且对其非常重要。同时，中证鹏元认为宿松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。

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
23 宿松债/23 宿松 01	4.00	4.00	2023-06-27	2030-03-17
22 宿松债	6.00	6.00	2023-06-27	2029-07-12

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2022年7月发行7年期6亿元专项债券、于2023年3月发行7年期4亿元专项债券，募集资金均计划用于宿松县乡村振兴产业集中示范区建设工程项目、宿松县美好乡村一二三产融合发展建设工程项目及补充公司营运资金。截至2024年5月13日，“22宿松债”及“23宿松债/23宿松01”募集资金专项账户余额合计为2.50亿元。

三、发行主体概况

2023年公司注册资本，实收资本，控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2023年末公司注册资本为6.77亿元，实收资本为6.00亿元，公司控股股东仍为安徽兹元控股有限责任公司（以下简称“安徽兹元”），实际控制人仍为宿松县人民政府，公司股权结构图见附录二。

2023年公司业务未发生重大变化，仍主要从事宿松县全县区域的基础设施建设任务，业务竞争力在区域内较强。2023年公司合并报表范围新增4家子公司，未减少子公司，详见下表，截至2023年末公司纳入合并范围共9家子公司。

表1 2023年公司合并范围新增子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例	取得方式
安徽惠松农源农业开发有限公司	农业	100.00%	设立
宿松森茂建设投资有限公司	林业	100.00%	设立
宿松县兹元投资管理有限公司	商务服务业	100.00%	设立
宿松县诚祥信息咨询有限公司	商务服务业	75.00%	设立

资料来源：公司2023年审计报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长

4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再

融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

宿松县位于皖鄂赣三省交界处，具有较好交通优势及自然资源，但工业经济较为薄弱；近年在投资带动下，经济整体较快增长；财力有所提升，但财政自给水平较弱

区位特征：宿松县位于皖鄂赣三省交界处，具有较好交通优势及自然资源。宿松县为安徽省直管县，由安庆市代管，地处皖鄂赣三省交界处，东与安徽省太湖县、望江县相连，西与湖北省黄梅县、蕲春县毗邻，南与江西省湖口县、彭泽县隔长江相望，为皖西南门户。宿松县辖9镇13乡2街道、1个省级经济开发区，总面积2,394平方公里。截至2022年末，宿松县常住人口60.9万人，略低于第七次人口普查数据61.26万人，人口总量略有下降。交通方面，105国道、沪渝高速、合九铁路、北沿江一级公路以及63公里长江水道穿过宿松境内；自2021年末合安九高铁建成通车后，宿松县距合肥、南京、武汉、南昌等城市均在两个小时车程以内，交通优势有所提升。宿松县自然资源较为丰富，全县有耕地120万亩、山场73万亩、可开采矿藏28种、可养水面84万亩。县内四大湖泊水质优良，适宜生态养殖，主要经济鱼类58种，是全国优质水产品基地县；全县皮棉年产量约5万吨，是国家优质棉生产基地和全国棉花生产百强县。

图1 宿松县区位图


资料来源：宿松县人民政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：宿松县经济实力在安庆市下辖区县中排名前列，但人均GDP表现较弱，经济主要由**固定资产投资驱动**。近年宿松县地区生产总值持续增长，2023年宿松县经济体量在安庆市下辖10个区县中排名前列，且经济增速表现尚可。但由于宿松县常住人口规模较大且在安庆市下辖区县中排名第一，使得其人均GDP表现较弱，2023年宿松县人均GDP为4.49万元，远低于全国平均水平，仅为同期全国人均GDP的50.28%，在安庆市下辖区县中亦处于下游位置，整体经济发展水平欠佳。

近年来宿松县地区生产总值持续提升；其中固定资产投资增速较快，2021-2023年年增长率均高于13%，有效驱动了地方经济的增长；消费方面，2023年宿松县消费市场有所回暖，社会消费品零售总额增速有所回升；进出口方面，2021-2023年宿松县进出口总额规模持续提升，其中，2023年宿松县实现出口6,808万美元，增长了15.77%；进口570万美元，同比下降了19.75%。

表2 安庆市 2023 年各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	467.37	5.50%	7.92	23.66	10.30
怀宁县	353.40	4.90%	7.15	17.25	17.10
宿松县	273.60	6.20%	4.49	11.67	9.80
迎江区	267.10	5.70%	9.44	20.33	0.18
潜山市	244.66	5.20%	5.56	12.10	7.64
大观区	222.00	6.50%	10.52	8.34	-
太湖县	217.78	5.50%	5.05	9.34	2.28

望江县	209.74	5.60%	4.57	9.36	4.66
宜秀区	162.90	6.30%	8.10	12.30	-
岳西县	137.20	5.60%	4.26	9.20	8.11

