



2017年第一期、2018年第一期桐城市建设 投资发展有限责任公司城市停车场建设专 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年第一期、2018年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券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
PR 桐建 01/17 桐建设专项债 01	AAA	AAA
PR 桐建 02/18 桐建设专项债 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：近年桐城市经济总量及一般公共预算收入持续增长，且经济总量在安庆市各区县中居于首位；桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“桐城建设”或“公司”）仍是桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，业务持续性较好，且获得外部支持的力度仍较大，同时，保证担保仍可有效提升相关债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产中的项目建设成本、土地使用权等难以即时变现，资产受限规模较大，整体资产流动性较弱，因项目建设而面临较大的资金支出压力，且短期流动性缺口凸显、债务压力较大，并存在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，我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024年07月22日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：鲍应洁
baoyj@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	148.31	143.84	134.29
所有者权益	66.46	69.35	68.33
总债务	67.82	60.70	58.20
资产负债率	55.19%	51.79%	49.12%
现金短期债务比	0.07	0.28	0.67
营业收入	8.16	8.71	8.65
其他收益	1.20	1.23	1.15
利润总额	0.89	1.02	1.07
销售毛利率	17.55%	5.34%	6.52%
EBITDA	3.15	2.25	2.03
EBITDA 利息保障倍数	1.33	1.00	1.22
经营活动现金流净额	7.66	2.40	11.60

注：在计算 EBITDA 利息保障倍数时，公司利息支出扣除了政府贴息补助部分。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **桐城市经济总量及一般公共预算收入保持增长，且经济总量位居安庆市各区县首位。**桐城市隶属于安庆市，近年来重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，地区经济实力稳步提升，2023年桐城市GDP为467.37亿元，GDP总量在安庆市10个区县中仍位居首位。2021-2023年桐城市一般公共预算收入持续增长。
- **公司在建基础设施及保障房项目规模较大，业务持续性仍较好。**公司仍是桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，截至2023年末，公司主要在建市政基建及保障房项目尚需投资额较大，存货中的市政基础设施项目、保障房项目等投入成本较大，未来业务收入有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2023年公司获得桐城市人民政府的市政基础设施项目补助收入1.20亿元、贷款利息补贴1.38亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升相关债券信用水平。**经中证鹏元评定，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“PR桐建01/17桐建投专项债01”的信用水平；重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）主体信用等级为AA+，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“PR桐建02/18桐建投专项债01”的信用水平。

关注

- **公司资产中应收款项回收时间不确定、项目建设成本等难以即时变现，受限资产比例较高，整体资产流动性较弱。**2023年末公司3年以上账龄的其他应收款占比高达63.47%，对营运资金形成较大占用，项目建设成本、土地使用权等即时变现能力较弱，资源开采权由于尚处于项目前期阶段收益仍较低。2023年末公司受限资产占比达41.08%，整体来看公司资产流动性较弱。
- **在建项目尚需投入较多资金且债务规模较大，公司仍面临较大的项目资金支出压力和债务压力。**截至2023年末，公司在建基础设施和房地产项目仍需较大规模投入，存在较大的项目资金支出压力，随着项目建设推进和债务滚续，公司对外融资规模不断扩大，短期债务占比偏高、现金短期债务比较低，短期流动性缺口凸显、债务压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保金额较大，占同期末所有者权益比例达68.03%，担保对象均为当地国有企业，但未设置反担保措施；截至2024年3月末，公司涉及0.61亿元的诉讼，诉讼结果存在不确定性。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
桐城建投	桐城市重要的基础设施建设主体	148.31	66.46	8.16
经开建投	桐城经开区重要的基础设施建设主体	117.46	51.43	4.36

注：经开建投为“桐城经开区建设投资集团有限公司”的简称，以上各指标均为2023年末/度数据。

资料来源：Wind、公司提供，中证鹏元整理

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	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					a
外部特殊支持					3
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

- 公司是桐城市重要的基础设施及保障房建设主体，公司董事及高管由桐城市人民政府任命，桐城市人民政府对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权，近年来政府持续给予公司较大力度支持，预计未来公司与政府联系比较稳定，综合来看公司与桐城市人民政府的联系非常紧密；公司为当地提供基础设施、保障房建设等公共产品和服务，对政府贡献很大，且公司已经发债，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响，综合来看公司对桐城市人民政府非常重要。因此，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桐城市人民政府提供特殊支持的意愿极其强。同时，桐城市交通条件较为便利，经济总量在安庆市 10 个区县中排名第一，GDP 和一般公共预算收入近年来持续增长，中证鹏元认为桐城市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
PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01	4.00	0.80	2023-06-07	2024-12-18
PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01	8.00	3.20	2023-06-07	2025-07-23

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12月发行4亿元7年期PR桐建01/17桐建投专项债01，于2018年7月发行8亿元7年期的PR桐建02/18桐建投专项债01，两期债券募集资金均计划用于桐城市停车场项目¹的建设和补充营运资金；截至2024年1月3日，债券募集资金专项账户余额为1.82万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本14.98亿元，控股股东仍为安徽文都控股集团有限公司（以下简称“文都控股”），实际控制人仍为桐城市国有资产管理中心，股权结构图见附录二。

公司是桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，跟踪期内业务仍然以基础设施建设和房地产销售为主。2023年公司合并报表范围新增5家子公司，无子公司减少情况，详见表1。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共11家（详见附录四）。

表1 2023年公司合并报表范围增加情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
安徽同辰工程科技信息咨询有限公司	100.00%	工程咨询、招标代理	设立
桐城市文都地质与空间信息技术服务有限公司	100.00%	勘查服务	设立
安徽同远生态农业科技发展有限公司	100.00%	河道采砂；建设工程施工	设立
安徽同远新能源科技发展有限公司	100.00%	电子产品销售	设立
桐城市出彩传媒文化发展有限责任公司	80.00%	互联网信息服务	无偿划拨

