



2018年第一期、2019年第一期安岳县兴安 城市建设投资开发有限公司公司债券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，但不对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

2018年第一期、2019年第一期安岳县兴安城市建设投资开发有限公司公司债券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
18 安岳债 01	AAA	AAA
19 安岳债 01/PR 安岳 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：作为安岳县重要的基础设施建设主体，安岳县兴安城市建设投资开发有限公司（以下简称“安岳兴安城投”或“公司”）代建业务持续性仍较好，并继续得到当地政府一定力度的支持，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保仍有效提升了债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司代建项目回款滞后，项目投资进度缓慢且面临较大资金压力，2023 年末净资产同比大幅减少，资产流动性仍较弱，面临较大的债务偿还和应付款偿付压力，同时存在一定的或有负债风险及较多涉诉案件等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务仍将具有一定的重要性及较好的持续性，且将持续获得外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 22 日

联系方式

项目负责人：肖无心
xiaowx@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@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	125.44	144.88	129.54
所有者权益	37.20	52.03	48.94
总债务	10.18	12.30	12.00
资产负债率	70.34%	64.09%	62.22%
现金短期债务比	0.20	0.62	1.69
营业收入	4.23	5.23	5.37
其他收益	0.56	2.76	2.81
利润总额	0.96	3.14	2.92
销售毛利率	15.93%	16.20%	10.83%
EBITDA	1.16	3.27	2.98
EBITDA 利息保障倍数	1.14	2.63	1.61
经营活动现金流净额	3.73	1.62	24.76

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司是安岳县重要的基础设施建设主体，代建业务持续性仍较好。**公司是安岳县重要的基础设施建设主体，主要从事基础设施代建业务，2023 年末公司待结算项目和在建项目规模较大，对未来代建业务收入形成一定保障。
- **公司继续获得一定力度的外部支持。**公司承担了区域内的市政基础设施建设工作，2023 年安岳县财政局给予子公司安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司政府补助 0.56 亿元，提升了公司利润水平。
- **第三方保证担保仍能有效提升债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，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“18 安岳债 01”、“19 安岳债 01/PR 安岳 01”的安全性。

关注

- **代建项目回款滞后，大部分项目投资进度缓慢，面临较大资金压力。**2023 年末公司对安岳县财政局应收账款余额 29.24 亿元，代建收入回款滞后，同时受资金到位不及时等影响，2023 年主要在建项目投资增量较小，项目建设进度滞后，且仍面临较大资金缺口，未来的完工、回款时间存在较大不确定性。
- **政府收回部分土地资产导致公司总资产及净资产规模同步下降，存量资产流动性仍较弱。**2023 年公司部分土地资产由政府收回，总资产规模同比下降 13.42%、净资产规模同比下降 28.50%。存量资产以应收款项、代建项目开发成本和土地为主，2023 年末上述资产合计占公司总资产的 97.33%，应收款项回款、代建项目结算受政府统筹安排影响较大，时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用，存货中土地即时变现能力较弱，且部分土地资产使用受限。
- **面临较大的债务偿还和应付款偿付压力。**公司总债务规模不大，但 2023 年末短期债务占比提升至 32.25%，整体融资成本较高；考虑到公司现金类资产对短期债务覆盖不足，且无备用流动性，面临较大偿债压力。同时，公司应付款项（其他应付款和预收款项）规模很大，合计占总负债的比重达 83.49%，具有较大偿付压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额尚有一定规模，被担保对象为国有企业及事业单位，均未设置反担保措施。截至 2024 年 7 月 16 日，公司存在四笔被执行情况，执行标的合计 2,565.60 万元，需关注后续解决情况。
- **公司涉诉案件较多，需关注后续风险暴露情况。**根据公开查询，公司作为被告的司法案件数量 43 起，主要包括建设工程施工合同纠纷、买卖合同纠纷、其他行政及民事案件等，其中已有裁判文书案件 20 件，案件金额 4,543.54 万元。考虑到公司近期被执行案件较多，需关注涉诉风险带来的资金偿付压力及声誉影响等不利因素。

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	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
	ESG 因素				0
调整因素	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