注：“-”表示数据未公布；人均GDP为当年GDP除以2022年末地区常住人口所得。

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3 宿松县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	273.6	6.20%	262.52	3.10%	254.30	6.00%
固定资产投资	-	14.60%	-	14.90%	-	13.60%
社会消费品零售总额	122.1	6.00%	115.2	2.50%	112.4	13.50%
进出口总额（万美元）	7,378	11.94%	6,000	26.70%	4,736	-32.90%
人均GDP（万元）	4.49		4.31		4.16	
人均GDP/全国人均GDP	50.28%		50.30%		51.27%	

注：2021-2022年人均GDP为当年GDP除以宿松县当年常住人口，2023年人均GDP计算取2022年末常住人口数。

资料来源：2021-2023年宿松县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宿松县为传统农业大县，工业经济较为薄弱。宿松县是传统农业大县，“十三五”期间全县粮食作物种植面积超过115.6万亩，产量超过40万吨，建成高标准农田19万亩。油茶、稻渔综合种养规模超30万亩，全县大宗农作物产量稳步提升，农业产业结构有所优化。“十四五”期间宿松县将开展现代农业产业融合行动，以高标准农田、现代农业示范区、田园综合体、食品产业园为承载，发挥农业产业链领军企业的带动作用，积极推行“互联网+现代农业”发展模式，促进农业生产、加工、物流、研发和服务相互融合。工业经济方面，宿松县工业经济较为薄弱，主要以电子信息、纺织服装为两大首位产业。2023年全年规模以上工业增加值比上年增长3.5%，规模以上工业中，26个工业大类行业有17个增加值保持增长。其中计算机、通用设备制造业增长27.7%，皮革、毛皮及其制品制造业增长3.5%。

《宿松县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》中指出，未来要做强纺织服装、电子信息、皮革加工、机械制造、新型建材等主导产业：力争到2025年，纺织服装产业集群产值规模达到150亿元，电子信息产业产值规模达到100亿元以上，皮革加工、机械制造、新型建材产值规模均达到50亿元以上。产业的发展主要以园区发展为依托，目前宿松县拥有电子信息产业园、皮革工业园、汽摩配产业园等工业园区，其中电子信息产业园为省级产业园；森达电器、江田环卫、柳溪智能为机械制造产业龙头企业，晨曦陶瓷、晨旺集团为新型建材产业龙头企业。

财政及债务水平：近年来宿松县财力有所提升，但财政自给水平表现较弱。近年来宿松县财力整体有所提升，2023年实现一般公共预算收入11.67亿元，同比增长10.9%，增速高于全国平均水平，财政自给能力逐年提升，但整体表现仍较弱；2021-2022年财政收入中税收占比有所降低，收入质量下降。宿松县政府性基金收入基本依赖于土地出让，2021-2023年土地出让收入占比均在98%以上，2023年土地出让收入为9.68亿元、规模大幅下滑。随着宿松县基础设施建设及城市更新改造持续推进，地方政府债

务余额持续增长，2023年末宿松县地方政府债务余额达70.50亿元。

表4 宿松县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	11.67	10.55	9.69
税收收入占比	67.27%	55.31%	69.76%
财政自给率	20.21%	17.29%	16.56%
政府性基金收入	9.80	29.35	29.85
地方政府债务余额	70.50	63.54	56.35

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：宿松县各年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：宿松县主要有两家平台公司，分别为宿松建投及其母公司安徽兹元，其中宿松建投为宿松县唯一发债主体，核心业务为基础设施项目代建，两家平台实际控制人均为宿松县人民政府。

五、经营与竞争

公司仍为宿松县最主要的基础设施建设主体之一，业务在区域内具有较强的竞争优势，2023年收入规模保持增长，且未来业务收入具有一定保障，但回款时间存在一定不确定性，且未来面临较大的资金支出压力

公司仍为宿松县最主要的基础设施建设业务主体之一，业务在区域内有较强的竞争优势，2023年公司收入规模保持增长，主要系代建收入规模增长所致，代建收入也是公司最重要的收入来源。此外，公司有少量租金收入，为公司的收入提供了一定的补充。毛利率方面，2023年公司毛利率基本无变化。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2023年度			2022年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建收入	68,175.71	100.00%	7.41%	67,627.79	99.99%	7.41%
租金及其他收入	2.08	0.00%	64.96%	8.11	0.01%	64.10%
合计	68,177.79	100.00%	7.41%	67,635.90	100.00%	7.41%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建业务收入规模保持增长、毛利率较为稳定，业务可持续性较好，但后续存在较大的资金支出压力

公司工程建设业务采用委托代建模式，2023年末未发生变化，仍由公司本部及子公司宿松县交通建设投资有限公司（以下简称“宿松交投”）与宿松县人民政府及宿松临江建设投资开发有限公司¹（以下简称“临江交投”）签署《工程项目委托代建合同》。协议的主要内容为公司及子公司接受当地政府部

