



2017年南陵县建设投资有限责任公司城市 停车场，养老产业建设专项债券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

2017年南陵县建设投资有限责任公司城市停车场，养老产业建设专项债券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
17 南陵债/PR 南陵债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：南陵县建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）是芜湖市南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，土地整理业务及市政工程代建业务持续性较好；同时，公司获得了较大力度的外部支持，且安徽省信用融资担保集团有限公司（以下简称“安徽担保”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元关注到，公司资产流动性仍较差，面临较大的投融资压力和一定的短期偿债压力。同时，公司面临较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，未来业务持续性较好。

评级日期

2024年7月22日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：全文瀚
quanwh@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	209.61	183.32	173.74
所有者权益	120.07	91.21	88.20
总债务	13.93	23.25	27.10
资产负债率	42.72%	50.24%	49.23%
现金短期债务比	0.38	0.54	0.45
营业收入	12.05	11.95	10.98
其他收益	1.32	--	0.37
利润总额	3.88	3.58	2.50
销售毛利率	35.03%	41.82%	42.04%
EBITDA	5.23	5.17	4.61
EBITDA 利息保障倍数	4.12	3.46	2.29
经营活动现金流净额	9.19	8.45	8.99

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

优势

- **跟踪期内，公司土地整理业务和市政工程代建业务持续性仍较好。**公司是南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，截至 2023 年末，公司主要在建土地整理项目待投资 18.54 亿元，主要在建市政工程项目待投资 9.72 亿元；此外，公司存货中尚有土地开发成本 30.19 亿元和代建工程项目成本为 38.13 亿元，整体来看，土地整理业务和市政工程代建业务持续性仍较好。
- **跟踪期内，公司获得较大力度的外部支持。**作为南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内公司在资产注入以及政府补助等方面得到当地政府较大力度的支持。2023 年，南陵县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南陵县国资委”）向公司无偿注入了 25.45 亿元代建项目资产；南陵县财政局向公司拨付 1.30 亿元基础设施补助资金，上述外部支持较大幅度提升了公司资本实力及当年的利润水平。
- **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

- **公司资产流动性仍较差。**2023 年末，公司资产仍以主要由存货、应收款项和其他权益工具投资构成，其中存货结算时间及往来款回款时间具有不确定性，且部分资产使用权受到限制或尚未办妥产权证，公司资产流动性仍较差。
- **公司仍面临较大的投融资压力。**截至 2023 年末，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，且相关项目建设投入资金来源主要为自筹，公司面临较大的投融资压力。
- **公司存在一定的短期债务偿付压力。**截至 2023 年末，公司现金短期债务比较 2022 年末下降至 0.38，现金类资产对短期债务的保障程度有所弱化，考虑到公司较大规模货币资金使用受限以及资产流动性整体较差，公司面临一定的短期债务偿付压力。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计为 156.00 亿元，占同期末净资产的比重为 129.93%，公司对外担保规模很大，已超过净资产规模，且均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险

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	4/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
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					a+
外部特殊支持					2
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 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

- 公司是南陵县重要的土地整理和基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南陵县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司由南陵县国资委持有全部股权，南陵县人民政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本全部来源于南陵县人民政府，且公司与南陵县人民政府联系将比较稳定，我们认为公司与南陵县人民政府的关系非常紧密；同时，公司最主要的目标是提供对南陵县社会和经济至关重要的市政基础设施建设，且在该方面对南陵县人民政府贡献很大，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，我们认为公司对南陵县人民政府非常重要。此外，中证鹏元认为南陵县位于芜湖市南部，交通较为便利，构建了“一首四新”产业体系，首位发展快递物流智能装备制造业，产业集聚效应日益显现，且近年区域经济及财政实力持续提升，南陵县人民政府提供支持的能力较强。

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
17 南陵债/PR 南陵债	15.00	3.00	2023-6-27	2024-9-6

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2017年9月发行7年期15.00亿元公司债券，募集资金原计划用于南陵县停车场建设项目、南陵县养老产业建设项目以及补充流动资金。截至2024年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为2.36万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本、控股股东及实控人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本和实收资本仍均为6.00亿元，南陵县国资委仍为公司唯一股东。

公司仍是南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体。2023年，公司财务报表合并范围未发生变化；截至2023年末，纳入合并范围的子公司仍为2家，分别为南陵县国有投资集团有限公司（以下简称“南陵国投”，曾用名“南陵尚品有限责任公司”，于2024年2月更为现名）以及南陵县乡村振兴产业发展集团有限公司（以下简称“南陵乡村产发”）。2024年1月，公司将其持有的南陵国投全部股权以80.00万人民币转让给南陵县国资委；2024年2月，公司将其持有的南陵乡村产发全部股权以1.00亿元人民币转让给南陵国投。

