

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0391 号

安徽乐行城市建设集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“20 乐行专项债/20 乐行债”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二五年六月二十四日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2025年6月24日至2026年6月23日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2025年6月24日

安徽乐行城市建设集团有限公司主体及
“20 乐行专项债/20 乐行债” 2025 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2025/6/24	AA/稳定	李英博	王惠婷

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 乐行专项债/20 乐行债	AAA	AAA
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”		
主体概况		
安徽乐行城市建设集团有限公司是亳州市涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体，主要从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事租赁服务、光伏发电、建材销售等业务。		
截至 2024 年末，公司注册资本、实收资本均为 30.00 亿元，安徽伯阳城建控股集团有限公司为公司唯一股东，涡阳县财政局（涡阳县国有资产监督管理委员会、涡阳县地方金融监督管理局）为公司实际控制人。		

评级模型				
一级指标		二级指标	权重	得分
经营风险		区域环境	100.0%	62.5
		业务运营	100.0%	68.0
财务风险		盈利与获现能力	45.0%	18.5
		债务负担	20.0%	12.0
		债务保障程度	35.0%	12.8
调整因素			无	
个体信用状况（BCA）			a	
评级模型结果			AA	
外部支持调整子级			3	
注：最终评级 结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异				

评级观点

东方金诚认为，亳州市经济实力很强，涡阳县经济实力很强；公司业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东及相关各方的支持；重庆兴农融资担保集团有限公司对“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性依然较弱，所有者权益继续下降。综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级为 AAA。

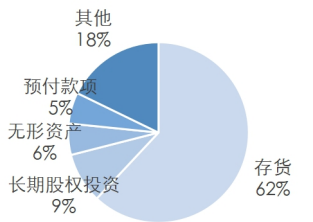
同业比较

项目	安徽乐行城市建设集团有限公司	泗阳县佳鼎实业有限公司	文登金滩投资管理有限公司	嘉兴市嘉南投资发展有限公司
地区	亳州市涡阳县	宿迁市泗阳县	威海市文登区	嘉兴市南湖区
GDP 总量 (亿元)	545.10	787.56	642.83	828.45
人均 GDP (元)	47929	-	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	24.66	35.64	42.88	70.01
政府性基金收入 (亿元)	26.26	49.80	47.45	18.98
地方政府债务余额 (亿元)	227.61	217.62	287.78	201.01
资产总额 (亿元)	378.98	138.97	225.91	126.73
所有者权益 (亿元)	136.07	63.74	125.60	46.98
营业收入 (亿元)	9.93	5.86	15.10	4.16
净利润 (亿元)	0.89	1.80	2.00	0.88
资产负债率 (%)	64.10	54.13	44.40	62.93

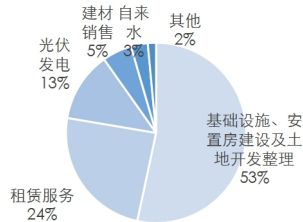
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2024 年，标“-”系未获取数据。
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理。

主要指标及依据

公司资产构成（2024年末）



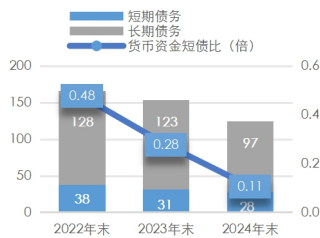
公司营业收入构成（2024年）



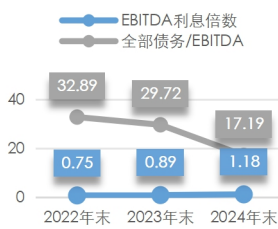
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2022年	2023年	2024年
资产总额	420.83	420.92	378.98
所有者权益	149.73	147.64	136.07
营业收入	14.45	11.52	9.93
净利润	0.62	0.53	0.89
全部债务	166.13	154.25	124.79
资产负债率	64.10	64.53	64.10
全部债务资本化比率	52.60	51.09	47.84

公司债务构成（单位：亿元）



公司偿债指标（单位：倍）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2022年	2023年	2024年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	451.70	470.55	545.10
人均 GDP (元)	38689	41082	47929
一般公共预算收入	21.00	22.06	24.66
政府性基金收入	52.13	20.49	26.26
财政自给率	31.12	33.22	34.47

优势

- 亳州市经济实力很强，其下辖的涡阳县经济保持增长，绿色装配式建筑建材、农产品加工等主导产业发展较好，经济实力很强；
- 公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，主营业务仍具有很强的区域专营性；
- 作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的支持；
- 重庆兴农融资担保集团有限公司为“20 乐行专项债/20 乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货及应收预付类款项占比较高，资产流动性仍较弱；
- 跟踪期内，受划出子公司股权等因素影响，公司所有者权益继续下降。

评级展望

预计亳州市及涡阳县经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202504）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA（20 乐行专项债/20 乐行债）	2024/6/26	王文娟 魏巍	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202404）》	阅读原文
AA/稳定	AAA（17 乐行债/17 乐行债）	2018/5/23	刘贵鹏、周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文
AA-/稳定	AAA（17 乐行债/17 乐行债）	2017/7/17	刘贵鹏、周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 乐行专项债/20 乐行债	2024/6/26	10.00 亿元	2020/3/27~2027/3/27	连带责任保证担保	重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA/稳定

注：“20 乐行专项债/20 乐行债” 设置本金提前偿付条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及安徽乐行城市建设集团有限公司（以下简称“乐行城建”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至 2024 年末，公司注册资本、实收资本均为 30.00 亿元，安徽伯阳城建控股集团有限公司（以下简称“伯阳城建”）仍为公司唯一股东，涡阳县财政局（涡阳县国有资产监督管理委员会、涡阳县地方金融监督管理局）（以下简称“涡阳县国资委”）仍为公司实际控制人。

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司继续从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事租赁服务、光伏发电、建材销售等业务，原劳务业务随子公司股权划出而不再开展。

截至 2024 年末，公司合并范围内共有 15 家直接控股子公司（见图表 1），同比减少 7 家。其中，无偿划出直接控股子公司 8 家，无偿划入直接控股子公司 1 家。