- 公司是安岳县重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安岳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司实控人为安岳县国有资产监管和金融工作局（以下简称“县国资局”），其对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司近 5 年内受到政府支持的次数多且支持力度较大；另一方面，公司是安岳县重要的基础设施建设主体，在基础设施建设等方面对于安岳县政府来说贡献很大，且公司已发债，违约会对安岳县地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为安岳县政府提供支持的能力较强，主要体现为：安岳县位于成渝直线中点，融入成渝一小时经济圈，为中国柠檬之都，拥有较丰富的天然气资源，近年安岳县经济总量保持增长，2023 年 GDP 增速高于全国平均水平 0.5 个百分点。近年安岳县一般公共预算收入保持缓慢增长，虽然地方政府债务压力仍较大且财政自给水平较低，但财税质量尚可，且安岳县作为建制县隐性债务化解试点区域，2022 年以来地方政府债务余额增速得到控制。

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
18 安岳债 01	4.30	0.86	2023-06-14	2025-01-30
19 安岳债 01/PR 安岳 01	7.60	3.04	2023-06-14	2026-05-06

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2018年1月发行7年期4.3亿元“18安岳债01”，募集资金中2.9亿元原计划用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，1.4亿元原计划用于补充流动资金。

公司于2019年5月发行7年期7.6亿元“PR安岳01/19安岳债01”，其中5.1亿元原计划用于安岳县棚户区改造安置房建设项目，2.5亿元原计划用于补充流动资金。两期债券的募集资金账户为同一账户，截至2024年6月末，募集资金已使用完毕，募集资金专项账户余额为5.96元，为公司其他资金。

三、发行主体概况

根据《中共安岳县委、安岳县人民政府关于印发〈安岳县县属国有企业转型发展总体方案〉的通知》（安委发〔2022〕9号），县国资局将其持有的公司88.91%股权划入安岳盛安建设投资集团有限公司（以下简称“安岳盛安”），上述事项于2023年6月完成工商变更，公司控股股东由县国资局变更为安岳盛安。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本仍为11.25亿元，控股股东为安岳盛安，实际控制人仍为县国资局，公司股权结构图见附录二。2023年公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共5家，详见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
安岳县兴川建设工程有限公司	100.00%	水源及供水设施工程建筑	设立

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	业务性质	不再纳入的原因
无	-	-	-

资料来源：公司2023年审计报告，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

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。

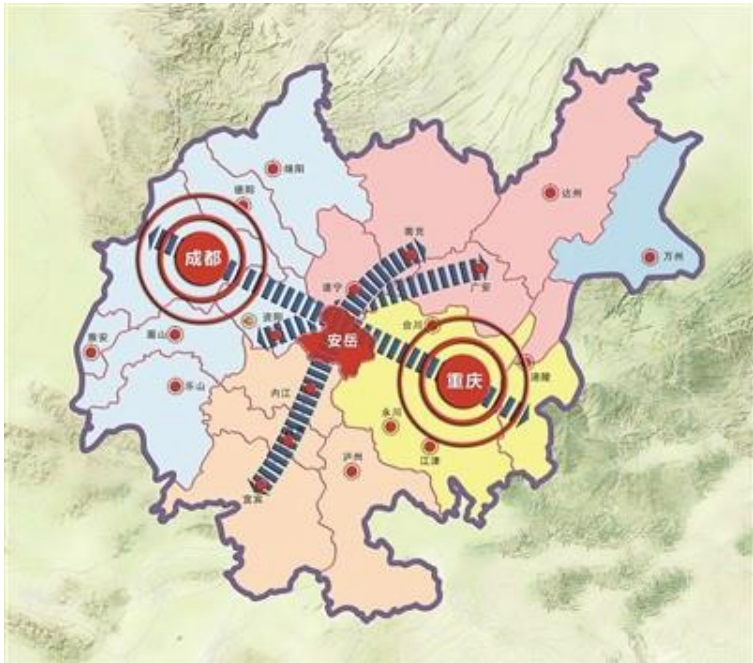
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

安岳县地处成渝主轴中心，是“中国柠檬之乡”、人口大县，但近年人口持续净流出；区域工业基础薄弱、产业结构相对单一，近年清洁能源产业依托丰富的气田资源呈现良好发展态势；安岳县经济总量和财政收入规模均较小，财政自给能力弱，地方政府债务余额规模较大

区位特征：安岳县地处成渝主轴中心，融入成渝一小时经济圈，为“中国柠檬之乡”、人口大县，拥有较丰富的天然气资源，但近年常住人口流失较多。安岳县是四川省资阳市下辖县，位于成渝直线中点，国道319、247及成安渝、内遂和成资渝高速公路贯穿全境，规划建设成渝中线高铁、绵遂内城际铁路在安岳设站，安岳已融入“成渝一小时经济圈”。安岳全县幅员面积2,700平方公里，现有46个乡镇（街道），根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时全县常住人口95.09万人，较2010年末人口减少19.04万人，下降16.68%；2023年末全县常住人口92.9万人，城镇化率为33.35%。安岳县被称为“中国柠檬之乡”，2023年柠檬种植面积达48万亩，柠檬种植规模、产量占全国的70%，市场占有率占全国的80%以上。“安岳气田”作为全国单体规模最大的整装海相气田，探明储量约1.1万亿立方米，已成为西南地区油气开发的主阵地。