¹实控人为宿松县国有资产管理办公室，2023年未产生与其结算的项目。

门或临江建投的委托，对宿松县区域的基础设施承担建设任务，工程总建设期依具体项目而定，每年双方根据确认的完成投资额结算代建回购金额，代建回购金额按照项目建设成本加成不超过20%进行计算。

项目结算方面，一般在每年年度末宿松县财政局依照公司及子公司提交的工程监理报告及投资成本测算表出具《工程项目收入确认单》，公司依据收入确认单上的金额确认当年具体项目收入，实际加成比例为8%。2023年公司工程代建收入同比保持增长，毛利率保持稳定。

表6 公司 2023 年建设项目收入成本构情况（单位：万元）

项目名称	结算单位	工程项目建设成本	工程项目建设收入 (含税)
105 国道宿松市政段工程	宿松县财政局	22,720.88	25,274.70
土地整治项目	宿松县财政局	40,404.78	44,946.28
合计	-	63,125.66	70,220.98

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要的在建代建项目包括北沿江公路工程、S249高速出口至牌楼段建设工程、县农村道路畅通工程等，主要的在建代建项目计划总投资合计72.95亿元，已投49.47亿元，公司未来代建业务可持续性较好，但回购时间受项目进度及政府回购安排影响存在一定不确定性，未来收入可能存在波动。

公司自营业务主要为本期债券募投项目，项目的收益来源包含租赁收入、生态智慧农业收入、养殖收入、停车收入等。根据项目可行性研究报告2024年可产生收入，但截至2023年末公司募投项目建设存在一定滞后，且相关收入受实际种植、养殖以及实际房屋租售情况的影响，规模与预期或存在差异。此外，截至2023年末，公司主要在建工程项目尚需投资规模较大，后续存在较大的资金支出压力。

表7 截至 2023 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务性质	预计总投资	已投资金额
宿松县乡村振兴产业集中示范区建设工程项目（募投项目）	自营	5.30	1.68
宿松县美好乡村一二三产融合发展建设工程项目（募投项目）	自营	5.48	1.12
北沿江公路工程	代建	17.92	15.40
S249 高速出口至牌楼段建设工程	代建	13.86	5.62
县农村道路畅通工程	代建	8.84	8.80
105 国道宿松段工程	代建	8.03	2.64
宿松县易地扶贫搬迁工程	代建	6.28	6.24
宿松水利基础设施建设修复提升工程 PPP 项目	代建	4.07	3.22
救灾应急贷款工程	代建	3.00	0.51
疏港通道公路工程	代建	2.80	2.09
地方公路工程	代建	2.40	1.87
坝滨路工程	代建	2.32	0.95
宿复路工程	代建	1.90	0.76

五桃路工程	代建	0.74	0.61
铁路道口平改立工程	代建	0.56	0.54
县客运中心站工程	代建	0.15	0.09
复兴镇东西线工程	代建	0.08	0.08
其他零散项目	代建	-	0.05
合计	-	83.73	52.27

资料来源：公司提供

公司继续获得一定程度的外部支持

公司作为宿松县基础设施项目的主要建设主体，在当地基础设施建设等领域具有重要作用，2023年继续获得一定规模外部支持。2023年公司收到宿松县财政局基础设施专项补贴0.46亿元，利润水平得到了有效提升。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年合并范围变化情况详见表1。

资本实力与资产质量

2023年公司资产规模有所增长，但资产仍沉淀于项目投入的成本，对于地方国企及政府部门的回款时间存在较大不确定性，整体资产流动性仍较弱

2023年公司净资产规模有所小幅上升，同期融资力度的增加使得杠杆水平有所提升，因此2023年公司产权比率有所提升，净资产对负债的保障程度减弱。截至2023年末公司净资产仍主要由资本公积及未分配利润构成。

图 2 公司资本结构

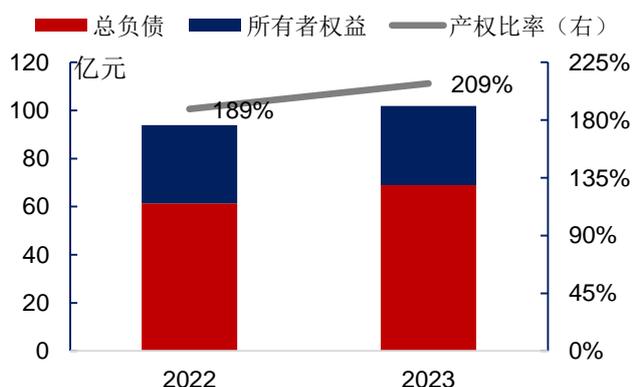
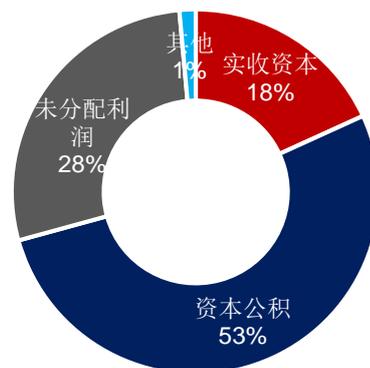


