



2018年第一期绵阳安州投资控股集团有限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年第一期绵阳安州投资控股集团有限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
18 绵安专债 01/PR 绵安 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：绵阳安州投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）所处外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司仍承担了区域内基础设施建设职能，同时业务多元化发展，继续得到当地政府的支持，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保仍能有效提升“18 绵安专债 01/PR 绵安 01”的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司新收购的子公司光伏业务亏损，公司资产流动性仍较弱，偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在区域内仍将保持较强的竞争优势，且将持续获得外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 25 日

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：王鹏
wangp@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 年	2022 年	2021 年
总资产	192.74	150.83	116.70
所有者权益	46.51	38.68	42.31
总债务	95.17	59.40	36.90
资产负债率	75.87%	74.36%	63.75%
现金短期债务比	0.65	0.49	0.77
营业收入	97.69	47.40	31.53
其他收益	0.50	0.30	0.04
利润总额	-4.24	1.08	1.07
销售毛利率	4.89%	7.21%	5.35%
EBITDA	-0.89	2.75	1.62
EBITDA 利息保障倍数	-0.51	2.97	1.21
经营活动现金流净额	-1.67	-8.97	1.50

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **绵阳市是四川省第二大城市和党中央、国务院批准建设的中国唯一科技城，安州区为绵阳市主城区及科技城集中发展区核心区。**2023年绵阳市经济总量（GDP）在四川省21个地级行政区中排名第2，依托军工基地背景探索实践军民融合发展，绵阳市大力发展电子工业、先进材料等优势产业，工业基础较好；安州区位于绵阳市科技城集中发展区核心区域，承接绵阳、成都市部分产业转移功能。
- **公司仍系绵阳市安州区唯一发债平台，承担了区域内基础设施建设职能，同时业务多元化发展。**公司目前已签订代建管理协议的项目投资规模较大，业务持续性较好，同时公司开展房地产、化学制品销售、大宗商品贸易等业务，多元化发展，同时2023年1月公司对苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司（以下简称“麦迪科技”，股票代码：603990.SH）实现控股，持股比例为16.07%。
- **公司继续获得外部支持。**资产注入方面，2023年公司收到财政拨付资本金0.81亿元，子公司绵阳安州农业科技综合发展有限公司收到财政拨付资本金346.09万元。财政补贴方面，当年公司获得政府补助0.38亿元。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为AAA，仍可为本期债券的按期偿付提供有效保障。

关注

- **子公司麦迪科技大额亏损，公司收购麦迪科技产生的商誉大幅减值，导致当年利润总额大幅亏损。**2023年麦迪科技进入光伏电池制造领域，2023年以来光伏行业相关产品价格波动下行，而前期购买原材料成本较高，同时光伏产线处于产能爬坡阶段，产成品单位成本较高，综合使得光伏业务大幅亏损。2023年麦迪科技实现光伏业务收入3.00亿元，毛利率为-34.54%；同时由于光伏新业务的开展使得管理费用等大幅增加。2023年麦迪科技全年实现营业总收入6.18亿元，归属母公司股东的净利润-2.69亿元。公司收购麦迪科技形成商誉3.37亿元，2023年因麦迪科技亏损，该商誉计提减值1.80亿元。以上因素导致公司2023年利润总额为-4.24亿元。麦迪科技整体规模较小，抗风险能力有限，后续仍需关注光伏行业景气度及麦迪科技光伏电池成本压降情况。
- **大宗商品贸易规模大幅增长，占营业收入的比重较大，需关注贸易回款及大宗商品价格波动情况。**2023年公司新增精对苯二甲酸贸易，同时整体贸易规模扩张。2023年公司实现产品销售收入（主要包括建材、乙二醇、精对苯二甲酸等）42.99亿元，同比大幅增长170.04%，占营业收入的比重达44.27%，毛利率从去年的略微亏损转为略微盈利。2023年公司大宗商品贸易前五大客户合计销售占比为46.90%，客户集中度较高且民企较多。
- **应收款项和项目投入成本占用公司资金较多，且公司受限资产规模较大，整体资产流动性仍然较弱。**公司资产主要以货币资金、应收款项、存货、固定资产、在建工程和投资性房地产组成，2023年合计占总资产的81.16%，应收款项主要系应收政府单位及本地国企款项，项目沉淀资金规模较大，应收款项和项目投入成本占用公司资金较多；截至2023年末，公司受限资产合计44.06亿元，主要为货币资金和投资性房地产，占期末总资产的22.86%，资产受限比例较高。
- **公司总债务大幅增长，资产负债率持续处于高水平，债务短期化，仍面临较大的短期债务压力。**2023年末公司总债务同比大幅增长60.22%，主要系公司银行借款增加、贸易采购款支付的应付票据增加、以及新增麦迪科技的租赁负债所致。公司资产负债率进一步上升至75.87%，总体杠杆水平高，2023年末短期债务占比51.25%，债务短期化，现金短期债务比为0.65。
- **公司募投项目收益存在不达预期的风险。**截至2023年末本期债券募投项目已完工，但尚未进行运营，未实现收益，募投项目存在收益可能不达预期的风险。
- **存在一定的或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保余额合计19.13亿元，占期末公司所有者权益的41.13%，担保对象为公司股东及关联方，均未设置反担保，公司存在一定的或有负债风险。

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	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
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-

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+，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

- 公司是绵阳市安州区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安州区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司与安州区政府的联系非常紧密。安州区国资办通过安州发展持有公司 90% 股权。公司作为绵阳市安州区重要的基础设施建设主体，所建设项目多为公益性质，受区政府统一安排，同时在区内开展较多产业业务，经营战略和业务运营受到政府的绝对管控。公司工程管理业务收入来自政府部门。近年安州区政府在资产注入和政府补贴方面对公司的支持力度较大。在可预见的未来，公司与政府的联系将较为稳定。另一方面，公司对安州区政府非常重要。近年公司工程管理业务和土地整理等业务旨在提供公共产品和服务。公司并非安州区规模最大城投公司，政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的。公司主要在基础设施建设方面对安州区政府贡献很大。公司为发债主体，且与政府联系紧密，其违约将对地区金融生态和融资成本造成严重影响。
- 同时，中证鹏元认为安州区政府提供支持的能力强，主要体现为：2023 年绵阳市经济总量（GDP）在四川省 21 个地级行政区中排名第 2，依托军工基地背景探索实践军民融合发展，绵阳市大力发展电子工业、先进材料等优势产业，工业基础较好；安州区位于绵阳市科技城集中发展区核心区域。

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 绵安专债 01/PR 绵安 01	3.00	0.60	2023-06-25	2025-5-4

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5月4日公开发行3.00亿元第一期城市停车场建设专项债券，其中1.50亿元拟用于绵阳市安州区城市停车场项目，1.50亿元拟用于补充运营资金。截至2024年4月26日，“18绵安专债01/PR绵安01”募集资金专项账户余额为292,809.62元。

三、发行主体概况

2023年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变更。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为2亿元，四川省财政厅和四川安州发展集团有限公司（以下称“安州集团”）分别持有公司10%和90%股份，公司控股股东仍为安州集团，实际控制人仍为绵阳市安州区国有资产监督管理局办公室（以下简称“安州区国资办”）。

2023年1月，公司实现了对上市公司麦迪科技的控制。公司全资子公司绵阳皓祥控股有限责任公司（以下简称“皓祥控股”）通过收购原股东股份（支付3.36亿元），以及认购麦迪科技非公开发行股票（支付2.39亿元），合计支付对价5.75亿元，共取得麦迪科技16.05%股份，成为公司第一大股东，实现控股。同时形成商誉3.37亿元，2023年因麦迪科技净利润亏损2.65亿元，该商誉计提减值1.80亿元。截至2024年3月末，子公司皓祥控股持有麦迪科技16.07%，参考市值为5.35亿元。2023年在公司纳入合并范围的子公司增加3家，无减少子公司。截至2023年末，公司合并范围内子公司共55家，详见附录四。

跟踪期内，作为绵阳市安州区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司继续从事安州区范围内基础设施建设等业务，同时还从事化学制品销售和产品销售等业务，子公司麦迪科技主要业务为医疗信息化、生殖医学医疗服务，2023年开始新增光伏电池制造业务。

表1 2023年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司	16.05%	3.06	医疗管理信息系统系列应用软件	购买
四川德鸣检测技术有限公司	100.00%	0.10	生态保护和环境治理业	投资设立
绵阳华欣建设有限责任公司	100.00%	3.00	其他服务业	投资设立

资料来源：公司 2023 年审计报告，国家企业信用信息公示系统，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”的总体思路下，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