资料来源：公司2023年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

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

¹ 该项目收益方式实际为由政府回购。

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。

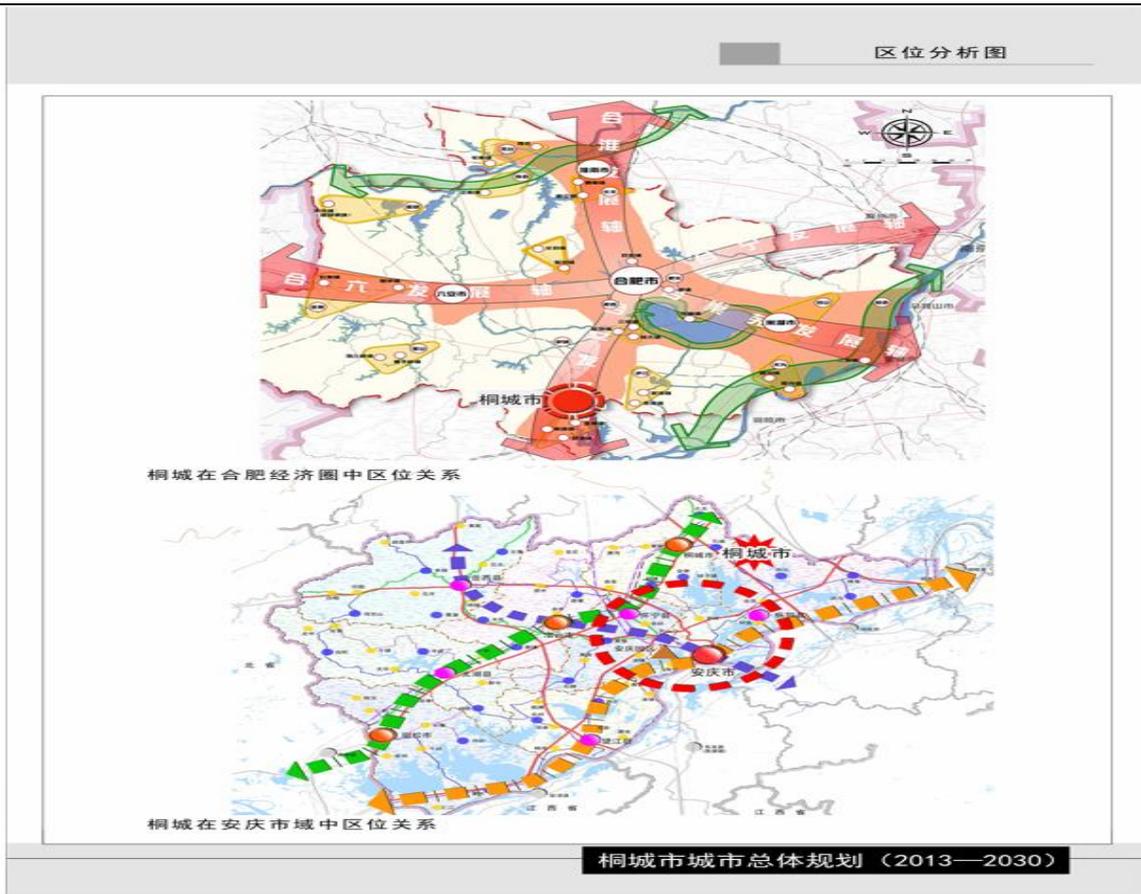
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

桐城市为安庆市下辖县级市，交通较为便捷，近年桐城市重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，地区经济总量与一般公共预算收入保持增长，但区域政府债务规模增长较快

区位特征：桐城市隶属于安庆市，交通较为便捷。桐城市位于安徽省中部，为安庆市下辖县级市，是皖江城市带承接产业转移示范区的前沿阵地和合肥经济圈南翼门户城市。桐城市交通较为便捷，是皖西南的交通枢纽和承东启西的通衢之地，大京九（北京至九龙）铁路东侧分流线合九（合肥至九江）铁路、烟台至汕头206国道纵贯市境南北，沪蓉高速公路贯穿全境，并在城东设有出入口，合安高铁在桐城设有桐城东站、桐城南站，德上、岳武高速桐城段已经全线开工；合肥、安庆机场和安庆港毗邻市境；水运可由菜子湖过枞阳船闸直达长江。桐城市下辖1个国家级桐城经济技术开发区（以下简称“桐城经开区”）、12个镇和3个街道，2022年末桐城市常住人口59.0万人，比2010年减少7.46万人，人口总体呈现流出态势。

图1 桐城市总体规划图



资料来源：桐城市政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：2023年桐城市GDP总量位居安庆市10个区县中首位，投资及消费拉动区域经济持续增长。近三年桐城市地区生产总值保持增长，GDP在安庆市下辖10个区县中排名第一，2023年人均GDP为同期全国人均GDP的88.65%。2021-2023年桐城市固定资产投资保持高速增长，是经济增长的重要驱动力，但2023年桐城市房地产开发投资同比下降27.6%、房屋施工面积同比下降47.0%、商品房销售额同比下降1.1%，房地产市场呈下行态势。桐城市社会消费品零售总额持续增长，2023年，在限额以上企业（单位）批发零售业零售额中，食品饮料类、烟酒类、汽车类产品同比增长较快，消费发展态势良好。桐城市对外贸易规模相对较小，2023年进出口总额同比增长17.7%，其中出口同比增长25.1%。

表2 2023年安庆市部分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	5.5%	7.92	23.66	10.30
怀宁县	353.40	4.9%	7.15	17.25	17.10
宿松县	273.60	6.2%	4.49	11.67	9.80
迎江区	267.10	5.7%	9.44	20.33	0.18
潜山市	244.66	5.2%	5.56	12.10	7.64
太湖县	217.78	5.5%	5.05	9.34	2.28

宜秀区	162.90	6.3%	5.14	12.29	-
岳西县	137.20	5.6%	4.26	9.20	8.11

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，常住人口为 2022 年末常住人口数。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 桐城市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）	467.37	5.5%	452.00	4.5%	419.10	6.2%
固定资产投资	-	9.7%	-	10.2%	-	12.9%
社会消费品零售总额	173.3	7.9%	160.6	4.5%	153.7	16.1%
进出口总额 （亿美元）	2.59	17.7%	-	-	-	-
人均 GDP（元）	79,215.25		76,610.17		70,436.97	
人均 GDP/全国人均 GDP	88.65%		89.40%		86.98%	

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，2023 年人均 GDP 使用 2022 年末常住人口数据；2023 年进出口数据统计范围为 1-11 月。

资料来源：桐城市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：近年桐城市重点发展机电装备和绿色包装两大首位产业，着力提升节能环保、新一代电子信息产业等新兴产业。近年桐城市深入参与长三角和合肥都市圈产业分工合作，重点聚焦首位产业，全面引导绿色包装产业转型升级，提升机电装备产业集聚水平，做强做优产业链。着力提升节能环保、新一代电子信息产业等新兴产业，构建战略性新兴产业梯次推进格局。2023年，桐城市规上工业增加值下降 2.8%，其中大中型工业企业下降31.0%；新兴产业高速发展，战新产业产值增长 13.8%，全年新增战新企业10家，现有战新产业企业104家，其中中国轩新能源、润藤电缆、中建材浚鑫、中建材四家企业产值占全战新产值1/2以上。