图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司资产随业务的开展而增长，资产端的增加主要为合同履行成本的增长，资产主要构成仍以货币资金、存货、应收款项及投资性房地产等为主。

存货仍主要为公司最主要资产，2023年随着项目的投入，合同履行成本大幅提升，2023年增加投入的项目主要系新增项目投入所致，土地资产无抵押情况。2023年存货规模有所增长，未来收入具有一定保证，但变现受项目结算方资金安排影响存在一定不确定性。

公司应收账款全部为应收宿松县财政局代建款，2023年规模略有提升；其他应收款仍主要系应收当地国企及政府单位的往来款，2023年末主要应收对象为安徽兹元、宿松县新城开发建设投资有限公司、宿松县工业园管理委员会、宿松县财政局等，前五大应收对象占比为82.47%，规模有所增长。整体来看公司应收款项规模较大，主要为应收当地政府与国企的款项，回收风险较小，但回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

其他资产方面，2023年末公司货币资金规模有所降低，2023年无受限。对外投资无变化，仍主要系对宿松徽银城镇化一号基金（有限合伙）、安徽宿松农村商业银行股份有限公司等权益投资的投资成本。投资性房地产主要系划拨、以评估入账的房屋及建筑物，2023年末规模同比无变化，后续仍以评估价值计量。

受限资产方面，2023年末公司受限资产规模为4.03亿元，系投资性房地产借款抵押所致。综合而言，2023年公司资产规模上升，但仍沉淀于项目投入的成本及应收的款项，资产流动性仍较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.74	11.52%	16.84	17.93%
应收账款	25.59	25.11%	22.00	23.43%
其他应收款	13.85	13.59%	11.64	12.40%
存货	40.63	39.86%	33.51	35.68%
流动资产合计	91.93	90.19%	84.00	89.45%
其他非流动金融资产	1.19	1.17%	1.19	1.27%
其他权益工具投资	1.21	1.18%	1.21	1.28%
投资性房地产	7.04	6.90%	7.04	7.49%
非流动资产合计	10.00	9.81%	9.91	10.55%
资产总计	101.93	100.00%	93.91	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入保持增长，销售毛利率基本无变化，代建业务收入较有保证，政府补助对利

润总额贡献仍较大

2023年公司收入规模同比有所增长，主要系代建业务结算规模增加所致，截至2023年末，公司存货中合同履行成本余额规模较大且进一步增长，未来可为公司收入带来一定保证，此外公司有少量租金及其他收入。毛利率方面，2023年公司销售毛利率基本无变化。

利润方面，2023年公司利润总额有所下滑，主要系补贴规模减少所致，2023年公司收到政府的基础设施专项补贴0.46亿元，并计入其他收益，占当年公司利润总额比重仍较高，其他收益对利润总额贡献仍较大。此外，2023年公司对部分利息支出进行资本化，使得当期财务费用规模大幅下降。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	6.83	6.78
营业利润	0.57	0.86
其他收益	0.46	1.91
利润总额	0.57	0.86
销售毛利率	7.48%	7.57%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司杠杆水平进一步上升，债务仍以长期债务为主，但资产负债率较高且进一步提升，净资产对负债的保障能力较弱，公司面临较大的债务压力

2023年公司经营活动现金仍大额净流出，投资活动面临较大资金缺口，公司主要依靠外部融资平衡资金需求，债务规模继续攀升，结构方面公司债务仍以长期债务为主。公司债务主要包括银行借款、债券融资及其他非银行机构借款等。其中2023年银行借款有所增加主要系增加较大规模的保证借款，截至2023年末整体期限仍较长，利率水平尚可。债券融资方面，2022年7月公司发行“22宿松债”，发行规模6.00亿元，债券期限为7年，票面利率3.99%；2023年3月公司发行“23宿松债”，发行规模4.00亿元，债券期限为7年，票面利率4.58%。2023年末，公司长期应付款主要为与宿松县财政局、安徽省建设投资有限公司等的借款及2020-2022年陆续发行的三年期定向融资计划，部分融资成本较高，2023年末规模有所下降。

表10 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	6个月以内	6个月至1年	超过1年	金额合计	占比
债券融资	-	-	9.97	9.97	16.77%
银行借款	-	3.04	31.61	34.65	58.25%
其他有息债务	0.80	2.19	11.87	14.86	24.98%
合计	0.8	5.23	53.45	59.48	100.00%