图表 1 截至 2024 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：%）

子公司名称	简称	持股比例	取得方式
涡阳市政建设集团有限公司	涡阳市政	100.00	投资设立
安徽涡河城市更新投资集团有限公司	涡河城市更新	100.00	投资设立
涡阳县新农农村建设有限责任公司	新农农村建设	95.49	投资设立
安徽涡河文化旅游集团有限公司	涡河文旅	100.00	投资设立
涡阳县乐行水务集团有限公司	乐行水务	100.00	投资设立
涡阳县乐行创新创业投资有限公司	乐行创新	100.00	投资设立
安徽道恒商贸有限公司	道恒商贸	100.00	投资设立
涡阳县交通建设投资有限责任公司	涡阳交投	100.00	投资设立
涡阳县乐行小额贷款有限公司	乐行小贷	50.00	投资设立
鑫丰（天津）商业保理有限责任公司	鑫丰商业	100.00	投资设立
安徽伯阳投资基金管理有限公司	伯阳投资	100.00	投资设立
安徽雍华置业有限公司	雍华置业	100.00	投资设立
涡阳县富民光伏发电有限责任公司	富民光伏	100.00	投资设立
涡阳县经发产业发展基金管理有限公司	经发产业发展	50.00	投资设立
涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司	涡阳港运营	91.00	无偿划拨

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月末，“20 乐行专项债/20 乐行债”到期利息和本金已按期兑付，债券余额为 4.00 亿元，募集资金均已使用完毕。“20 乐行专项债/20 乐行债”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

以“控增化存”为核心的化债政策全面落地，地方化债压力有所减轻，监管“防风险”与“促发展”双轨并行

2024年以来，我国持续深化地方政府债务风险防控体系建设，以“控增化存”为核心的化债政策全面落地。随着各项化债补充政策落地以及置换隐性债务的地方政府债大规模供给，地方化债压力有所减轻。预计未来城投行业监管政策将延续“严控新增债务”的主基调，并更加注重“防风险”与“促发展”双平衡，加快推动城投公司改革转型，从“化债中发展”转向“发展中化债”。

城投公司信用风险总体可控，市场化转型加快推进，但所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势，需警惕转型过程中衍生的经营风险

随着“一揽子化债”政策全面落地，尾部城投公司短期流动性风险持续缓解，债务风险总体可控，预计城投公司公募债券违约的概率依然很低。然而在地方财政运行延续“紧平衡”的背景下，行业深层矛盾犹存，部分区域负面舆情仍时有发生，流动性紧张的局面尚未得到根本性缓解。长期来看仍需进一步理顺财政机制体制、转变地方经济发展模式、加快城投公司实质性转型。

当前市场及政策环境下，城投公司退平台和转型进程料将加速。但由于区域经济发展水平、资源禀赋、产业基础等差异，不同地区城投公司所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势。未来，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性转型带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所下降，仍主要来自基础设施及安置房建设、土地开发整理业务，毛利润和毛利率均有所下降

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司继续承担涡阳县范围内基础设施建设、安置房建设及土地开发整理，同时还从事租赁服务、光伏发电、建材销售等业务。

公司收入构成较为多元。其中，基础设施、安置房建设及土地开发整理业务仍是公司的主要收入来源，占比保持在50%以上，2024年公司营业收入有所下降系乐行水务子公司涡阳县宇通给排水工程有限公司及其他子公司股权转出、施工和结算进度缓慢综合影响所致；租赁服务业务收入大幅增长系涡河市政子公司涡阳县天宇建设投资有限公司（以下简称“天宇建设”）和涡阳县天亿建设投资有限公司（以下简称“天亿建设”）就PPP项目确认较大规模服务收入所致；光伏发电业务收入同比大幅增长，对营业收入形成重要补充；建材销售业务收入受子公司股权划出和市场下行等影响而大幅下降；原提供劳务业务随子公司股权划出公司。

2024年，公司毛利润和综合毛利率均有所下滑，主要系安置房回购价格固定、商铺及商品房价格下降等致收入无法覆盖成本，工程施工业务收入结算和成本确认期间错配综合所致。

图表 2 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施、安置房建设及土地开发整理	9.24	63.92	6.02	52.28	5.30	53.36
租赁服务	0.82	5.68	0.94	8.16	2.41	24.30
光伏发电	0.51	3.55	0.50	4.35	1.25	12.55
提供劳务	0.62	4.27	0.64	5.54	-	-
建材销售	1.99	13.74	2.30	19.97	0.53	5.30
自来水	0.29	2.00	0.28	2.41	0.30	3.02
其他	0.99	6.83	0.84	7.29	0.15	1.48
营业收入合计	14.45	100.00	11.52	100.00	9.93	100.00

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施、安置房建设及土地开发整理	1.39	15.09	0.50	8.35	-0.21	-4.00
租赁服务	0.30	36.62	0.54	57.14	0.92	38.20
光伏发电	-0.70	-136.53	-1.03	-206.36	-0.26	-20.60
提供劳务	0.01	1.28	0.01	2.02	-	-
建材销售	0.37	18.79	0.37	16.09	0.06	11.21
自来水	0.06	21.76	0.06	20.99	0.07	24.97
其他	0.15	15.31	0.17	20.43	-0.11	-78.32
合计	1.59	10.99	0.62	5.37	0.47	4.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施、安置房建设及土地开发整理

公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务仍具有很强的区域专营性

受涡阳县政府委托，公司承担涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，业务具有很强的区域专营性，其中基础设施、安置房建设业务主要由公司本部以及涡阳市政、涡河城市更新、乐行水务等子公司负责，土地开发整理主要由子公司新农农村建设负责。

公司基础设施和安置房建设项目主要采用委托代建、自建自营、EPC 工程施工和 PPP 模式，资金来源为自有资金和外部融资，跟踪期内均未发生变化。委托代建模式下，根据涡阳县政府与公司签订的《委托代建框架协议》，公司受托对合同约定的基础设施项目进行代建，委托方每年按照审核后的项目投资成本（含财务费用）加成一定比例的服务费与公司结算，公司据此确认基础设施建设收入并结转相应成本；自建自营模式下，公司通过项目建成后的运营销售收入收回成本并获得收益；EPC 模式下，公司作为承包方承担项目施工建设等工作，将项目分包给其他施工单位或自行建设，一般按照项目工程建设完成时点支付或收取项目施工服务费用，部分项目为竣工验收合格后，公司一次性支付或收回服务费用。

