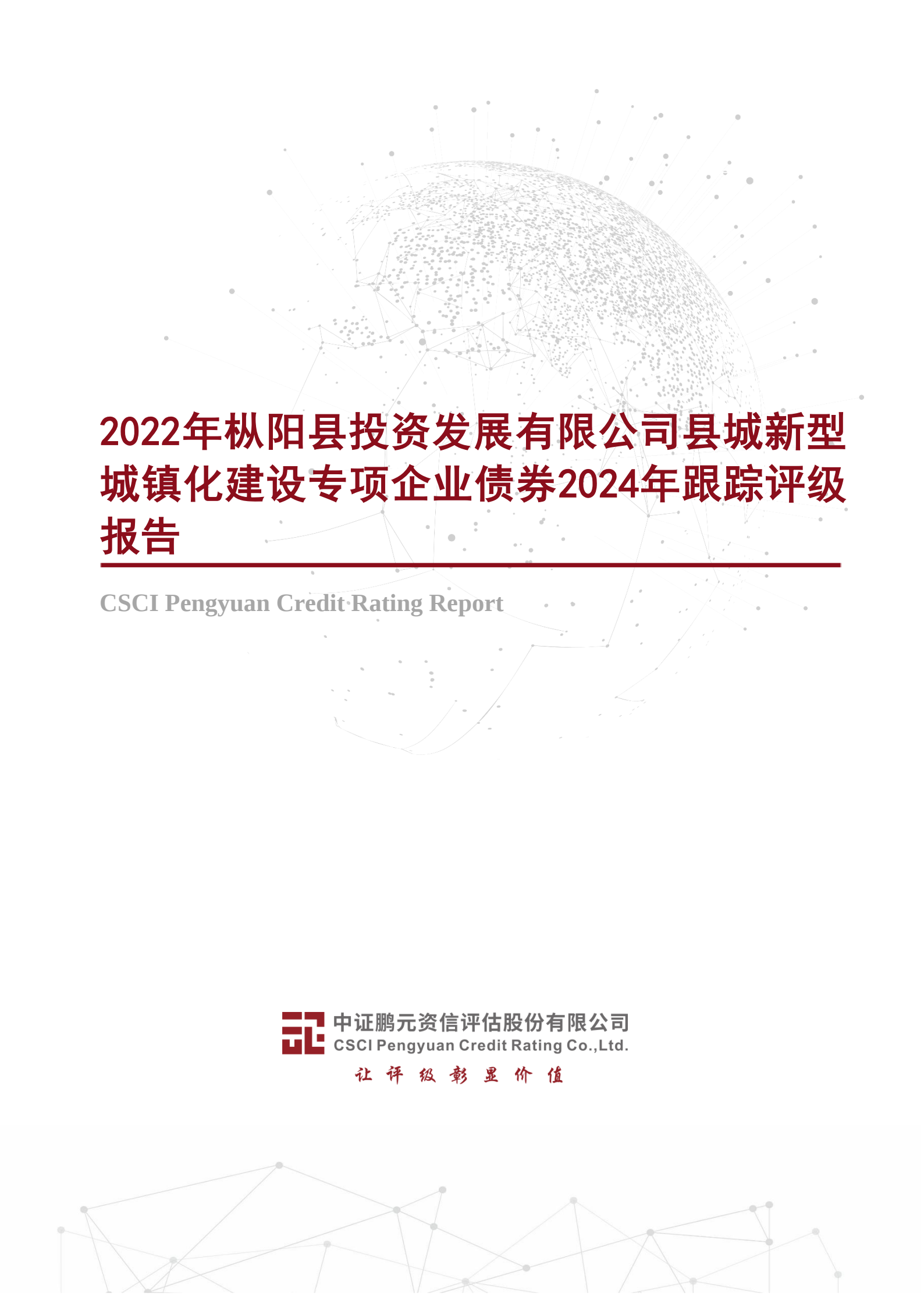




2022年枞阳县投资发展有限公司县城新型 城镇化建设专项企业债券2024年跟踪评级 报告

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

2022年枞阳县投资发展有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
22 枞阳债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：枞阳县投资发展有限公司（以下简称“公司”）是枞阳县重要的基础设施建设主体之一，业务可持续性较好，跟踪期内区域内业务竞争力仍较强，并且 2023 年继续获得上级政府在政府补助方面的支持，同时，安徽省信用融资担保集团有限公司（简称“安徽担保”）提供的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性仍较弱，面临较大的资金压力、跟踪期内债务压力继续增加、以及存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司仍将保持枞阳县内重要的基础设施建设主体之一的地位，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 29 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@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	161.35	156.81	142.53
所有者权益	77.88	77.42	75.65
总债务	81.97	78.63	66.40
资产负债率	51.73%	50.62%	46.92%
现金短期债务比	0.24	0.46	0.32
营业收入	10.68	13.69	12.14
其他收益	2.82	3.71	2.12
利润总额	1.95	1.82	1.17
销售毛利率	11.41%	12.85%	14.31%
EBITDA	4.23	5.60	4.66
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.50	1.55
经营活动现金流净额	-7.56	15.35	-0.64