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

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

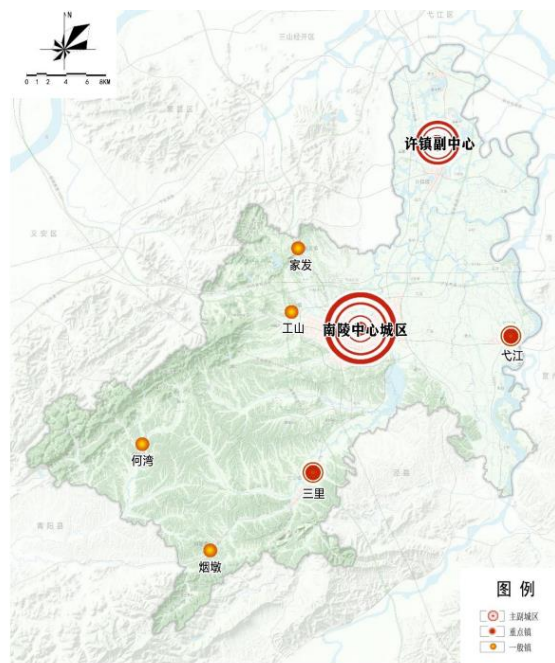
2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份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

南陵县位于芜湖市南部，交通较为便利，快递物流智能装备制造业为当地支柱产业，近年呈现一定产业集聚效应；2023年，南陵县固定资产投资呈负增长，对区域经济增长有所拖累，经济增速在芜湖下辖区县中处于中游；近年区域公共财政收入相对稳定，财政收入质量及财政自给能力一般，地方政府债务余额逐年增长

区位特征：南陵县为芜湖市下辖县，位于芜湖市区南部，交通较为便利。南陵县隶属于芜湖市，位于安徽省东南部，地处皖南丘陵向沿江平原过渡地带。南陵县现辖籍山、弋江、许镇、三里、工山、何湾、家发、烟墩8个镇，149个村、23个居委会，1个省级经济开发区，总面积1,260平方公里，根据第七次人口普查数据，南陵县常住人口43.11万人。南陵县交通便捷，是通往“两山一湖”的重要门户，205、318国道，320、216省道交汇于县城，“八纵八横”高速铁路主通道之一的合福高铁、以及安徽省内的铜南宣高速、芜黄高速穿境而过，并分别设立南陵站和出入口，同时南陵县依托G50沪渝高速通道和G318国道建设东西向产业发展带，依托G205国道和S11巢黄高速打造南北向产业发展带。南陵生态优美，是国家级生态示范区，拥有丫山花海石林和大浦乡村世界两个国家4A级景区和乌霞寺、奎潭湖、小格里森林公园等一批自然景点。南陵有“芜湖米市，南陵粮仓”的美称，盛产优质大米、木材、丹皮、蘑菇、莲藕等，拥有国家地理标志保护产品4个。

图 1 南陵县空间示意图


资料来源：南陵县人民政府，中证鹏元整理

经济发展水平：近年来南陵县经济持续增长，2023年固定资产投资增速为负，消费成为拉动经济的重要力量，南陵县经济总量居芜湖下辖区县（市）末位。南陵县近年经济发展较快，2023年实现GDP354.90亿元，经济增速4.9%，经济总量位于芜湖市各区县末尾。近年南陵县人均生产总值占全国人均生产总值的比例在90%-95%之间，低于全国平均水平。南陵县产业结构以二三产业为主，2023年三次产业比重为11.7:38.8:49.5，从拉动经济增长的因素来看，2021-2022年固定资产投资为区域经济增长的重要推动因素，但2023年南陵县固定资产投资下降14.4%，主要系工业投资下降36.6%，因地产行业持续低迷，南陵县房地产开发投资下降11.3%，全年商品房销售面积下降38.9%。2023年，南陵县依靠消费推动经济增长，社会消费品零售总额增长10.5%，2023年进出口总额负增长，其中出口总额比上年下降15.8%，进口总额比上年下降59.35%。

表1 2023年芜湖市区县级行政区经济财政指标情况（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
镜湖区	864.10	7.7%	17.71	38.50	-
无为市	650.09	7.0%	7.84	33.41	9.84
鸠江区	584.60	3.4%	10.51	44.00	3.80
弋江区	563.10	-	12.86	41.80	-
湾沚区	413.70	2.5%	11.59	41.00	-
繁昌区	384.49	1.8%	15.26	35.45	-
南陵县	354.90	4.9%	8.23	24.98	5.27

注：1、鸠江区、弋江区人均GDP为地区生产总值/2022年末常住人口，南陵县人均GDP为地区生产总值/第七次人口普查

常住人口数，其余人均GDP为地区生产总值/2023年末常住人口；2、“-”表示数据未披露。
 资料来源：各地政府网站，中证鹏元整理

表2 南陵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）	354.90	4.9%	341.78	6.2%	320.7	11.6%
固定资产投资	--	-14.4%	--	9.3%	--	19.4%
社会消费品零售总额	158.49	10.5%	143.43	3.4%	138.8	27.4%
进出口总额（亿美元）	1.36	-18.4%	1.66	41.4%	--	-
人均GDP（元）		82,324		79,272		74,391
人均GDP/全国人均GDP		92.13%		92.50%		91.87%

注：“-”表示数据未公告，人均GDP按当年地区生产总值/第七次人口普查常住人口计算。
 资料来源：2021-2023年南陵县国民经济与社会发展统计公报、南陵县人民政府，中证鹏元整理

