

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】696号

## 颍上县慎祥实业发展有限公司：

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“19 颍上专项债/19 颍上债”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“19 颍上专项债/19 颍上债”的信用等级为 AAA。



东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二一年七月二十日

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与颍上县慎祥实业发展有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2021年7月20日

# 颍上县慎祥实业发展有限公司 主体及“19 颍上专项债/19 颍上债”2021 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	2021/7/20	AA/稳定	张绮微	戴修远

债项信用			评级模型								
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型								
19 颍上专项债/19 颍上债	AAA	AAA	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分	
			区域层级	20.00%	11.20	企业	资产规模	36.00%	28.80		
			GDP 总量	32.00%	21.12	经营	净资产规模	36.00%	21.60		
			GDP 增速	4.00%	2.16	与	资产负债率	9.00%	7.20		
			人均 GDP	4.00%	1.60	财务	全部债务资本化比率	9.00%	5.40		
			一般公共预算收入	32.00%	21.12	实力	补助收入/利润总额	5.00%	2.00		
			一般公共预算收入增速	4.00%	3.04	(实收资本+资本公					
上级补助收入	4.00%	2.64	积)/资产总额	5.00%	2.00						
2.二维矩阵映射											
维度	地区综合实力									基础模型参考等级	
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档		
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-	
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	无
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+	
基础模型参考等级						AA					
3.评级调整因素											
4.主体信用等级											AA

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

颍上县慎祥实业发展有限公司作为阜阳市颍上县重要的基础设施建设主体，主要从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设、景区运营等业务。颍上县人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东及实际控制人。

## 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，阜阳市经济实力依然很强，其下辖的颍上县经济实力仍较强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性；兴农担保集团对“19 颍上专项债/19 颍上债”提供的全额无条件不可撤销的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，公司资产流动性较弱；预计随着在建项目的推进公司全部债务规模或将扩大；经营活动资金来源对筹资活动较为依赖。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“19 颍上专项债/19 颍上债”的信用等级为 AAA。

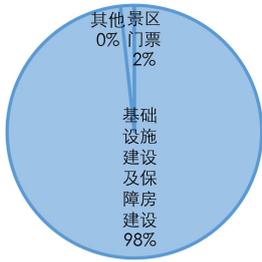
## 同业对比

项目	慎祥发展	太和县国有资产投资控股集团有限公司	当涂县城乡建设投资有限责任公司	凤台县华兴城市建设投资有限公司	安徽乐行城市建设集团有限公司
地区	颍上县	太和县	当涂县	凤台县	涡阳县
GDP (亿元)	415.9	476.0	420.0	299.3	332.2
GDP 增速 (%)	4.0	4.1	8.5	3.0	9.4
人均 GDP (元)	33068	32558	84414	52052	20418
一般公共预算收入 (亿元)	27.91	21.43	-	26.19	20.60
一般公共预算支出 (亿元)	86.87	74.93	-	38.48	74.55
资产总额 (亿元)	203.27	325.67	114.68	178.15	278.01
所有者权益 (亿元)	90.97	143.25	58.90	85.64	115.13
营业收入 (亿元)	17.34	13.09	9.28	18.39	11.78
利润总额 (亿元)	1.18	3.15	1.58	2.23	0.91
资产负债率 (%)	55.25	56.01	48.64	51.93	58.59
全部债务资本化比率 (%)	53.59	50.03	32.99	40.45	49.60

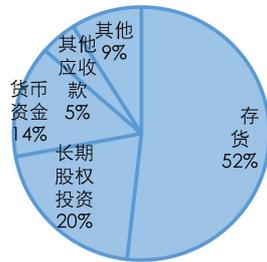
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据均为 2020 年，其中“人均 GDP (元)”为预估值。  
数据来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

## 主要指标及依据

2020年公司营业收入构成



2020年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2018年	2019年	2020年
资产总额	167.11	187.49	203.27
所有者权益	98.43	90.25	90.97
营业收入	10.79	16.19	17.34
利润总额	2.52	1.22	1.18
全部债务	63.99	82.11	105.06
资产负债率	41.10	51.86	55.25
全部债务资本化比率	39.40	47.64	53.59