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **近年来枞阳县招商引资工作取得一定成效，经济总量保持增长态势。**近年来枞阳县着力构建铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，围绕核心企业，落地了一系列重大工业项目，2023 年，枞阳县完成工业投资 66.4 亿元，同比增长 38.2%，居全市第一位；在固定资产投资的带动下，近年来枞阳县地区生产总值与公共财政收入均保持增长态势。
- **公司是枞阳县重要的基础设施建设主体之一，业务持续性较好。**公司主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。截至 2023 年末，公司主要在建受托代建业务规模仍较大，公司业务可持续性较好。
- **公司在政府补助方面继续获得较大力度的外部支持。**2023 年公司继续获得了上级政府的财政补助，占同期利润总额的 144.72%，有效提升了公司的利润水平。
- **安徽担保提供的保证担保有效提升了“22 枞阳债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，安徽担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22 枞阳债”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产主要以对政府单位、当地国企的应收款项、土地与房产、委托代建项目的投入成本为主，其中对政府单位、当地国企的应收款项对营运资金占用规模大，回款时间不确定；对代建项目的投入成本取决于政府统筹安排，并且土地与房产中未办妥权证资产规模较大，抵押等变现渠道存在受限。
- **财务杠杆水平继续增加，债务压力有所增加。**2023 年公司继续增加在基础设施建设项目、土地资产、房产等方面的投入，由于项目回款速度慢，2023 年经营活动现金流净额转为净流出，跟踪期内公司继续通过外部融资平衡资金缺口，总债务规模继续增加，资产负债率水平提升至 51.73%。考虑到截至 2023 年末公司主要基础设施建设项目后续资金缺口仍较大，未来公司仍需加大债务融资力度。
- **公司仍面临一定的或有负债风险。**截至 2024 年 6 月末，公司对外担保余额合计 26.09 亿元，占当 2023 年末净资产的 33.50%，被担保对象均为枞阳县当地国企，但均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	2/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
	ESG 因素			财务状况	4/7
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

- 公司作为枞阳县重要的基础设施建设主体之一，在面临债务困难时，枞阳县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要是考虑到公司系枞阳县重要的基础设施建设主体之一，公司所从事的基础设施建设业务为枞阳县城镇化水平的发展提供了有利支撑，对于枞阳县人民政府而言至关重要且贡献很大；并且公司系枞阳县唯一的公开发债主体，公司的违约会对枞阳县当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为枞阳县人民政府提供支持的能力很强，主要是考虑到枞阳县近年来着力构建铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，招商引资工作取得一定的成效，近年来地区生产总值与公共财政收入均保持增长态势。

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
22 枞阳债	6.00	6.00	2023-6-28	2029-5-27

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年5月27日发行7年期6亿元企业债券，募集资金计划用于枞阳县铝基新材料技术研发转化中心与智能化厂房及配套设施项目（以下简称“募投项目”）及补充公司营运资金。截至2024年3月20日，“22枞阳债”募集资金专项账户余额为14.61万元。

三、发行主体概况

2023年6月，公司股权被100.00%划转至安徽铜都投资集团有限公司，实际控制人变更为铜陵市国有资产监督管理委员会（以下简称“铜陵市国资委”）。除上述事项外，公司名称、注册资本均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本为10.00亿元，实收资本为9.70亿元，铜陵市国资委间接持有公司100%股权，系公司实际控制人。

公司是枞阳县重要的基础设施建设主体之一，主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。2023年，公司合并范围变化情况为新设2家子公司，注销1家子公司。截至2023年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有19家，具体见附录四所示。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽三公山资源综合开发有限公司	100.00%	3.00	文教、工美、体育和娱乐用品制造	新设
安徽展望港口服务有限公司	51.00%	2.00	货运港口	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
安徽玄武新材料有限公司	100.00%	2.00	其他采矿业	股权转让

资料来源：公司 2023 年审计报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

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

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

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

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，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

枞阳县隶属于安徽省铜陵市，区域内农业、渔业资源丰富，着力构建铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，经济总量保持增长，但人均GDP及财政自给率较低，地方政府债务余额增长较快

区位特征：枞阳县隶属于安徽省铜陵市，县内农业、渔业资源丰富，但交通基础设施较薄弱。枞阳县是安徽省铜陵市14个区县之一，位于安徽省中南部，长江下游北岸，东与铜陵郊区交界，距芜湖市90公里左右，西距安庆市20公里，南距池州市20公里左右，距省会合肥市120公里。目前县内有国道5条（含高速公路）、省道6条，形成以国省道为主骨架的公路交通网；同时，县境内长江现有千吨级货运码头1座，500吨级货运码头两个，沿江港口年吞吐能力约2,400万吨。但县域内尚无客运高铁站点和民航机场，全县交通基础设施较薄弱。枞阳县生态适宜，境内有菜籽湖、白荡湖、两赛湖三大水系，渔业基础设施配套良好，是全国渔业重点县、安徽省水产开发示范县，同时是粮食生产大县、全国重要的粳糯稻生产基地。2018年下半年，经安徽省政府批准，安徽省民政厅下发《关于同意枞阳县与铜陵市郊区部分行政区划调整的函》（皖民地函〔2018〕483号），将枞阳县老洲镇、陈瑶湖镇、周潭镇划归铜陵市郊区管辖。截至2023年末，全县总面积1,473.39平方公里，辖16个乡（镇）。截至2023年末，全县户籍人口77.29万人，