乐行城建子公司涡阳市政作为社会资本方参与涡阳县县城道路 PPP 项目、涡阳县美丽乡村 PPP 项目、涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设 PPP 项目，截至 2024 年末，前 2 个 PPP 项目均已进入运营期，营运收入来源包括租金、广告收入、污水处理收入和政府补贴等。此外，公司通过子公司涡阳市政另持有涡阳县化工园区 PPP 项目的项目公司涡阳县天循实业有限公司

（以下简称“天循实业”）46.55%股权，公司预计在项目运营后获取分成营运收入；该项目于2023年设立，主管单位为涡阳县化工产业管理服务中心，安徽涡河能源有限公司及涡阳市政组成的联合体为其社会资本方，涡阳县道源城镇建设有限公司（以下简称“道源城镇”）为其政府出资方代表。

此外，涡河城市更新子公司安徽拓邦房地产开发有限公司（以下简称“拓邦地产”）具有房地产二级开发资质，其负责的安置房建设业务模式具体为：拓邦地产与涡阳县住房和城乡建设局签订商品房采购合同，由涡阳县住房和城乡建设局采购拓邦地产建设的商品房用于安置征迁户，剩余商铺与商品房将由拓邦地产通过对外销售实现项目收入。

自成立以来，公司承建了涡阳县华都（廉租房）还原小区、经开区棚户区改造、涡阳县综合停车场项目和S202线涡阳段路面改善等多个项目。2024年，公司获取EPC工程施工、安置房收入合计5.30亿元，同比有所下降，其中确认EPC工程施工收入1.37亿元，较上年下降1.15亿元主要系乐行水务子公司涡阳县宇通给排水工程有限公司及其他子公司股权转让、施工和结算进度缓慢综合影响所致；毛利率为-4.00%，主要系销售的部分安置房项目成本较高、同时政府回购时执行的限定售价较低等致收入无法覆盖成本，工程施工业务收入结算和成本确认期间错配综合所致。此外，2024年起ppp项目开始结算收入，天宇建设就涡阳县县城道路PPP项目、天亿建设就涡阳县美丽乡村PPP项目获取的财政运营补贴费用分别确认服务收入1.28亿元、0.93亿元，计入租赁服务业务收入中核算。

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2024年末，公司主要在建基础设施项目包括紫气东来小区、席楼安置小区、星园安置小区等安置房项目以及涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目、城东物流园项目（农贸大市场）、涡阳县金融中心项目、西阳标准化厂房等，计划总投资150.95亿元，累计投资89.68亿元，尚需投资61.27亿元。同期末，公司拟建项目主要为殷庄安置小区，计划总投资4.07亿元。总体来看，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表3 截至2024年末公司主要在建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

项目	项目承建公司	计划总投资	累计投资金额	尚需投资
紫气东来小区	拓邦地产	22.42	11.46	10.96
席楼安置小区	拓邦地产	15.61	10.64	4.97
星园安置小区	拓邦地产	15.27	10.74	4.53
城市更新一期项目	涡河城市更新	11.99	4.32	7.67
涡阳县经开区星园安置小区二期	拓邦地产	9.53	6.36	3.17
东风佳苑小区	拓邦地产	7.88	4.31	3.57
西苑河畔安置小区	拓邦地产	7.06	5.01	2.05
八里丁安置小区	拓邦地产	6.44	3.43	3.01
涡阳县西苑河畔安置小区二期	拓邦地产	3.89	2.38	1.51
涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目	涡阳涡美水务有限公司 ¹	10.13	4.25	5.88
停车场项目*	本部	9.47	5.70	3.77
西阳标准化厂房	本部	6.30	6.47	-0.17

¹ 涡阳涡美水务有限公司为涡阳县乐行水务集团有限公司直接控股子公司。

图表 3 截至 2024 年末公司主要在建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

项目	项目承建公司	计划总投资	累计投资金额	尚需投资
“仓里-1953”涡河滨河特色街区项目	涡河文旅	1.89	1.33	0.56
城东物流园	雍华置业	4.00	1.28	2.72
涡阳县金融中心项目	雍华置业	1.30	0.88	0.42
西阳(阳港)基础设施 PPP 项目	涡阳县阳港建设管理有限公司 ²	17.77	11.12	6.65
合计	-	150.95	89.68	61.27

注：“*”为“20 乐行专项债/20 乐行债”募投项目；资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务种类较多，可对公司收入形成有益补充；受子公司划入划出影响，各细分业务变动较大，收入规模稳定性一般

公司其他业务主要包括租赁服务、光伏发电、提供劳务、建材销售、自来水供应等，对收入形成有益补充。

公司租赁服务业务原由涡河文旅、涡阳县道信资产管理有限公司（以下简称“涡阳道信”）及其他子公司等负责运营，获取施工安装服务和房屋租赁等收入，2024 年租赁业务收入约 0.20 亿元，较上年大幅下降系涡阳道信等子公司股权转让所致。

公司光伏发电业务主要由下属子公司富民光伏负责运营。公司自建的光伏发电站就近接入相应台区，由国网安徽省电力公司涡阳县供电公司按月结算并支付售电款。2024 年，公司获得光伏发电收入 1.25 亿元，同比大幅增长，主要系当期将原计入其他收益的光伏发电专项补贴 0.77 亿元确认为收入所致；受光伏电站资产折旧，公益岗位、贫困户扶贫等成本列支较大影响，公司光伏发电业务仍处于亏损状态。

公司提供劳务业务原由直接控股子公司涡阳县才骏人力资源管理有限公司（以下简称“才骏人力”）、涡阳县国睿保安服务有限公司（以下简称“国睿保安”）负责，提供保安人员劳务派遣、代发工资等第三方人力资源综合服务。2024 年，随才骏人力和国睿保安股权划出，公司未获取提供劳务业务收入，未来公司将不再从事提供劳务业务。