近三年公司有息债务结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2018年	2019年	2020年
地区	颍上县		
GDP 总量	279.6	411.8	415.9
GDP 增速	9.6	8.7	4.0
人均 GDP (元)	21724	31796	33068
一般公共预算收入	22.12	23.93	27.91
一般公共预算收入增速	28.5	8.2	16.6
上级补助收入	47.12*	64.54*	50.28

注: 标\*数据为上级补助收入由一般公共预算支出减去一般公共预算收入模拟计算。

## 优势

- 跟踪期内, 阜阳市经济实力依然很强; 颍上县工业经济快速发展, 经济实力仍较强;
- 公司继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设、景区运营等, 业务仍具有较强的区域专营性;
- 兴农担保集团综合财务实力极强, 对“19 颍上专项债/19 颍上债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

## 关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高, 资产流动性较弱;
- 公司全部债务增长较快, 以长期有息债务为主, 预计随着在建项目的推进公司全部债务规模或将扩大;
- 公司经营活动现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动较为依赖。

## 评级展望

预计阜阳市及颍上县经济实力将不断增强, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 并继续得到股东及相关方的持续支持, 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 (RTFU002201907) 》

## 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(19 颍上专项债/19 颍上债)	2020/7/23	高路 张绮薇	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文
AA/稳定	AAA(19 颍上专项债/19 颍上债)	2019/6/19	高路 张绮薇 张圆月	《城市建设设施公司信用评级方法 (2015) 》	阅读原文

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 颖上专项债/19 颖上债	2020/7/23	8.50	2019/8/6~2026/8/6	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：“19 颖上专项债/19 颖上债”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 2019 年颍上县慎祥实业发展有限公司城市停车场建设专项债券(以下简称“本期债券”或“19 颍上专项债/19 颍上债”)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”)基于颍上县慎祥实业发展有限公司(以下简称“慎祥发展”或“公司”)提供的相关经营、财务数据及公开资料,进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

慎祥发展系由颍上县人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“颍上县国资委”)于 2013 年 12 月出资设立的国有独资企业,初始注册资本为人民币 0.50 亿元。经 2014 年增资后,截至 2020 年末,公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元,较 2019 年末未发生变化;颍上县国资委仍为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内,公司作为阜阳市颍上县重要的基础设施建设主体,继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设、景区运营等业务。

截至 2020 年末,公司纳入合并范围的二级子公司共 5 家(详见图表 1),较 2019 年末增加 1 家,即颍上县国资委无偿划入的颍上县中城城投建设发展有限公司。

图表 1 截至 2020 年末公司下属二级子公司情况(单位:万元、%)

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
安徽省颍上交通路桥工程有限公司	颍上路桥	1050.00	100.00	2013 年划拨
颍上县慎和园林建设有限公司	慎和园林	71176.03	100.00	2015 年划拨
颍上县慎安文化旅游发展有限公司	慎安文旅	59700.00	100.00	2016 年划拨
颍上县慎城投资管理有限公司	慎城投资	20000.00	100.00	2015 年划拨
颍上县中城城投建设发展有限公司	中城城投	20000.00	100.00	2019 年划拨 <sup>1</sup>

资料来源:公司审计报告,东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

本期债券为 7 年期 8.50 亿元付息式固定利率债券,票面利率为 6.80%。本期债券的起息日为 2019 年 8 月 6 日,到期日为 2026 年 8 月 6 日,还本付息方式为每年付息一次,分期偿还本金。截至本报告出具日,本期债券尚未到本金兑付日,到期利息已按期支付。

重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保集团”)对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金中 6.00 亿元拟用于颍上县城市停车场建设项目(以下简称“本期债券募投项目”),2.50 亿元拟用于补充流动资金。截至 2020 年末,募集资金已使用 7.48 亿元,其中 4.98 亿元用于本期债券募投项目,2.50 亿元用于补充流动资金。