产业情况：南陵县构建“一首四新”产业体系，首位打造新能源汽车和零部件产业，智能物流装备产业优势明显，产业集聚效应日益显现。南陵县构建“一首四新”现代产业体系，即快递物流智能装备制造首位产业，高性能新材料、电子电器信息、绿色低碳环保、农产品深加工战略性新兴产业。2023年，南陵县规模以上工业企业总产值增长11.7%，规模工业增加值增长12.4%，规上工业企业利润总额同比增长13.2%。首位产业方面，瞄准新能源汽车产业持续爆发式增长风口，首位打造新能源汽车和零部件产业，顺荣汽车部件成长为国内第二的汽车混动油箱制造龙头企业，集聚汽车零部件及关联生产企业59家；智能物流装备产业特色鲜明，获批省快递物流智能装备制造特色产业集群（基地），与国家邮政局发展研究中心达成10个方面全方位合作，金峰物流、动亦科技等一批项目签约落地。新兴优势产业方面，柯美特智能载具、好得利新材料等一批项目开工建设，永杰铜业二期主体完工，英格瓷二期正式投产。

发展规划及机遇：南陵县坚持把快递物流智能装备制造确定为首位产业打造，构建首位产业全链条技术创新体系。根据《南陵县国民经济和社会发展的第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，按照“龙头企业+产业集聚+示范基地”发展路径，坚持把快递物流智能装备制造确定为首位产业打造，推进全国快递科技创新试验基地、省级智慧物流装备特色小镇建设，加快培育形成快递物流智能装备制造产业集群。南陵县还将立足于标准制定和认证检测领域拓展延伸，加快推进“十大实验室”建设，强化创新链与产业链、政策链、资金链、人才链“五链”统筹，构建首位产业全链条技术创新体系。此外，南陵县夯实新发展平台，国家邮政局和安徽省芜湖市明确支持南陵建设全国快递科技创新试验基地、长三角快递物流智能装备产业联盟。

表3 南陵县发展规划布局

项目	主导产业
发展平台布局	智能分拣设备生产基地、物流快递机器人生产基地、技术工人培训基地、快递物流园区、快递物流智能装备产业研究院、中国快递经理人俱乐部、行业发展峰会、智慧物流装备特色小镇。

十大实验室建设

检测认证实验室、智能收寄验视实验室、5G无人物流车实验室、快递无人车实验室、快递无人机实验室、新一代智能快递柜实验室、智能安检核实验室、智能仓储应用实验室、区块链应用实验室、快递绿色包装实验室。

资料来源：《南陵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》，中证鹏元整理

财政及债务：近年南陵县公共财政收入稳定，但财政收入质量及财政自给能力一般，收支平衡对上级补助有较大依赖，地方政府债务余额逐年增长。近年南陵县一般公共预算收入相对稳定，公共财政收入约24亿元左右，税收收入占比在60%以上，区域财政自给率有所下降，财政自给能力一般，收支平衡对上级补助有较大依赖，2023年收到上级补助19.08亿元。近年来南陵县人民政府性基金收入下降，且地方政府债务逐年增长，2021-2023年地方政府债务余额年均复合增长率为7.38%。

表4 南陵县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	24.98	23.67	23.33
税收收入占比	62.86%	61.57%	66.05%
政府性基金收入	5.27	6.22	9.64
财政自给率	52.64%	55.00%	56.30%
地方政府债务余额	63.04	57.09	54.67

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：南陵县人民政府网站，中证鹏元整理

基础设施投资建设主体：截至2023年末，南陵县公开发债的基础设施投资类企业仅有公司1家，公司是南陵县唯一的基础设施建设主体，承担了区域内土地整理开发、基础设施代建业务。

五、经营与竞争

跟踪期内，土地整理和市政工程代建业务仍为公司主要业务，2023年公司营业收入小幅增长，毛利水平受业务结构变化影响而有所下降；截至2023年末，公司主要在建土地整理和市政工程代建项目尚需投入规模较大，公司面临较大的资金压力

公司作为南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内仍主要从事土地整理及市政工程代建业务。2023年，受益于当期代建项目移交加快，公司市政工程代建业务规模增长至6.72亿元，成为公司营业收入主要来源；受政府土地出让计划影响，2023年公司土地整理业务规模下降至5.21亿元，规模仍较大。毛利率方面，公司土地整理及市政工程代建业务具有一定公益性，销售毛利率水平相对较为稳定，当期因收入结构发生变化，公司销售毛利率同比下降6.79个百分点至35.03%，主营业务盈利能力仍尚可。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

土地整理业务	52,149.05	43.27%	62.41%	69,089.41	57.81%	62.36%
市政工程代建业务	67,240.49	55.79%	14.17%	49,310.46	41.26%	14.09%
其他业务	1,125.09	0.93%	12.93%	1,102.85	0.92%	-5.35%
合计	120,514.63	100.00%	35.03%	119,502.72	100.00%	41.82%