图1 安岳县区位图



资料来源：公开资料

经济发展水平：安岳县经济保持增长态势，产业结构中第一产业占比相对较高，整体经济总量规模较小，工业基础薄弱；2023年消费市场恢复良好，但投资增速大幅放缓。近年安岳县经济总量保持增长，2023年GDP增速高于全国平均水平0.5个百分点，但整体规模较小。近年人均GDP逐年提高，但仍处于较低水平，经济发展相对落后。2023年三次产业结构为26.8：22.5：50.7，第一产业增加值占比相对较高，全年实现工业增加值53.11亿元、同比增长7.8%，工业基础较为薄弱。固定资产投资是安岳县经济发展的重要推动力，但近两年投资增速持续放缓。2023年安岳县社会消费品零售总额增速为5.4%，居民消费信心较2022年明显提升。

表2 2023年资阳市下辖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
安岳县	335.90	5.7%	3.62	15.01	33.34
雁江区	307.66	5.7%	3.61	20.14	25.62
乐至县	243.00	6.2%	5.07	8.66	14.24

注：（1）人均 GDP=地区生产总值/常住人口，乐至县 2023 年人均 GDP 采用 2022 年常住人口数据计算；（2）表中雁江区 GDP 未包含高新区、临空经济区。

资料来源：各区县财政预算执行情况报告、各区县统计局等，中证鹏元整理

表3 安岳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）	335.90	5.7%	312.64	4.2%	287.97	7.7%
固定资产投资	-	2.5%	-	9.6%	-	12.3%
社会消费品零售总额	190.80	5.4%	181.02	0.3%	180.57	17.9%

进出口总额（亿美元）	0.74	17.1%	0.67	93.1%	0.35	-
人均 GDP（万元）		3.62		3.35		3.06
人均 GDP/全国人均 GDP		40.46%		39.06%		37.83%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：安岳县 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报、安岳县统计局，中证鹏元整理

产业情况：作为全国唯一柠檬商品生产基地县，安岳县柠檬产业优势突出；依托丰富的气田资源，区域清洁能源产业发展态势良好，但目前产业结构较为单一。安岳县作为全国唯一柠檬商品生产基地县，成功入选首批欧盟保护地理标志名单，培育了四川华通柠檬等柠檬加工龙头企业。2023年柠檬种植面积和产量稳定在48万亩、54.9万吨，产值达154.34亿元，成都海关累计监管出口安岳柠檬货值1.28亿元，成为全省首个单一出口突破亿元的新鲜果品。在加工方面，安岳县建成了柠檬加工企业27家，其中国家级龙头企业1家、省级龙头企业7家，年加工能力30万吨。同时，由京东集团与上海京农正信联合打造的中国柠檬交易中心（项目总投资8亿元，规划用地245亩，计容面积19万m²）预计2024年6月可全面投入运营，整体投运后，可实现年交易额30亿元。作为全省种粮大县，安岳县2023年粮食作物播种面积14.3万公顷、全县粮食产量74.4万吨、生猪出栏114.23万头，获评国家级水产健康养殖和生态养殖示范区。

此外，安岳县依托“安岳气田”资源，将以天然气为代表的清洁能源产业作为特色优势产业重点培育，产业发展提速。“十三五”期间，启动钻井72口；安岳天然气净化厂落户通贤镇文寨村并注册成立“安岳天然气净化有限公司”，该项目总投资28.6亿元，设计日产天然气1,200万方。2023年安岳县新钻天然气井25口，天然气产量达63亿方、同比增长8.6%，天然气产业全口径税收达8.09亿元、同比增长12.8%。2022年，总投资60亿元的川投集团（资阳）燃气电站新建工程项目签约暨开工仪式在安岳县举行，该项目一期投产后，将实现年产值10亿元，税收约1亿元，截至2024年2月，项目主体已基本建成。