## 宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下,2021 年一季度 GDP 增速大幅冲高,短期内物价呈抬头之势

<sup>1</sup> 中城城投于 2019 年 4 月 25 日变更工商投资人为公司,但因交接手续未完成,公司未对其实际出资即实际控制权未发生转移,公司对其不具有实际控制权,故 2019 年未将其纳入合并报表范围。该手续及实际控制权转移于 2020 年完成。

一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，两年复合增速为 5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前 6.0% 的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中 3 月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度 GDP 增速将回落至 8.0% 左右，两年复合增长率则升至 5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3 月 PPI 同比达到 4.4%，CPI 同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

### **二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调**

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2 和社融增速在 3 月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调 1 到 2 个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

## **行业及区域经济环境**

### **行业分析**

#### **随着宏观政策进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境将边际收紧**

受新冠疫情影响，2020 年宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大，城投债发行和净融资规模均创出历史新高。2021 年，随着国内经济运行进入“后疫情”时期，宏观政策将进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境亦边际收紧。从政府层面，2021 年 3 月财政部发布的预算报告以及 4 月国务院出台的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》都再次强调，要坚持防范化解地方政府隐性债务风险不动摇，坚决遏制隐性债务增量。从城投债的监管和发行层面，4 月 22 日上交所和深交所同步发布了公司债券审核重点关注事项的相关指引，并对公司债券募集资金用途的管控趋严。但东方金诚亦关注到，政策调整也强调“稳字当头、不急转弯”的总基调，以避免出现政策悬崖。

#### **城投公司信用风险进一步分化，非标违约或仍将常态化**

2021 年，在政策“不急转弯”的总基调下以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在城投再融资环境边际收紧而债务到期兑付压力不减的背景下，投资者对于违约风险上升的担忧将使得其风险偏好承压，这在抑制需求总量的同时，也将加剧城投债市场分化。预计城投行业非标违约仍将常态化，私募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

## 地区经济

### 1. 阜阳市

**跟踪期内，阜阳市地区经济保持增长，工业经济发展良好，经济实力仍很强**

2020年，阜阳市地区生产总值为2805.2亿元，同比增长3.8%，地区经济保持较快增长；三次产业结构由上年的13.0:38.2:48.0调整为14.0:37.0:49.0，第二、三产业是阜阳市经济发展的主要动力。

跟踪期内，在煤电、医药和再生资源综合利用等支柱产业的带动下，阜阳市工业经济发展良好。2020年，阜阳市规模以上工业增加值同比增长4.1%，其中，电气机械和器材制造业同比增长5.3%，化学原料和化学制品制造业同比增长6.2%，煤炭开采和洗选业同比增长4.6%，非金属矿物制品业同比增长12.1%，电力、热力生产和供应业同比增长1.8%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长12.3%。同期，高新技术产业增加值同比增长8.7%，战略性新兴产业产值同比增长12.6%。

2020年，阜阳市第三产业实现增加值1373.3亿元，同比增长4.1%。阜阳市服务业仍保持较快增长，同比增长4.1%；限额以上网上商品零售额18.2亿元，同比增长54.1%。同年，阜阳市房地产投资发展较快，全年实现投资851.2亿元，同比增长10.2%；商品房销售面积1112.2万平方米，同比下降2.8%。

### 2. 颍上县

**跟踪期内，颍上县膨化食品、服装、饮料酒、钢结构、商品混凝土等工业经济快速发展，经济实力仍较强**

2020年，颍上县地区生产总值为415.9亿元，同比增长4.0%；颍上县地区生产总值在阜阳市8个区、县（市）中居第2，经济实力仍较强。

跟踪期内，颍上县膨化食品、服装、饮料酒、钢结构、商品混凝土等工业经济快速发展。2020年，颍上县规模以上工业总产值同比增长5.5%；规模以上工业增加值同比增长4.7%，其中膨化食品、服装、饮料酒、钢结构、商品混凝土、电光源产值保持快速增长，产值较同期分别增长74.9%、24.4%、65.6%、24.1%、37.3%、20.3%。同期，高新技术产业增加值同比增长25.0%；战略性新兴产业产值同比增长27.8%，较上年同期加快15.5个百分点，排名全市第1。