公司建材销售业务原由安徽涡河商砼有限公司（以下简称“涡河商砼”）、道恒商贸、涡河市政及安徽通赢供应链管理有限公司（以下简称“通赢供应链”）等 4 家子公司负责运营，销售内容包括建筑材料、混凝土、钢材等，主要销售客户为涡阳县新华电商贸易有限公司、亳州城建建材有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司和淮南中化三建钢构有限责任公司等，4 家子公司与客户签署销售合同，约定采购货物内容、规格标准、供货期限以及数量单价等内容，待货物抵达交货地点后由客户进行验收，并按照约定结算、付款。2024 年，受涡河商砼、通赢供应链股权划出及建材市场下行综合影响，公司建材销售业务收入大幅下降至 0.53 亿元，毛利率下降至 11.21%。此外公司还从事自来水供应业务，由子公司乐行水务负责，供水范围为涡阳县城区，收入规模较小但基本稳定。

企业管理

² 涡阳县阳港建设管理有限公司为涡阳市政建设集团有限公司直接控股子公司。

截至 2024 年末，公司注册资本及实收资本均为人民币 30.00 亿元，伯阳城建为公司唯一股东，涡阳县国资委为公司实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司董事会成员由 5 人变更为 3 人，章程已更新，其中职工董事 1 名，董事长任职不变；4 名监事人员发生变更。此外，公司组织架构及管理制度均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

本报告通过公开查询获取了公司 2024 年的合并财务报表。2024 年，公司审计机构由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）。中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司有 15 家，详见图表 1。2024 年，公司无偿划出直接控股子公司 8 家，分别为涡阳县锦绣教育服务有限公司、涡阳县明远光伏发电有限公司、涡阳县利民光伏发电有限公司、涡阳道信、通赢供应链、涡河商砼、才骏人力和国睿保安；获得无偿划入直接控股子公司 1 家，为涡阳港运营。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，仍以流动资产为主，但其中变现能力较弱的存货及应收预付类款项占比较高，对资金形成一定占用，资产流动性仍较弱

跟踪期内，公司资产规模有所下降，其中流动资产占比仍很大，2024 年末占资产总额比重为 76.26%。

公司预付款项主要为工程款、贷款及购置资产款，2024 年末前五名预付对象分别为涡阳县兴农建设发展有限公司 10.59 亿元、涡阳县水利局 5.27 亿元、涡阳县恒泰水利建设工程有限公司 1.15 亿元、中建四局第六建设有限公司 1.08 亿元和中铁五局涡阳城乡供水一体化涡北片区（二期）项目经理部 0.90 亿元，合计占期末余额比重 89.77%；同期末大幅增长主要系新增预付城乡供水一体化工程项目工程款、预付农饮水厂资产及经营权转让资金。

公司其他应收款主要为应收涡阳县政府机构、国有企业等的往来款，2024 年末前五名应收单位分别为涡阳县财政局（9.19 亿元）、亳州乐行宜居投资有限责任公司（1.13 亿元）、安徽源和堂药业股份有限公司（0.98 亿元）、涡阳县国库支付中心（0.55 亿元）和涡阳县汇昌城镇建设有限公司（0.43 亿元），合计占期末余额比重为 77.56%，账龄集中于 1 年以内、1~2 年；大幅下降系子公司股权划出减少对涡阳县财政局往来款 5.62 亿元和涡阳国投往来款减少 9.94 亿元综合所致。总体来看，公司应收预付类款项金额较大，对资金形成一定占用。

公司存货主要系基础设施、安置房建设项目和城乡建设用地增减挂钩项目的开发成本，2024 年末，公司存货账面金额同比有所下降，主要系 EPC 工程施工、安置房建设及服务收入确认、子公司股权划出致相关项目和土地使用权转出所致。截至 2024 年末，公司存货中在建项目开发成本账面金额为 111.85 亿元；待开发土地使用权账面价值合计 122.30 亿元，土地均为出让获取，均已缴纳土地出让金，除 9 宗地不动产权证尚在办理中外，其他均已取得不动产权证。公

司合同资产系已完工未结算项目开发成本，跟踪期内规模有所下降。

图表 4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总计	420.83	420.92	378.98
流动资产合计	347.96	345.81	289.01
预付款项	3.95	13.63	21.16
其他应收款	37.33	39.72	13.77
存货	261.83	261.37	234.88
合同资产	13.35	11.12	7.62
非流动资产合计	72.87	75.11	89.97
长期股权投资	34.06	34.49	34.28
投资性房地产	15.48	15.06	9.62
固定资产	15.63	14.31	10.82
无形资产	2.02	1.35	21.20

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2024 年末，长期股权投资包括公司对涡阳县金阳城市建设投资有限公司³（以下简称“金阳城建” 33.12 亿元）、道诚（广州）融资租赁公司⁴（0.40 亿元）、天循实业（0.66 亿元）等的股权投资。投资性房地产主要为用于出租的房屋建筑物和土地使用权；固定资产主要系管网资产、房屋和建筑物、运输设备、机器设备等，2024 年末均随部分子公司转出而有所下降。公司无形资产原为少量土地使用权，同期末大幅增长系 PPP 项目完工投产导致增加特许经营权 26.49 亿元（含摊销 6.97 亿元）所致。

截至 2024 年末，公司受限资产主要为借款质押的货币资金 0.10 亿元，抵押的存货 23.47 亿元、投资性房地产 7.97 亿元和无形资产 0.68 亿元，账面金额合计为 32.23 亿元，占总资产的比重为 8.50%。

资本结构

跟踪期内，受划出子公司股权等因素影响，公司所有者权益继续下降

2024 年末，公司所有者权益继续下降。其中，公司实收资本未发生变化；资本公积有所减少，系子公司股权划出所致；未分配利润小幅下降，仍为经营利润积累。

³ 涡阳县金阳城市建设投资有限公司成立于 2006 年，注册资本为人民币 2.60 亿元，建安投资控股集团有限公司和乐行集团分别持有其 51%和 49%股权，亳州市人民政府国有资产监督管理委员会为其实际控制人。