发展规划及机遇：桐城市计划深度融入长三角一体化高质量发展，到2035年基本实现“新四化”和基本建成现代化经济体系。根据《桐城市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》，桐城市计划深度融入长三角一体化高质量发展，到2035年力争实现全市经济实力、科技实力、综合实力跨上新台阶，人均地区生产总值达到长三角平均水平，建成全省知名、全国有影响力的优质产业集聚区、智慧县域样板区、文旅体验优选区，基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化“新四化”，基本建成现代化经济体系。

财政及债务水平：桐城市一般公共预算收入保持增长，但财政自给率偏低，地方政府债务规模增长较快。近年桐城市一般公共预算收入稳定增长，2022年税收收入占比同比下降较多，收入质量一般，财政自给程度偏低，2023年财政自给率仅为36.97%。2023年全市实现政府性基金收入10.30亿元，主要是受到房地产市场下行影响土地出让金收入同比大幅下降所致。区域债务方面，2021-2023年间桐城市政府债务余额持续增长。

表4 桐城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	23.66	22.28	19.69
税收收入占比	68.02%	67.36%	84.21%
财政自给率	36.97%	36.58%	34.21%
政府性基金收入	10.30	17.06	10.16
地方政府债务余额	95.99	84.36	74.09

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：2021-2022 桐城市预算执行情况、桐城市 2024 年政府预算公开，中证鹏元整理

基础设施投资类企业：截至 2023 年末，桐城市公开发债的基础设施投资企业共有 2 家，包括市本级 1 家、桐城经开区 1 家。桐城建投主要负责桐城市基础设施和保障房建设等业务；经开建投主要负责桐城经开区内的基础设施和保障房建设等业务。

表5 桐城市主要基础设施投资类企业情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
桐城建投	文都控股	66.46	55.19%	8.16	67.82	桐城市重要的基础设施建设主体
经开建投	桐城经济技术开发区管理委员会	51.43	56.22%	4.36	43.45	桐城经开区重要的基础设施建设主体

注：财务数据为 2023 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司职能定位未发生变化，仍是桐城市基础设施及保障房建设的重要主体，主要负责桐城市除桐城经开区以外范围的市政基础设施和保障房建设业务，业务可持续性较好，区域竞争力较强，同时公司还从事砂石开采、智慧农业等市场化业务

2023年公司收入整体有所下降，其中基础设施建设业务收入下降较多，房地产销售收入大幅增加。公司毛利润主要来自基础设施建设和房地产销售，受益于高毛利率的房地产销售业务占比增加等因素，2023年公司销售毛利率提高至17.55%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	4.02	49.22%	15.25%	7.58	86.96%	15.25%
房地产销售	2.63	32.20%	27.17%	0.30	3.47%	20.44%
砂石开采	0.74	9.03%	-33.99%	0.51	5.88%	-34.46%
智慧农业	0.13	1.60%	-41.36%	0.11	1.23%	-65.13%
劳务代理	0.01	0.17%	0.78%	0.07	0.84%	0.79%
其他	0.64	7.78%	64.57%	0.14	1.62%	-358.28%

合计	8.16	100.00%	17.55%	8.71	100.00%	5.34%
----	------	---------	--------	------	---------	-------

注：其他收入主要为租金收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司仍是桐城市主要的基础设施建设主体，业务集中在除桐城经开区以外的桐城市范围内，2023年代建业务收入降幅较大；公司在建项目规模仍较大，业务持续性较好，但收入规模及回款进度存在不确定性

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变更，公司仍是桐城市基础设施的重要建设主体。公司就基础设施项目建设与桐城市人民政府签订《城市基础设施项目委托代建协议》，每年根据工程项目建设进度的需要向桐城市政府申请支付建设工程款，并于每年的12月份以市政府审核确认的工程价款另加一定比例的代建管理费作为结算总价款。

受项目建设进度及结算安排等影响，2023年公司基础设施建设业务收入有所下降，业务毛利率仍保持稳定。截至2023年末，公司主要在建基础设施项目预计总投资23.84亿元，尚需投资5.88亿元，在建项目总规模较大，业务持续性较好，但公司亦面临一定的项目资金支出压力，且业务收入规模及资金回款易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策等因素影响。

表7 截至2023年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
桐城市停车场	12.03	10.36	1.67
合安高铁项目	2.94	2.76	0.18
文化活动中心	0.50	0.41	0.09
兴尔旺菜市场	0.08	0.07	0.01
融媒体中心	0.42	0.39	0.03
建设局项目	0.68	0.61	0.07
体育中心	3.60	3.26	0.34
同安消防站	0.09	0.06	0.03
和平污水处理厂	3.50	0.04	3.46
合计	23.84	17.96	5.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产销售业务

公司仍负责桐城市除桐城经开区外其他区域的保障房建设业务，业务垄断性较强，但保障房在建项目规模较小，存货中仍有部分已完工保障房项目；此外公司还开展了商品房销售业务，目前商品房销售进度一般，需关注房地产市场行情对商品房销售的影响

公司保障房业务模式未发生变化，仍由子公司桐城市住宅建设有限公司（以下简称“住宅建设公司”）负责运营，业务范围为桐城市除桐城经开区外的其他区域，项目分为政府代建和市场化运作两类。政府代建部分保障房项目参照《城市基础设施项目委托代建协议》，公司作为桐城市人民政府的代建主

体，由桐城市人民政府根据回迁户购买的安置房及商铺数量确定代建数量，并将确认的结算价款作为公司代建业务的部分收入。公司通过出让方式获得建设用地，项目建成后按政府指导价格出售给回迁住户，少量剩余部分按照市场价格公开出售给普通购房者，构成公司的保障房销售收入。此外，公司还开展了市场化运作的商品房销售业务，公司通过招拍挂方式取得土地使用权，并自行开发建设商品房项目进行市场化销售。

截至2023年末，公司主要在建房地产项目总投资11.03亿元，尚需投资4.13亿元，其中在建保障房规模较小，考虑到存货中仍有部分已完工保障房，公司保障房业务持续性尚可。2023年公司房地产销售收入规模同比大幅增加，收入均来源于商品房盛唐翰林府项目，业务毛利率较高。公司在建的商品房项目盛唐翰林府可售面积71,528.98平方米，截至2023年末已售24,084.32平方米，预计未来仍可为公司带来一定的收入，但目前房地产行情较为低迷，项目销售进度仍一般，需关注房地产市场波动带来的风险。