2020年，颍上县第三产业实现增加值188.8亿元，同比增长3.5%，消费稳步回升，金融行业稳健运行。2020年，颍上县实现社会消费品零售总额193亿元，同比增长4.4%，增幅全市排名第1。截至2020年末，金融机构各项存款余额534.6亿元，同比增长5.1%，总量位居全市第3。

## 财政状况

### 阜阳市

**跟踪期内，阜阳市一般公共预算收入小幅下降，继续获得上级财政支持，财政实力仍较强**

2020年，阜阳市实现一般公共预算收入199.3亿元，同比下降0.7%；上级补助收入为423.3

亿元，上级政府支持力度仍很大。

2020年，阜阳市一般公共预算支出为671.0亿元，同比增长2.4%；地方财政自给率<sup>2</sup>为29.70%，较上年下降0.93个百分点，财政自给程度仍较低。

截至2020年末，阜阳市未公开披露地方政府债务余额数据。截至2018年末，阜阳市地方政府债务余额为722.7亿元，其中一般债务余额208.5亿元，专项债务余额514.2亿元。

## 颍上县

跟踪期内，颍上县一般公共预算收入快速增长，持续获得上级政府较大力度支持，财政实力仍较强

2020年，颍上县一般公共预算收入为27.91亿元，同比增长16.6%；上级补助收入较上年有所回落但规模仍较大，颍上县持续获得上级政府较大力度支持。同期，颍上县一般公共预算支出为86.87亿元，同比下降1.8%；地方财政自给率为32.13%，财政自给程度仍较低。

图表2 颍上县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	22.12	23.93	27.91
政府性基金收入	46.32	-	17.22
上级补助收入（近似） <sup>3</sup>	47.12	64.54	50.28
一般公共预算支出	77.63	88.47	86.87
政府性基金支出	67.50	-	30.31
地方财政自给率	28.49	27.05	32.13

资料来源：公司提供及公开资料，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，仍主要来自于基础设施及保障房建设业务，毛利润及毛利率均略有增长

跟踪期内，公司作为阜阳市颍上县重要的基础设施建设主体，继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设、景区运营等业务。

从营业收入及构成来看，受工程施工业务未形成收入影响，2020年，公司营业收入中98.25%来自于基础设施建设及保障房建设业务。同期，公司毛利润仍主要来自于基础设施及保障房建设业务；毛利率为11.15%，略有增长。

<sup>2</sup> 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

<sup>3</sup> 2018年~2019年上级补助收入（近似）=一般公共预算收入-一般公共预算支出。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	10.79	100.00	16.19	100.00	17.34	100.00
基础设施及保障房建设	8.39	77.80	12.94	79.87	17.04	98.25
工程施工	2.06	19.12	2.90	17.89	-	-
景区门票	0.33	3.06	0.35	2.15	0.30	1.70
其他	0.00	0.01	0.01	0.08	0.01	0.05
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	2.04	18.95	1.80	11.11	1.93	11.15
基础设施及保障房建设	1.92	22.93	1.35	10.47	1.81	10.63
工程施工	0.09	4.41	0.32	11.05	-	-
景区门票	0.03	8.53	0.11	32.36	0.11	38.95
其他	0.00	7.28	0.01	91.63	0.01	91.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设，业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设，业务仍具有较强的区域专营性。公司基础设施建设业务继续由本部、子公司慎城投资和慎安文旅负责。跟踪期内，公司基础设施及保障房建设业务模式未发生变化，仍主要为委托代建及自建自营。

2020年，公司确认基础设施及保障房建设收入17.04亿元，同比增幅较大主要系项目结算规模增加所致，主要来自于农业发展银行贫困落后村项目、颍上县城北路网工程项目、颍上县五里湖生态湿地旅游景区建设项目、四里湾棚改、玫瑰园安置区等；毛利率为10.63%，水平较稳定。公司暂未提供重点在建及拟建的基础设施及保障房项目。截至2020年末，公司存货中项目建设成本余额为85.17亿元；在建工程成本余额为7.82亿元，其中颍上县城市停车场建设项目（本期债券募投项目）已投资4.98亿元，尚需投资3.72亿元。