⁴ 道诚（广州）融资租赁公司成立于 2018 年 8 月 28 日，注册资本为人民币 2.00 亿元，涡阳县国资委为实控人的涡阳县另一国有企业安徽道诚金融控股集团有限公司和乐行集团分别持有其 60%和 40%股权，涡阳县国资委为其实际控制人。

图表 5 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
所有者权益	149.73	147.64	136.07
实收资本	30.00	30.00	30.00
资本公积	105.93	103.72	93.11
未分配利润	10.42	10.53	9.54

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所下降，流动负债占比持续增加

2024 年末，公司负债总额有所下降，流动负债占比持续增加。公司流动负债以应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。公司应付账款主要为应付工程款和货款，2024 年末均有所增长。同期末，合同负债主要包括预收涡阳县棚户区改造征迁安置指挥部、涡阳县住房和城乡建设局的安置小区房款 63.17 亿元、2.83 亿元。

公司其他应付款快速增长，主要为往来款。2024 年末，其他应付款主要为应付涡阳县立新城镇建设有限公司（以下简称“立新城镇”，5.76 亿元）、伯阳城建（2.13 亿元）、天循实业（1.66 亿元）、涡阳县若盛商贸有限公司（1.65 亿元）和金阳城建（1.57 亿元）等单位的往来款。2024 年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 9.94 亿元、应付债券 2.28 亿元和长期应付款 8.87 亿元。

2024 年末，公司非流动负债规模大幅减少，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2024 年末，公司长期借款（含一年内到期部分）包括质押借款 54.84 亿元、抵押借款 12.03 亿元、保证借款 26.92 亿元、信用借款 1.52 亿元；主要借款方为中国农业发展银行、国家开发银行、亳州药都农村商业银行等。公司应付债券为“20 乐行专项债/20 乐行债”。同期末，公司长期应付款为融资租赁借款，大幅下降系偿还部分到期融资租赁款所致。其他非流动负债仍主要为基金借款，跟踪期内随子公司转出而有所下降。

图表 6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
负债合计	269.75	271.63	242.91
流动负债合计	141.33	148.67	146.08
应付账款	2.38	5.65	8.36
合同负债	74.87	73.98	66.47
其他应付款	13.60	26.61	34.89
一年内到期的非流动负债	22.19	19.35	21.09
非流动负债合计	128.41	122.96	96.83
长期借款	103.23	100.27	85.36
应付债券	9.37	5.99	3.71
长期应付款	12.30	11.89	6.44
其他非流动负债	3.51	4.81	1.32

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务有所下降，其中长期债务降幅较大

公司的融资渠道主要为银行借款、发行债券和融资租赁借款等，资金主要用于项目建设、偿还到期债务和补充流动资金。2024年以来，随着债务的到期偿还，公司全部债务有所下降。2024年末，公司短期债务余额28.03亿元，占全部债务比重为22.46%，存在一定的短期偿债压力。从构成上看，2024年末，公司全部债务中银行借款、债券融资占比约为83%和5%，融资租赁等非银机构借款和债权融资等其他债务合计占比约为12%。公司资产负债率同比小幅下降，随着承建项目的增加及投资的推进，公司债务负担仍将保持较高水平。

图表7 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元）

指标	2022年末	2023年末	2024年末
全部债务	166.13	154.25	124.79
短期债务	37.72	31.28	28.03
长期债务	128.41	122.96	96.77
资产负债率（%）	64.10	64.53	64.10

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险

截至2024年末，公司对外担保金额合计为99.08亿元，担保比率为72.82%，被担保企业均为县属国企，前五大分别为对涡阳县兴农建设发展有限公司（27.10亿元）、涡阳县锦绣教育服务有限公司（8.87亿元）、涡阳县汇昌城镇建设有限公司（5.40亿元）、亳州安宜美食品有限公司（4.70亿元）和天循实业（4.31亿元）的担保，存在一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润对财政补贴依赖程度仍很高，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

受部分负责基础设施、安置房建设及土地开发整理业务的子公司股权转出、施工和结算进度缓慢以及部分结转项目收入无法覆盖成本等影响，2024年公司营业收入及营业利润率均有所下降。公司融资力度较大导致财务费用较高，期间费用占营业费用比重由33.05%增长至45.32%，对营业收入形成较大侵蚀。跟踪期内，公司收到较大规模财政补贴，利润对财政补贴的依赖程度仍很高。公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，总体盈利能力仍较弱。

图表 8 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	14.45	11.52	9.93
营业利润率	8.58	1.84	1.53
期间费用	3.76	3.81	4.50
期间费用/营业收入	26.04	33.05	45.32
利润总额	0.96	0.63	0.90
其中：补贴收入	3.41	4.35	7.00
净利润	0.62	0.53	0.89
总资本收益率	1.12	1.23	1.95
净资产收益率	0.41	0.36	0.65

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流实现较大规模净流入，但仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来仍存在一定的不确定性

公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款、建材销售等销售收入回款以及财政补贴和往来款等；现金收入比率有所下降，但仍保持在很高水平；经营活动现金流出主要是支付的工程建设款、建材采购款及往来款等；公司经营性净现金流实现较大规模净流入，但仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来仍存在一定的不确定性。

图表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入	78.04	69.94	38.19
现金收入比率（%）	119.10	150.42	110.11
经营活动现金流出	90.45	72.78	15.19
经营活动净现金流	-12.41	-2.84	23.00
投资活动现金流入	0.03	0.11	-0.55
投资活动现金流出	1.59	8.11	5.40
投资活动净现金流	-1.56	-8.01	-5.96
筹资活动现金流入	67.97	40.19	22.04
筹资活动现金流出	49.58	38.64	44.00
筹资活动净现金流	18.39	1.55	-21.96
现金及现金等价物净增加额	4.41	-9.30	-4.91

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司投资活动现金流入金额较小，投资活动现金流出主要系购建固定资产、无形资产等所支付的现金，以及划拨子公司导致现金流出等。公司投资性现金流持续净流出，净流出规模有所缩小。公司筹资活动现金流入主要为股东资金注入，以及银行借款、发行债券、融资租赁借款等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要用于还本付息。2024 年，公司减少向外借款且增加偿债规模，筹资性净现金流由净流入转为净流出。