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	3.15	4.58%	2.85	4.64%
其他应付款	7.93	11.50%	7.28	11.86%
一年内到期的非流动负债	6.41	9.31%	3.54	5.77%
流动负债合计	17.78	25.80%	13.78	22.45%
长期借款	31.60	45.87%	29.11	47.43%
应付债券	9.97	14.48%	5.98	9.75%
长期应付款	9.43	13.69%	12.39	20.19%
非流动负债合计	51.12	74.20%	47.59	77.55%
负债合计	68.90	100.00%	61.37	100.00%
总债务	56.86	82.53%	50.34	82.03%
其中：短期债务	6.41	9.31%	3.54	5.77%
长期债务	50.45	73.23%	46.80	76.27%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，受到公司融资力度大幅增加的影响，2023年公司资产负债率大幅上升。由于公司融资主要增加的是长期债务，公司现金短期债务比仍较好，短期偿债压力可控。2023年政府补助规模下降，公司EBITDA对利息支出的保障能力有所减弱，且由于公司资产负债率较高，净资产对负债的保障能力整体较弱，整体看公司面临较大的债务压力。备用流动性方面，截至2023年末公司尚有授信规模17.24亿元，备用流动性尚可。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	67.59%	65.35%
现金短期债务比	1.83	4.76
EBITDA 利息保障倍数	0.97	1.50

资料来源：公司 2022-2023 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暂无影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而收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。

社会责任方面，根据说明，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》。2023年公司法人代表、董事长和总经理发生变更，由徐继红变更为余翔。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月28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2023年末，公司对外担保余额为25.26亿元，占当期末净资产的比重为76.48%。公司担保对象均为宿松县下属国有企业，对外担保规模较大且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表13 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
安徽兹元控股有限责任公司	11,750.00	2042/8/22	否
安徽兹元控股有限责任公司	10,000.00	2032/10/31	否
安徽仙田乡村产业发展有限公司	36,000.00	2027/12/28	否
安徽仙田乡村产业发展有限公司	4,000.00	2028/9/28	否
宿松县新城开发建设有限责任公司	30,000.00	2024/6/26	否
宿松县新城开发建设有限责任公司	15,000.00	2024/6/15	否
宿松县兹元水务集团有限公司	13,945.32	2034/6/28	否
宿松县龙兴建设投资开发有限公司	3,300.00	2028/6/12	否
宿松临江建设投资开发有限公司	2,750.00	2028/4/27	否
宿松临江建设投资开发有限公司	880.00	2028/4/27	否
宿松县新城开发建设有限责任公司	67,000.00	2028/4/28	否
安徽兹元控股有限责任公司	20,000.00	2033/9/29	否
安徽兹元控股有限责任公司	20,000.00	2033/10/28	否
宿松县龙兴建设投资开发有限公司	18,000.00	2035/6/1	否
合计	252,625.32	--	--

资料来源：公司 2023 年审计报告

其他

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较上次评级下调1个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

经评估，宿松县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

八、 外部特殊支持分析

公司是宿松县政府下属重要企业，宿松县政府通过安徽兹元间接持有公司92.67%的股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿松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）公司与控股股东及实际控制人宿松县政府的联系非常紧密。宿松县政府通过安徽兹元持有公司92.67%的股权，其余股份由上级政府间接持有，宿松县政府对公司的经营管理有绝对控制权；公司的代建业务主要受宿松县财政局委托，近年来代建业务大部分与其结算，近年来公司多次收到资产注入和财政补贴，预计未来公司与宿松县政府将继续保持非常紧密的关系。

（2）公司对宿松县政府非常重要。公司是宿松县唯一的发债主体，主要负责宿松县基础设施建设等业务，2021-2023年公司收入基本来自项目建设收入，对于宿松县政府在基础设施建设方面贡献很大。但由于公司并非当地最主要城投企业，其母公司安徽兹元规模更大，公司具有一定可替代性。此外公司已公开发行债券，若公司发生债务违约，将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

同时，中证鹏元认为宿松县政府提供支持的能力较强，主要体现为宿松县位于皖鄂赣三省交界处，具有较好交通优势及自然资源，近年在投资带动下，经济整体较快增长，且财力有所提升。

九、 债券偿还保障分析

安徽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本期债券的安全性

根据安徽担保出具的《担保函》，安徽担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证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，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

安徽担保成立于2005年11月，原名安徽省信用担保集团有限公司，是在安徽省中小企业信用担保中心、安徽省创新投资有限公司的基础上，吸纳安徽省科技产业投资有限公司、安徽省经贸投资集团有限责任公司，由安徽省人民政府全额出资成立的省级担保机构。后经多次增资，安徽担保资本实力不断增强，截至2021年末，安徽担保实收资本增加至218.46亿元，并更名为现名。2022-2023年，安徽担保合计收到来自安徽省财政厅的注资29.60亿元，截至2023年末安徽担保实收资本为248.06亿元，唯一股东和实际控制人为安徽省人民政府。安徽担保股权结构如下表所示。

表14 截至2023年末安徽担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
安徽省人民政府	248.06	100.00%