¹ 枞阳县原隶属于安庆市，2016年划入铜陵市管辖。

常住人口46.0万人，常住人口占户籍人口比重不足60%，“人户分离”现象显著。

图 1 铜陵市行政区划图

图 2 枞阳县总体空间布局示意图



资料来源：铜陵市人民政府网站

资料来源：《枞阳县国民经和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：近年来固定资产投资是拉动枞阳县GDP规模增长的主要驱动因素，但受限于较低的城镇化水平，经济发展水平较低。近年来在固定资产投资的拉动下，枞阳县地区生产总值持续增长，但增速相对较慢，在铜陵市下辖区县中排名末位。枞阳县城镇化率水平较低，系传统农业大县，农业人口占比高，城镇化率水平较低（七普数据城镇化率仅为51.58%），城区面积占枞阳县全域面积不足10%；2023年枞阳县三次产业结构为17.2：26.0：56.8，其中第二产业占比较2019年提升了2.3个百分点。虽然近年来枞阳县加大招商引资力度，促进了绿色建材、锂电池PACK基地等重大工业投资项目的落地，工业增加值规模有所提升，但枞阳县工业基础薄弱，2023年工业增加值仅34.04亿元，在铜陵市范围内排名末位，排名倒数第二位的铜陵市郊区工业增加值是枞阳县的近两倍，因此全县产业以商贸业等第三产业为主要构成部分。受限于城镇化水平不高、且工业基础薄弱，枞阳县人均GDP水平较低，2023年人均GDP仅为全国人均GDP的48.96%，在铜陵市下属各区县中排名末位。

表2 2023 年铜陵市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
铜官区	389.7	6.0%	8.64	17.58	-
义安区	211.1	7.5%	9.38	25.00	10.20
枞阳县	201.9	5.5%	4.38	14.15	11.86
郊区	159.8	7.1%	9.90	9.05	-

注：“-”数据未公告；铜官区人均GDP按第七次全国人口普查当地常住人口数计算。

资料来源：各区县政府网站，中证鹏元整理

表3 枞阳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）	201.9	5.5%	196.7	3.3%	188.3	6.6%
固定资产投资	-	8.8%	-	7.4%	-	127.0%
社会消费品零售总额	103.6	9.5%	94.6	-1.4%	96.0	20.7%
人均 GDP（元）		43,749		42,338		40,149
人均 GDP/全国人均 GDP		48.96%		49.40%		49.58%

注：“-”数据未公告；固定资产投资增长率为固定资产投资（不含农户）增长率；2021 年人均 GDP 均根据铜陵市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：枞阳县人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：枞阳县以重点企业为核心，着力构建铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，招商引资工作取得一定成效。近年来枞阳县着力推进“工业强县”战略，以安徽金誉材料股份有限公司为龙头，构建铝基新材料特色产业基地；以铜陵万华禾香板业有限公司为核心，建设绿色家居智造产业集群，打造以铝基新材料、绿色家居智造为双首位的“2+4+X”产业体系；其中铝基新材料产业系枞阳县工业基本盘，2023年实现产值68亿元，同比增长41.7%，占2023年枞阳县工业总产值50%左右。此外，“十三五”期间，枞阳县省级铝基新材料特色产业集群（基地）、高性能铝基新材料重大新兴产业工程成功获批，未来仍能够为枞阳县工业经济的发展提供支撑。招商引资方面，2023年，枞阳县完成工业投资66.4亿元，同比增长38.2%，增速居全市第一位；2023年枞阳县净增规上工业企业19家、战略性新兴产业5家、高新技术企业14家，新增专精特新企业15家，招商引资工作取得一定的成效。此外，依托环境及自然资源特征，枞阳县在农业方面形成粮食生产和水产大县重要地位。整体来看，当前枞阳县工业基础仍较弱。

财政及债务：近年枞阳县财政收入持续增长，但财政自给水平较弱，地方政府债务余额增长较快。剔除留抵退税因素的影响，近年来枞阳县一般公共预算收入持续增长，但 2021-2023 年税收收入占比持续下降，且财政自给水平偏弱，“三保”支出压力大，考虑到枞阳县经济发展对铝基新材料产业依赖度较大，未来仍需持续关注铝相关行业景气度对枞阳县财政收入带来的影响。区域债务方面，近年来枞阳县地方政府债务余额持续增长，主要原因是枞阳县城镇化水平较低，且近年来受汛情等自然灾害影响较大，因此在基础设施、民生工程等领域建设方面投入较大。

表4 枞阳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	14.15	12.56	11.21
税收收入占比	62.28%	68.49%	70.95%
财政自给率	26.75%	25.99%	23.21%
政府性基金收入	11.86	8.29	5.59
地方政府债务余额	76.99	70.19	62.00

资料来源：枞阳县人民政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司仍为枞阳县重要的基础设施建设主体之一；截至2023年末，公司尚有较大规模的代建项目待推进建设，为后续业务的可持续性提供了有力支撑

公司继续在枞阳县范围内从事受托建设项目、供水业务、保安服务、检测业务、机动车培训等业务，跟踪期内代建业务仍为公司营业收入与毛利润的主要来源。主要受代建项目结算规模变动的影响，2023年公司营业收入规模有所下滑。主要受房屋销售等其他业务亏损的影响，跟踪期内公司毛利率水平略有下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
受托建设项目	94,862.23	88.82%	13.04%	126,109.43	92.09%	13.04%
供水业务	3,635.92	3.40%	24.13%	4,827.05	3.52%	49.00%
保安服务	487.33	0.46%	34.70%	478.14	0.35%	21.71%
检测业务	386.03	0.36%	18.26%	379.68	0.28%	17.60%
机动车培训	257.16	0.24%	16.41%	274.88	0.20%	27.44%
其他业务	7,175.61	6.72%	-18.83%	4,877.16	3.56%	-29.99%
合计	106,804.29	100.00%	11.41%	136,946.34	100.00%	12.85%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司代建项目完工后由政府单位负责结算，业务模式清晰，截至 2023 年末，公司尚有较大规模的代建项目投入成本待与政府单位进行结算，代建业务收入可持续性仍较好，但公司主要在建项目尚需较大规模资金投入，公司资金支出压力大