财政及债务水平：安岳县财政实力持续增强，但财政自给能力弱，地方政府债务余额规模较大。近年安岳县一般公共预算收入保持缓慢增长，税收收入占比小幅提升，收入质量尚可，受益于清洁能源产业发展，2023年实现税收收入10.68亿元，同比增长15.4%。近年财政自给率在低位徘徊，财政自给水平低。同时，国有土地使用权出让收入增长带动安岳县2023年政府性基金收入增加。安岳县2021年成功争取财政部建制县区化债试点，2023年再次成功申报隐性债务化解试点。近年地方政府债务余额增速得到控制，但地方政府债务余额规模较大。

表4 安岳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	15.01	13.03	12.21
税收收入占比	71.20%	71.02%	66.75%
财政自给率	23.28%	20.71%	20.07%
政府性基金收入	33.34	26.62	26.74
地方政府债务余额	174.94	172.02	166.47

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：安岳县政府网站、安岳县 2023 年财政预算执行情况报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，安岳县主要投融资平台为安岳盛安及安岳兴安城投，其中拥有存续债券的投融资平台仅有安岳兴安城投，安岳盛安为公司控股股东。

五、经营与竞争

作为安岳县重要的基础设施建设主体，公司营业收入主要来源于代建业务，鉴于公司以往承接的代建项目较多且尚有代建项目储备，业务持续性仍较好，但部分项目投资进度缓慢且面临较大资金压力

公司营业收入仍主要来源于代建业务，2022年和2023年代建业务收入占营业收入的比重均超过90%，受结算的代建项目量减少影响，2023年公司代建业务收入有所减少，毛利率水平保持稳定；垃圾处置业务为政府授权开展的具有一定公益性的业务，2023年收入规模和毛利率均有所下降。

表5 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
代建项目收入	3.97	94.02%	16.67%	4.75	90.73%	16.67%
垃圾处置收入	0.19	4.51%	6.53%	0.45	8.54%	13.66%
其他	0.06	1.47%	-2.15%	0.04	0.73%	-11.82%
合计	4.23	100.00%	15.93%	5.23	100.00%	16.20%

注：其他收入主要为弃土费收入、租金收入、物业收入等。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

受项目结算和财政资金安排影响，2023年公司代建收入继续减少，公司具有一定的项目储备，该业务持续性仍较好，但需关注历史项目结转和回款滞后对营运资金形成的占用，并且主要在建项目因资金问题投资进度缓慢，后续建设仍面临较大资金压力

公司基础设施建设职能、业务范畴、业务模式未改变，公司仍是安岳县重要的市政基础设施、旧城改造及保障房建设主体，业务范围包括城市道路、管网、绿化工程、旧城改造和保障性住房等项目，2023年末公司尚未结算的代建项目开发成本54.42亿元，代建业务在区域内具有一定的重要性。公司承建的市政基础设施建设项目实行委托代建模式，委托方为安岳县住房和城乡建设局，公司以自有资金及银行贷款等进行工程建设，并约定每年年末根据工程项目实施进度审核确认已完成的投资额，代建费用按照经审核投入金额加成率20.00%确认并进行结算，结算后安岳县财政局将安排资金按照约定支付工程款项。

由于代建项目结算规模减少，2023年公司代建收入继续下降，当年主要结算项目为安岳大道北段、安岳大道南段、贾岛路一期、工业大道南延线及柠都大道东延线安置工程等。考虑到公司主要在建代建

项目总投资规模较大，代建业务持续性仍较好。但需要注意的是，2023年末公司对安岳县财政局应收账款余额29.24亿元，回款情况欠佳；受资金到位进度影响，2023年公司主要在建代建项目投资增量较小、项目进度滞后，且2023年末仍面临较大资金缺口，未来的完工、回款时间仍存在较大不确定性。

表6 截至 2023 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
安岳县城北片区棚户区改造项目	6.12	0.17
安岳县城东片区棚户区改造项目	5.12	0.69
安岳县城南片区棚户区改造项目	3.76	0.36
石坝子片区棚户区改造工程	3.10	2.73
安岳县滴水湖二期绿化景观建设项目	2.60	0.47
岳石路东段安置区工程	2.15	1.36
合计	22.85	5.78

资料来源：公司提供

2023年公司继续获得一定力度的外部支持

公司承担了安岳县内的市政基础设施项目，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持。2023年安岳县财政局给予子公司安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司政府补助0.56亿元，提升了公司利润水平。

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告和经亚太（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2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共5家，详见附录四。