偿债能力

考虑到公司承担了涡阳县范围内的基础设施、安置房建设及土地开发整理业务，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，2024 年，公司流动比率和速动比率均继续下降。公司流动资产以变现能力较弱的存货和应收预付类款项为主，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力较弱；公司货币资金对短期债务的覆盖程度减弱。公司经营性现金流由净流出转为净流入，对流动负债的保障程度大幅提升，但仍受经营现金流规模不稳定性影响较大。从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均有所下降，EBITDA 对到期利息和全部债务的覆盖程度有所提升。

图表 10 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
流动比率	246.20	232.61	197.84
速动比率	60.94	56.80	37.06
货币资金短债比（倍）	0.48	0.28	0.11
经营现金流流动负债比率	-8.78	-1.91	15.75
长期债务资本化比率	46.17	45.44	41.56
全部债务资本化比率	52.60	51.09	47.84
EBITDA 利息倍数（倍）	0.75	0.89	1.18
全部债务/EBITDA（倍）	32.89	29.72	17.19

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司全部债务中一年内到期债务规模合计为 28.03 亿元，存在一定的短期集中偿付压力。公司到期债务化解方式包括公司自有资金、经营性现金流入、续贷、债务置换、财政补贴等。经营性现金流入方面，公司经营性净现金流虽由净流出转为净流入，但对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖仍较大，对到期债务的保障能力较弱。间接融资方面，截至 2024 年末，公司已取得的银行授信额度为 156.89 亿元，尚有 57.08 亿元的可用银行授信额度。直接融资方面，公司暂无储备债券批文。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了涡阳县范围内的基础设施及安置房建设，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2025 年 5 月 12 日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按期支付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长，二季度外部经贸环境

变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025年一季度GDP同比增长5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过100%。这意味着从4月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

地区经济和财政状况

1.亳州市

亳州市围绕建设世界中医药之都、皖北承接产业转移集聚区等六大核心，打造“4+6”产业集群，医药制造业、农副食品加工业等产业为主导的工业经济保持良好运行态势，经济实力很强

亳州市位于安徽省西北部，2000年5月经国务院批准设立，截至2024年末，亳州市下辖一区三县⁵，并有省级开发区亳州市经济技术开发区和亳州芜湖现代产业园区，行政区域面积8374平方公里，常住人口490.10万人。亳州市近年来围绕建设世界中医药之都、皖北承接产业转移集聚区、长三角绿色农产品生产加工供应基地、华夏酒城、文化旅游强市和省际毗邻区

⁵谯城区、涡阳县、利辛县和蒙城县。

域中心城市等六大核心，加快实施“六一战略”。亳州市通过商合杭高铁联通全国，境内亳州机场即将投入使用，阜蒙淮城际铁路、亳蒙高速、徐淮阜高速亳州段、涡河航道及港口一体化项目都在建设中，综合交通网络逐渐完善。

依托良好的传统产业基础，亳州市近年来打造现代中医药、白酒、农副产品加工及文旅等主导产业，以及新能源、电子信息、生物科技、高端装备制造、新材料和现代服务业等新兴产业协同发展的“4+6”产业集群。2024 年，亳州市规上工业增加值同比增长 10.2%，分行业看，29 个工业行业中有 19 个行业增加值保持增长。传统产业方面，亳州市现代中医药产业规模达 2102.6 亿元、同比增长 11.9%，规上白酒总产值 262.8 亿元、增长 14.6%，国际蒸馏酒技术高峰论坛会址永久落户亳州，规上农产品加工业产值 998.7 亿元、居全省第 1 位，接待旅游人数总收入 323 亿元、增长 10.3%；新兴产业方面，计算机、通信和其他电子设备制造业规上工业增加值同比增长 46.8%，六大新兴产业产值 786.9 亿元，占规上工业比重 46.8%，97%规上制造业企业实现数字化改造。

图表 11 亳州市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	2101.50	2215.80	2521.60
GDP 增速	4.2	6.3	6.1
人均 GDP（元）	42258	45211	51662
规上工业增加值增速	10.6	8.1	10.2
固定资产投资增速	8.8	10.5	7.3
一般公共预算收入	148.14	160.04	168.84
政府性基金收入	153.88	94.32	-
上级补助收入	250.89	269.23	274.58
税收收入占比	61.11	61.39	56.99
财政自给率	38.49	38.76	40.54
地方政府债务余额	838.69	986.04	1114.10
政府负债率	39.91	44.50	44.18

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：亳州市 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2024 年财政预算执行情况，东方金诚整理

亳州市一般公共预算收入保持增长，持续获得较大规模上级补助支持，财政实力很强

近年来，亳州市一般公共预算收入逐年递增，但其中税收收入占比波动下降，一般公共预算收入结构有待优化。亳州市政府性基金收入降幅较大，受房地产市场和土地出让计划等因素影响，未来收入存在不确定性。亳州市获得较大规模的上级补助收入，是财政收入的重要补充。截至 2024 年末，亳州市政府债务余额为 1114.10 亿元，其中一般债务余额为 248.54 亿元，专项债务余额为 865.56 亿元。债务管控方面，亳州市落实政府债务预算管理、限额管理和一揽子债务化解政策，统筹各类资金、资产、资源和政策措施加快化债进度，完善专项债券管理制度，降低存量债务利息、优化债务期限结构，保证债务风险可控。

2.涡阳县

涡阳县经济保持增长，绿色装配式建筑建材、农产品加工等主导产业发展较好，经济实力很强

涡阳县位于安徽省北部，与豫、鲁、苏三省毗邻，是长三角北部门户、中原城市群核心发展区和淮海经济圈直接辐射区。截至 2024 年末，涡阳县下辖 20 个镇、3 个街道和 1 个省级经济开发区，总面积 2110 平方公里，常住人口 112.91 万人。涡阳是安徽省历史文化名城、全省科学发展先进县、全国粮食生产先进县、全国优质商品粮生产基地、国家级现代农业示范区、国家农产品质量安全县，2024 年被国家发改委列为特色优势产业试点县。2024 年，涡阳县交通网络完善升级，毫蒙高速一期、二期涡阳段通车，主城区实现 15 分钟上高速，咫尺相邻的亳州机场建成交付、即将通航，金沙河码头投入运营；此外，原省道、国道及铁路等均运行良好。