公司受托建设项目包括道路工程、棚户区改造、防洪安保工程等基础设施建设项目，主要由公司本部、枞阳县国有资本投资运营有限公司（以下简称“枞阳国资”）、枞阳县交通投资有限公司（以下简称“枞阳交投”）以及枞阳县水务建设投资有限公司（以下简称“枞阳水务”）运营。公司承接的受托代建项目均与枞阳县人民政府签订了《建设项目代建合作框架协议》，公司通过融资等方式筹措资金并实施项目建设，建成后由政府在项目实际建设成本与相应的资本化利息金额之和的基础上，加成 15%作为结算价，公司按结算价确认收入。根据协议，结算价款的支付由公司根据经营需要申请，由枞阳县人民政府安排支付时间，枞阳县财政局分年度确认工程进度，并按约定向公司支付工程进度结算款项。子公司建设的项目在结算时亦参照执行。

跟踪期内公司受托建设项目收入主要来自土地复垦项目、土地综合整治项目等，受结算项目规模的影响，2023 年代建收入有所下降，由于公司按照项目投入成本加 15%的管理费确认项目代建收入，因此跟踪期内代建业务毛利率仍维持在 13.04%。截至 2023 年末，公司存货中尚有 19.27 亿元对代建项目的投入成本待与政府部门进行结算，一定时间内代建业务收入仍具有较好的可持续性。

表6 公司 2023 年受托建设项目收入情况（单位：万元）

项目名称	结转收入	结转成本
土地复垦项目	26,090.23	22,687.17
土地综合整治项目	17,282.52	15,028.28
乡镇排污提标工程项目	16,237.14	14,119.25
铝基新材料项目	14,913.20	12,968.00
2020 年抗洪救灾应急抢修工程	9,286.87	8,075.54
枞阳县立新水库改扩建项目	4,945.00	4,300.00
卫健委医疗机构能力提升项目	3,807.25	3,310.65
农村无害化卫生厕所改造项目	2,300.00	2,000.00
合计	94,862.23	82,488.90

注：2023 年收入与成本加总与合计数略有差异主要系尾差所致；

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建项目计划总投资16.85亿元，尚需投入15.82亿元，考虑到公司需通过融资等方式自行筹措资金建设项目，公司仍面临较大的资金支出压力。

截至2023年末，本期债券募投项目枞阳县铝基新材料技术研发转化中心与智能化厂房及配套设施项目仍未进入运营期，未来仍需持续关注本期债券募投项目预期收益的实现情况。

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	是否签代建协议
安徽三公山项目	9.35	0.01	否
乡镇排污提标工程项目	5.40	0.70	否
卫健委医疗机构能力提升项目	2.10	0.32	是
合计	16.85	1.03	-

资料来源：公司提供

供水等业务拓宽了公司的收入来源，且有一定盈利能力，但收入规模仍较小

供水业务由子公司枞阳县自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）负责，主要提供县域内的城市生活、生产用水和其他各项建设用水服务。自来水公司专业从事供水服务，负责供排水设施的建设、经营、维护等业务。供水业务收入包括自来水水费收入、管道安装收入和开户收入。公司缴纳水资源费的标准为每立方米0.08元。公司目前拥有4座供水厂，其中DN20—100配水管网2,034km，DN100—160配水管网500km，日供水能力8.24万立方米，服务人口36余万人，服务面积522平方公里。2023年公司供水业务收入有所下降，主要系2023年供水设施安装收入减少等多方面因素所致。受供水管网等专用设备折旧增加等因素影响，2023年供水毛利率有所下降。

表8 2022-2023 年公司供水量及售水量情况

项目	2023 年	2022 年
设计供水能力	万吨	3,007
	万吨/日	8.24
实际供水量	万吨	2,001

	万吨/日	4.1	5.5
实际售水量	万吨	1,316	1,795
	万吨/日	3.6	4.9

注：因统计口径变化原因，导致 2023 年公司提供的实际供水量与售水量数据有所减少；

资料来源：公司提供

2023年公司在政府补助方面继续获得较大的外部支持，有效提升了盈利水平

作为枞阳县重要的基础设施建设主体之一，跟踪期内公司继续在政府补助方面获得较大力度的外部支持。2023年公司获得2.82亿元政府补助，占同期利润总额的144.72%，有效提升了当年利润水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围变化情况详见表1，对报表可比性无影响。