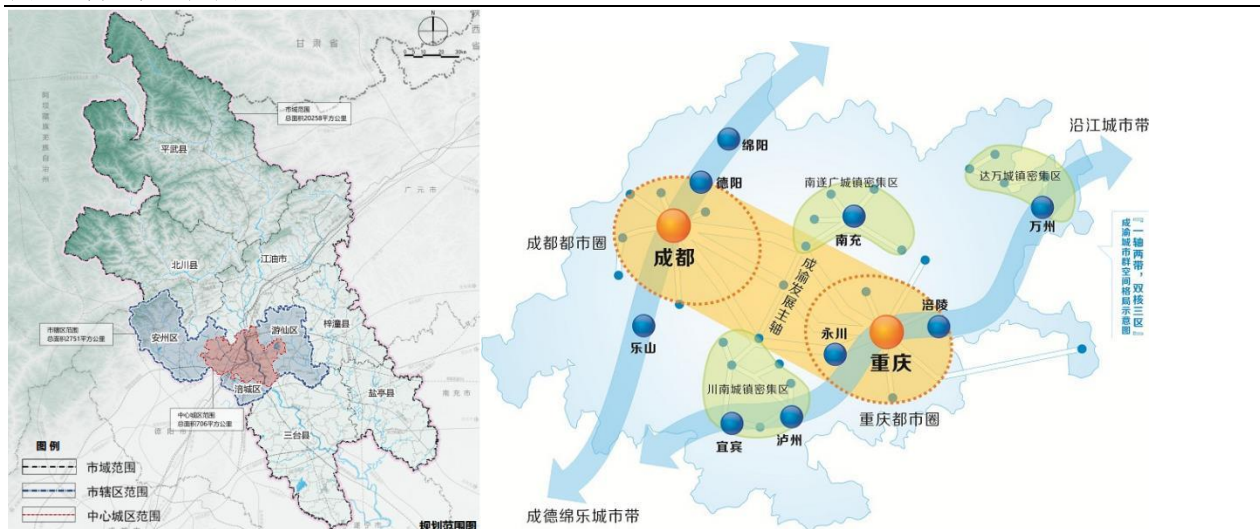
绵阳市是四川省第二大城市和省域经济副中心建设城市，绵阳科技城是党中央、国务院批准建设的科技城，绵阳科技城新区是四川省第四大省级新区，整体发展机遇较好；依托军工基地背景探索实践军民融合发展，绵阳市大力发展电子信息等优势产业，并招商引资了新型显示产业龙头企业，工业基础较好，2023年区域经济与财政实力大幅提升

区位优势：绵阳市是成渝城市群区域中心城市，公路、铁路、航空一体化交通便捷，积极参与成渝地区双城经济圈建设。绵阳市为四川省辖地级市，绵阳市是我国重要的国防军工和科研生产基地，位于成都、重庆、西安“西三角”腹心地带，是“一带一路”和长江经济带结合部和连接线上的重要支点城市，市区南距成都98公里，东距重庆300公里，北距西安680公里。境内已有宝成铁路（一级铁路）、西成客专等铁路，正在建设成兰铁路（安州段）；绵阳绕城南环线、成绵、绵广、绵遂、成绵复线、成巴、绵西、德遂、绵苍、广平高速公路建成通车，九绵、G5成绵扩容、G5绵广扩容等高速公路加快建设，截至2023年末，高速公路通车总里程达709公里，“二环九射九联”高速公路网正在形成；

绵阳机场开通直达43个城市的55条航线，是四川第二大机场，位列全国机场50强，区位、交通条件较好。绵阳市第七次人口普查人口总量486.82万人，居四川省第四位，常住人口较2010年增长5.51%，2022年末常住人口数量为489.80万人，常住人口数量进一步增长。

从空间规划格局来看，绵阳市下辖5县3区1市，面积2.02万平方公里。2001年国务院批准建设绵阳科技城，建设主体定为四川省和绵阳市，享有19项省级经济管理权限。2020年12月，四川省政府批复统一设立绵阳科技城新区，为四川省第四个省级新区，规划面积396平方公里，空间范围包括绵阳市涪城区、游仙区、安州区、高新区、科创区下辖9个乡镇（街道）所属区域，常住人口约80万人，为进一步调动各方积极性，推动科技城新区加快建设，绵阳市委、市政府系统谋划、重点突破，将新区划分为直管区（管辖面积36.6平方公里）和统筹区。由科技城新区党工委、管委会负责，对整个新区范围内的政策措施、发展规划、目标管理等进行全覆盖统筹，并组织领导直管区经济社会发展和开发建设，统筹区由各相关区（园区）履行属地管理职责。依托绵阳科技城中的核心区的建设规划，发展机遇较好。

图 1 绵阳市区位图



资料来源：绵阳市人民政府，中证鹏元整理

经济发展水平：绵阳市经济总量（GDP）常年在四川省21个地级行政区中排名第2，经济保持较高增速，其中2023年GDP增速排名全省第1，固定资产投资是经济增长的重要动力，整体经济发展水平较好，但房地产市场降温明显。2023年绵阳市地区生产总值4,038.73亿元，长期位居四川省地级市经济总量第二位，且近年来绵阳市经济保持较高增速，其中2023年GDP增速排名四川省地级行政区第一，高于四川省平均增速2个百分点，人均GDP持续上升但仍略低于全国平均水平，第二、第三产业对经济贡献较大，2023年第二、三产业对经济的贡献率分别为38.2%和56.1%，三次产业占比为9.7：39.6：50.7。固定资产投资是支撑绵阳市经济增长的重要动力，且近年来固定资产投资保持较高增速。2022年、2023年房地产开发投资分别同比下降3.1%、17.1%，商品房销售面积同比下降13.1%、3.3%，总体来看房地产市场降温明显。受外部环境因素影响，近年来全市社会消费品零售总额增长率波动较大。进出

口方面，得益于绵阳海关的一系列外贸促进措施及2022年6月中欧班列成渝号（绵阳）的开通，近年来绵阳市进出口总额持续上升且保持较快增速。

表2 绵阳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）	4,038.73	8.0%	3,626.94	5.0%	3,350.29	8.7%
固定资产投资	-	8.0%	-	11.3%	-	11.0%
社会消费品零售总额	1,822.36	11.5%	1,635.00	-1.0%	1,652.16	18.5%
进出口总额	285.78	18.9%	269.01	7.4%	250.55	15.8%
人均 GDP（元）	82,457		74,277		68,819	
人均 GDP/全国人均 GDP	92.28%		86.67%		84.99%	

注：“-”表示数据未公开披露；

资料来源：2021-2022 年绵阳市国民经济和社会发展统计公报、绵阳市统计局《2023 年绵阳经济形势》，中证鹏元整理

财政及债务水平：近年来绵阳市财税实力稳步提升，其中2023年税收收入较上年大幅增长34.2%，但近年来财政自给能力较弱，政府债务规模持续快速扩张。近年绵阳市一般公共预算收入规模持续增长，其中，受减税降费等政策影响，2022年税收收入占比有所下降，整体财税收入质量下滑，非税收入中国有资源(资产)有偿使用收入和政府住房基金收入提升较大，2023年税收收入较上年增长34.2%，税收占比有所提升，一般公共预算收入亦大幅增长。近年来财政自给率不高，财政自给能力较弱。受房地产市场不景气影响，2022年全市政府性基金预算收入快速下滑，2023年较上年基本持平。2021-2023年绵阳市地方政府债务余额持续扩张，重点用于市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业、保障性安居工程、农林水利等领域，其中2023年末较上年末增加214.81亿元，主要系新增债券147.86亿元、新增外债0.21亿元、再融资债券141.24亿元，扣除偿还政府债务本金74.5亿元。

表3 绵阳市财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	201.47	159.40	159.20
税收收入占比	56.21%	52.38%	63.37%
财政自给率	34.88%	32.45%	34.12%
政府性基金收入	206.15	205.28	259.35
地方政府债务余额	1,065.61	850.19	705.04

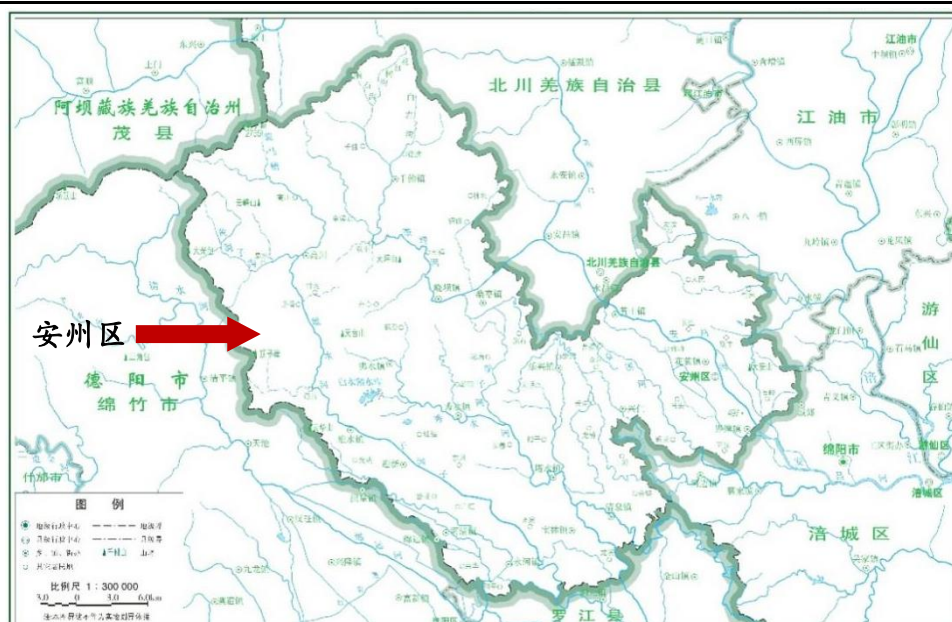
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：绵阳市预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

安州区为绵阳市主城区之一，挂牌成立时间较短，交通较便利，已形成了以“新能源与装备制造、电子信息”为主导产业、“医药食品、先进材料”为特色产业的“两主两特”产业，产业集中度较高；安州区经济总量和财政收入规模较小，经济发展水平不高，2022年以来政府性基金收入整体下滑，需关注其稳定性