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理业务

2023年公司土地整理业务规模同比有所下降，但在建土地整理项目尚需投入规模以及存货中待回购的土地开发成本均较大，公司土地整理业务持续性较好

跟踪期内，公司作为南陵县城区土地开发的重要实施主体，仍承担了南陵县城区土地开发平整任务，公司土地整理业务模式未发生变化。根据《南陵县人民政府关于南陵县城区土地平整熟化及市政基础设施工程建设业务有关问题的通知》（芜政秘〔2005〕76号）文件的规定，以及公司与南陵县财政局、南陵县国有土地收购储备中心签订《土地收储前期整理开发业务委托经营合同》的约定开展相关业务。土地开发平整业务建设内容主要包括征地审批后，完成地上物拆除、地下建筑物拆移、围墙施工、场地平整等，土地整理完成后交由南陵县国有土地收购储备中心进行挂牌出让。土地开发平整业务结算方面，根据供地性质的不同而有所差异，其中供地性质为商业、住宅、金融、办公、服务及综合用地，公司确认的土地整理开发收入以当地财政局返还为准，没有约定具体规定返还比例；供地性质为工业、公共设施、教育等其他用地，公司确认的土地整理开发收入为10.00万元/亩。相关土地前期整理开发所需资金全部由公司承担，土地出让收入纳入财政预算范围，由县财政局统筹拨付给公司，作为公司土地平整收入来源。

2023年，共有18宗公司整理开发的土地实现了供地，以工业、商业用地为主，供地面积合计为64.50万平方米，含税结算金额合计为5.37亿元，对应的拆迁及安置成本为1.96亿元，受到土地出让计划影响，当期该业务规模同比有所下降。同期末，公司在建土地整理业务预计总投资23.64亿元，已投资5.10亿元，尚需投资18.54亿元。此外，期末公司存货中尚有土地开发成本30.19亿元。整体来看，公司未来土地整理业务持续性较好，但相关项目的收入时间实现易受南陵县土地出让规划和土地市场情况等因素影响，而存在一定不确定性。此外，公司在建土地整理项目待投资金额仍较大，公司面临较大的投融资压力。

表6 截至 2023 年末，公司在建土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
南青线改造工程	7.90	0.66
经济开发区	6.97	1.08
老三小、茗桂华庭、春谷农贸市场	2.19	0.71
和顺、润福、水环境	0.29	0.10
花园圩和小坝圩整体搬迁项目	1.59	1.33

粮食局周边地块棚改	1.86	0.06
印刷厂周边地块棚改	1.47	0.57
籍山镇一小周边地块棚改	1.36	0.59
合计	23.64	5.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）市政工程代建业务

2023年，公司代建项目移交加快，市政工程代建业务规模有所增长，且在建市政代建项目尚需投入规模及尚未结算的代建项目成本规模均较大，业务持续性较好，但相关项目回款时间存在一定不确定性

跟踪期内，公司市政工程代建业务模式未发生变化。南陵县人民政府根据《南陵县人民政府关于南陵县城城区土地平整熟化及市政基础设施工程建设业务有关问题的通知》（芜政秘〔2005〕76号）文件和《南陵县人民政府关于将重点市政工程建设业务授权南陵县建设投资有限公司进行建设的决定》（南政〔2005〕35号），将南陵县市政重点工程建设业务授权给公司，由其负责项目资金筹集与结算、建设与管理。市政工程项目建设完工并经相关部门验收合格后，由县财政局根据公司上报的各市政重点工程项目的实际投资结算情况进行结算，原则上按公司承建市政基础设施工程投资总额的20.00%给予利润补偿。市政工程建设项目结算款项由县财政局统筹拨付给公司，作为公司代建市政项目回款的来源，当代建市政工程项目移交后，公司确认代建市政工程业务收入。

2023年，公司移交的代建项目包括G318改造（柯店至牧家亭）、南陵县幸福闸等工程以及经济开发区（道排、管道工程）。受益于当期代建项目移交加快，市政工程代建项目收入同比增长36.36%至6.72亿元。截至2023年末，公司主要在建基础设施工程包括G318改造（柯店至牧家亭）、南陵县幸福闸等基础设施工程项目。同期末，公司主要在建项目和安置房项目预计总投资33.90亿元，截至2023年末尚需投资9.72亿元，公司在建基础设施工程待投入规模较大。截至2023年末，公司尚未结转的代建工程项目成本为38.13亿元（含当期划拨的25.45亿元），公司代建工程业务持续较好。但值得注意的是，受财政资金安排以及工程建设周期影响，相关项目具体回款时间存在不确定性。

表7 2023年公司移交代建项目明细（单位：亿元）

项目名称	建设成本	加成比例	结算金额（含税）
G318改造（柯店至牧家亭）	2.84	20.00%	3.41
南陵县幸福闸	2.23	20.00%	2.74
经济开发区（道排、管道工程）	0.65	20.00%	0.78
合计	5.77	--	6.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2023年末公司主要在建市政工程项目情况（单位：亿元）

项目性质	项目名称	预计总投资	累计总投资
基础设施工程	G318改造（柯店至牧家亭）	8.56	6.27

	南陵县幸福闸	3.12	2.79
	二水厂项目	3.47	2.46
	南陵县城区标准化农贸市场	0.56	0.40
	芜湖职业技术学院智能物流产业学院	3.75	0.66
	城东大货车停车场	0.25	0.23
安置房项目	阳光花园安置房	6.24	5.61
	城西安置房	2.21	1.72
	城北安置房	2.55	1.06
	华亿、梅园	3.19	2.98
合计	33.90	24.18	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他业务包括商品房销售业务、租金收入等，上述业务收入规模较小。2023年，公司向芜湖西南机械股份有限公司转让位于南陵县经济开发区三区的标准化厂房，确认收入745.26万元。