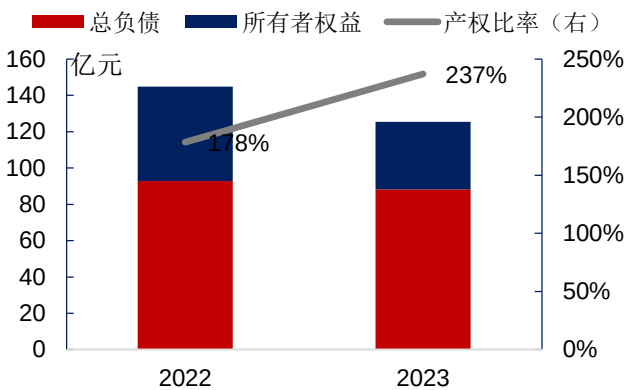
资本实力与资产质量

受政府收回部分土地资产影响，2023年末公司所有者权益大幅减少，存量资产集中于应收政府部门及国企的款项、代建项目开发成本和土地，应收款项回款、代建项目结算受政府统筹安排影响较大，时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用；存货中土地即时变现能力较弱，且部分土地资产使用受限，整体资产流动性仍较弱

根据安岳县财政局《关于收回安岳县兴安城市建设投资开发有限公司的国有土地使用权的通知》、安岳县人民政府《关于收回安岳县兴安城市建设投资开发有限公司的三宗国有土地使用权的批复》和县国资局《关于同意将石桥20-1号和石桥20-2号两宗土地无偿划转给安岳县茂恒实业有限责任公司的批复》

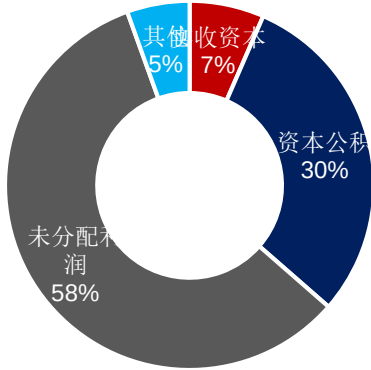
（安国资金局〔2021〕183号）等文件，公司部分划拨取得的土地被政府收回，导致2023年末资本公积减少15.54亿元，同期负债总额小幅下降，综合影响下产权比率大幅上升，净资产对负债的保障程度进一步减弱。从权益结构来看，公司净资产仍主要为政府资产注入所形成的资本公积和利润累积。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司总资产同比下降13.42%，主要系部分土地由政府收回所致。公司存量资产以应收款项（主要为应收政府部门及国企的工程款和往来款）、存货（代建项目开发成本和土地）为主要构成，2023年末上述资产合计占公司总资产的97.33%。公司应收账款均为应收安岳县财政局的代建项目款，受政府款项结算滞后影响，2023年末规模继续增长，回收风险可控，但回收时间具有不确定性；2023年末其他应收款规模保持增长，前五大应收对象均为政府部门或国有企业，占期末其他应收款余额的比重为58.58%，截至2023年末，公司其他应收款计提坏账准备2.65亿元，均为按账龄分析法组合计提；2023年末应收账款和其他应收款账面价值合计占公司总资产比例为36.66%，对营运资金形成较大占用。

公司存货由代建项目开发成本和土地构成，2023年末存量土地由2022年末36.35亿元大幅下降至21.69亿元，主要系根据相关文件，公司存货中的15宗土地（其中2宗为部分收回）由政府收回所致，同时导致公司资本公积大幅下降。截至2023年末，公司计入存货的存量土地共29宗，均已办妥产权证，用途多为商服用地和住宅用地，其中市政道路用地账面价值0.93亿元；截至2023年末，公司代建项目开发成本54.42亿元，为承建的市政基础设施项目已投入待结转成本，项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力较差。

其他资产方面，公司货币资金主要系银行存款，少量存款资金冻结；受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产账面价值16.32亿元，主要系用于借款所抵押的土地，受限资产规模占同期末资产总额的13.01%，受限比例较高。

表7 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	0.65	0.52%	1.71	1.18%
应收账款	29.24	23.31%	27.75	19.15%
其他应收款	16.74	13.35%	14.70	10.14%
存货	76.11	60.67%	96.29	66.46%
流动资产合计	124.12	98.95%	143.10	98.77%
非流动资产合计	1.32	1.05%	1.78	1.23%
资产总计	125.44	100.00%	144.88	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年公司营业收入有所减少，仍主要来自于代建项目收入，政府补助一定程度提升了公司利润水平