区位特征：安州区为绵阳市主城区之一，挂牌成立时间较短，交通较便利，常住人口小幅增长。安州区是四川省绵阳市主城区之一，位于绵阳市西南部，四川盆地西北部。2016年3月20日国务院批复同意撤销安县设立绵阳市安州区，同年5月20日安州区挂牌成立，安州区成立时间距今仅有7年多。安州区紧邻成绵广高速、108国道、绵渝高速3条高等级公路，其中成绵高速复线途经安州并在宝林镇设双向出入口。S418线、S216线、旅游环线、绵安第二快速通道等骨干道路与辽宁大道、辽安路、成青路等构架起“一横八纵一环”的全域交通新体系，以城区为核心的区域半小时经济圈基本形成。全区幅员面积1,181.14平方公里，辖10个乡镇117个行政村34个社区。2022年末全区人口常住人口38.37万人，较2010年末人口增加1.69万人，增幅为4.61%。

图2 安州区区位图



资料来源：四川省标准地图，中证鹏元整理

经济发展水平：近年来安州区GDP保持较快增长，增长主要依靠固定资产投资拉动，以二、三产业为主，但经济总量规模较小，经济发展水平不高，且房地产投资近两年负增长。近年安州区GDP持续增长，三年增速均高于全国平均水平，但GDP规模较小，人均GDP水平不高。三次产业结构由2021年的16.1:44.9:39.0调整为2023年的14.0:43.6:42.4，安州区第二、三产业占比较大；2023年安州区第二、三产业增加值分别为114.54亿元、111.07亿元，分别同比增长8.8%、9.6%。近年安州区固定资产投资增速较快，增速主要靠工业投资拉动，其中2023年工业性投资同比增速达58.8%。但受市场环境影响，房地产投资近两年下降明显，2021-2023年增速分别为15.8%、-4.7%和-23.3%。受外部因素影响，近年社会消费品零售总额增速波动较大，2023年消费品零售总额增速回升至12.3%。

表4 2023年绵阳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	一般公共预算收入	政府性基金收入
------	-----	--------	--------	----------	---------

涪城区	735.72	8.5%	5.56	31.79	18.24
江油市	668.91	5.7%	9.15	36.07	38.50
游仙区	479.71	5.7%	8.45	12.01	10.15
安州区	262.46	8.3%	6.83	14.03	12.10
北川羌族自治县	106.55	8.2%	5.95	6.81	2.48
平武县	76.43	8.0%	6.02	3.67	1.86

注：2023 年人均 GDP 公式为 2023 年 GDP/2022 年末常住人口，单位为万元。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报，《绵阳统计年鉴 2023》，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表5 安州区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	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	262.46	8.3%	233.27	5.1%	218.26	8.6%
固定资产投资	-	16.6%	-	11.2%	-	24.5%
社会消费品零售总额	117.32	12.3%	104.46	0.1%	104.4	18.9%
进出口总额	-	-	11.70	3.72%	11.28	21.98%
人均 GDP（万元）	6.83		6.10		5.85	
人均 GDP/全国人均 GDP	76.43%		71.15%		72.26%	

资料来源：2021-2022 年安州区国民经济与社会发展统计公报，2024 年绵阳市安州区《政府工作报告》，安州区政府网站，中证鹏元整理

产业情况：安州区已形成了以“**新能源与装备制造、电子信息**”为主导产业、“**医药食品、先进材料**”为特色产业的“**两主两特**”产业，产业集中度较高。安州区近年工业发展态势较好。2023 年安州区规上工业企业总产值达到 434.34 亿元，同比增长 1.62%，产值总量位列绵阳市 9 个县市区第二位，工业增加值增速实现 7.4%。“两主两特”产业实现产值 427.62 亿元，占规上工业总产值 98.5%，产业集中度较高，受支柱行业景气波动影响较大。其中，2023 年新能源与装备制造产业实现产值 56.94 亿元，占 13.1%，重点企业包括焄皓新能源、杰兴科技、宝泰人防公司、科勤环保等；电子信息产业实现产值 66.31 亿元，占 15.27%，重点企业包括爱创科技、爱联科技等；医药食品产业实现产值 120.37 亿元，占 27.71%，重点企业包括好医生药业、天雄药业、绿源米业等；先进材料产业实现产值 184 亿元，占 42.36%，重点企业包括银河化学、麦思威尔等，其中银河化学生产的重铬酸钾是单项冠亚军产品，国内市场占有率达 25% 以上。此外，2023 年爱联科技成功登陆“新三板”，实现本土培育上市企业“零的突破”；2 户企业入选 2023 年四川省新经济企业 100 强榜单；制造业投资增长 50.5%、增速排名绵阳市第 1。

财政及债务水平：近年安州区一般公共预算收入保持增长，2022 年以来政府性基金收入整体下滑，需关注其稳定性。近年安州区一般公共预算收入持续增长，其中 2023 年一般公共预算收入增幅较大，主要系增值税和国有资产（资产）有偿使用收入增加所致。税收收入主要来源于增值税、契税、企业所得税等，2022 年受留抵退税影响税收有所下滑，2023 年税收同比明显增长，规模超过 2021 年水平。近年安州区财政自给率不断提高，2023 年达 40.57%，但水平仍偏低。受房地产行业景气度下降影响，

安州区政府性基金收入2022年整体下滑，2023年略有回升。考虑到2022-2023年安州区房地产投资连续两年下滑且2023年下滑幅度达23.3%，需关注后续政府性基金收入稳定性。近年安州区地方政府债务余额保持增长趋势，地方政府债务压力有所上升。

表6 安州区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	14.03	11.18	10.01
税收收入占比	54.95%	52.94%	73.23%
财政自给率	40.57%	35.37%	34.49%
政府性基金收入	12.10	10.02	20.92
地方政府债务余额	74.32	62.01	47.02

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：安州区政府网站，中证鹏元整理

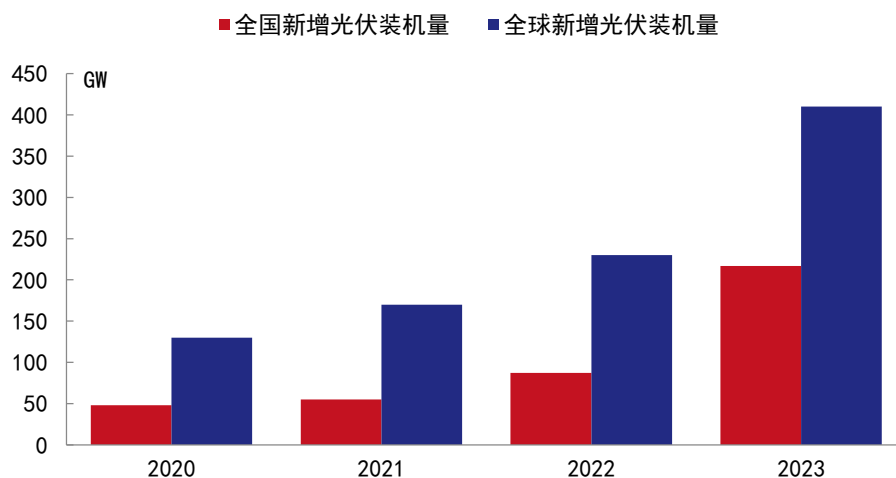
投融资平台：截至2023年末，安州区发债平台仅公司1家。

光伏行业环境

近年光伏新增装机量保持高速增长态势，在全球大力发展清洁能源及产业链持续降本推动下，光伏装机空间仍大，但预计增速将有明显放缓

在全球大力发展清洁能源以及光伏行业技术持续进步带动度电成本下降的背景下，近年全球光伏新增装机容量保持较高速增长，2021-2023 年全球新增装机容量增速均保持在 30%以上；随着国内风光大基地项目的建设以及分布式光伏的装机量的快速提升，2023 年我国新增光伏装机容量达 216.88GW，同比增长 148.1%，2024 年一季度我国光伏新增并网装机容量 45.74GW，同比增长 35.9%，且凭借良好的产业配套、资源以及成本等优势，在光伏各环节的产量占比均位居全球第一，为全球第一光伏大国。

图 3 近年光伏新增装机容量保持较高速增长



资料来源：国家能源局、公开资料，中证鹏元整理

根据《BP 世界能源统计年鉴》，2022 年世界一次能源消费中，化石能源占比高达 82%，全球能源

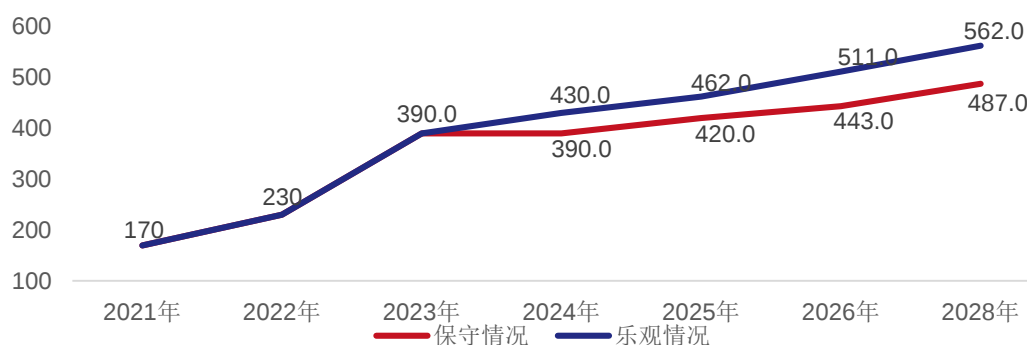
消费结构亟待优化，全球各国大力发展可再生能源，政策助推下，未来清洁能源装机空间仍大，根据中国光伏业协会对全球光伏新增装机的预测，未来全球光伏新增装机仍将保持增长态势，但在 2023 年光伏装机高速增长下，预计光伏装机增速将明显放缓。