此外，城市停车场建设项目、南陵县养老产业建设项目为本期债券的募投项目，原计划建成后实现停车场收入、养老院收入、商业配套出租出售收入等多项经营收入。募投项目已于2020年完工，经验收合格后由政府回购，并与2018年财政往来款对冲。截至2023年末，公司账面已不体现募投项目。

跟踪期内，公司获得较大的外部支持

公司作为南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，2023年公司在资产注入以及政府补助等方面得到当地政府较大力度的支持。根据南陵县国资委下发的《关于向南陵县建设投资有限公司注入实物资产的通知》，为进一步充实公司运营能力，南陵县国资委向公司无偿注入了25.45亿元代建项目资产，待未来项目移交时由南陵县财政局根据项目实际发生成本加成一定比例进行结算回购，上述资产注入较大提升了公司的资本实力；根据南陵县财政局下发的《关于支付给南陵县建设投资有限公司补助资金的说明》，南陵县财政局向公司拨付1.32亿元基础设施补助资金，上述政府补助较大提升了公司当年的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

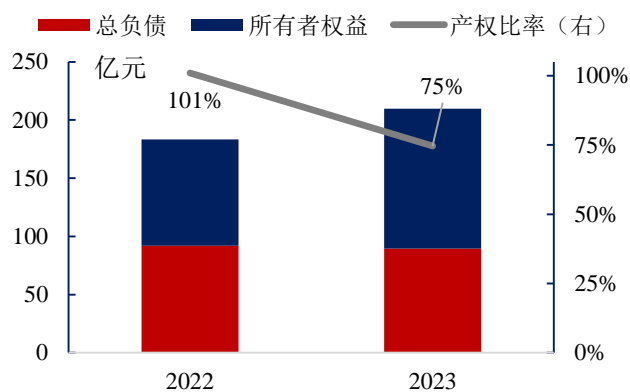
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年三年连审审计报告。其中，2023年财务报表执行了《企业会计准则解释第16号》（财会〔2022〕31号），采用上述会计政策变更对公司财务报表无影响。2023年合并报表范围未发生变化，截至2023年末合并报表范围内子公司仍为南陵国投及南陵乡村产发，但上述两家以子公司全部股权均已2024年1-3月划出。

资本实力与资产质量

2023年末，公司资产仍以主要由存货、应收款项和其他权益工具投资构成，其中存货结算时间及往来款回款时间具有不确定性，且部分资产使用权受到限制或尚未办妥产权证，公司资产流动性较差

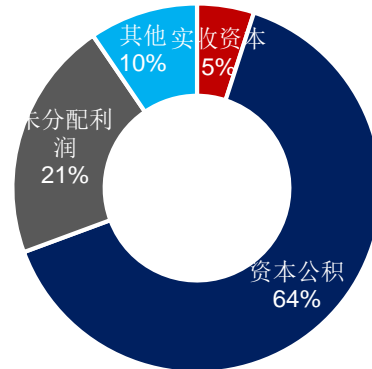
公司作为南陵县重要的基础设施建设主体，受益于控股股东无偿资产注入，以及公司经营积累，带动了所有者权益的同比增加31.64%至2023年末的120.07亿元，公司资本实力明显增加。资本结构方面，截至2023年末，公司净资产仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，其中实收资本和资本公积占公司所有者权益的比重为69.37%，资本结构相对稳定。此外，随着部分债务的到期偿付，公司负债总额规模有所减小，综合影响下公司2023年末产权比例下降至75%，所有者权益对负债的保障程度明显提升。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司资产结构仍集中于流动资产，期末流动资产占总资产比例达到92.15%；资产构成方面，仍主要为存货、应收款项和其他权益工具投资，上述资产占期末总资产的比重为98.55%。

截至2023年末，公司存货包括土地使用权41.78亿元、土地开发成本30.19亿元和代建市政工程项目成本38.13亿元，其中代建市政工程项目因南陵县国资委注入了25.45亿元代建项目资产而大幅增长。未来，随着项目结算进度推进，土地开发成本及代建市政工程项目成本仍能为公司提供较好的收入保障，但相关项目结算易受到政府资金安排及规划等因素影响而变现时间存在一定不确定性。当期土地使用权有所减少，主要系南陵县人民政府回收经开区4-12-5#地块，并按照原缴纳的出让金及税费1.06亿元向公司予以补偿，以及按照土地价款原价（2.05亿元）转让城东新区3-7-8#地块至南陵县生态旅游资产运营有限公司所致。此外，公司土地主要系通过出让取得，包括为商业住宅及工业用地等，公司对土地暂无开发计划。截至2023年末，账面价值3.81亿元的土地使用权尚未办妥产权证，占同期末土地使用权规模的9.13%；账面价值15.34亿元的土地使用权已用于借款抵押而受限，占同期末土地使用权规模的36.71%。