整体来看，2023年末公司主要在建基础设施及房地产项目共需投资10.01亿元，未来面临较大的项目资金支出压力。

表8 截至2023年末公司主要在建房产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	预计总投资	累计已投资	尚需投资
盛唐南路小区	政府代建	3.20	2.59	0.61
幸福春天保障房小区 EPC 项目	政府代建	1.23	0.18	1.05
小计	-	4.43	2.77	1.66
盛唐翰林府	商品房	6.60	4.13	2.47
合计	-	11.03	6.90	4.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）砂石开采等其他业务

公司开展了砂石开采、智慧农业等市场化业务，丰富了公司收入来源

砂石开采业务由子公司桐城市同远资源开发有限公司（以下简称“同远资源”）负责运营，同远资源已购买桐城市多处矿产、砂石等资源开采权并进行开采销售。公司于2021年通过公开招标取得的土石方资源和河道沙石开采权14.31亿元、2022年通过公开招标取得的地下弃砂经营权11.59亿元。2023年公司通过公开挂牌竞价方式以8.42亿元取得桐城市刘崖矿区建筑用花岗岩矿采矿权，该矿产可采资源量10,073.31万吨，出让期限22.5年（含基建期2年），该花岗岩矿尚未产生收入。2023年公司砂石开采收入0.74亿元，由于项目尚处于前期阶段，所需投入较多，业务仍处于亏损状态。

智慧农业业务由子公司凯盛桐城现代智慧农业有限公司（以下简称“凯盛智慧”）运营，凯盛智慧以桐城现代智慧农业产业园为种植基地，主要种植番茄等农作物，每年生产番茄约2,000吨，运营模式为通过线上和线下等多种销售渠道进行销售。2023年公司智慧农业业务收入增加至0.13亿元，由于厂房、设备折旧费用较高，业务仍处于亏损状态。2023年末公司在建工程中“智慧农业产业园EPC二期”项目账面价值为0.88亿元，未来完工后能为公司增加农作物销售等智慧农业收入，但运营情况受农产品销售

市场行情等因素影响。

公司将自有房产对外进行出租，2023年实现租赁收入0.53亿元，同比大幅增加主要是由于公司将原闲置未出租的房产统一交由第三方出租。

2023年公司继续获得较大力度的外部支持

根据《桐城市人民政府关于给予安徽文都控股集团有限公司下属子公司政府补贴的通知》，2023年公司获得政府补贴2.58亿元，其中1.38亿元用于贷款利息补助，直接冲减财务费用，1.20亿元作为市政建设专项补助，计入其他收益，提升了公司的利润水平。

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亚太（集团）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年审计报告、经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增5家子公司，截至2023年末，公司合并范围内共有11家子公司。

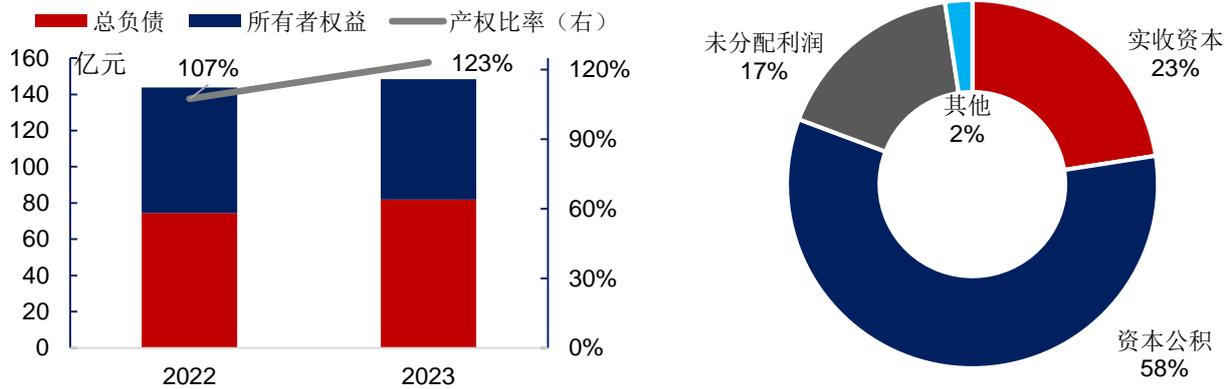
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模略有增加，资产仍以应收款项、土地使用权、项目建设成本、资源开采权为主，上述资产难以集中变现，且资源开采由于尚处于前期阶段所产生的收益较少，公司资产受限比例较高，整体资产流动性较弱

2023年末，随着负债的规模扩大公司资产规模有所上升，但所有者权益规模略有下降，主要是由于补缴前期划入房产资金及土地出让金导致资本公积规模下降。在负债和所有者权益的综合影响下，公司产权比率有所提高，所有者权益对负债的保障程度进一步下降。从结构来看，2023年末公司所有者权益主要为政府以资产注入形成的资本公积，其次为实收资本和未分配利润。

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

公司资产仍以应收款项、存货（土地使用权、基建项目及保障房投入成本等）和无形资产（资源开采权）为主，2023年末上述资产占公司总资产的80.07%。

公司应收款项规模较大，2023年末公司应收账款中对桐城市人民政府的应收代建款项19.42亿元，占比99.59%；其他应收款主要为与当地企业及国企等单位的往来款，2023年规模变化不大，但3年以上账龄的其他应收款占比高达63.47%。整体来看，公司应收款部分款项账龄较长，回收时间具有不确定性，对资金形成较大占用。公司存货主要仍由土地使用权、项目开发成本、市政基础设施构成，2023年末土地成本22.06亿元，均为出让地，已取得土地证并缴纳土地出让金，土地用途主要为商住、住宅用地；开发成本和市政建设基础设施分别为12.69亿元、10.81亿元，主要是对安置房、市政代建项目的投入成本；开发产品7.14亿元，主要为已完工的文昌苑安置房及政府划转的安置房项目。截至2023年末，公司无形资产合计33.62亿元，其中资源开采权33.56亿元，2023年新增8.42亿元采矿权，但目前产生收益相对较少。