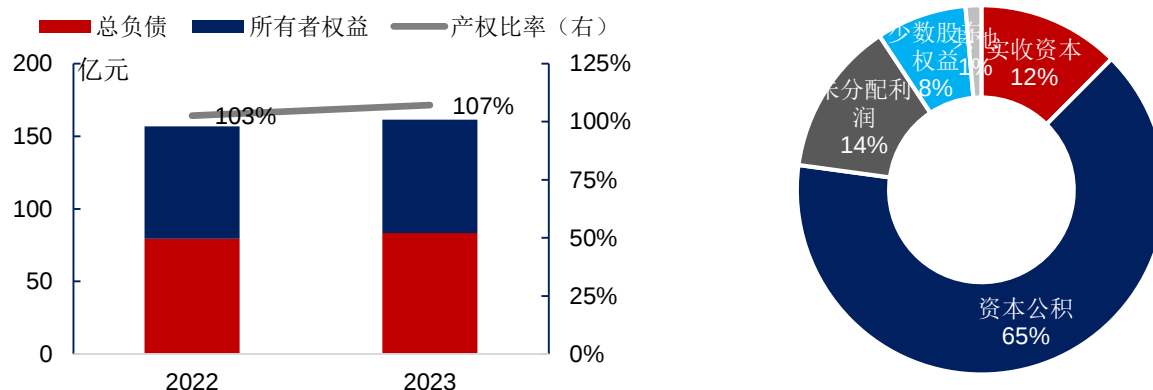
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模继续保持增长，但增量资产主要来源债务融资，相较下资本实力变化不大，财务杠杆水平继续提升；公司资产仍以对政府单位与当地国企的应收款项、土地与房产、委托代建项目的投入成本为主，应收款项与委托代建项目的投入成本对公司营运资金占用规模较大，变现速度受制于政府统筹安排，土地与房产未办妥权证规模大，抵押等变现渠道受限，整体资产流动性仍较弱

为满足公司对在建项目的持续投入、资产购置等方面的资金需求，2023年末公司债务融资规模有所增加，所有者权益规模变动不大，公司产权比率较2022年末抬高4个百分点至107%。从权益结构来看，公司所有者权益仍以政府注入资产所形成的资本公积为主，同时实收资本、少数股东权益、未分配利润也占一定比重。

图 3 公司资本结构

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源: 公司 2022-2023 年审计报告, 中证鹏元整理

资料来源: 公司 2023 年审计报告, 中证鹏元整理

2023年末公司资产规模同比增长2.89%。公司资产仍以对政府单位、当地国企的应收款项（体现在应收账款与其他应收款）、土地与房产（体现在存货与投资性房地产）、委托代建项目的投入成本（体现在存货）为主。截至2023年末上述资产合计在公司资产总额中的占比为82.59%。

公司应收账款主要来自受托建设业务，应收对象主要为枞阳县建设投资有限公司（以下简称“枞阳建投”）²、枞阳县财政局，截至2023年末前五名应收对象合计占应收账款余额的99.93%；其他应收款主要系公司对枞阳县财政局、枞阳县国资委、安徽玄武新材料有限公司等政府单位、当地国企的往来款。整体来看，考虑到应收对象主要为政府单位与当地国企，坏账风险低，但部分款项账龄较长，对营运资金占用规模大。存货主要为土地资产、房屋建筑物及合同履约成本，截至2023年末，公司土地资产账面价值18.47亿元，其中4.57亿元尚未完成权证办理，已办妥权证的土地资产以商业用地为主，土地性质均为出让；房屋及建筑物合计9.42亿元，其中5.04亿元尚未取得权证；合同履约成本合计19.27亿元，系对代建项目投入成本。长期股权投资主要为公司依照政府部门要求对产业类企业的股权投资，2023年长期股权投资账面价值有所增长，主要原因是公司对安徽金誉材料股份有限公司投资的损益变动，以及新增对安徽长江环境科技有限公司等单位的投资。

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金主要系存出投资款与质押的定期存单，截至2023年末合计占货币资金账面价值比重24.08%，受限程度不低。在建工程主要为本期债券募投项目、自来水公司自建的供水改扩建工程及农饮水提升工程；投资性房地产为土地使用权与房屋建筑物，截至2023年末仍有6.47亿元土地使用权与房屋建筑物尚未完成权证办理。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押土地资产与房屋建筑物为主，截至2023年末，公司存货中因抵质押而受限的资产账面价值合计为11.12亿元，占同期总资产的比重为6.89%。整体来看，公司因抵质押受限的资产规模并不大。

整体而言，公司资产主要集中在对政府单位、当地国企的应收款项、土地与房产、委托代建项目的

² 根据公司、枞阳建投及枞阳县财政局签订的《三方转账协议》，2020年，原应由枞阳县财政局偿付给公司的债务转由枞阳建投承担（枞阳建投行使对枞阳县财政局的债权权利）。

投入成本，其中对政府单位、当地国企的应收款项回款时间不确定，对营运资金占用规模大；对代建项目的投入成本取决于政府统筹安排，土地与房产中未办妥权证资产规模较大，抵押等融资渠道受限，整体资产流动性仍较弱。

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	3.80	2.36%	7.07	4.51%
应收账款	39.87	24.71%	32.12	20.49%
其他应收款	28.34	17.56%	25.26	16.11%
存货	47.23	29.27%	46.36	29.57%
流动资产合计	120.79	74.87%	112.12	71.50%
在建工程	6.49	4.02%	6.24	3.98%
长期股权投资	9.23	5.72%	8.69	5.54%
投资性房地产	17.83	11.05%	14.18	9.04%
非流动资产合计	40.55	25.13%	44.69	28.50%
资产总计	161.35	100.00%	156.81	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年公司营业收入规模有所下滑，但作为枞阳县重要的基础设施建设主体之一，代建业务收入仍具有一定的可持续性，并且政府补助对公司利润总额形成有效补充

跟踪期内公司仍以基础设施建设业务为主业，受结算规模减少影响，2023年代建业务收入有所下滑。但公司作为枞阳县重要的基础设施建设主体之一的平台地位未变，且尚有较大规模的代建项目投入成本待与政府部门结算，代建收入可持续性仍较好。毛利率方面，由于代建项目投入成本加成比例固定，代建业务毛利率仍维持在13.04%，但受供水等其他业务毛利率下滑因素的拖累，2023年公司销售毛利率减少了1.44个百分点。