其他应收款方面，截至2023年末，公司其他应收款主要包括与政府及国有企业的往来款58.00亿元、

代收代付工程款1.05亿元，以及拆迁补偿款1.44亿元。从账龄来看，期末公司其他应收款主要集中于1年以内（47.00亿元，占比77.35%），但值得注意的是，5年以上其他应收款规模已达到5.21亿元（占比8.58%），该部分款项账龄已较长。应收账款方面，截至2023年末公司应收账款仍主要为应收南陵县财政局的土地整理熟化以及市政工程代建款项。总体看，公司应收款项规模较大，但考虑到公司应收对象主要为政府单位及区域内国有企业，回收风险整体可控，但资金回收具体时间易受欠款方资金安排而仍存在一定不确定性。

公司其他权益工具投资主要为对区域内企业的股权投资，主要包括芜湖市宜居投资（集团）有限公司、安徽南陵农村商业银行股份有限公司等，相关投资每年可产生一定的公允价值变动（计入其他综合收益），截至2023年末相关投资产生累计净利得为8.49亿元。

表9 2023年末公司前五大其他应收账款对象情况（单位：亿元）

单位名称	期末余额	占其他应收款总额的比例
南陵县财政局	30.12	51.00%
南陵县新农村土地整理综合开发有限公司（以下简称“新农村开发公司”）	15.75	26.67%
南陵县鑫谷国有资产运营公司	2.71	4.59%
南陵惠尔投资基金有限公司	2.57	4.35%
南陵县水利水电建设投资有限公司	1.48	2.51%
合计	52.63	89.13%

注：南陵惠尔投资基金有限公司由南陵县财政局持有全部股权。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他资产方面，2023年末公司货币资金为1.41亿元，其中1.00亿元因进行借款的定期存单质押担保而使用权受到限制，占比为70.88%，受限货币资金比例较高。投资性房地产为1.06亿元，系公司持有的房屋建筑物及相关土地使用权，以成本法进行后续计量，其中240.78万元未办妥产权证、0.58亿元因借款而进行了抵押。

表10 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	1.41	0.67%	3.02	1.65%
应收账款	22.58	10.77%	20.38	11.12%
其他应收款	59.05	28.17%	55.07	30.04%
存货	110.09	52.52%	85.97	46.90%
流动资产合计	193.15	92.15%	164.49	89.73%
其他非流动金融资产	--	--	3.08	1.68%
其他权益工具投资	14.87	7.09%	14.27	7.78%
投资性房地产	1.06	0.51%	1.14	0.62%
非流动资产合计	16.45	7.85%	18.83	10.27%
资产总计	209.61	100.00%	183.32	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司资产仍主要由土地使用权、土地开发成本、代建市政工程款项和应收政府及区域内国有企业的往来款等组成，其中公司土地使用权暂无开发计划，应收区域内政府及国有企业的往来款和账款以及土地开发成本和代建市政工程回款主要取决于委托方的资金安排，对公司资金形成较大占用。此外，公司部分资产使用权受到限制或尚未办妥产权证，进一步削弱了相关资产的变现能力。整体来看，公司资产流动性仍较差。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入仍基本全部来源于土地整理业务和市政工程代建业务，销售毛利率有所下降但仍尚可，政府补助提升了公司的利润水平

跟踪期内，公司营业收入仍基本全部来源于土地整理业务和市政工程代建业务，公司营业收入规模小幅增长。2023年，毛利率相对较低的市政工程代建业务规模超过毛利率相对较高的土地整理业务，成为公司第一大收入来源，受收入结构变动影响，公司销售毛利率下降至35.03%，主营业务盈利能力仍尚可。此外，当期南陵县财政局向公司拨付1.30亿元基础设施补助资金，提升了公司利润水平。

值得注意的是，2023年公司财务费用为1.29亿元，受益于公司债务规模下降，当期财务费用有所减少，但其规模仍较大，对公司盈利形成一定侵蚀。此外，当期计提了0.11亿元信用减值损失，主要来自于其他应收款，需关注相关款项后续回收情况。投资收益方面，近年公司投资收益波动较大，主要系2022年公司确认债务重组收益0.31亿元所致；2023年，因处置其他非流动金融资产¹形成一定投资亏损。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	12.05	11.95
营业利润	3.88	3.58
财务费用	1.29	1.50
其他收益	1.32	--
投资收益	-0.07	0.30
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.11	-0.06
利润总额	3.88	3.58
销售毛利率	35.03%	41.82%

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司负债及债务规模有所下降，负债仍集中于短期，债务仍以长期债务为主；公司现

¹ 系对芜湖县徽银城镇化一号基金（有限合伙）的投资。

金类资产对短期债务的保障程度有所弱化，面临一定的短期偿债压力

2023年，随着部分债务到期偿付，公司负债规模下降至年末的89.54亿元。负债结构方面，公司负债仍集中于短期，且随着部分长期债务重分类至一年内到期的非流动负债，期末流动负债占比进一步提升至85.52%。公司负债仍主要由应付款项及有息债务构成。

债务方面，截至2023年末公司总债务规模为13.93亿元，当期债务规模随着部分债务到期而有所下降。债务构成方面，期末公司债务仍主要由银行借款、应付债券及部分长期应付款构成。