截至2023年末，公司货币资金主要为银行存款，有0.10亿元商品房按揭贷款保证金使用受限，受限规模较小。截至2023年末，公司投资性房地产主要用于对外出租，其中有6.07亿元房产系政府划入的办公楼及商铺，其他主要为购入或自建的住宅及商业房产。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限的资产规模合计达60.92亿元，占同期末总资产的41.08%，资产受限比例高，受限资产主要是因借款而被抵押或质押的无形资产、存货及应收账款。

表9 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	1.73	1.16%	2.85	1.98%
应收账款	19.40	13.08%	20.46	14.23%
其他应收款	13.00	8.77%	12.44	8.65%
存货	52.72	35.55%	55.19	38.37%
流动资产合计	87.90	59.26%	92.43	64.26%
投资性房地产	14.49	9.77%	14.28	9.93%

无形资产	33.62	22.67%	25.96	18.05%
非流动资产合计	60.42	40.74%	51.41	35.74%
资产总计	148.31	100.00%	143.84	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

公司2023年营业收入有所下降，但是销售毛利率有所提高，政府补助对利润贡献仍然很大

公司是桐城市重要的基础设施建设和保障房建设主体，2023年基础设施建设业务收入和房地产销售收入仍为公司收入的主要来源，其中基础设施建设收入同比有所下降，房地产销售收入增加较多，考虑到公司目前在建基础设施以及房地产项目较多，预计未来收入持续性较好。毛利率方面，受益于高毛利率的房地产销售业务收入大幅增加，2023年公司毛利率有所提高。

作为桐城市重要的基础设施建设主体，公司持续获得政府给予的财政补助。2023年公司确认政府补助收入2.58亿元（包括财政贴息1.38亿元和计入其他收益财政补助1.20亿元），占同期公司利润总额比重很大，有效提升了公司利润水平。此外，2023年公司因投资性房地产评估增值实现0.23亿元公允价值变动收益，但需要注意的是公允价值变动收益属于非经营性损益，可持续性较弱。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	8.16	8.71
营业利润	0.89	1.02
其他收益	1.20	1.23
公允价值变动收益	0.23	-0.19
财政贴息	1.38	1.00
利润总额	0.89	1.02
销售毛利率	17.55%	5.34%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年末公司总债务规模同比有所增加，仍以长期债务为主，现金类资产对短期债务覆盖程度很低、EBITDA利息保障倍数有所提升，公司短期债务压力凸显、整体债务负担较重

随着项目建设持续投入和债务滚续，公司对外融资规模进一步扩张，整体债务规模仍较大。从期限结构上来看，截至 2023 年末，公司短期债务 23.00 亿元，占总债务比例 33.91%，短期债务占比明显提高且处于较高水平，公司面临较大的短期集中兑付压力。从债务构成来看，公司债务以银行借款为主，债券发行及其他融资为辅。公司的银行借款主要为保证借款，其中短期借款主要为省内农商行提供的流动资金贷款，长期借款主要为中国农业银行、徽商银行等机构提供的项目贷款，银行借款成本在 2.90%-6.10%之间。债券方面，截至 2023 年末公司存续债券票面余额 16.00 亿元，包括 10.00 亿元定向工具、

4.00 亿元企业债和 2.00 亿元私募债，票面利率在 3.85%-7.50%之间。其他融资主要为租赁等非标融资及非金融机构借款，融资成本在 4.05%-9.50%之间，成本相对较高。

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
短期借款	2.08	2.54%	1.82	2.44%
应付账款	0.29	0.35%	0.12	0.16%
其他应付款	13.21	16.14%	12.23	16.41%
一年内到期的非流动负债	20.24	24.72%	7.44	9.98%
流动负债合计	36.63	44.75%	23.05	30.94%
长期借款	32.39	39.57%	28.57	38.35%
应付债券	3.50	4.28%	15.77	21.17%
长期应付款	8.93	10.91%	7.10	9.54%
非流动负债合计	45.23	55.25%	51.44	69.06%
负债合计	81.85	100.00%	74.49	100.00%
总债务	67.82	82.86%	60.70	81.48%
其中：短期债务	23.00	28.10%	9.26	12.42%
长期债务	44.83	54.76%	51.44	69.06%

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，随着债务规模增长，公司资产负债率有所上升。而由于现金类资产减少，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力进一步下降至很低水平，EBITDA对利息的覆盖程度有所提升。截至 2023年末，公司在银行授信总额度为59.36亿元，剩余6.25亿元可用额度，考虑到公司在建项目尚需投入较大规模资金，资产流动性较弱且受限资产占比较高，整体来看公司财务弹性较弱，面临较大的债务压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	55.19%	51.79%
现金短期债务比	0.07	0.28
EBITDA 利息保障倍数	1.33	1.00

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 表现对持续经营和信用水平未产生重大负面影响

环境和社会方面，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》，公司过去一年，不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放和废弃物排放等情况而受到相关部门的处罚，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《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《桐城市建设投资发展有限责任公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据章程，公司设董事会并设董事长 1 人，董事会成员由股东提名候选人，经股东会选举产生；公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘；公司设监事会，监事会主席 1 人。实际上，公司董事及高管均由桐城市人民政府发文任命。

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，公司本部（查询日：2024年4月19日）及控股股东文都控股（查询日：2023年4月19日）均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，公司对外担保金额45.21亿元，占同期末所有者权益的68.03%，担保规模较大，担保对象均为当地国有企业，但未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

根据《桐城市建设投资发展有限责任公司涉及重大诉讼的公告》，安庆市第一建筑安装工程公司（以下简称“安庆一建”）就公司尚欠工程款、建材差价及利息向桐城市人民法院提起诉讼，要求公司支付合计0.61亿元。2022年4月11日，桐城市人民法院认为安庆一建的诉讼请求缺乏事实依据，判决驳回安庆一建的诉讼请求。此后，安庆一建向安庆市中级人民法院提出上诉，安庆市中级人民法院认为一审判决认定事实不清，裁定撤销一审判决，发回桐城市人民法院重审，目前该案件已进入重审阶段，不涉及执行。截至2024年3月末，上述案件尚未重审完毕，结果存在不确定性，若最终判决公司败诉，公司需承担相应金额的赔偿。

八、债券偿还保障分析

兴农担保为“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”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债券的信用水平

兴农担保针对“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”存续期间，若公司未能按期还本付息，兴农担保将在

上述保证担保范围内对“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“重庆水务环境控股集团有限公司”，以下简称“重庆水务”）共同发起设立，并分别按照6：2：2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2023年末，兴农担保注册资本为85.90亿元，实收资本为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为69.28%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至2023年末，兴农担保担保余额为802.69亿元，同比增长17.99%，其中融资担保余额占比由2020年的97.25%下降至88.97%。