### 工程施工

跟踪期内，公司工程施工业务未形成收入，预计未来业务持续性存在一定的不确定性

跟踪期内，公司工程施工业务继续由二级子公司颍上路桥和三级子公司颍上县水利建筑安装工程公司（以下简称“水利建筑”）负责。颍上路桥仍主要承担阜阳市内的道路建设及维修业务；水利建筑仍主要承担安徽省内的水利工程建设业务。其中，颍上路桥拥有公路工程施工总承包叁级、公路路面工程专业承包叁级和公路路基工程专业承包叁级等资质。跟踪期内，公司工程施工业务模式未发生变化。2020年，公司工程施工业务因未承接业务未形成收入，预计未来业务持续性存在一定的不确定性。

### 景区运营

跟踪期内，公司景区运营业务平稳发展，预计未来将继续为公司收益带来一定补充

公司景区运营业务仍由子公司慎安文旅负责。跟踪期内，公司景区运营业务平稳发展。慎安文旅成立于2015年3月，于2016年由颍上县国资委划拨至公司，主要负责5A级八里河风景区的经营管理。慎安文旅的子公司安徽八里河旅游开发有限公司（以下简称“八里河旅游开发”）为八里河风景区唯一的旅游资源综合开发、经营及收费主体，拥有八里河风景区经营权（期限为50年）及门票收益权。

慎安文旅的收入主要来源于景区门票收入，景区通票票价为90.00元/人（根据颍上县人民政府通知，自2018年9月28日起票价由100元/人降为90元/人）。八里河风景区位于颍上县八里河镇，距阜阳市60.0公里，距合肥市170.0公里。八里河风景区为皖北首个国家AAAAA级旅游景区，占地面积15.8平方公里。景区内湿地面积广大，融中西建筑为一体，分为鸟语林、东区和西区三大片区。

2020年，公司实现景区门票收入0.30亿元，较上年基本稳定；毛利率为38.95%，同比有所提升。公司景区运营业务平稳发展，预计未来将继续为公司收益带来一定补充。

截至2020年末，慎安文旅主要在建项目为颍上县综合旅游开发建设项目（“19慎祥01”的募投项目）。该项目计划总投资7.94亿元，已累计完成投资6.32亿元。

## 外部支持

考虑到公司在颍上县基础设施建设领域中的重要地位，公司未来将继续获得股东及相关方的支持。

## 企业管理

截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元，较2019年末未发生变化；颍上县国资委仍为公司唯一出资人和实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构与组织架构均未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2020年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020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。跟踪期内，公司未变更会计师事务所。本报告披露的2019年财务数据系会计差错更正后数据（见下图表）。

图表4 会计差错更正事项对2019年度合并财务状况和经营成果的影响（单位：万元）

项目	调整后期初金额	调整后期初金额	累积影响金额
长期股权投资	389563.18	382684.86	6878.32
未分配利润	74526.48	67648.16	6878.32
投资收益	8975.22	4588.49	4386.73

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至2020年末，公司纳入合并范围的二级子公司共5家（详见图表1），较2019年末新增1家。

## 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱

公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主。其中流动资产以存货、货币资金和其他应收款<sup>4</sup>为主。

2020年末，公司存货仍主要由基础设施及保障房项目建设成本及土地使用权构成，其中基础设施及保障房项目建设成本为85.17亿元；土地使用权为20.11亿元，当期颍上县政府收回本部及子公司慎安文旅账面价值合计为0.20亿元的2宗土地使用权，同时子公司慎和园林通过招拍挂购入账面价值为1.90亿元的1宗土地使用权；货币资金较2019年末降幅明显主要系融资进度放缓及偿还债务所致；其他应收款主要系与其他单位的往来款，前五名应收合计款项为8.37亿元，占比86.18%，其中与颍上县财政局的往来款占比62.99%。