表7 全球主要经济体清洁能源发展政策

经济体	清洁能源发展政策/规划	主要内容
中国	风光大基地规划	“十四五”期间在西部地区、北部地区、新能源资源富集地区，布局一批以新能源为主的电源基地，包括“风光储”、“风光火储”、“风光水储”、“风光水火储”一体化的九大清洁能源基地，推动可再生能源发展，装机容量合计约 450GW
	《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》	深化电力体制改革，加快构建清洁低碳，清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命
中美	加强合作应对气候危机的阳光之乡声明	在 21 世纪 20 年代这关键十年，两国支持二十国集团领导人宣言所述努力争取到 2030 年全球可再生能源装机增至三倍。
欧盟	“REPowerEU” 能源计划	加速清洁能源转型，将 2030 年可再生能源的总体目标从 40% 提高到 45%，2025 年光伏累计装机量达到 320GW，达到目前水平的两倍以上，2030 年光伏累计装机量 600GW，在 2030 年拥有 480 GW 的风能产能
日本	《能源基本计划》（第六版）	2030 年可再生能源发电占比提高至 36%-38%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图 4 全球光伏新增装机预测（单位：GW）



资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

在下游需求增长及产业技术迭代推动下，近年光伏产业链大规模扩产，行业存在阶段性供需错配，主材价格大幅下行，对于产业链企业的盈利亦形成冲击，预计部分低效高成本产能将陆续出清

在下游光伏装机的持续增长以及 2020 下半年至 2022 年三季度硅料价格持续上涨的驱动下，硅料厂

商加速建设新产能以扩张市场份额，同时涌入大批新进入者，硅料产能快速扩张，2022 年第四季度以来硅料投产速度加快，多晶硅价格快速下降，2024 年 5 月硅料价格在 5 万/吨左右，较 2022 年底的高位降幅超 80%。随着硅料价格的大幅回落，硅料环节扩产速度已出现趋缓态势，但随着新产能的持续投放，供给端更加充裕，硅料厂商竞争仍激烈，预计多晶硅料价格仍将承压。

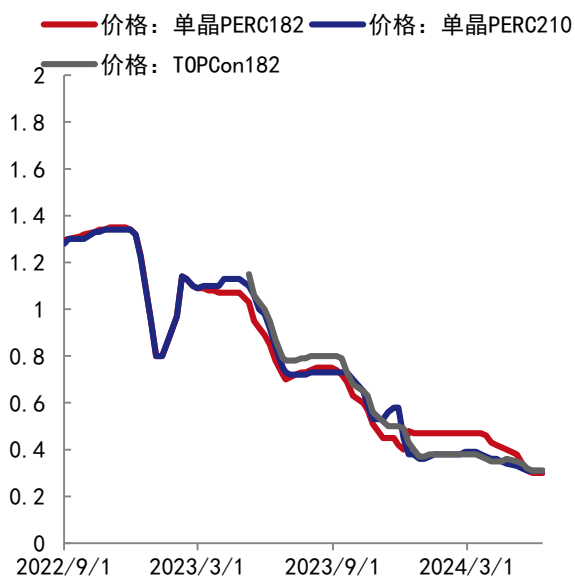
图 5 硅料价格呈持续下行态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

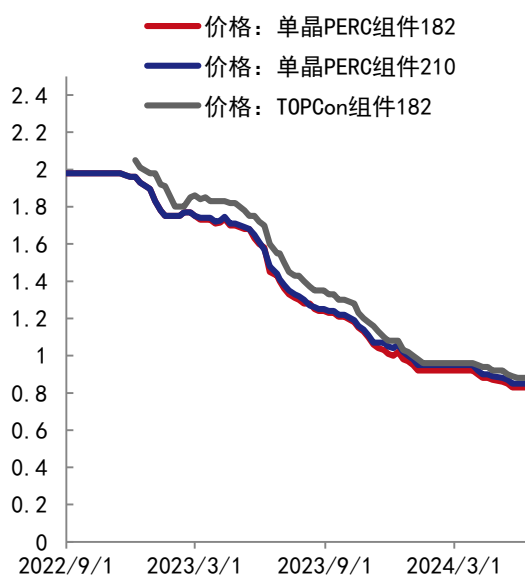
同时随着产业技术的加速迭代，N 型电池需求加速提升，2022 年 N 型电池市占率约 9.1%，2023 TOPCon 电池市占率快速提升近 30%，一体化组件厂商亦加大新技术产能的建设以争取市场份额，光伏行业大规模扩产下也面临着阶段性供需错配的情况，电池片、组件价格亦持续下行。

图 6 电池片价格走势（元/W）



资料来源：Infolink Consulting，中证鹏元整理

图 7 光伏组件价格走势（元/W）



资料来源：Infolink Consulting，中证鹏元整理

光伏主材价格的持续下行对于产业链企业的盈利亦形成冲击，较多上市公司经营业绩出现明显下滑甚至亏损，光伏作为重资产行业，所需投入体量较大，近年行业主要企业资本支出规模大幅增加，

使得债务规模攀升，在经营压力加大的情况下，预计部分低效高成本产能将陆续出清，头部企业在生产技术、成本管控、资金实力等方面更具优势，未来行业集中度有望提升。

五、经营与竞争

公司承担了区域内基础设施建设职能，工程管理业务持续性较好，但面临一定资金压力，商品房项目整体去化程度尚可，毛利率提升至正常水平，化学制品生产和销售仍是公司毛利润重要来源；2023年新增合并的上市公司麦迪科技原有的医疗信息化和生殖医学医疗服务运行平稳，但新增的光伏电池业务出现较大亏损，拖累公司主营业务整体盈利表现并导致公司收购其产生的商誉出现大幅减值

2023年公司合并麦迪科技，增加了电池片销售、软件销售、第三方服务、医疗服务收入。当年公司营业收入同比翻倍，主要系工程施工、产品销售（贸易）收入增长，以及新增麦迪科技业务收入所致；由于工程施工和贸易业务毛利率低，同时麦迪科技光伏业务大幅亏损，公司销售毛利率下降至4.89%。2023年营业收入主要来自产品销售（贸易）、化工产品销售、工程施工、成品油销售等，合计收入占比超过90%，毛利润主要来自化工产品销售、软硬件销售、第三方服务、工程管理等，合计毛利润占比98.36%，此外电池片销售毛利润贡献为-21.69%，较大程度拖累公司盈利水平。

表8 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
工程管理	0.70	0.72%	100.00%	0.73	1.56%	100.00%
工程施工	15.95	16.43%	1.58%	0.60	1.28%	6.90%
商品房销售	1.71	1.77%	21.31%	0.32	0.68%	-35.96%
产品销售（贸易）	42.99	44.27%	0.09%	15.92	34.15%	-0.09%
成品油销售	12.55	12.92%	0.68%	11.98	25.69%	0.59%
化工产品销售	16.76	17.26%	11.63%	16.96	36.38%	14.67%
电池片销售*	3.00	3.09%	-34.54%	-	-	-
医疗信息化业务*	2.60	2.68%	78.83%	-	-	-
医疗服务*	0.57	0.58%	41.38%	-	-	-
房屋租赁	0.08	0.08%	49.53%	0.11	0.25%	45.43%
其他	0.85	0.87%	16.04%	0.91	1.91%	7.21%
合计	97.69	100.00%	4.89%	47.40	100.00%	7.21%

注：带“*”的收入为 2023 年公司控股麦迪科技后新增的收入部分；“-”表示未获取或无法计算数据。

资料来源：公司提供

（一）工程管理业务

工程管理业务收入系公司与政府签订代建管理协议的项目确认的管理费，2023年工程管理收入规模仍较小，目前已签订代建管理协议的项目投资规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金压力；

本期债券募投项目已完工，但尚未实现收益

公司工程管理收入来自公司按照项目投资额向业主单位收取的工程管理费。公司与安州区财政局签订代建协议，规定代建管理费按年结算，为每年项目投资支出的10%，实际金额以绵阳市安州区财政局出具的代建管理费用确认单为准。

2023年公司实现工程管理收入0.70亿元，同比略有减少，规模仍较小；毛利率仍为100%，系按净额法确认收入所致。

截至2023年末，公司主要在建、拟建项目总投资39.14亿元，累计已投资1.19亿元，尚需投资37.95亿元，资金主要依赖公司自筹，面临较大的资金压力。其中在建、拟建代建项目投资规模较大，代建业务持续性较好。

绵阳市安州区城市停车场项目为本期债券募投项目，截至2023年末已完工，该项目体现在存货下开发成本和开发产品中，项目建成后，公司计划出售部分车位和商业配套建筑物，对剩余车位采用对外开放停车的形式出租收费。截至2023年末，项目尚未开始实际运营，暂未实现收益。

表9 截至 2023 年末公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	是否为代建项目
河东新区复合型生态建设项目和绵阳科技城集中发展区核心区三条道路等项目	13.56	1.19	是
绵阳市安州区县域城镇基础设施补短项目-调元大桥			
绵阳市安州区花菱老城片区城市更新有机改造项目	25.58	0.00	是
安州区农村路网改造提升项目			
合计	39.14	1.19	-