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，截至2023年末，兴农担保直接融资担保业务余额为575.46亿元，同比增长15.56%。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等16个省级行政区，主体信用级别通常在AA-及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。另外，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，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定的业务转型压力。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至2023年末，兴农担保本部间接融资担保余额138.68亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以AA级主体担保、应收账款质押、资产抵押等组合担保方式为主。

表13 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
期末担保余额	802.69	680.31	659.80

其中：融资担保余额	714.15	600.33	623.75
直接融资担保余额	575.46	497.98	540.19
间接融资担保余额	138.68	102.35	83.56
非融资担保余额	88.55	79.98	36.05
融资担保责任余额	643.10	539.22	554.11
融资担保责任余额放大倍数 (X)	6.02	8.20	8.67

资料来源：兴农担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2023 年兴农担保本部当期担保代偿额为 2.06 亿元，当期担保代偿率为 0.63%。截至 2023 年末，兴农担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 4.02 亿元、25.26 亿元和 1.61 亿元，担保风险准备金合计为 30.89 亿元，同比增长 2.12%；拨备覆盖率为 680.40%，处于较高水平。

表14 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	207.19	183.34	183.04
其中：货币资金	50.07	44.11	41.58
应收代偿款净额	4.54	8.37	10.14
所有者权益合计	123.46	96.37	94.54
营业收入	13.61	12.51	13.13
其中：已赚担保费	9.58	9.47	9.87
利息收入	1.78	2.14	2.55
投资收益	1.43	0.46	0.36
净利润	3.75	3.19	2.07
净资产收益率	2.87%	3.34%	2.11%
当期担保代偿率*	0.63%	0.84%	2.86%
累计担保代偿率*	1.68%	2.07%	2.59%
拨备覆盖率	680.40%	361.43%	276.43%

资料来源：兴农担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，兴农担保的资产总额为 207.19 亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 65.30 亿元、50.07 亿元、56.57 亿元和 4.54 亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括 37.51 亿元结构性存款和 7.09 亿元基金投资，基金投资主要系债权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。截至 2023 年末，兴农担保其他应收款项为 5.26 亿元，其中对重庆市鑫昌调味品销售有限公司其他应收款账面余额为 8.59 亿元，已计提坏账准备 4.50 亿元，考虑该部分款项账龄时间较长，回收不确定性较大，后续仍面临较大的减值风险。截至 2023 年末，兴农担保应收代偿款账面余额为 12.31 亿元，已计提减值准备 7.78 亿元，账面价

值为 4.54 亿元，同比下降 45.46%。截至 2023 年末，兴农担保本部 I、II 级和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 45.52%、30.56%和 25.21%，I 级资产占比较高，资产流动性尚可。

截至 2023 年末，兴农担保的负债为 83.73 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为 25.26 亿元、4.02 亿元、6.20 亿元、5.23 亿元和 36.19 亿元。

截至 2023 年末，兴农担保的所有者权益为 123.46 亿元，实收资本为 85.90 亿元，资本公积为 18.10 亿元，资本实力较强。2023 年末兴农担保融资担保责任余额放大倍数为 6.02，较 2022 年有一定程度下降。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2023 年兴农担保实现营业收入 13.61 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 71.71%。2023 年兴农担保计提信用减值损失 2.28 亿元，同比小幅下降。2023 年兴农担保实现净利润 3.75 亿元，当期净资产收益率为 2.87%，同比下降 0.47 个百分点。

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长。同时中证鹏元也关注到，兴农担保部分客户资质稍弱，代偿规模相对较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，面临一定减值压力。

经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，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“PR 桐建 01/17 桐建投专项债 01”的信用水平。

进出口担保为“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”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债券的信用水平

进出口担保针对“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”存续期间，若公司未能按期还本付息，重庆进出口担保将在上述保证担保范围内对“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

进出口担保成立于 2009 年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）共同出资组建，初始注册资本 10.00 亿元，渝富资产和进出口银行分别持股 60% 和 40%。受益于 2010 年股东同比例增资以及 2014 年以来四次未分配利润转增股本，截至 2017 年末，进出口担保注册资本增至 30 亿元。2018 年，渝富

资产将持有的进出口担保60.00%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2023年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，股权结构如下表所示。

表15 截至 2023 年末进出口担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	18.00	60.00%
中国进出口银行	12.00	40.00%
合计	30.00	100.00%

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。受进出口担保压缩金融科技贷款担保业务的影响，2023年进出口担保业务规模有所下降，截至2023年末，进出口担保的担保余额为357.61亿元，同比下降12.55%，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为54.05%和33.27%，近年业务结构基本保持稳定。

表16 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	341.54	610.32	623.64
其中：直接融资担保发生额	96.39	108.90	8.90
间接融资担保发生额	177.56	432.56	460.46
其中：银行传统贷款担保业务发生额	33.27	22.91	20.67
金融科技贷款担保业务发生额	144.29	397.25	391.49
非融资担保发生额	67.58	68.84	82.14
当期解除担保额	392.87	561.59	598.17
期末担保余额	357.61	408.94	360.21
其中：直接融资担保余额	193.29	213.75	167.13
间接融资担保余额	118.97	152.79	168.41
其中：银行传统贷款担保业务余额	52.85	37.13	35.70
金融科技贷款担保业务余额	66.12	104.67	88.29
非融资性担保余额	45.34	42.40	24.67
期末融资担保责任余额	269.04	330.79	311.17
融资担保责任余额放大倍数（X）	6.21	7.98	7.80

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，进出口担保一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。截至2023年末，进出口担保的直接融资担保余额为193.29亿元，同比下降9.57%。随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策落地实施，未来进出口担保直接融资担保业务规模或将继续下降，担保业务结构面临一定转型压力。

进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款产品担保。近年来银行传统

贷款担保业务保持增长，截至2023年末为52.85亿元，同比增长42.34%。金融科技类贷款担保业务主要包括为“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等产品提供担保，该类贷款产品全部为信用贷款，代偿风险偏高，近年来进出口担保逐步压缩该类业务规模，截至2023年末，金融科技贷款产品担保余额为66.12亿元，同比下降36.83%。