图表5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018年末	2019年末	2020年末
资产总额	167.11	187.49	203.27
流动资产总计	127.21	146.55	152.20
存货	86.10	97.44	105.29
货币资金	28.57	37.24	29.15
其他应收款	10.59	11.70	9.41
非流动资产总计	39.89	40.94	51.07
长期股权投资	37.81	38.96	41.23

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2020年末，公司长期股权投资为持有的颍上县慎泰城市建设投资有限公司（以下简称“慎泰城投”）的股权，较2019年末有所增长系追加投资所致。

截至2020年末，公司受限资产为6.52亿元，合计占公司资产总额的比重为3.21%，包括存货中用于抵押借款的土地使用权6.49亿元、货币资金中用于质押的保证金及定期存款0.03亿元。

## 资本结构

### 跟踪期内，公司所有者权益小幅增长

2020年末，公司所有者权益小幅增长。其中实收资本无变化；资本公积小幅下降主要系颍上县政府收回公司2宗土地所致；未分配利润主要为公司经营活动产生的净利润累积。

<sup>4</sup> 不含应收利息及应收股利。

图表 6 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
<b>所有者权益</b>	<b>98.43</b>	<b>90.25</b>	<b>90.97</b>
实收资本	2.00	2.00	2.00
资本公积	87.73	79.86	79.66
未分配利润	6.21	7.45	8.34

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额保持增长，全部债务增长较快，以长期有息债务为主，预计随着在建项目的推进公司全部债务规模或将继续扩大

随着项目建设推进，2020 年末，公司负债总额保持增长，其中非流动负债占比为 79.2%，负债结构仍以非流动负债为主。

公司流动负债主要由其他应付款<sup>5</sup>、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。2020 年末，公司其他应付款较 2019 年末降幅较大主要系往来款下降所致，其中账龄超过 1 年的应付对象为安徽国元信托有限责任公司（以下简称“国元信托”，2.00 亿元）<sup>6</sup>；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 5.89 亿元和一年内到期的长期应付款 2.66 亿元；短期借款包括保证借款 2.58 亿元、抵押借款 2.10 亿元和质押借款 0.95 亿元。

图表 7 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
<b>负债总额</b>	<b>68.68</b>	<b>97.24</b>	<b>112.30</b>
<b>流动负债总计</b>	<b>11.61</b>	<b>19.67</b>	<b>23.42</b>
其他应付款	2.70	12.87	5.77
一年内到期的非流动负债	5.16	2.49	8.55
短期借款	1.76	2.05	5.63
<b>非流动负债总计</b>	<b>57.07</b>	<b>77.57</b>	<b>88.89</b>
长期借款	50.99	56.93	57.94
应付债券	0.98	17.05	24.89
长期应付款	5.11	3.59	6.06

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2020 年末，公司长期借款包括质押借款 12.82 亿元、抵押借款 11.37 亿元、保证借款 32.36 亿元、信用借款 1.39 亿元；应付债券较 2019 年末增加增幅很大主要系公司新增 2020 年发行的 5 年期 7.50 亿元“20 颖上 01”。同期末，公司长期应付款主要为融资租赁款。

跟踪期内，公司全部债务增长较快，以长期有息债务为主。2020 年末，公司全部债务为 105.06 亿元，其中短期有息债务占比 15.40%，占比较上年末大幅提高，由一年内到期的长期借款、一年内到期的融资租赁款、短期借款及公司与国元信托的借款构成。公司偿债资金将通过经营收入、自有资金、外部融资等来筹集。同期末，公司资产负债率及全部债务资本化比率