资料来源：安徽担保2023年审计报告，中证鹏元整理

安徽担保是安徽省重要的省级担保机构，承担省内政策性担保及再担保体系建设职责，整体担保业务规模大。安徽担保的担保业务主要包括融资担保、非融资担保和再担保业务，其中以支持中小微及“三农”企业为主的政策性担保、再担保业务为主；再担保业务主要由安徽担保子公司安徽省融资再担保有限公司负责开展，安徽担保本部主要开展公开市场发债担保等市场化业务。

安徽担保的再担保客户全部为安徽省内各市、县担保机构，均属于安徽省再担保体系内成员。截至2023年末，再担保业务担保余额为1,412.45亿元，同比上升11.89%，主要系全省再担保合作机构发挥助企纾困职能，扩大政府性融资担保覆盖面，同时全省体系机构积极创新业务产品，提升服务效能，小额批量的见贷即保业务增长显著，带动安徽担保2023年再担保业务实现同比较快增长。

安徽担保的直接融资担保客户全部为安徽省内各市、县级城投类企业，主要业务为信用债券担保，被担保方主体信用级别以AA为主。2023年末安徽担保直接融资担保业务余额同比增长19.54%至732.96亿元。截至2023年末，安徽担保具备一定规模直接融资担保储备项目，但随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业资本市场融资收紧，安徽担保的直接融资担保业务或将面临一定的业务转型压力。

安徽担保的间接融资担保客户为安徽省内国有企业和中小企业，中小企业类业务单笔金额相对较小。截至2023年末安徽担保本部间接融资担保业务余额为49.38亿元。安徽担保持续开展诉讼保全担保、工程保证担保等非融资担保业务，2023年末非融资担保业务余额为35.59亿元，以诉讼保全担保为主。整体来看非融资担保业务规模较小。

表15 安徽担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
期末担保余额	2,230.38	1,958.51	1,523.29
其中：融资担保余额	782.34	660.75	518.02
直接融资担保余额	732.96	613.14	474.89
间接融资担保余额	49.38	47.61	43.13
再担保余额	1,412.45	1,262.32	979.09
非融资担保余额	35.59	35.44	26.18
融资担保责任余额	1,355.28	1,208.07	939.44
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.62	6.89	6.08

资料来源：安徽担保提供，中证鹏元整理

2023年，安徽担保本部共代偿1笔，代偿金额为1,560.50万元，为间接融资担保项目；本部当期担保代偿率为0.15%，较上年1.17%显著下降。2023年，安徽担保本部合计实现追偿回收2.16亿元。截至2023

年末，安徽担保累计担保代偿率为2.48%，累计代偿回收率为83.30%，较2021年末上升13.73个百分点。截至2023年末，安徽担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为4.59亿元、31.54亿元及2.70亿元，担保风险准备金合计为38.83亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为296.58%。

安徽担保的投资业务以股权投资为主，此外还包括理财产品投资。截至2023年末，上述两类投资账面价值分别为239.53亿元和10.65亿元，占投资资产合计账面价值的比例分别为95.74%和4.26%。股权投资上，安徽担保成立之初承接了原安徽省创新投资有限公司、原安徽省科技产业投资有限公司和原安徽省经贸投资集团有限责任公司持有的对部分省属国有企业的股权投资（以下简称“既有投资项目”），主要投资对象包括徽商银行股份有限公司（股票代码：3698.HK）和奇瑞汽车股份有限公司等；根据安徽省政府的要求，安徽担保成立后开展了政策性股权投资业务（以下简称“政策性投资项目”），具体投资对象包括皖北三市八县现代产业园区融资平台公司、安徽省全省县（市、区）级国有独资及国有控股政府性融资担保机构等，截至2023年末安徽担保政策性投资项目账面价值合计197.80亿元；2021年以来，安徽担保自主开展一系列市场化股权投资项目，重点投资于战略性新兴产业，重点项目包括直接投资的睿力集成电路有限公司（以下简称“睿力集成”）、奇瑞新能源汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞新能源”），以及参股华富基金管理有限公司等。截至2023年末，安徽担保股权投资账面价值（包括交易性金融资产、其他权益工具投资和长期股权投资）同比增长4.46%至239.53亿元，主要是对原有投资项目追加投入。2023年，安徽担保投资项目分红同比有所增加，叠加理财产品投资规模扩大，导致投资收益同比增长129.52%至3.28亿元。

表16 安徽担保主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	360.30	336.42	344.79
货币资金	80.37	71.03	58.74
交易性金融资产	32.03	24.43	12.25
应收代偿款净额	13.09	13.34	12.96
其他应收款	5.77	6.08	5.71
其他权益工具投资	218.15	208.82	202.06
所有者权益合计	278.31	246.97	235.74
营业收入	12.51	10.24	42.28
担保费收入	9.14	7.28	4.18
投资收益	3.28	1.43	2.02
利润总额	2.27	1.69	0.90
净利润	1.16	1.08	0.47
净资产收益率	0.44%	0.45%	0.21%
当期担保代偿额	0.16	1.09	1.35
当期担保代偿率	0.15%	1.17%	1.18%