资料来源：公司提供

（二）工程施工业务

2023年公司工程施工收入同比大幅增长，毛利率有所下降

公司工程施工业务主要由子公司四川金顺达公路工程有限责任公司（以下简称“金顺达公司”）负责，主要通过安州区政府部门及其他公司委托，负责安州区内市政工程及道路维修、养护等项目施工。金顺达具有建筑工程施工总承包叁级、公路工程施工总承包叁级、水利水电工程施工总承包叁级、桥梁工程专业承包叁级、钢结构工程专业承包叁级、建筑机电安装工程专业承包叁级、河湖整治工程专业承包叁级、公路安全设施专业承包贰级、地基基础工程专业承包叁级等总承包及专业承包资质。总投资额2,500.00万元以上项目需招投标委托施工单位施工，总投资2,500.00万元及以下项目可自行施工。公司主要工程施工项目涵盖绵阳市安州站站前广场、安州区2017年度村道生命安全防护工程、威马汽车（四川）自动驾驶配套示范产业园项目（一期）工程总承包和S418项目农村公路交叉路口“六个一”工程、道路交安设施优化提升工程，其中安州站站前广场工程内容包括集散广场、站前缓冲区

域铺装地面，私家停车场、出租车停车场、公共汽车展、消防车道沥青混凝土地面，以及绿化景观工程、广场照明、市政设施等，截至2023年末，存货中工程施工为12.11亿元。2023年工程施工结算收入15.95亿元，较上年大幅增长；毛利率为1.58%，毛利率较低且较上年下降，系当期结算项目合同工约定收益较低所致。

（三）化工产品生产和销售业务

化工产品销售业务由子公司四川省银河化学股份有限公司（以下简称“银河化学”）负责，2023年整体经营稳健，仍是公司重要的利润来源

银河化学是“万吨级碳化法制备红矾钠及铬基新材料”国家（863计划）重点项目承担单位，先后担纲9个国家产业示范工程，参与15项国家行业标准的制定，拥有40余项自主知识产权。银河化学自主研发实施的“碳化法制备红矾钠技术”在铬盐化工生产领域有一定领先。银河化学主营业务板块包括铬盐化工、硫酸化工、水泥建材、矿产开发、机械制造等，收入来源于铬化工产品生产和销售。

2023年前五大销售方为杭州华联金属化工有限公司、慈溪市华江金属贸易有限公司、温州市谦成化工有限公司、天津市民丰富强科技发展有限公司和中钢集团洛阳耐火材料研究院有限公司，除最后一家外，其他均为民企，需关注回款风险。

2023年公司实现化学制品销售收入16.76亿元，较上年变化不大；毛利率为11.63%，较上年有所下降。2023年化学制品销售毛利润占公司毛利润比为40.81%，是公司重要的利润来源。

（四）房地产开发业务

2023年公司商品房销售收入大幅增长，毛利率从上年负数恢复至正常水平；截至2023年末无在建房地产项目，完工项目整体去化程度尚可，剩余可售房产具有一定规模，可为未来收入提供一定保障

公司商品房销售业务由子公司绵阳海珂实业有限公司（以下简称“海珂实业”）负责，建设的项目为“海珂花郡”和“南梁府”，建设和销售的产品主要是住宅和商铺。其中“南梁府”分为A、B区，A区为拆迁房，无需取得预售许可证，已将房屋分配给拆迁户。

2023年确认商品房销售收入1.71亿元，较上年大幅增长，主要来自南梁府B区项目和安置房项目；毛利率从上年负数恢复至正常水平。按可售面积计算，目前公司完工房地产项目整体去化程度尚可。2023年末公司房地产项目剩余可售面积为5.91万平方米，可为未来收入提供一定保障。截至2023年末，公司无在建商品房项目。

表10 截至 2023 年末公司商品房销售情况（单位：平方米、万元）

项目名称	地区	总可售面积	剩余可售面积	当年销售金额	确认收入
南梁府 B 区	安州区	60,229.59	31,692.00	17,091.64	15,680.40
安置房	安州区	65,107.00	16,525.00	1,262.16	1,157.94

商业	安州区	10,900.00	10,900.00	-	-
合计	-	136,236.59	59,117.00	18,353.80	16,838.35

注：确认收入与审计报表差异，系审计报告补回前期少计入收入。剩余可售面积以本次提供为准。

资料来源：公司提供

（五）销售（贸易）商品业务

公司油卡销售仍有一定专营性，2023年平稳运行，但盈利水平很低；建材、乙二醇等大宗商品贸易规模大幅扩张，但毛利率仍很低，需关注大宗商品价格波动风险

公司销售（贸易）商品主要包括油卡销售、大宗商品贸易（水泥及钢材、精对苯二甲酸、乙二醇）等。

油卡销售主要由子公司绵阳九洲北斗新时空能源有限公司开展，业务系销售北斗加油卡（储值型加油卡）。2023年业务模式未发生重大变化，公司为车辆用户办理中国石油-九洲北斗联名加油卡，用户先向公司支付加油款项，公司再向中国石油支付用户的加油款，公司作为中间商赚取差价，该业务仍有一定专营性。2023年油卡销售前五大客户占比为12.13%，较上年末有所上升。2023年公司实现成品油销售收入12.55亿元，同比略有增长，毛利率为0.68%，仍很低。

表11 公司油卡销售金额前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售金额（不含税）	销售金额占销售收入比重
2023 年	路歌能源科技（天津）有限公司	油卡	5,052	4.02%
	邛崃长运飞马货物运业有限公司	油卡	3,730	2.97%
	上海博怡国际物流有限公司	油卡	2,288	1.82%
	四川浩竟物流有限公司	油卡	2,254	1.79%
	成都伟跃物流有限公司	油卡	1,926	1.53%
	合计	-	15,249	12.13%
2022 年	四川星辰速递有限公司	油卡	3,690	2.06%
	邛崃长运飞马运业有限公司	油卡	3,304	1.85%
	山东精久石化有限公司	油卡	2,919	1.63%
	绵阳市吉瑞物流有限公司	油卡	2,859	1.60%
	安徽运通达物流科技有限公司	油卡	1,696	0.95%
	合计	-	14,468	8.09%

资料来源：公司提供

大宗商品贸易由子公司绵阳市龙安商贸有限公司（以下简称“龙安商贸”）和子公司绵阳市安集供应链管理有限公司负责。大宗商品贸易上下游账款一般在一年内结清，2023年公司产品销售前五大客户合计销售占比为46.90%，客户集中度较高，其中江油工投供应链管理服务有限公司、江油市创元开发建设投资有限公司两个客户为国企，剩余3个客户为民企。

2023年公司实现产品销售收入（主要包括建材、乙二醇、精对苯二甲酸贸易）42.99亿元，同比大

幅增长170.04%，主要系公司新增精对苯二甲酸贸易，以及整体贸易规模扩张所致；毛利率从去年的略微亏损转为略微盈利。整体来看，公司大宗商品贸易规模大幅扩张，需关注大宗商品价格波动风险。

表12 2023 年公司产品销售金额前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售额	主要销售产品	销售额占销售 总收入的比重	企业性质
宁波瑞奕辰供应链管理有限公司	58,688	精对苯二甲酸\乙二醇	13.65%	民企
江油工投供应链管理服务有限公司	40,032	精对苯二甲酸\乙二醇\铝锭	9.31%	国企
江油市创元开发建设投资有限公司	35,705	精对苯二甲酸\乙二醇	8.31%	国企
宁波黛隼贸易有限公司	35,619	精对苯二甲酸\乙二醇	8.29%	民企
宁波安美来贸易有限公司	31,578	精对苯二甲酸\乙二醇	7.35%	民企
合计	201,622	-	46.90%	

资料来源：公司提供

（六）上市子公司麦迪科技业务

2023年随着公司实现对上市公司麦迪科技的控制，麦迪科技切入光伏电池制造行业，由于光伏业务处于运营初期且光伏行业景气度不佳，2023年及2024年一季度持续大幅亏损同时光伏业务下游客户集中度较高，跨界经营光伏业务为麦迪科技未来发展带来较大不确定性

麦迪科技业务主要分三大板块：一是医疗信息化板块，为公司原核心业务。公司自设立以来一直专注的医疗临床信息化领域，经过近18年的发展，研发形成了DoCare系列临床医疗管理信息系统产品和Dorico数字化手术室及数字化急诊急救平台整体解决方案，并已在全国32个省份的近2,400家医疗机构得到成熟应用，在临床信息化细分领域形成了领先的市场地位和较高品牌知名度。相关产品包括自制软件、整体解决方案、运维及技术服务等。2023年麦迪科技实现医疗信息化板块收入为2.60亿元，同比增长1.85%；毛利率高达78.83%，较上年提升2.91个百分点，主要系公司医疗信息化中毛利率较高的自制软件、运维及技术服务收入占比提高所致。

二是生殖医学医疗服务板块。2019年麦迪科技收购海口玛丽医院有限公司（以下简称“玛丽医院”），开始进入辅助生殖医疗服务领域。玛丽医院为专注于“试管婴儿”治疗的专科医院，2016年经海南省卫生计生委核准正式运行开展人类辅助生殖技术。玛丽医院是国家卫健委核准开展同时拥有IVF-ET与ICSI技术的454家辅助生殖技术的医疗机构之一（数据截止至2023年12月31日）。2023年，玛丽医院共计完成1,382例取卵周期，共计完成1,074例移植周期。2023年麦迪科技实现医疗服务收入0.57亿元，同比增长16.24%，主要系玛丽医院新设了诊疗科室，扩展了服务项目所致；毛利率为41.38%，基本同上年持平。