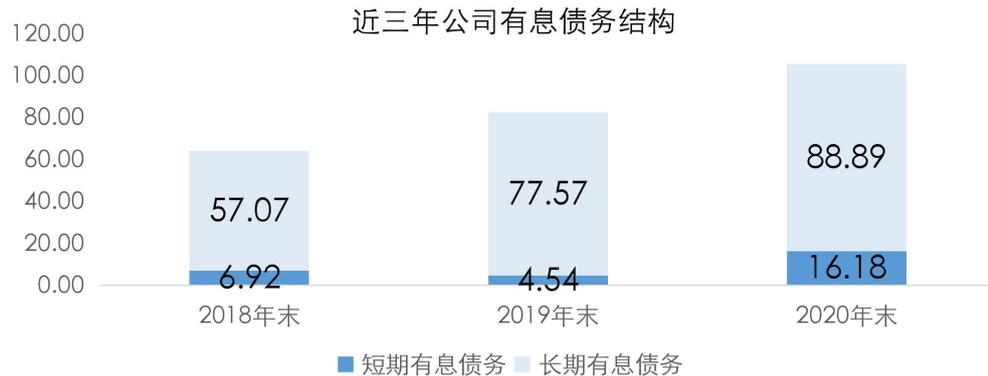
<sup>5</sup> 不含应付利息及应付股利。

<sup>6</sup> 根据颖上县国资委文件（颖国资字【2019】3号）批示，公司与国元信托合作进行信托股权融资，由国元信托以信托资金入股子公司慎和园林，持股比例为 28.10%，投资期限为两年，到期后由公司按照股权转让合同约定受让国元信托持有的慎和园林股权。预计支付完成时间为 2021 年 8 月。

均较上年末有所增加。

图表 8 公司全部债务及债务率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
全部债务	63.99	82.11	105.06
长期有息债务	57.07	77.57	88.89
短期有息债务	6.92	4.54	16.18
资产负债率	41.10	51.86	55.25
全部债务资本化比率	39.40	47.64	53.59



资料来源: 公司审计报告及公司提供, 东方金诚整理

截至 2020 年末, 公司对外担保金额为 6.62 亿元, 占所有者权益的比重为 7.28%, 担保对象主要为慎泰城投 (6.32 亿元) 等国有企业, 代偿风险较低。

### 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入小幅增长, 但盈利指标仍处于较低水平, 盈利能力依然较弱

跟踪期内, 公司营业收入小幅增长; 期间费用小幅下降, 主要为财务费用; 利润总额同比亦小幅下降。2020 年, 公司总资本收益率和净资产收益率仍处于较低水平, 公司盈利能力依然较弱。

图表 9 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	10.79	16.19	17.34
营业利润率	18.63	10.75	10.85
期间费用	0.97	1.21	1.02
利润总额	2.52	1.22	1.18
其中: 财政补贴	1.04	0.03	0.00
总资本收益率	1.59	0.93	0.87
净资产收益率	2.30	1.12	1.01

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

### 现金流

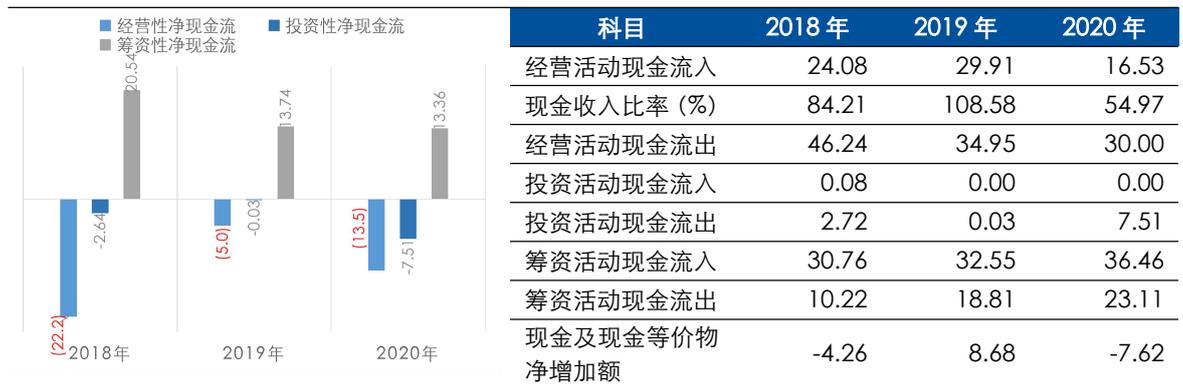
公司经营活动现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动较为依赖

2020年，公司经营活动现金流入因结算款规模较低而同比有所下降，仍主要为基础设施及保障房项目结算款及往来款等；现金收入比率降幅明显，主营业务回款水平有所下降；经营活动现金流出仍主要由公司支付项目工程款、往来款等形成；经营活动现金流持续净流出且流出规模有所扩大。