公司营业收入仍主要来自代建业务，随着代建项目结算规模减少，2023年代建收入有所下降，毛利率保持稳定；垃圾处置业务规模尚小，对公司业绩影响有限。整体来看，2023年公司营收下滑，毛利率较为稳定。截至2023年末，公司主要在建代建项目总投资规模较大，代建业务持续性较好。2023年公司获得政府补助0.56亿元，计入其他收益，一定程度提升了公司利润水平，但政府补助规模同比大幅下降，导致公司2023年利润总额同比大幅减少。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	4.23	5.23
营业利润	0.97	2.93
其他收益	0.56	2.76
利润总额	0.96	3.14
销售毛利率	15.93%	16.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司总债务规模有所下降，短期债务占比提升，整体融资成本较高；虽然公司总债务规模不大，但考虑到现金类资产对短期债务覆盖不足，且无备用流动性，面临较大偿债压力；此外，公司其他应付款规模较大，具有较大偿付压力

随着部分债务到期偿付，2023年末公司总债务同比有所下降，但短期债务占比提升至32.25%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和其他融资，其中，银行借款包括信用借款、保证借款和抵押借款，授信银行包括国家开发银行、中国工商银行、中信银行和安岳农村商业银行；2023年公司未新发行债券，年末存续两只企业债“18安岳债01”和“19安岳债01”，票面利率均为7.50%，均由兴农担保提供保证担保，“18安岳债01”和“19安岳债01”需在债券存续期的第3-7年末分别偿还20%的本金，目前仍在还本期，截至2024年6月末，上述两只企业债本金余额合计3.90亿元；其他融资方面，公司存续

一只可转换公司债券，2023年末债券账面余额1.93亿元，利率为10.00%。

其余主要负债中，公司其他应付款规模较大，主要系与安岳县财政局、安岳长城投资有限公司、安岳县住建局等的往来款；预收款项主要为安岳县交通运输局及资潼高速协调办公室拨至公司下属子公司的项目工程款项，具有较大偿付压力，需关注相关款项后续清理和偿付情况。

表9 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	利率区间	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	集中在 4.9%-7.6%	1.64	0.49	1.15
债券融资	7.5%	6.20	2.38	3.82
其他融资	10%	1.93	-	1.93
合计	-	9.76	2.87	6.89

注：上表未包含应付利息。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 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	0.10	0.11%	0.00	0.00%
预收款项	39.65	44.93%	37.84	40.75%
其他应付款	34.02	38.56%	38.78	41.76%
一年内到期的非流动负债	3.18	3.61%	2.77	2.98%
流动负债合计	81.34	92.19%	83.32	89.73%
长期借款	1.15	1.30%	1.55	1.67%
应付债券	5.75	6.51%	7.98	8.60%
非流动负债合计	6.89	7.81%	9.53	10.27%
负债合计	88.24	100.00%	92.85	100.00%
总债务	10.18	11.53%	12.30	13.25%
其中：短期债务	3.28	32.25%	2.77	22.52%
长期债务	6.89	67.75%	9.53	77.48%

注：短期债务占比=短期债务/总债务，长期债务占比=长期债务/总债务。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

受政府收回部分土地资产影响，2023年末公司总资产同比下降13.42%，同期负债总额小幅下降，综合影响下2023年末公司资产负债率有所提升。公司可动用现金类资产相对不足，加之整体资产流动性较弱，难以对即期债务偿付形成有效保障。此外，受政府补贴及营业收入减少影响，2023年公司利润总额同比大幅减少，导致2023年公司EBITDA利息保障倍数降低至1.14，考虑到公司利润部分来源于政府补贴，剔除补贴后的经营性利润对债务利息的保障程度较弱。截至2023年末，公司银行授信无剩余额度，暂无备用流动性。整体来看，公司刚性债务偿付规模不大，但考虑到公司现金类资产难以保障短期债务，且无备用流动性，公司面临较大的刚性债务偿付压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	70.34%	64.09%
现金短期债务比	0.20	0.62
EBITDA 利息保障倍数	1.14	2.63

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未产生较大负面影响

环境方面，资阳市生态环境局于 2023 年 9 月对公司管理的安岳县城市生活垃圾填埋场进行现场执法检查时发现公司存在将部分或全部污染物不经过处理设施直接排放等情况，违反了《中华人民共和国水污染防治法》相关规定，资阳市生态环境局于 2024 年 1 月 16 日向公司出具《行政处罚决定书》，对公司罚款 45.43 万元，公司已于 2024 年 1 月缴纳上述罚款。除此之外，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在其他因环境因素受到相关部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的说明，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、社保或发生员工安全事故的情形。

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》。近三年公司董事、高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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12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，公司对外担保金额尚有一定规模，占同期末净资产的14%左右，被担保对象均为国有企业及事业单位，均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表12 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限
------	------	------