三是光伏板块。2023年2月，麦迪科技全资子公司绵阳焱皓新能源科技有限公司与绵阳市安州区人民政府签订投资《项目投资协议书》，建设年产9GW高效单晶电池智能工厂项目，计划总投资约18.62亿元，在绵阳市安州区建设集研发、生产、办公为一体的超级工厂，作为麦迪科技光伏产业的主要制

造基地，麦迪科技新增新能源光伏业务，相关产品为N型TOPCon高效光伏电池片。截至目前，麦迪科技所生产的N型TOPCon电池片平均量产转换效率超过26%，最高转换效率已达26.49%。2023年公司处于产能爬坡阶段，产能利用率仅为25%，产销情况较好，产销率达93.68%。

表13 截至 2023 年末光伏产品生产和在建产能情况（单位：亿元）

产品类别	投产工艺路线	在建生产线预计总投资	累计已投资	设计产能	产量	产能利用率	产销率
单晶硅电池	TOPCon	18.62	17.44	9GW	817.75MW	25%	93.68%

资料来源：麦迪科技公告

光伏业务下游客户方面，2023年前五大客户销售占比约70%，其中第一大客户占比达38%，客户集中度较高。第一大客户正信光电科技股份有限公司（股票代码：838463，以下简称“正信光电”）曾因拖欠上游货款2.73亿元被起诉，2024年6月法院终审判决正信光电支付货款及利息，正信光电尚未支付该款项。

表14 2023 年公司光伏业务前五大客户情况（单位：亿元）

客户名称	销售额	占光伏业务销售总额比例
正信光电科技股份有限公司	1.14	38.04%
江苏俊析新能源有限公司	0.32	10.64%
海宁正泰太阳能科技有限公司	0.26	8.66%
建发（海南）有限公司	0.21	6.94%
海纳斯（江苏）光电科技有限公司	0.15	5.10%
合计	2.08	69.39%

资料来源：麦迪科技公告

2023年以来，光伏行业相关产品价格波动下行，而公司前期购买原材料成本较高（2023年麦迪科技光伏业务原材料成本占比达77.51%），同时公司光伏产线处于产能爬坡阶段，尚未形成规模效应，产成品单位成本较高，综合使得公司光伏业务大幅亏损。2023年麦迪科技实现光伏业务收入3.00亿元，毛利率为-34.54%。同时由于光伏新业务开展的前期投入较大并且公司加大了人才引入力度，相关期间费用较高，使得2023年及2024年一季度持续大幅亏损。

公司收购麦迪科技形成商誉3.37亿元，2023年因麦迪科技亏损，该商誉计提减值1.80亿元。总体来看，由麦迪科技光伏业务产生的直接亏损、以及期间费用增长及商誉减值等因素，是公司合并利润大幅亏损的主要原因。

表15 近年来麦迪科技财务数据（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年	2021 年
营业总收入	1.11	6.18	3.06	3.54
销售毛利率(%)	33.72	20.36	70.52	69.80
归属母公司股东的净利润	0.10	-2.69	0.34	0.42

扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润	-0.74	-2.81	0.25	0.33
非经常性损益	0.84	0.11	0.09	0.09
总资产	39.91	39.15	16.30	13.12

资料来源：iFind，中证鹏元整理

公司在资产注入和财政补贴方面继续获得政府支持

资产注入方面，2023年公司收到财政拨付资本金0.81亿元，子公司绵阳安州农业科技综合发展有限公司收到财政拨付资本金346.09万元。财政补贴方面，2023年公司获得政府补助0.38亿元。

六、财务分析

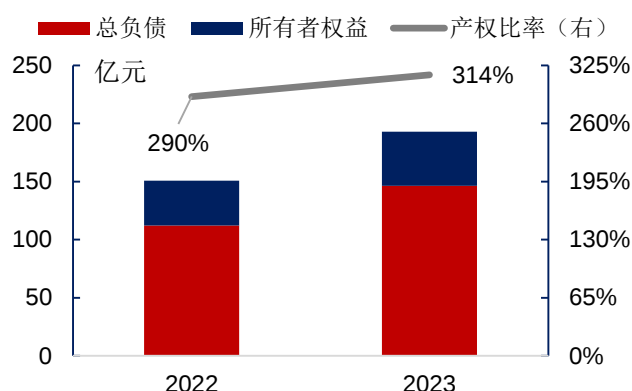
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年在公司纳入合并范围的一级子公司增加3家，无减少一级子公司，详见表1。

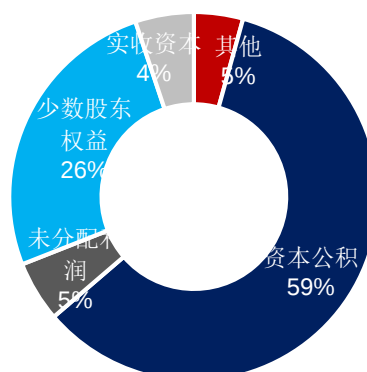
资本实力与资产质量

麦迪科技并表使得公司总资产规模增长，公司资产主要为货币资金、应收款项、存货、固定资产、在建工程和投资性房地产，应收款项和项目投入成本占用公司资金较多，且公司受限资产规模较大，整体资产流动性仍较弱；此外，公司收购麦迪科技形成的商誉出现大幅减值

2023年公司资产负债表整体扩张，主要系麦迪科技并表所致。2023年末产权比率上升至314%，所有者权益对负债的保障程度较差。2023年末公司所有者权益中资本公积占比59%，主要系政府持续注入的房产、土地、货币资金和划拨子公司等形成；少数股东权益为12.02亿元，同比大幅增长，主要系公司持股麦迪科技比例不高（16.07%）所致。

图 8 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 9 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

公司资产主要为货币资金、应收款项、存货、固定资产、在建工程和投资性房地产，2023年合计占总资产的81.16%。

2023年末公司货币资金较上年末大幅增长，其中20.55亿元使用受限，主要包括15.85亿元银行承兑汇票保证金和3.65亿元定期存单。2023年末应收账款中前五名分别为绵阳市安州区财政局、绵阳市国土资源局、绵阳市安州区城乡建设和住房保障局、绵阳市安州区人民政府、绵阳市安州区安康物业服务有限公司¹，合计占应收账款年末余额的64.40%；应收账款较上年末增长78.01%，主要系合并麦迪科技及应收绵阳市安州区财政局项目款增加所致。2023年末麦迪科技的应收账款保持相对稳定，期末余额为3.35亿元，已计提的坏账准备为1.23亿元，其中3年以上应收账款规模余额为1.16亿元，计提了坏账准备0.92亿元，需关注未来账款回收情况。

2023年末其他应收款主要为往来款项，前五大其他应收对象为绵阳市安州区财政局、绵阳市安州区土地统征储备中心、四川中新海川建设有限公司²、绵阳市安州区人民政府、安州集团等，合计占期末其他应收款余额的45.95%，集中度一般。2023年末公司应收账款和其他应收款规模合计占总资产的18.74%，应收对象主要为政府单位和本地国有企业，回款时间不确定，对公司形成较大资金占用。

公司存货主要为待开发土地、工程施工、开发成本、开发产品和消耗性生物资产等。2023年末存货中待开发土地6.05亿元，为5宗土地，土地用途主要为零售商业用地、城镇住宅用地，土地性质主要为出让；工程施工12.11亿元为公司工程项目投入，较上年末大幅减少，主要系2023年结算工程施工收入15.95亿元所致；开发成本12.75亿元和开发产品3.04亿元主要为公司房地产项目；消耗性生物资产未发生变化，仍为政府无偿划入林木资产2.01亿元，暂无收益。2023年末公司固定资产主要为办公楼、厂

¹ 截至 2024 年 7 月 1 日，公开资料显示，绵阳市安州区住房保障服务中心持有绵阳市安州区安康物业服务有限公司 64% 股权。

² 截至 2024 年 7 月 1 日，公开资料显示，四川中新海川建设有限公司为安州集团全资孙公司。

房及化工生产机器设备、光伏电池生产机器设备等。2023年固定资产大幅增长，主要系麦迪科技并表及部分光伏在建项目转入所致。2023年末在建工程主要为子公司麦迪科技年产9GW高效单晶电池智能工厂项目投入，当年投入16.00亿元。2023年末投资性房地产中房屋、建筑物为5.23亿元，土地使用权为15.45亿元，采用公允价值计量，累计增值1.85亿元，2023年公司投资性房地产公允价值变动为-0.44亿元；其中尚未办理权证的投资性房地产为1.32亿元，包括民安小区五期、红太阳小区等房产。投资性房地产中土地为15宗，土地用途为其他商服用地、仓储用地、城镇住宅、零售商业、工业（研发）用地等，土地性质均为出让。

其他资产方面，2023年末公司使用权资产为麦迪科技长期租赁的厂房；公司其他非流动资产有所增加主要系新增预付土地款。公司商誉主要系2023年收购麦迪科技形成。2023年因麦迪科技亏损计提减值1.80亿元。截至2023年末，公司受限资产合计44.06亿元，主要为货币资金和投资性房地产，占期末总资产的22.86%，资产受限比例较高。