累计担保代偿率	2.48%	2.64%	2.74%
累计代偿回收率	83.30%	78.05%	69.57%
拨备覆盖率	296.58%	237.72%	211.87%

资料来源：安徽担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

安徽担保的资产主要为货币资金、交易性金融资产以及以股权资产为主要构成的其他权益工具投资。截至2023年末，安徽担保资产总额360.30亿元，同比上升7.10%。截至2023年末，安徽担保货币资金为80.37亿元，在资产总额中的占比为22.31%，无受限货币资金，整体来看货币资金规模较大，可对担保业务潜在代偿提供较好支撑；交易性金融资产账面价值为32.03亿元，包括理财产品10.65亿元和权益工具投资21.38亿元，其中权益工具投资主要为安徽担保对睿力集成和奇瑞新能源的股权投资；应收款项类金融资产同比下降38.70%至2.60亿元，主要是安徽担保前期发生的应收代偿款项，后续转让给子公司安徽担保资产管理有限公司，下降系子公司推进不良资产处置进度所致；应收代偿款同比小幅下降1.85%至13.09亿元，其中账龄超过1年的代偿款占比为75.17%，平均账龄较长，需关注其代偿款回收风险。安徽担保其他权益工具投资为对外股权投资资产，2023年末账面价值为218.15亿元，在资产总额中的占比为60.55%，主要为安徽担保对安徽省内市县担保机构以及根据政府要求履行政策性职能而对产业园区等投融资公司的持股。2023年，安徽担保实现投资收益3.28亿元，其中股权投资分红收益2.36亿元，整体来看投资回报水平较低。近年安徽担保对现有股权投资项目逐步增加投资，投资资金来源于政府注资，整体规模较大。从三类资产占比情况来看，截至2023年末安徽担保本部I级资产、II级资产和III级资产占（资产总额-应收代偿款）的比例分别为21.37%、60.72%和17.40%，三类资产占比均符合监管要求。

截至2023年末，安徽担保负债总额为81.99亿元，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为4.59亿元和31.54亿元，该部分负债无实际偿付压力。安徽担保有息负债主要为长短期借款和应付债券，截至2023年末长短期借款余额分别为11.23亿元和3.50亿元，同年末应付债券余额15.00亿元，为2022年发行的15.00亿元的3年期PPN产品。截至2023年末，安徽担保代管担保基金账面余额5.20亿元，无实际偿付压力。

截至2023年末安徽担保所有者权益合计278.31亿元，其中实收资本248.06亿元，资本实力强。截至2023年末，安徽担保融资担保责任余额放大倍数为7.62倍，呈持续上升态势。

表17 安徽担保营业收入构成（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	9.14	73.03%	7.28	71.04%	4.18	9.90%
投资收益	3.28	26.26%	1.43	13.97%	2.02	4.77%
其他业务收入	0.36	2.89%	2.63	25.65%	36.41	86.12%
其他	(0.27)	(2.17%)	(1.09)	(10.66%)	(0.34)	(0.79%)
营业收入	12.51	100.00%	10.24	100.00%	42.28	100.00%

资料来源：安徽担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

安徽担保营业收入主要来源于担保业务收入、投资收益和其他业务收入。得益于担保业务的快速发展，2023年安徽担保的担保业务收入同比增长25.53%，担保费收入占营业收入的比重提升至73.03%。近年来投资收益有所波动，2023年安徽担保投资收益为3.28亿元，同比增长129.52%。安徽省政府继续推进“4321”担保体系的建设，为更好降低中小微企业融资成本，再担保业务不收取费用，同时安徽担保直保业务收费水平相对较低，各年计提准备金规模较大，此外安徽担保在资产总额中占比较高的股权投资资产回报水平较低，导致整体利润率较低。2023年，安徽担保净资产收益率为0.44%，较2021年上升0.23个百分点，净资产收益率有所上升。

从外部支持方面来看，安徽担保唯一股东和实际控制人为安徽省人民政府，股东背景强。安徽担保近年持续获得来自安徽省财政厅的注资，政银担业务持续获得来自于中央财政、安徽省政府等的风险补偿资金，为安徽担保的持续发展提供了支撑。

综上，安徽担保是安徽省政府性担保体系龙头企业，职能定位重要程度高，在业务开展、风险分担机制建设、资本补充等方面得到了安徽省人民政府的有力支持；受益于股东增资，安徽担保资本实力持续提升；货币资金规模大，有利于保障其代偿能力；累计代偿回收率有所提高，风险准备金提取较为充分。同时中证鹏元也关注到安徽担保盈利能力较弱，较大规模的股权投资削弱了整体资产流动性；随着城投类企业资本市场融资收紧，安徽担保的直接融资担保业务或将面临一定的业务转型压力等风险因素。