进出口担保非融资担保类产品主要是履约担保、诉讼保全担保及投标保函等业务，风险较低。截至2023年末，进出口担保非融资担保余额为45.34亿元，同比增长6.93%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。2023年进出口担保的当期担保代偿额、当期担保代偿率较上年均有所上升，分别为7.04亿元、1.79%。截至2023年末，进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.33%和39.19%，代偿回收情况欠佳，需关注进出口担保后续的代偿回收情况。近年进出口担保的担保业务准备金规模有所上升，但拨备覆盖率有所下降，截至2023年末，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计22.17亿元，同比增长17.12%，拨备覆盖率为388.74%，同比下降92.66个百分点。

进出口担保利用闲置自有资金开展投资业务，截至2023年末，债权投资账面价值27.60亿元，较上年末增长7.77%，主要来自债券投资的增长；从结构来看，债券和信托产品的规模占比分别为63.55%和35.45%。

表17 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	71.51	67.58	66.52
其中：货币资金	21.63	23.82	22.77
应收代偿款净额	6.38	4.43	3.92
所有者权益	44.06	42.24	40.68
营业收入	9.37	7.91	8.53
其中：已赚担保费	7.23	6.15	6.8
净利润	2.28	2.1	2.76
净资产收益率	5.28%	5.07%	6.98%
累计担保代偿率	1.79%	0.91%	0.62%
累计代偿回收率	1.33%	1.24%	1.36%
拨备覆盖率	39.19%	43.93%	53.81%

资料来源：进出口担保 2021-2023 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

近年进出口担保总资产保持增长，截至 2023 年末资产总额为 71.51 亿元，同比增加 5.82%，主要由货币资金、债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产构成；同期末货币资金 21.63 亿元，其中在资产总额中的占比为 30.24%，其中受限货币资金 11.80 亿元，均为银行存款质押；同期末债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产分别为 27.60 亿元、6.38 亿元和 4.28 亿元。

截至 2023 年末，进出口担保的负债总额为 27.47 亿元，同比增长 8.41%，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金和存入保证金组成；同期末担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 22.17 亿元，同比增长 17.12%；同期末存入保证金 1.80 亿元，同比增长 2.27%。

进出口担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末为 44.06 亿元，其中实收资本 30.00 亿元。近年来进出口担保融资担保责任余额放大倍数有所下降，截至 2023 年末为 6.21 倍，未来具备一定的业务发展空间。

进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2023 年进出口担保实现营业收入 9.37 亿元，其中已赚担保费占比为 77.16%，当期实现净利润 2.28 亿元，净资产收益率为 5.28%。

综上，进出口担保股东综合实力很强，可在业务拓展、资金等方面给予进出口担保支持；具备一定的资本实力，担保风险准备金计提较为充分，拨备覆盖率高，有助于吸收代偿风险。同时中证鹏元也关注到，担保业务规模有所下降；当期担保代偿额和当期担保代偿率有所上升。

经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，由进出口担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“PR 桐建 02/18 桐建投专项债 01”的信用水平。

九、外部特殊支持分析

公司是桐城市人民政府下属重要企业，桐城市人民政府间接持有公司 80.21% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桐城市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与桐城市政府的联系非常紧密。政府持有公司 50% 以上股权，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；公司业务开展受区域规划影响大，且公司董事及高管由桐城市人民政府直接任命，桐城市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权；公司代建业务收入规模较大，业务基本来自政府及其相关单位；近年公司获得桐城市人民政府较大力度的外部支持；作为桐城市核心的基础设施建设主体，预计公司与桐城市人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对桐城市人民政府非常重要。公司的基础设施建设、安置房销售等业务收入占比较高，且公司在基础设施建设方面对桐城市人民政府贡献很大；此外，公司已公开发债，若违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、结论

近年桐城市地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，经济实力稳步提升，2023 年 GDP 总量在安庆市各区县中居于首位，为公司发展提供了良好的外部环境，2023 年公司继续获得来自桐城市人民政府的大力支持。公司作为桐城市重要的基础设施和保障房建设主体，未来项目建设支出使公司存在较大的

资金需求，且公司债务规模较大，2023年末现金类资产对短期债务覆盖程度很低，短期集中兑付压力较大，公司面临较大的债务压力。但考虑到公司基础设施代建业务区域垄断性较强、持续性较好，整体来看，公司的抗风险能力尚可。

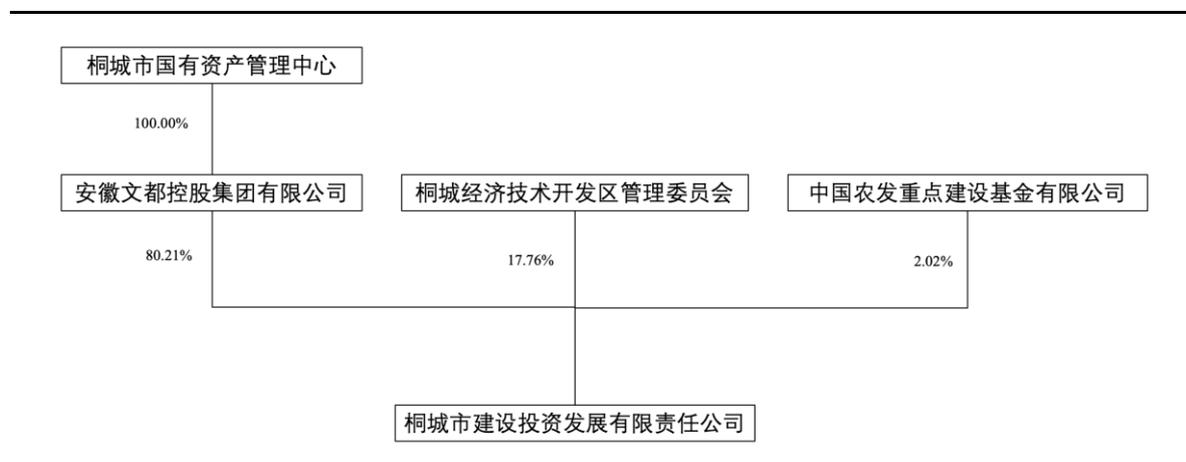
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR桐建01/17桐建投专项债01”信用等级为AAA、“PR桐建02/18桐建投专项债01”信用等级为AA+。