作为当地重要的基础设施建设主体之一，2023年公司继续获得政府给予的财政补助，占当期利润总额的144.72%，政府补助对公司利润总额仍能形成有效补充。

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	10.68	13.69
营业利润	1.96	1.85
其他收益	2.82	3.71
利润总额	1.95	1.82
销售毛利率	11.41%	12.85%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司总债务规模保持增长态势，现金短期债务比等偿债能力指标均有所弱化，公司债务压力有所加重

为满足公司在项目建设投资、资产购置等方面的资金需求，2023年公司继续通过债务融资平衡资金需求，总债务规模进一步增加。从债务期限结构来看，跟踪期内公司短期债务集中度变化不大，仍以长期债务为主；从融资渠道来看，跟踪期内公司主要通过银行借款新增债务，存量债务以银行借款、债券以及融资租赁为主要融资方式，其中融资租赁占总债务比重较低，截至2023年末不足5%，银行借款多有抵质押等担保措施；债券方面，公司目前仅有本期债券“22枞阳债”存续。

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	3.51	4.20%	2.80	3.53%
一年内到期的非流动负债	13.51	16.19%	12.58	15.85%
流动负债合计	18.41	22.06%	16.00	20.16%
长期借款	56.05	67.16%	49.83	62.77%
应付债券	5.97	7.16%	12.02	15.14%
非流动负债合计	65.05	77.94%	63.38	79.84%
负债合计	83.46	100.00%	79.38	100.00%
总债务	81.97	98.21%	78.63	99.05%
其中：短期债务	17.02	20.39%	15.38	19.37%
长期债务	64.95	77.82%	63.25	79.68%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，主要受债务融资规模增加的影响，2023年末公司资产负债率继续上升。并且，债务规模的增加使得公司利息支出也有所增加，2023年EBITDA利息保障倍数有所弱化；此外现金类资产对短期债务覆盖程度仍较低，且跟踪期内继续弱化；整体来看，跟踪期内公司债务压力有所增加。

公司流动性需求主要来自债务还本付息、项目开支以及资产购置等，并且跟踪期内公司经营活动现金流转为净流出，未来公司仍有新增外部融资的需求，预计中短期内债务规模将持续攀升。考虑到公司作为枞阳县重要的基础设施建设主体之一，并且系枞阳县唯一的发债主体，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，且截至2023年末尚有一定备用流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	51.73%	50.62%
现金短期债务比	0.24	0.46
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.50

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司出具的相关说明以及公开信息查询结果，近一年公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司出具的相关说明以及公开查询结果，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照相关法律法规及公司章程等要求建立了法人治理机构，并对董事、监事和高级管理人员的职权和义务进行了明确的规定。近三年公司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。依照公司 2024 年 1 月份公告，公司董事长和法定代表人由左敏生变更为方宏正，公司监事会主席由黄战旗变更为唐胜明，公司副总理由李月平和钱志忠担任，同时免去李月平财务总监职务。以上变更于 2023 年 10 月 31 日完成工商登记。

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（报告查询日 2024 年 7 月 4 日）、枞阳国资（报告查询日 2024 年 7 月 3 日）、枞阳水务（报告查询日 2024 年 7 月 5 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；公司公开发行的债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2024年6月末，公司对外担保余额合计26.09亿元，占2023年末净资产的33.50%，被担保对象均为枞阳县当地国企，但均未采取反担保措施，公司仍面临一定的或有负债风险。

表13 截至 2024 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保余额	起止日期	是否设置反担保
安徽长江农业农村投资发展有限公司	17,000.00	2022.12.28-2051.12.28	否
	10,200.00	2023.01.18-2051.01.28	否
	8,200.00	2021.08.27-2026.08.26	否
	3,800.00	2023.06.30-2035.06.30	否
	2,900.00	2024.02.04-2025.08.02	否
	300	2023.01.09-2051.01.28	否
枞阳恒越实业投资有限公司	15,000.00	2024.4.17-2029-4.16	否

枞阳县建设投资有限公司	67,000.00	2022.01.20-2035.12.26	否
	24,000.00	2023.12.29-2035.12.28	否
	14,700.00	2019.10.18-2028.10.16	否
	12,000.00	2018.01.15-2037.02.27	否
	9,900.00	2022.06.13-2027.06.13	否
	8,000.00	2023.01.13-2035.01.13	否
	6,000.00	2017.08.28-2037.02.27	否
	4,650.00	2022.06.24-2025.06.23	否
	2,000.00	2017.10.27-2037.02.17	否
枞阳县文化旅游开发管理有限公司	18,819.50	2020.12.22-2037.12.21	否
	18,623.00	2021.01.01-2037.12.21	否
	3,400.00	2020.03.26-2027.01.22	否
	1,650.00	2020.01.22-2027.01.22	否
铜陵绿源秸秆收储有限公司	196.5	2020.12.22-2037.12.21	否
	4,350.00	2016.06.29-2025.06.23	否
	2,900.00	2024.02.04-2025.08.05	否
铜陵市桑源资产运营管理有限公司	5,300.00	2022.09.14-2062.09.14	否
合计	260,889.00		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、 外部特殊支持分析