银行借款基本为长期借款，主要合作银行为农业发展银行（1.18亿元，含一年内到期部分，到期日均为2032年1月）、徽商银行（8.93亿元，含一年内到期部分，到期日均为2028年12月）以及南陵农村商业银行（0.15亿元，到期日为2026年10月）。

应付债券为“17南陵债/PR南陵债”，因本期债券最后一期本金将于3.00亿元将于2024年9月到期偿付，故截至2023年末已全部重分类至一年内到期的非流动负债，本期债券票面利率为6.20%，融资成本相对较高。长期应付款中有息债务部分主要包括芜湖市皖江城市建设投资有限公司（以下简称“皖江城建”）对公司的借款，截至2023年末合计金额为1.61亿元，其中仅有0.58亿元被公司用于弋江分洪道工程建设需要承担本息，属于有息借款，但年化利率水平仅1.20%，利率水平较低，其余部分本息均无需公司承担。

经营性债务方面，截至2023年末公司应付账款为1.75亿元，系征地拆迁补偿款；其他应付款主要为68.89亿元与区域内国有企业的往来款项，其中主要包括应付南陵县城市更新运营有限公司（以下简称“城市更新公司”，11.52亿元）、南陵县龙池供水建设投资有限公司（11.38亿元）、新农村开发公司（11.37亿元）、南陵县鑫水水利建设投资有限公司（以下简称“鑫水水利”，9.21亿元）以及南陵县人居环境建设投资有限公司（5.71亿元），当期有所增长主要系与城市更新公司以及鑫水水利往来款增长所致。从期限结构来看，公司其他应付款账龄集中在一年内，占比为86.47%。以上款项债权人主要为南陵县财政局下属相关企业，相关款项的偿付具有一定的弹性。

表12 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
短期借款	0.01	0.01%	--	--
应付账款	1.75	1.96%	2.49	2.70%
其他应付款	70.35	78.57%	63.21	68.63%
一年内到期的非流动负债	3.70	4.13%	5.59	6.07%
流动负债合计	76.57	85.52%	71.70	77.84%
长期借款	9.64	10.77%	14.09	15.30%
应付债券	-	--	2.99	3.25%

长期应付款	3.33	3.71%	3.33	3.61%
非流动负债合计	12.97	14.48%	20.41	22.16%
负债合计	89.54	100.00%	92.11	100.00%
总债务	13.93	15.56%	23.25	25.25%
其中：短期债务	3.71	4.14%	5.59	6.07%
长期债务	10.22	11.41%	17.66	19.17%

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，受益于公司资本实力增强以及负债规模下降，截至2023年末公司资产负债率较2022年末下降7.52个百分点至42.72%，财务杠杆水平有所下降。

短期偿债指标方面，受货币资金规模下降影响，2023年末公司现金短期债务下降至0.38，现金类资产对短期债务的保障程度有所弱化，考虑到公司较大规模货币资金使用受限以及资产流动性整体较差，公司面临一定的短期债务偿付压力。2023年，公司EBITDA对利息的保障倍数提升至4.12，公司盈利对利息保障程度持续保持在较好水平。

2023年，受益于公司应收款项回款规模增长，公司经营活动产生的现金流净流入增长；同时，公司当期处置其他非流动金融资产，公司投资活动产生的现金流净流入较大。但当期公司偿还债务规模较大，导致筹资活动产生的现金流呈较大净流出，公司当期现金净流出规模较大。未来，公司将持续推进土地整理和市政工程代建项目，且随着债务到期，公司面临较大的资金压力，预计未来公司将增加对外融资和对外拆借。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	42.72%	50.24%
现金短期债务比	0.38	0.54
EBITDA 利息保障倍数	4.12	3.46

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，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表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司于2024年5月28日提供的《诚信、独立性、财务制度运营、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、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，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。

公司治理方面，通过公开资料查询，跟踪期内未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府及相关部门的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。根据公司于2024年4月发布的公告，公司总经理由吴上海变更为陈腾飞，该人员变动系正常人事调动，对公司的日常经营管理、生产经营和偿债能力无不利影响。总体而言，公司建立的治理结构和组织架构基本满足其日常经营需要。

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6月25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。此外，公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计为156.00亿元，占同期末净资产的比重为129.93%，虽然被担保方均为区域内国有企业，但考虑到公司对外担保规模很大，已超过净资产规模，且均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表14 截至 2023 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	是否有反担保
南陵县龙池供水建设投资有限公司	230,300.00	无
南陵县城市更新运营有限公司	222,200.00	无
南陵县惠民建设投资有限公司	170,100.00	无
南陵县产城建设发展有限公司	164,825.00	无
南陵县鑫水水利建设投资有限公司	157,975.00	无
南陵县乡村振兴投资有限公司	153,500.00	无
南陵县人居环境建设投资有限公司	149,590.00	无
南陵县生态旅游资产运营有限公司	103,110.00	无
南陵县水利水电建设投资有限责任公司	91,775.00	无
南陵县新农村土地整理综合开发有限公司	69,327.50	无
南陵县滨水水利资源开发有限公司	44,300.00	无
南陵县鑫谷国有资产投资运营管理有限责任公司	2,900.00	无
南陵县乡村振兴产业发展集团有限公司	100.00	无
合计	1,560,002.50	-