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	1.73	2.85	7.08
应收账款	19.40	20.46	16.55
其他应收款	13.00	12.44	11.15
存货	52.72	55.19	57.63
流动资产合计	87.90	92.43	93.72
投资性房地产	14.49	14.28	14.74
无形资产	33.62	25.96	14.63
非流动资产合计	60.42	51.41	40.57
资产总计	148.31	143.84	134.29
短期借款	2.08	1.82	2.23
应付账款	0.29	0.12	0.30
其他应付款	13.21	12.23	6.81
一年内到期的非流动负债	20.24	7.44	7.95
流动负债合计	36.63	23.05	18.13
长期借款	32.39	28.57	22.58
应付债券	3.50	15.77	16.45
长期应付款	8.93	7.10	8.80
非流动负债合计	45.23	51.44	47.83
负债合计	81.85	74.49	65.96
总债务	67.82	60.70	58.20
其中：短期债务	23.00	9.26	10.38
所有者权益	66.46	69.35	68.33
营业收入	8.16	8.71	8.65
营业利润	0.89	1.02	1.07
其他收益	1.20	1.23	1.15
利润总额	0.89	1.02	1.07
经营活动产生的现金流量净额	7.66	2.40	11.60
投资活动产生的现金流量净额	-8.97	-12.28	-21.60
筹资活动产生的现金流量净额	0.42	5.45	15.92
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	17.55%	5.34%	6.52%
资产负债率	55.19%	51.79%	49.12%
短期债务/总债务	33.91%	15.25%	17.83%
现金短期债务比	0.07	0.28	0.67
EBITDA（亿元）	3.15	2.25	2.03
EBITDA 利息保障倍数	1.33	1.00	1.22

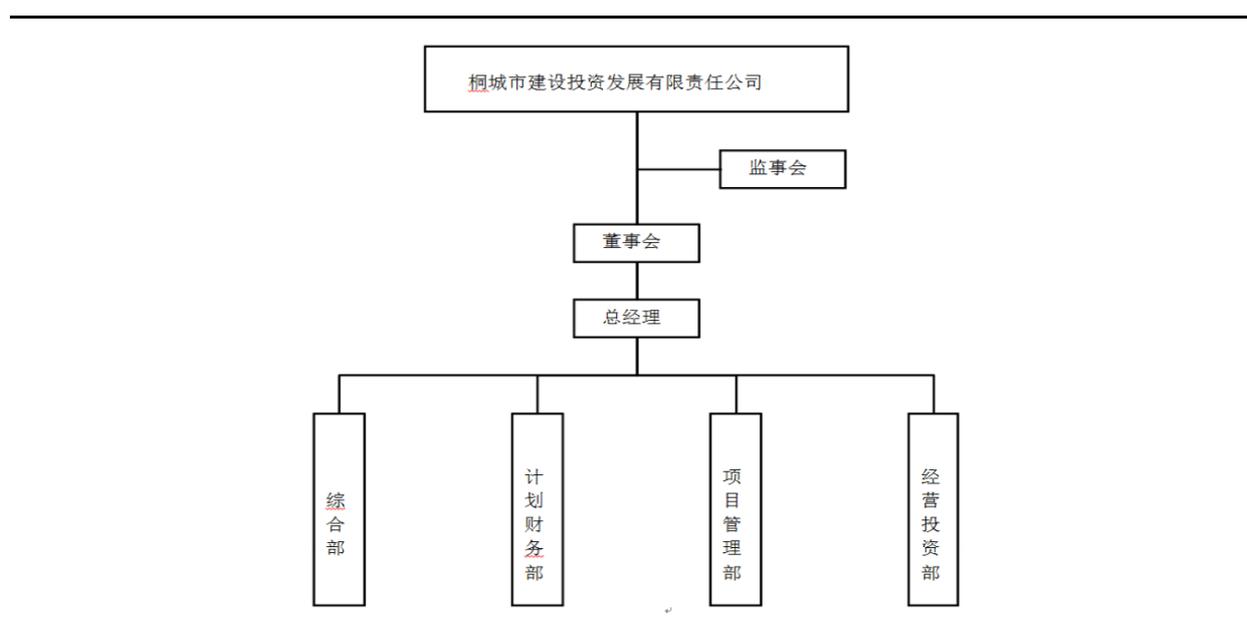
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
桐城市同远建设有限公司	100%	建设投资
桐城市住宅建设有限公司	100%	房地产业
凯盛桐城现代智慧农业有限公司	100%	农业开发
桐城市同远资源开发有限公司	100%	建筑材料
安徽紫来进出口有限公司	100%	商品贸易
安徽同辰工程科技信息咨询有限公司	100%	工程咨询、招标代理
桐城市文都地质与空间信息技术服务有限公司	100%	勘查服务
安徽同远生态农业科技发展有限公司	100%	河道采砂；建设工程施工
安徽同远新能源科技发展有限公司	100%	电子产品销售
桐城市出彩传媒文化发展有限责任公司	80%	互联网信息服务
桐城城投劳务有限公司	100%	劳务服务

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
桐城市乡村振兴实业发展有限公司	91,900.00	2031-6-20
桐城双新经济开发区建设发展有限公司	4,707.80	2032-11-19
桐城经开区产城一体化建设投资有限公司	30,000.00	2039-6-22
桐城经开区产城一体化建设投资有限公司	29,700.00	2029-12-29
桐城经开区产城一体化建设投资有限公司	23,790.00	2035-1-26
桐城经开区国有资产投资运营有限公司	1,761.43	2025-1-20
桐城经开区国有资产投资运营有限公司	35,000.00	2039-6-22
桐城市土地复垦有限公司	25,000.00	2026-1-13
桐城市东部新城建设发展有限公司	53,078.90	2034-4-4
桐城市交通投资有限公司	3,900.00	2028-1-10
桐城市交通投资有限公司	6,825.10	2034-3-24
桐城市交通投资有限公司	260.00	2052-2-27
安徽文都控股集团有限公司	8,700.00	2042-8-14
桐城市文化旅游投资发展有限责任公司	20,000.00	2036-10-28
桐城市文化旅游投资发展有限责任公司	5,000.00	2038-4-28
桐城市文化旅游投资发展有限责任公司	7,000.00	2038-4-12
安徽安桐城市更新建设发展有限公司	3,000.00	2040-9-21
桐城市文都建工有限公司	4,750.00	2026-5-4
安徽文辰园林绿化工程有限公司	6,000.00	2039-6-20
桐城市乡村振兴实业发展有限公司	31,500.00	2030-5-29
安徽桐云科技发展有限公司	33,650.00	2042-12-28
安徽桐云科技发展有限公司	600.00	2033-6-28
桐城市乡村振兴实业发展有限公司	15,000.00	2033-7-23
安徽文辰园林绿化工程有限公司	2,000.00	2047-12-25
桐城市天正控股集团有限公司	8,000.00	2025-3-6
桐城市天正燊恒商贸有限公司	1,000.00	2025-1-24
合计	452,123.23	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。