公司是铜陵市人民政府下属的重要企业，铜陵市国资委间接持有公司100.00%股权，公司股权虽然上划市级，但日常管理主要由枞阳县人民政府负责。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，枞阳县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）公司与枞阳县人民政府的联系非常紧密。公司股权原由枞阳县国资委100%持有，于2023年6月被100.00%划转至安徽铜都投资集团有限公司，考虑到公司人员依然由枞阳县国资委任命，并且公司受托代建项目结算单位依然为枞阳县财政局，因此枞阳县人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且近年来自政府的代建项目收入在公司营业收入中的占比超过80%，此外，近三年公司接受政府部门在资产划拨、财政补贴等方面支持次数较多，公司与枞阳县人民政府的联系比较稳定。

（2）公司对枞阳县人民政府非常重要。尽管公司本部不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得枞阳县人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要从事代建等业务，公司所负责的业务对枞阳县人民政府非常重要，对枞阳县人民政府贡献很大，公司系当地唯一发债主体，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

中证鹏元认为枞阳县人民政府提供支持的能力很强。主要体现为：枞阳县近年来着力构建铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，招商引资工作取得一定的成效，近年来地区生产总值与公共财政收入

均保持增长态势。

九、 债券偿还保障分析

安徽担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“22枞阳债”的信用水平

“22枞阳债”由安徽担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括“22枞阳债”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。保证期间为“22枞阳债”存续期及债券到期之日起二年。此外，经国家发展和改革委员会批准，“22枞阳债”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过安徽担保同意，安徽担保继续承担该担保函项下的保证责任。

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

表14 截至 2023 年末安徽担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
安徽省人民政府	248.06	100.00%

资料来源：安徽担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

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

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

安徽担保的间接融资担保客户为安徽省内国有企业和中小企业，中小企业类业务单笔金额相对较小。

截至2023年末安徽担保本部间接融资担保业务余额为49.38亿元。安徽担保持续开展诉讼保全担保、工程保证担保等非融资担保业务，2023年末非融资担保业务余额为35.59亿元，以诉讼保全担保为主。整体来看非融资担保业务规模较小。

表15 安徽担保业务开展情况（单位：亿元）

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

资料来源：安徽担保提供，中证鹏元整理

2023年，安徽担保本部共代偿1笔，代偿金额为1,560.50万元，为间接融资担保项目；本部当期担保代偿率为0.15%，较上年1.17%显著下降。2023年，安徽担保本部合计实现追偿回收2.16亿元。截至2023年末，安徽担保累计担保代偿率为2.48%，累计代偿回收率为83.30%，较2021年末上升13.73个百分点。截至2023年末，安徽担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为4.59亿元、31.54亿元及2.70亿元，担保风险准备金合计为38.83亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为296.58%。

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

表16 安徽担保主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	360.30	336.42	344.79
货币资金	80.37	71.03	58.74
交易性金融资产	32.03	24.43	12.25
应收代偿款净额	13.09	13.34	12.96
其他应收款	5.77	6.08	5.71
其他权益工具投资	218.15	208.82	202.06
所有者权益合计	278.31	246.97	235.74
营业收入	12.51	10.24	42.28
担保费收入	9.14	7.28	4.18
投资收益	3.28	1.43	2.02
利润总额	2.27	1.69	0.90
净利润	1.16	1.08	0.47
净资产收益率	0.44%	0.45%	0.21%
当期担保代偿额	0.16	1.09	1.35
当期担保代偿率	0.15%	1.17%	1.18%
累计担保代偿率	2.48%	2.64%	2.74%
累计代偿回收率	83.30%	78.05%	69.57%
拨备覆盖率	296.58%	237.72%	211.87%

资料来源：安徽担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

截至 2023 年末，安徽担保负债总额为 81.99 亿元，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为

4.59 亿元和 31.54 亿元，该部分负债无实际偿付压力。安徽担保有息负债主要为长短期借款和应付债券，截至 2023 年末长短期借款余额分别为 11.23 亿元和 3.50 亿元，同年末应付债券余额 15.00 亿元，为 2022 年发行的 15.00 亿元的 3 年期 PPN 产品。截至 2023 年末，安徽担保代管担保基金账面余额 5.20 亿元，无实际偿付压力。

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

表17 安徽担保营业收入构成（单位：亿元）

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

资料来源：安徽担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

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

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

经中证鹏元综合评定，安徽担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、 结论

枞阳县逐步形成铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，未来具有一定发展空间。公司作为枞阳县重要的基础设施核心建设主体之一，主要经营基础设施项目建设、供水等业务板块，近年来持续获得枞阳县人民政府在财政补助等方面的大力支持，并且公司待结算代建项目规模较大，对后续代建业务收入的可持续性形成一定的支撑。但公司资产主要集中在对当地政府和国企的应收款、对代建项目的投入成本、以及土地与房产中，其中对当地政府和国企的应收款与对代建项目的投入成本对营运资金占用规模大，资产流动性受制于政府统筹安排，并且土地与房产未办妥权证资产规模大，抵押等变现渠道受限，整体来看，资产流动性较弱。并且随着项目支出增加，公司仍有新增外部融资需求，跟踪期内债务压力进一步增加，此外公司对外担保规模大，截至2024年6月末，公司对外担保余额合计26.09亿元，占2023年末净资产的33.50%，存在一定的或有负债风险。综合判断，公司抗风险能力尚可。