经中证鹏元综合评定，安徽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能有效提升本期债券的安全性。

十、 结论

公司是宿松县最为主要的基础设施建设主体之一，主要从事宿松县区域内的基础设施建设业务，业务竞争力在区域内较强。近年持续的项目建设对资金需求较大，公司通过融资获取建设资金，面临较大的资金支出压力和债务压力，对外担保规模较大，面临一定或有负债风险，但2023年末公司主要在建代建项目规模较大，代建业务有较好的持续性，2023年公司在政府补贴方面继续获得一定程度的外部支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，安徽担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券安全性。

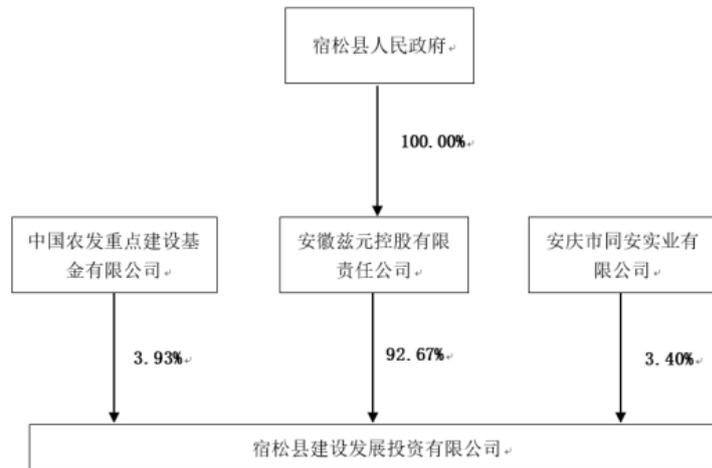
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	11.74	16.84	7.46
应收账款	25.59	22.00	20.67
其他应收款	13.85	11.64	15.32
存货	40.63	33.51	23.21
流动资产合计	91.93	84.00	66.81
固定资产	0.16	0.08	0.08
投资性房地产	7.04	7.04	7.14
非流动资产合计	10.00	9.91	9.93
资产总计	101.93	93.91	76.74
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.28	0.11	0.11
应交税费	3.15	2.85	2.42
其他应付款	7.93	7.28	5.54
一年内到期的非流动负债	6.41	3.54	3.44
流动负债合计	17.78	13.78	11.51
长期借款	31.60	29.11	18.37
应付债券	9.97	5.98	0.00
长期应付款	9.43	12.39	12.62
非流动负债合计	51.12	47.59	31.13
负债合计	68.90	61.37	42.64
所有者权益	33.03	32.54	34.10
营业收入	6.83	6.78	6.05
营业利润	0.57	0.86	1.02
其他收益	0.46	1.91	1.70
利润总额	0.57	0.86	1.04
经营活动产生的现金流量净额	-11.45	-4.51	-0.71
投资活动产生的现金流量净额	-0.07	-0.07	-0.71
筹资活动产生的现金流量净额	6.42	13.96	0.91
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	7.48%	7.57%	7.40%
资产负债率	67.59%	65.35%	55.56%
短期债务/总债务	11.28%	7.03%	10.65%
现金短期债务比	1.83	4.76	2.17
EBITDA（亿元）	1.02	2.27	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.97	1.50	1.77

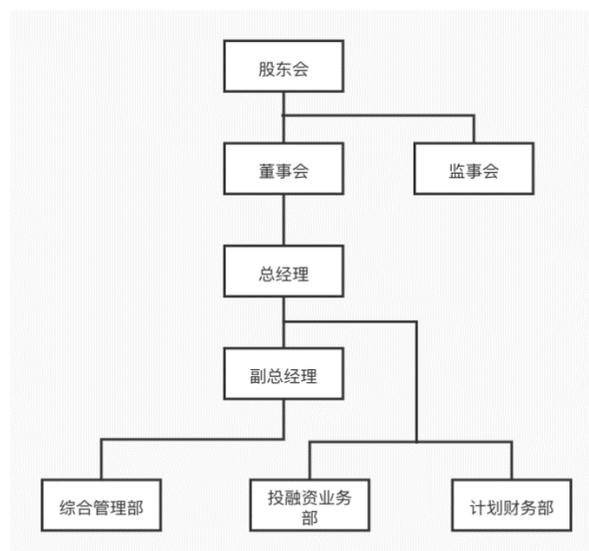
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
宿松县交通建设投资有限公司	商务服务业	100.00	无偿划拨
宿松县交投资产经营管理有限公司	商务服务业	100.00	设立
宿松县交投加油加气站有限公司	零售业	100.00	设立
宿松县交投园林绿化工程有限公司	公共设施管理	100.00	设立
安徽惠松农源农业开发有限公司	农业	100.00	设立
宿松森茂建设投资有限公司	林业	100.00	设立
宿松县科创管理有限责任公司	商务服务业	100.00	设立
宿松县兹元投资管理有限公司	商务服务业	100.00	设立
宿松县诚祥信息咨询有限公司	商务服务业	75.00	设立

资料来源：公司 2023 年审计报告

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。