安岳荣安实业有限公司	10,000.00	2023.10.19-2025.10.19
安岳县妇幼保健计划生育服务中心	6,000.00	2023.11.27-2024.11.27
安岳县中医院	3,600.00	2023.12.29-2026.12.27
安岳县中医院	20,000.00	2023.12.05-2026.12.04
安岳县第三人民医院	1,500.00	2023.11.18-2026.11.18
安岳县盛安建设投资集团有限公司	2,247.50	2022.06.15-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	2,214.18	2023.12.12-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	1,883.25	2023.06.13-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	1,321.38	2022.12.17-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	266.60	2023.09.12-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	255.75	2022.09.16-2025.06.15
安岳县盛安建设投资集团有限公司	255.75	2023.03.16-2023.06.15
安岳县第三人民医院	1,000.00	2023.03.16-2024.03.16
安岳兴川建设工程有限公司	500.00	2023.06.21-2024.06.14
安岳乾鸿商贸有限责任公司	500.00	2023.06.16-2024.06.14
安岳兴泰商贸有限责任公司	500.00	2023.06.16-2024.06.14
合计	52,044.41	--

资料来源：公司提供

根据中国执行信息公开网查询，截至2024年7月16日，公司存在4笔被执行信息，被执行总金额为2,565.60万元，具体为：（1）公司于2024年4月22日被列为被执行人，执行法院为安岳县人民法院，执行标的为1,044.05万元，系建筑工程合同纠纷，相关涉诉工程项目已完工但未完全结算，因公司对执行标的金额存在一定争议，已向资阳市中级人民法院申请再审，暂未判决。（2）公司于2024年6月3日被列为被执行人，执行法院为安岳县人民法院，执行标的为924.55万元，该案件系建设项目投资结算纠纷，目前四川省高级人民法院已终审判决，公司拟与申请执行人协商分期支付相关款项。（3）公司于2024年7月15日被列为被执行人，执行法院为四川省资阳市中级人民法院，案号分别为（2024）川20执恢113号和（2024）川20执恢114号，执行标的合计597万元，系建筑工程合同纠纷，目前正在协商解决。

根据公开查询，公司作为被告的司法案件数量43起，主要包括建设工程施工合同纠纷、买卖合同纠纷、其他行政及民事案件等，其中已有裁判文书案件20件，案件金额4,543.54万元。考虑到公司近期被执行案件较多，需关注涉诉风险带来的资金偿付压力及声誉影响等不利因素。

其他

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较2023年跟踪评级有所下降，主要系：（1）经营状况方面，2023年县国资局将持有的公司股权无偿划入安岳盛安，公司层级有所下降，业务竞争力相应下调，经营状况等级由“非常强”下降为“强”；（2）财务状况方面，2023年公司EBITDA利息保障倍数和现金短期债务比同比均有所下降，导致财务状况等级由“中等”下降为“较大”。综合影响下公司个体信用状况下降为bbb+。此外，本次评级采用的评级模型和方法为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》

（版本号：cspy_ffmx_2024V1.0），上次评级采用的评级模型和方法为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

公司是安岳县政府下属重要企业，公司控股股东为安岳盛安，实际控制人为县国资局。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安岳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）公司与安岳县政府的联系非常紧密。公司由政府接近全资拥有，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对受评主体的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司的业务基本来源于政府及其相关单位，近5年内受到政府支持的次数多且支持力度较大，且与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对安岳县政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；在基础设施建设方面，对政府的贡献很大；公司系安岳县唯一已发债主体，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，安岳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降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和经营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”。

九、债券偿还保障分析

兴农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“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的安全性

“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”均由重庆兴农提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（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	2022	2021
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列分别为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，“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”由兴农提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的信用水平。

十、 结论

安岳县位于成渝直线中点，融入成渝一小时经济圈，为中国柠檬之都，拥有较丰富的天然气资源，近年安岳县经济总量保持增长，2023年GDP增速高于全国平均水平0.5个百分点。近年安岳县一般公共预算收入保持缓慢增长，虽然地方政府债务压力仍较大且财政自给水平较低，但财税质量尚可，且安岳县作为建制县隐性债务化解试点区域，2022年以来地方政府债务余额增速得到控制。公司系安岳县重要的基础设施建设主体，虽然公司代建项目回款滞后，项目投资进度缓慢且面临较大资金压力，资产流动性仍较弱，面临较大的债务偿还和应付款偿付压力，同时存在一定或有负债风险及较多涉诉案件，但作为公司核心收入来源的代建业务持续性仍较好，并继续得到当地政府一定力度的支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，兴农担保为“18安岳债01”和“19安岳债01/PR安岳01”提供不可撤销连带责任保证担保。