涡阳县经济保持稳定增长，2024 年 GDP 增速 5.9%。立足绿色装配式建筑建材、绿色生态有机农产品加工两大主导产业集群化发展，2024 年涡阳县工业发展情况良好，规上工业增加值同比增长 10.9%。全县 25 个工业行业大类中，11 个行业增加值实现增长，其中文教、工美、体育和娱乐用品制造业增长 135.2%，电气机械和器材制造业增长 171.3%。同年，涡阳县绿色装配式建筑建材产业实现产值 150 亿元，鸿路焊接、中沃科技等 9 个项目开工建设，鸿阳建筑、轶鑫建材等 8 个项目建成投产；绿色生态有机农产品加工产业实现产值 80 亿元，正宇食品产业园加速推进，沙县小吃、麦片休闲食品等 4 个项目投产达效，涡阳绿色食品产业集群获批省级中小企业特色产业集群。新兴产业方面，阳光电源二期、三一重能、天杉高科、宏阳光伏等 7 个新能源项目集中投产，新能源装备制造业产值突破 20 亿元。

图表 12 涡阳县主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	451.70	470.55	545.10
GDP 增速	5.1	5.9	5.9
人均 GDP（元）	38689	41082	47929
规上工业增加值增速	8.1	3.6	10.9
固定资产投资增速	19.1	23.7	5.0
一般公共预算收入	21.00	22.06	24.66
政府性基金收入	52.13	20.49	26.26
上级补助收入	48.78	48.64	49.29
税收收入占比	63.37	58.52	50.96
财政自给率	31.12	33.22	34.47
地方政府债务余额	196.58	206.05	227.61
政府负债率	43.52	43.79	41.76

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：涡阳县 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2023 年财政决算、2024 年预算执行情况，东方金诚整理

涡阳县一般公共预算收入持续增长，上级财政支持力度很大，财政实力很强

近年来，涡阳县一般公共预算收入逐年递增，但其中税收收入占比持续下降。同期，涡阳县政府性基金收入波动下降，受房地产市场和土地出让计划等因素影响，未来收入存在不确定性。涡阳县持续获得较大规模的上级补助收入，上级财政支持力度很大。截至 2024 年末，涡阳县政府债务余额为 227.61 亿元，其中一般债务余额为 45.33 亿元，专项债务余额为 182.28 亿元。债务管控方面，涡阳县严格执行政府债务限额管理，在省政府批准、省财政厅核定的债务限额内规范举债，落实政府债务预算管理要求，按计划有序推进债务化解，分类落实化债资金

来源，进一步加强债务信息分析和风险研判，切实防范化解债务风险。

综上所述，东方金诚对亳州市、涡阳县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司继续在财政补贴等方面得到了股东及相关方的支持

公司股东伯阳城建的唯一股东立新城镇是涡阳县国资委直接控股的最重要的基础设施建设主体。除立新城镇外，涡阳县国资委直接控股的基础建设建设和国有资产运营主体还包涡阳国投、涡阳新现代农业投资有限公司（以下简称“涡阳新现代”）、道源城镇和涡阳县振兴乡村投资有限公司（以下简称“振兴乡村投资”）。涡阳国投主要从事涡阳县内项目建设和资产运营、工程施工、商品（混凝土）销售、劳务派遣服务等业务，涡阳新现代主要经营农村基础设施建设及农业土地开发等，道源城镇主要经营新农村建设、市政工程建设等，振兴乡村投资主要经营农业产业投资等。公司主要从事涡阳县内的基础设施及安置房建设业务，是立新城镇控股的重要子公司。作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的支持。

财政补贴方面，2024 年，公司收到政府补贴 7.00 亿元。

考虑到公司将继续在涡阳县的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对亳州市、涡阳县的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

增信措施

兴农担保集团为“20 乐行专项债/20 乐行债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

兴农担保集团成立于 2011 年 8 月，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制，初始注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳。经过股权变更、多次增资及未分配利润累积，兴农担保集团的资本实力明显增强。截至 2024 年末，兴农担保集团注册资本和实收资本增至 100.11 亿元，控股股东重庆渝富控股集团有限公司持股比例为 69.08%，实际控制人为重庆市国资委。东方金诚关注到，重庆三峡融资担保集团股份有限公司将吸收合并重庆进出口融资担保有限公司及兴农担保集团，其改革合并流程正处于推进阶段。

担保业务收入是兴农担保集团主要收入来源，投资业务产生的利息收入和投资收益构成重要补充。近年来，受益于增资完成后担保业务的快速发展和富余资金的增加，兴农担保集团营业收入保持稳定增长。截至 2024 年末，兴农担保集团总资产规模为 211.91 亿元，净资产规模为 125.48 亿元。2024 年，兴农担保集团实现营业收入 15.15 亿元，净利润 6.64 亿元。

东方金诚认为，重庆市第三产业和新兴制造业增长势头良好，政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，为兴农担保集团业务开展提供了良好的外部环境；得益于股东持续增资，2024年末兴农担保集团实收资本增至100.11亿元，资本实力保持在重庆市融资担保公司首位，区域竞争优势明显；兴农担保集团现金类资产和Ⅰ类资产占比较高，准备金计提较为充足，新增代偿控制较好，代偿回收率较高，整体代偿能力极强；兴农担保集团承担了支持区域“三农”和地方国有企业发展的政策性职责，具有区域重要性，在资本补充、业务拓展等方面能够持续得到重庆市政府的支持。

同时，东方金诚关注到，兴农担保集团融资担保业务集中于公用事业等行业，客户以重庆市国有企业和湖南、湖北等地城投公司为主，行业和客户集中度较高；兴农担保集团部分其他应收款单笔金额较大，发生损失风险较高，面临一定的减值计提压力。

综上所述，东方金诚评定兴农担保集团主体信用等级为AAA，评级展望稳定。兴农担保集团为“20乐行专项债/20乐行债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