表16 截至 2023 年末，公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	20.35	定期存单、保证金
货币资金	0.20	三方协议监管
应收账款	0.00	特许经营协议下应收账款质押
投资性房地产	15.74	抵押担保
子公司股权	6.09	股权质押
固定资产	0.73	售后回租
在建工程	0.94	售后回租
合计	44.06	-

资料来源：公司 2023 年审计报告

表17 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	30.93	16.05%	22.45	14.88%
应收账款	16.55	8.59%	9.30	6.16%
其他应收款	19.56	10.15%	23.58	15.63%
存货	40.04	20.78%	49.92	33.10%
流动资产合计	119.34	61.92%	109.26	72.44%
固定资产	14.97	7.77%	10.42	6.91%
在建工程	13.66	7.09%	0.35	0.23%
投资性房地产	20.68	10.73%	20.74	13.75%
使用权资产	6.88	3.57%	0.00	0.00%
其他非流动资产	6.59	3.42%	1.93	1.28%
商誉	2.28	1.18%	0.39	0.26%

非流动资产合计	73.39	38.08%	41.57	27.56%
资产总计	192.74	100.00%	150.83	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

公司营业收入大幅增长，主要系贸易收入、工程施工收入增长所致，但这两项业务盈利能力较弱，同时公司光伏电池业务亏损，综合使得销售毛利率有所下降，麦迪科技光伏电池业务毛利润亏损、拓展光伏业务导致期间费用高企、以及因其亏损导致的商誉减值等因素拖累公司全年利润，后续仍需关注光伏行业景气度以及公司光伏电池单位成本压降情况

公司营业收入大幅增长，主要系贸易收入、工程施工收入增长所致，但这两项业务盈利能力较弱，同时公司光伏电池业务亏损，综合使得销售毛利率为有所下降。公司期间费用大幅增长，2023年为6.71亿元（含研发费用），同比大幅增长164.65%，主要系麦迪科技并表，同时麦迪科技光伏新业务开展的前期投入较大并且公司加大了人才引入力度，期间费用较高所致。

商誉减值、投资性房地产公允价值变动对利润水平影响很大。2023年公司资产减值损失主要为商誉减值1.83亿元，主要系麦迪科技亏损导致商誉减值。2023年末公司商誉账面价值为2.28亿元，商誉仍存在持续减值的风险。2023年公司投资性房地产公允价值变动为-0.44亿元。2023年公司其他收益主要为政府补贴，弥补了公司部分亏损。总体来看，麦迪科技跨界经营光伏电池业务初期失利是公司全年亏损的主要原因。麦迪科技光伏业务亏损主要系行业景气不佳及自身产能爬坡、单位产品成本较高等原因，后续仍需关注相关情况。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	97.69	47.40
期间费用（含研发费用）	6.71	2.54
营业利润	-4.08	1.21
其他收益	0.50	0.30
公允价值变动收益	-0.44	0.53
资产减值损失（损失以“-”表示）	-1.95	-0.18
利润总额	-4.24	1.08
销售毛利率	4.89%	7.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

总债务大幅增长，资产负债率持续处于高水平，债务短期化，现金类资产对短期债务的覆盖不足，备用流动性不足，面临较大的短期债务压力

2023年末公司总债务同比大幅增长60.22%，主要系公司银行借款增加、贸易采购款支付的应付票

据增加、以及新增麦迪科技的租赁负债所致。从期限结构来看，2023年短期债务占比为51.25%，公司面临较大的债务集中到期压力。从融资渠道来看，银行、债券、非标融资占比分别为79%、5%和16%，仍以银行融资为主。具体来看，银行融资75.46亿元，较上年末大幅增长，其中银行承兑汇票23.33亿元，银行借款成本约为7%，借款银行主要包括农发行、国有四大行，以及四川省内的城商行、农商行等。债券融资方面，公司存续债券为“18绵安专债01”、“18绵安专债02”、“19绵安专债01”，合计余额3.80亿元，将于2024-2026年到期，均由兴农担保提供保证担保，票面利率分别为8.1%、8.1%和7.9%，债券融资成本偏高。非标融资方面，公司非标融资15.35亿元，计入长期应付款和租赁负债；长期应付款为资产证券化融资、融资租赁借款、长期非金融机构借款等；租赁负债为麦迪科技租赁厂房产生。

其他负债方面，应付账款较上年末有所增长，主要为工程款、代建项目、物资采购等。其他应付款主要为资金往来款，其中应付绵阳市安州区龙泉供水有限责任公司、绵阳宏博环保科技有限公司³等关联方款项为7.28亿元。长期应付款中专项应付款为4.51亿元，较上年大幅减少，主要为成兰铁路安州站基础设施配套建设项目、绵阳冷链物流建设项目、绵阳科技城集中发展区核心区三条道路项目等基础设施建设项目的专项款。

表19 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	19.24	13.16%	12.97	11.57%
应付票据	23.33	15.96%	16.40	14.62%
应付账款	18.12	12.39%	14.31	12.76%
其他应付款	16.31	11.15%	18.40	16.40%
一年内到期的非流动负债	6.19	4.24%	5.41	4.82%
流动负债合计	94.46	64.60%	71.77	63.99%
长期借款	30.79	21.06%	17.15	15.29%
应付债券	2.35	1.61%	4.27	3.80%
租赁负债	6.64	4.54%	0.00	0.00%
长期应付款	11.14	7.62%	17.66	15.74%
非流动负债合计	51.77	35.40%	40.39	36.01%
负债合计	146.23	100.00%	112.15	100.00%
总债务	95.17	65.08%	59.40	52.96%
其中：短期债务	48.77	33.35%	34.78	31.01%
长期债务	46.40	31.73%	24.62	21.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从公司偿债指标来看，2023年末公司资产负债率小幅上升至75.87%，总体杠杆水平高。2023年末

³ 绵阳宏博环保科技有限公司为安州区龙泉供水有限责任公司全资子公司。

公司短期债务规模较大，现金短期债务为0.65，现金类资金对短期债务保障不足。由于新收购的麦迪科技业绩较差，公司全年亏损，EBITDA利息保障倍数降至负数。截至2023年末，公司获得银行授信60.10亿元，尚未使用额度11.10亿元，备用流动性不足。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	75.87%	74.36%
现金短期债务比	0.65	0.49
EBITDA 利息保障倍数	-0.51	2.97

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

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，根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

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》，建立了现代法人治理结构。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。

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5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，公司对外担保余额合计19.13亿元，占期末公司所有者权益的41.13%，担保对象为公司股东及关联方，均未设置反担保，公司存在一定的或有负债风险。

表21 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人姓名/名称	公司与被担保人的关联关系	担保余额	被担保债务到期时间	是否设置反担保
-----------	--------------	------	-----------	---------

绵阳市安州区建投矿业有限 公司	同一最终控制方	9.00	2036年6月23日	否
绵阳市安州区建投矿业有限 公司	同一最终控制方	1.28	2031年5月19日	否
绵阳市安州区建投矿业有限 公司	同一最终控制方	1.00	2023年8月17日	否
绵阳市安州区建投矿业有限 公司	同一最终控制方	1.00	2023年7月14日	否
绵阳市安州区建投矿业有限 公司	同一最终控制方	0.49	2025年3月23日	否
四川安州发展集团有限公司	母公司	3.00	2024年8月29日	否
四川安州发展集团有限公司	母公司	0.50	2024年11月30日	否
四川安州发展集团有限公司	母公司	0.56	2037年10月12日	否
四川安州发展集团有限公司	母公司	1.52	2037年8月15日	否
四川安州发展集团有限公司	母公司	0.78	2025年3月21日	否
合计	—	19.13	—	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2019年麦迪科技收购玛丽医院、2023年麦迪科技控股股东变更为公司，两个并购事项均涉及业绩承诺。

2023年麦迪科技控股股东变更为公司，麦迪科技原实控人翁康先生及其一致行动人严黄红女士、汪建华先生以及股东傅洪先生对新的控股股东做出了业绩承诺。承诺内容为：“上市公司2022年、2023年及2024年归属于上市公司股东的净利润（扣除资产处置收益后）年均不低于3,000万元，即合计不低于9,000万元。承诺期届满后未完成的业绩，原实控人对差额进行现金补偿”。麦迪科技2022-2023年累计实现归属于上市公司股东的净利润5,694.68万元（该金额不包含新能源光伏业务，且未经过业绩结算审计）。

2019年麦迪科技收购子公司玛丽医院时，玛丽医院原股东对麦迪科技做出业绩承诺。承诺内容为：“若2019年至2023年玛丽医院累积实现净利润低于5,748万元的，则补偿义务人应以现金或者麦迪科技认可的经有资质的评估机构评估后确认价值的等价物方式向麦迪科技补足”。玛丽医院2019-2023年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润5,885.37万元，超过承诺数137.37万元，实现业绩承诺金额的比例为102.39%。

八、债券偿还保障分析

兴农担保为本期债券提供的担保仍能有效提升本期债券的信用水平

兴农担保作为担保方为本期债券出具了担保函。兴农担保在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券到期时，如公司不能全部兑付本金及利息，兴农担保应承担担保责任，将兑付资金划入债券受托管理人指定的银行账户。兴农担保保证的

范围包括：本期债券到期兑付的本金及利息，以及应支付的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期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22 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23 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，本期债券由兴农提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