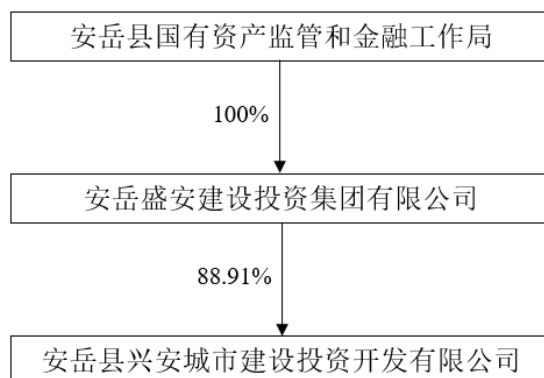
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“18安岳债01”、“19安岳债01/PR安岳01”的信用等级为AAA。

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	0.65	1.71	1.41
应收账款	29.24	27.75	22.86
其他应收款	16.74	14.70	7.21
存货	76.11	96.29	92.64
流动资产合计	124.12	143.10	126.75
非流动资产合计	1.32	1.78	2.79
资产总计	125.44	144.88	129.54
短期借款	0.10	0.00	0.00
预收款项	39.65	37.84	37.83
其他应付款	34.02	38.78	27.17
一年内到期的非流动负债	3.18	2.77	2.40
流动负债合计	81.34	83.32	70.99
长期借款	1.15	1.55	1.65
应付债券	5.75	7.98	7.95
非流动负债合计	6.89	9.53	9.60
负债合计	88.24	92.85	80.60
所有者权益	37.20	52.03	48.94
营业收入	4.23	5.23	5.37
营业利润	0.97	2.93	2.92
其他收益	0.56	2.76	2.81
利润总额	0.96	3.14	2.92
经营活动产生的现金流量净额	3.73	1.62	24.76
投资活动产生的现金流量净额	-1.88	-0.36	-0.46
筹资活动产生的现金流量净额	-2.91	-0.96	-23.34
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	15.93%	16.20%	10.83%
资产负债率	70.34%	64.09%	62.22%
短期债务/总债务	32.25%	22.52%	19.99%
现金短期债务比	0.20	0.62	1.69
EBITDA（亿元）	1.16	3.27	2.98
EBITDA 利息保障倍数	1.14	2.63	1.61

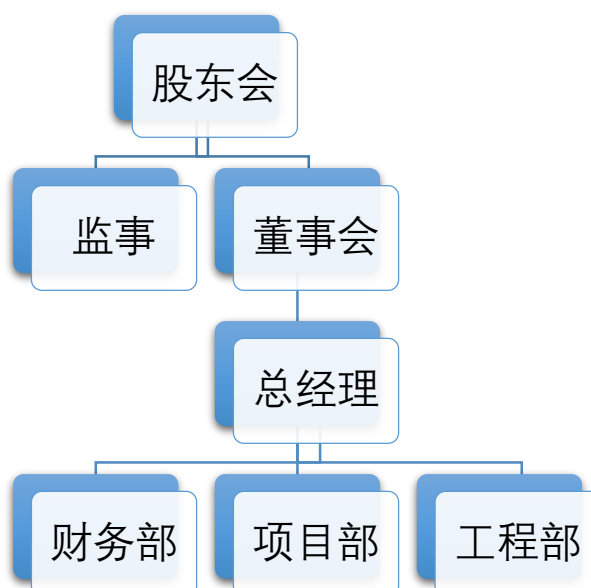
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安岳县和谐保障性住房投资管理有限公司	2.00	100.00%	保障性住房和棚户改造投资与资产管理
安岳县宜居资产经营管理有限公司	2.00	100.00%	资产管理活动；危旧房改造；老旧小区改造；园林绿化管理；市政设施管理；物业管理；房地产开发经营
安岳县交通投资开发有限责任公司	1.13	100.00%	投资与资产管理；由分支机构经营：污水处理及其再生利用；销售：建材
安岳县文大路二标段建设项目管理有限公司	0.63	100.00%	公路工程建筑，公路管理与养护，工程管理服务，其他道路、桥梁和隧道工程建筑，架线和管道工程，河湖治理及防洪设施，电气安装，工程准备活动
安岳县兴川建设工程有限公司	0.50	100.00%	水源及供水设施工程建筑

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

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	现金类资产 / 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。