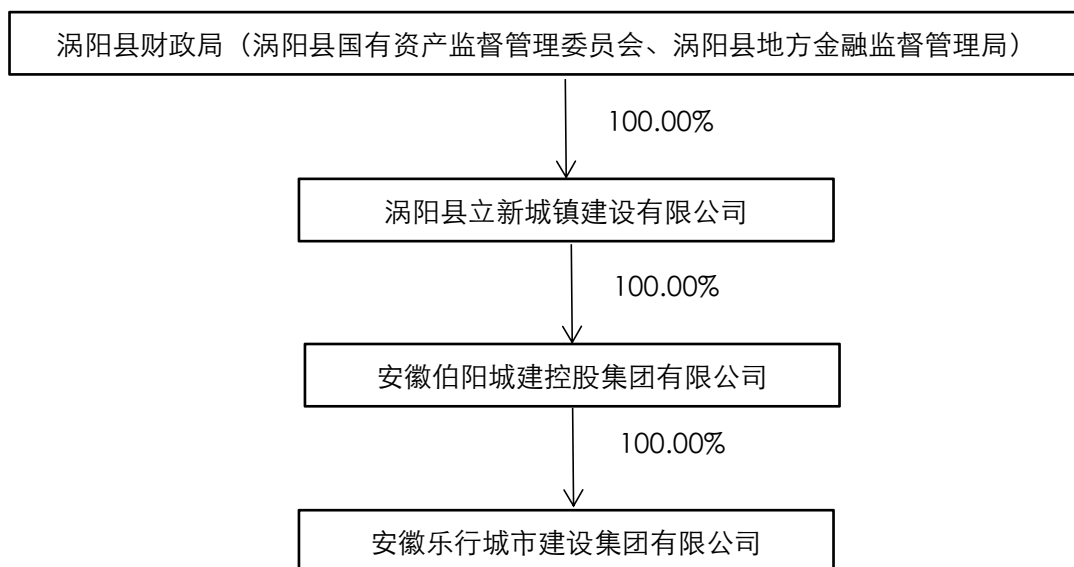
东方金诚认为，公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司资产中变现能力较弱的存货及应收预付款项占比较高，资产流动性仍较弱；跟踪期内，受划出子公司股权等因素影响，公司所有者权益继续下降。

亳州市经济实力很强，其下辖的涡阳县经济保持增长，绿色装配式建筑建材、农产品加工等主导产业发展较好，经济实力很强；作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续得到了股东及相关方的支持。兴农担保集团为“20乐行专项债/20乐行债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

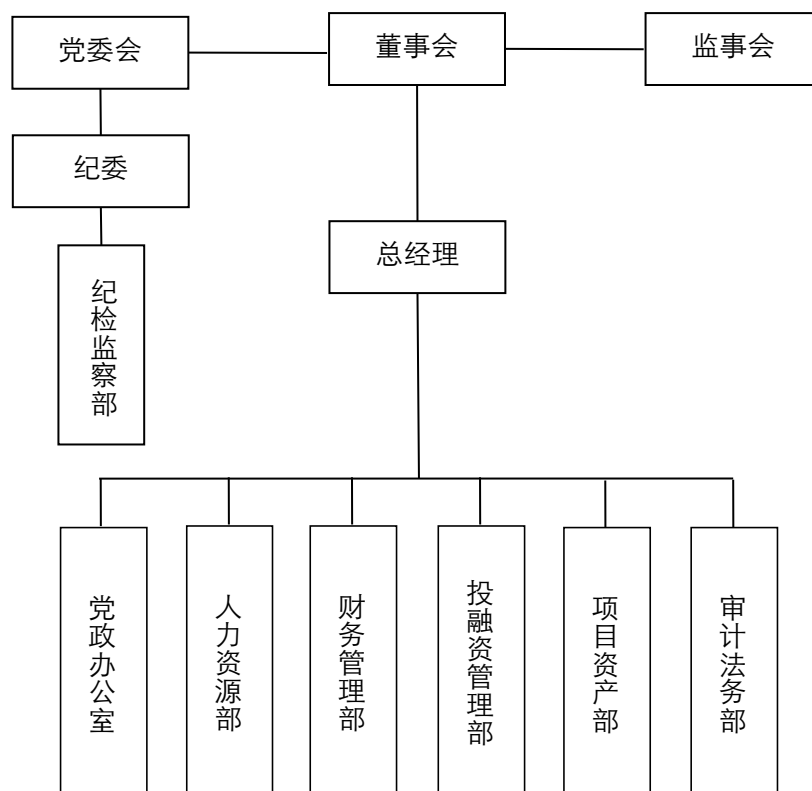
综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“20乐行专项债/20乐行债”的信用等级为AAA。

附件一：截至 2024 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	420.83	420.92	378.98
存货	261.83	261.37	234.88
长期股权投资	34.06	34.49	34.28
预付款项	3.95	13.63	21.16
负债总额	269.75	271.63	242.91
长期借款	103.23	100.27	85.36
合同负债	74.87	73.98	66.47
其他应付款	13.60	26.61	34.89
全部债务	166.13	154.25	124.79
其中：短期债务	37.72	31.28	28.03
所有者权益	149.73	147.64	136.07
营业收入	14.45	11.52	9.93
净利润	0.62	0.53	0.89
经营活动产生的现金流量净额	-12.41	-2.84	23.00
投资活动产生的现金流量净额	-1.56	-8.01	-5.96
筹资活动产生的现金流量净额	18.39	1.55	-21.96
主要财务指标			
营业利润率（%）	8.58	1.84	1.53
总资本收益率（%）	1.12	1.23	1.95
净资产收益率（%）	0.41	0.36	0.65
现金收入比率（%）	119.10	150.42	110.11
资产负债率（%）	64.10	64.53	64.10
长期债务资本化比率（%）	46.17	45.44	41.56
全部债务资本化比率（%）	52.60	51.09	47.84
流动比率（%）	246.20	232.61	197.84
速动比率（%）	60.94	56.80	37.06
货币资金短债比（倍）	0.48	0.28	0.11
经营现金流动负债比率（%）	-8.78	-1.91	15.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.75	0.89	1.18
全部债务/EBITDA（倍）	32.89	29.72	17.19

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。