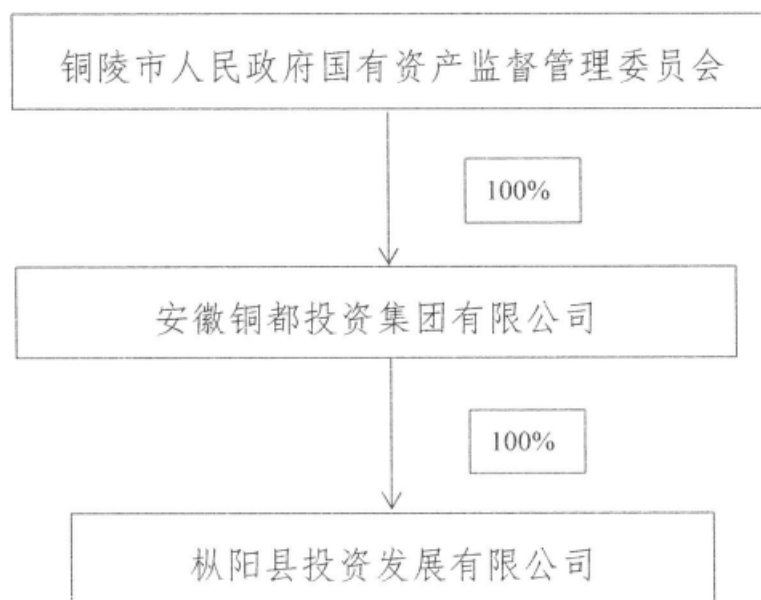
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“22 枞阳债”信用等级为 AAA。

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	3.80	7.07	3.76
应收账款	39.87	32.12	32.46
其他应收款	28.34	25.26	27.30
存货	47.23	46.36	47.29
流动资产合计	120.79	112.12	113.37
固定资产	0.97	1.12	1.17
在建工程	6.49	6.24	0.91
长期股权投资	9.23	8.69	7.27
投资性房地产	17.83	14.18	14.57
非流动资产合计	40.55	44.69	29.15
资产总计	161.35	156.81	142.53
短期借款	3.51	2.80	3.03
应付账款	0.18	0.12	0.10
一年内到期的非流动负债	13.51	12.58	8.58
流动负债合计	18.41	16.00	12.18
长期借款	56.05	49.83	44.34
应付债券	5.97	12.02	8.44
非流动负债合计	65.05	63.38	54.70
负债合计	83.46	79.38	66.88
总债务	81.97	78.63	66.40
其中：短期债务	17.02	15.38	11.61
所有者权益	77.88	77.42	75.65
营业收入	10.68	13.69	12.14
营业利润	1.96	1.85	0.58
其他收益	2.82	3.71	2.12
利润总额	1.95	1.82	1.17
经营活动产生的现金流量净额	-7.56	15.35	-0.64
投资活动产生的现金流量净额	-1.50	-20.39	-4.68
筹资活动产生的现金流量净额	5.61	7.78	0.92
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	11.41%	12.85%	14.31%
资产负债率	51.73%	50.62%	46.92%
短期债务/总债务	20.76%	19.56%	17.49%
现金短期债务比	0.24	0.46	0.32
EBITDA（亿元）	4.23	5.60	4.66
EBITDA 利息保障倍数	0.67	1.50	1.55

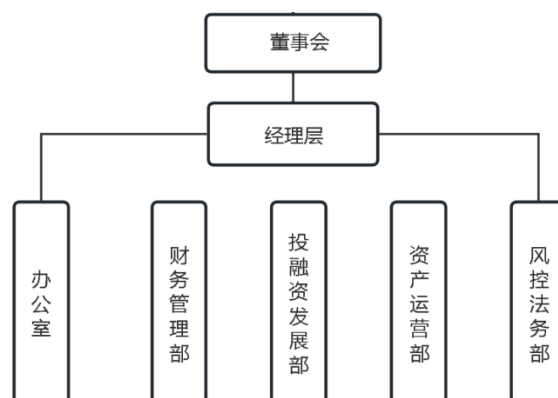
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

子公司全称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
枞阳县国有资本投资运营有限公司	城市基础设施投资	98,000.00	93.88
枞阳县城镇建设投资有限责任公司	城市基础设施投资	34,200.00	100.00
安徽三公山资源综合开发有限公司	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	30,000.00	100.00
枞阳县交通投资有限公司	交通基础设施的投资、建设、经营、管理	20,000.00	100.00
安徽展望港口服务有限公司	货运港口	20,000.00	51.00
枞阳县水务建设投资有限公司	水利工程建设	20,000.00	70.00
枞阳县玉龙石料有限公司	玄武岩露天开采、销售	17,000.00	51.00
枞阳县战略性新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	战略性新兴产业投资、管理及咨询服务	11,200.00	89.29
枞阳县纾困投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资、创业投资、投资管理	10,001.00	59.99
枞阳县土地复垦整治投资发展有限公司	土地整治	10,000.00	100.00
枞阳宏实教育投资有限公司	教育项目投资与管理	10,000.00	100.00
安徽棕阳疏浚有限责任公司	水污染治理	1,000.00	51.00
枞阳县公用工程有限责任公司	市政公用工程施工总承包	2,000.00	89.00
枞阳县保安服务有限责任公司	安全技术防范；物业管理	365.00	100.00
枞阳县自来水有限责任公司	自来水供应	2,000.00	100.00
枞阳县机动车驾驶员培训有限公司	驾驶员从业资格培训	106.00	100.00
枞阳县祥盛机动车安全技术检验有限责任公司	机动车安全技术检验	60.00	100.00
枞阳县官埠桥供水有限责任公司	生活饮用水生产、管道安装	52.00	96.15
枞阳县交通运输综合服务有限公司	汽车综合性能检测	350.00	100.00

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。