资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是南陵县政府下属重要企业，南陵县国资委直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南陵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）公司与南陵县人民政府的联系非常紧密。南陵县国资委持有公司全部股权，且对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本全部来源于南陵县人民政府，且近年来公司收到来自政府的外部支持力度较大，预计未来公司与南陵县人民政府联系将比较稳定。

（2）公司对南陵县人民政府非常重要。公司是南陵县土地整理和基础设施建设主体，最主要的目标是提供对南陵县社会和经济至关重要的市政基础设施建设，且在该方面对南陵县人民政府贡献很大。公司的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

安徽担保提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

本期债券由安徽担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。根据安徽担保出具的《担保函》，如公司不能按时足额兑付债券本息，安徽担保应主动承担担保责任，于兑付日前10个工作日将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。担保人承担保证责任的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内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，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15 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的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16 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17 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18 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

跟踪期内，公司仍是南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，公司实控人仍是南陵县国资委。截至2023年末，公司主要在建土地整理业务和主要在建代建和安置房项目尚需投资规模较大，且公司存货中土地开发成本和代建工程项目成本亦较大，公司土地整理和市政工程代建业务持续性较好，此外，作为南陵县重要的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内公司在资产注入以及政府补助等方面得到当地政府较大力度的支持，较大程度提升了公司资本实力及当年的利润水平。且安徽担保提供的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。同时，中证鹏元关注到公司资产流动性仍较差，面临较大的投融资压力以及一定的短期偿债压力，亦面临较大的或有负债风险。

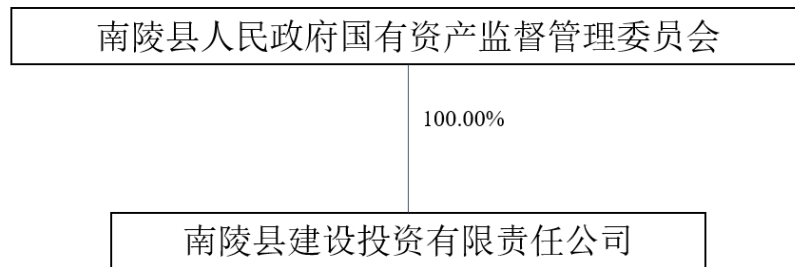
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17南陵债/PR南陵债”的信用等级为AAA。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.41	3.02	2.54
应收账款	22.58	20.38	16.79
其他应收款	59.05	55.07	49.48
存货	110.09	85.97	86.47
流动资产合计	193.15	164.49	155.33
固定资产	0.10	0.10	0.003
其他权益工具投资	14.87	14.27	14.03
长期股权投资	0.37	0.22	0.09
投资性房地产	1.06	1.14	1.23
非流动资产合计	16.45	18.83	18.41
资产总计	209.61	183.32	173.74
短期借款	0.01	--	--
应付账款	1.75	2.49	5.58
其他应付款	70.35	63.21	50.12
一年内到期的非流动负债	3.70	5.59	5.63
流动负债合计	76.57	71.70	61.35
长期借款	9.64	14.09	14.91
应付债券	0.00	2.99	5.98
长期应付款	3.33	3.33	3.29
非流动负债合计	12.97	20.41	24.19
负债合计	89.54	92.11	85.54
所有者权益	120.07	91.21	88.20
营业收入	12.05	11.95	10.98
营业利润	3.88	3.58	2.49
其他收益	1.32	--	0.37
投资收益	-0.07	0.30	0.00
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.11	-0.06	-0.32
利润总额	3.88	3.58	2.50
经营活动产生的现金流量净额	9.19	8.45	8.99
投资活动产生的现金流量净额	2.37	-0.34	-0.08
筹资活动产生的现金流量净额	-13.17	-8.54	-7.21
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	35.03%	41.82%	42.04%
资产负债率	42.72%	50.24%	49.23%
短期债务/总债务	26.64%	24.05%	20.77%
现金短期债务比	0.38	0.54	0.45
EBITDA（亿元）	5.23	5.17	4.61
EBITDA 利息保障倍数	4.12	3.46	2.29

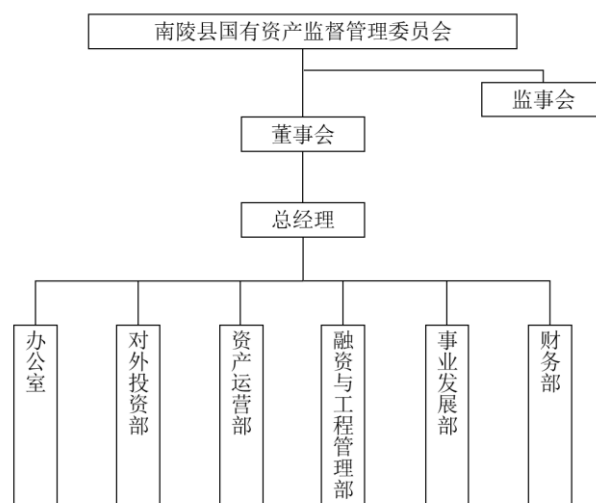
资料来源：公司 2021-2023 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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

附录五 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。