九、外部特殊支持分析

公司是绵阳市安州区人民政府下属重要企业，安州区国资办间接持有公司90%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安州区政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与安州区政府的联系非常紧密。安州区国资办通过安州发展持有公司90%股权。公司作为绵阳市安州区重要的基础设施建设主体，所建设项目多为公益性质，受区政府统一安排，同时在区内开展较多产业业务，经营战略和业务运营受到政府的绝对管控。公司工程管理业务收入来自政府部门。近年安州区政府在资产注入和政府补贴方面对公司的支持力度较大。在可预见的未来，公司与政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对安州区政府非常重要。近年公司工程管理业务和土地整理等业务旨在提供公共产品和服务。公司并非安州区规模最大城投公司，政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的。公司主要在基础设施建设方面对安州区政府贡献很大。公司为发债主体，且与政府联系紧密，其违约

将对地区金融生态和融资成本造成严重影响。

十、结论

2023年绵阳市经济总量（GDP）在四川省21个地级行政区中排名第2，依托军工基地背景探索实践军民融合发展，绵阳市大力发展电子工业、先进材料等优势产业，工业基础较好；安州区为绵阳市主城区之一，位于绵阳市科技城集中发展区核心区域，承接绵阳、成都市部分产业转移功能。公司仍系绵阳市安州区唯一发债平台，承担了区域内基础设施建设职能，同时业务多元化发展。2023年公司原有业务除贸易规模大幅扩张之外，整体运行稳健，新收购的上市子公司麦迪科技光伏业务表现不佳是公司全年大幅亏损的主要原因。同时，公司资产流动性仍然较弱，面临较大的短期债务压力，募投项目建设及未来收益存在不达预期的风险，存在一定的或有负债风险。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

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绵安专债01/PR绵安01”的信用等级为AAA。

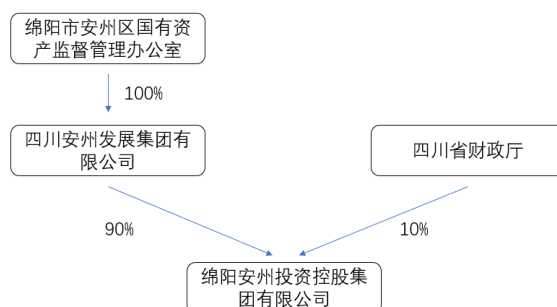
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	30.93	22.45	14.51
应收账款	16.55	9.30	7.05
其他应收款	19.56	23.58	17.90
存货	40.04	49.92	30.84
流动资产合计	119.34	109.26	72.46
固定资产	14.97	10.42	3.67
在建工程	13.66	0.35	3.59
投资性房地产	20.68	20.74	23.56
使用权资产	6.88	0.00	0.00
其他非流动资产	6.59	1.93	2.58
非流动资产合计	73.39	41.57	44.25
资产总计	192.74	150.83	116.70
短期借款	19.24	12.97	9.35
应付票据	23.33	16.40	7.00
应付账款	18.12	14.31	3.36
合同负债	6.35	3.35	1.20
其他应付款	16.31	18.40	15.07
一年内到期的非流动负债	6.19	5.41	2.54
流动负债合计	94.46	71.77	39.10
长期借款	30.79	17.15	7.76
应付债券	2.35	4.27	6.21
租赁负债	6.64	0.00	0.00
长期应付款	11.14	17.66	20.03
非流动负债合计	51.77	40.39	35.29
负债合计	146.23	112.15	74.39
所有者权益	46.51	38.68	42.31
总债务	95.17	59.40	36.90
其中：短期债务	48.77	34.78	18.89
营业收入	97.69	47.40	31.53
营业利润	-4.08	1.21	1.14
其他收益	0.50	0.30	0.04
公允价值变动收益	-0.44	0.53	0.31
资产减值损失（损失以“-”表示）	-1.95	-0.18	0.00
利润总额	-4.24	1.08	1.07
经营活动产生的现金流量净额	-1.67	-8.97	1.50
投资活动产生的现金流量净额	-6.64	-10.74	-4.44

筹资活动产生的现金流量净额	9.92	19.50	5.57
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	4.89%	7.21%	5.35%
资产负债率	75.87%	74.36%	63.75%
短期债务/总债务	51.25%	58.56%	51.19%
现金短期债务比	0.65	0.49	0.77
EBITDA（亿元）	-0.89	2.75	1.62
EBITDA 利息保障倍数	-0.51	2.97	1.21

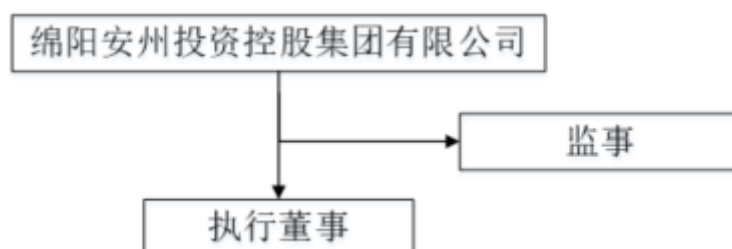
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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：%）

子公司名称	主要经营地	持股比例	业务性质
苏州炘诺新能源科技有限公司	苏州市	100	电力、热力生产和供应业
绵阳市安州区爱丰林业开发有限公司	绵阳市	100	森林经营和管护
绵阳启策企业管理咨询有限公司	绵阳市	100	企业管理、活动策划
四川德鸣检测技术有限公司	绵阳市	100	生态保护和环境治理业
绵阳一品粮油有限公司	绵阳市	100	酒店管理、农副产品购销
绵阳市安州区建设工程质量检测有限责任公司	绵阳市	100	建筑材料测试检验
绵阳市安鼎元企业管理有限公司	绵阳市	100	企业、物业管理
绵阳鹏安建设工程有限公司	绵阳市	100	建设工程施工
绵阳启安控股有限责任公司	绵阳市	100	商务服务业
绵阳皓祥控股有限责任公司	绵阳市	100	商务服务业
苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司	苏州市	16.07	研究和试验发展
中科麦迪人工智能研究院（苏州）有限公司	苏州市	100	软件业
绵阳炘皓新能源科技有限公司	绵阳市	100	新能源光伏
四川麦迪数智能源有限公司	绵阳市	100	科技推广和应用服务业
苏州麦迪斯顿医疗管理集团有限公司	苏州市	100	投资管理
海口玛丽医院有限公司	海口市	100	医疗机构
麦迪电力科技（苏州）有限公司	苏州市	100	新能源光伏
重庆麦迪斯顿医疗科技有限公司	重庆市	70	软件业
麦迪斯顿（北京）医疗科技有限公司	北京市	100	软件业
上海麦迪斯顿医疗科技有限公司	上海市	100	软件业
吉林省麦迪斯顿医疗科技有限公司	吉林省	70	软件业
四川麦迪斯顿医疗科技有限公司	绵阳市	100	科技推广和应用服务业
上海炘皓新能源技术有限公司	上海市	65	新能源光伏
江苏炘皓新能源开发有限公司	江苏省	100	新能源光伏
绵阳市龙安商贸有限公司	绵阳市	100	商贸
绵阳市安集供应链管理有限公司	绵阳市	100	建筑设备租赁
绵阳市安投现代农业发展有限公司	绵阳市	100	土地整理及开发
四川金顺达公路工程有限责任公司	绵阳市	100	公路工程施工总承包
四川云捷园林有限责任公司	绵阳市	100	建筑装饰、装修
绵阳海珂实业有限公司	绵阳市	100	房地产开发、销售
绵阳安鸿佑建设有限公司	绵阳市	100	房屋建筑业
绵阳安迈兴建设有限公司	绵阳市	100	房屋建筑业
绵阳华欣建设有限责任公司	绵阳市	100	其他服务业
绵阳安州农业科技综合发展有限公司	绵阳市	100	农产品种植和销售
四川省银河化学股份有限公司	绵阳市	41.12	化学品生产销售
四川省绵阳市华意达化工有限公司	绵阳市	100	化学品生产销售

绵阳市安剑皮革化工有限公司	绵阳市	100	化学品生产销售
四川明宏海洋科技有限公司	绵阳市	100	化学品生产销售
绵阳崴尼达化工有限公司	绵阳市	100	化学品生产销售
云南华胜科宸科技有限公司	曲靖市	100	化学品生产销售
四川明宏恒正科技股份有限公司	绵阳市	100	化学品生产销售
四川明宏恒源科技有限公司	绵阳市	100	新材料技术推广服务
四川明宏恒越科技有限公司	绵阳市	100	新材料技术推广
四川银河科发国际贸易有限责任公司	绵阳市	100	产品技术进出口
四川精标检测技术有限公司	绵阳市	100	检测技术研发
四川银河星源科技有限公司	绵阳市	100	电子产品开发生产销售
四川鑫阳企业管理服务有限公司	绵阳市	100	企业管理服务
四川安县银河机械制造有限公司	绵阳市	100	机械设计、制造、安装、销售
四川明宏恒进科技有限公司	绵阳市	100	检验检测服务、进出口业务
四川明宏华瑞新材料有限公司	绵阳市	100	金属材料制造
四川明宏康安科技有限公司	绵阳市	100	金属材料制造
四川明宏丰正化工有限公司	绵阳市	100	化工产品生产销售
绵阳市崴尼达医药科技有限责任公司	绵阳市	79.17	化学品生产销售
四川九鑫新时空能源科技有限公司	绵阳市	40	油卡销售
绵阳九洲北斗新时空能源有限公司	绵阳市	40	油卡销售

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

注：2022年 EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金（剔除子公司支付给少数股东的股利、利润后）

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。