2020年，公司投资活动现金流出大幅增加，主要系公司自建项目投资增加所致。跟踪期内，公司投资活动现金规模依然很小。

2020年，公司筹资活动现金流入主要系向银行和其他金融机构取得的借款；筹资活动现金流出主要系偿还到期债务及利息所致；公司筹资性净现金流较为稳定。

图表 10 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司作为颍上县重要的基础设施建设主体，业务仍具有较强的区域专营性，得到股东及相关方的持续支持，偿债能力依然很强

从短期偿债能力指标来看，2020年末，公司流动比率与速动比率均有所下降，流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2020年末，公司长期债务资本化比率同比继续上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。公司经营活动现金流持续净流出，资金来源对筹资活动较为依赖。

图表 11 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018年(末)	2019年(末)	2020年(末)
流动比率	1095.96	745.07	650.00
速动比率	354.19	249.67	200.37
现金比率	246.11	189.35	124.49
长期债务资本化比率	36.70	46.22	49.42
EBITDA 利息倍数	1.96	0.54	0.32
全部债务/EBITDA	20.49	41.71	49.13

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

综合分析，公司作为颍上县重要的基础设施建设主体，业务仍具有较强的区域专营性，预计将继续得到股东及相关方的持续支持，东方金诚认为，公司偿债能力依然很强。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（自主查询版），截至2021年4月23日，公司本部未结清贷款中无不良/违约类及关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司发行的各类债券/债务融资工具到期本金均尚未到兑付日，到期利息已按期支付。

## 抗风险能力

基于对阜阳市及颍上县地区经济及财政实力、股东及相关方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力依然很强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为AA的同行业企业（详见下图表），对地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比，表中数据均为2020年，其中“人均GDP（元）”为预估数。

地区经济财力方面，颍上县地区生产总值及人均GDP（元）、一般公共预算收入在对比组中处于中游水平。财务实力方面，公司资产规模在对比组中处于中游水平，净资产规模不大；营业收入则最高，但利润总额偏低；资产负债率及全部债务资本化比率均处于较高水平。

图表 12 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	慎祥发展	太和县国有资产 投资控股集团有 限公司	当涂县城乡建 设投资有限责 任公司	凤台县华兴城 市建设投资有 限公司	安徽乐行城市 建设集团有限 公司
地区	颍上县	太和县	当涂县	凤台县	涡阳县
GDP	415.9	476.0	463.5	315.0	380.7
GDP 增速	4.0	4.1	4.7	4.0	4.7
人均 GDP（元）	33068	32558	84414	52052	20418
一般公共预算收入	27.91	21.43	30.40	32.20	27.80
一般公共预算支出	86.87	74.93	52.30	-	-
资产总额	203.27	325.67	117.01	168.99	312.67
所有者权益	90.97	143.25	60.57	79.60	126.35
营业收入	17.34	13.09	9.34	9.12	11.87
利润总额	1.18	3.15	1.65	1.95	1.14
资产负债率	55.25	56.01	48.24	52.90	59.59
全部债务资本化比率	53.59	50.03	34.29	45.09	45.33

注：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  
资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

## 增信措施

兴农担保集团综合财务实力极强，对“19 颍上专项债/19 颍上债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍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。2020年，

兴农担保集团三家股东同比例增资 5.80 亿元，截至 2020 年末，兴农担保集团实收资本增至 58.00 亿元。

兴农担保集团业务主要包含担保业务和资金业务两大板块。2020 年，由于战略转型调整，兴农担保集团直接融资担保业务规模有所压缩，叠加区县担保公司撤出合并范围，兴农担保集团融资性担保余额有所下降。但由于间接融资担保和非融资性担保新增较多，兴农担保集团平均担保费率上升，带动 2020 年担保费收入上升。同时，兴农担保集团通过理财产品投资、权益投资和发放委托贷款等方式获取利息收入和投资收益，对收入形成一定补充。

兴农担保集团按照风险集中管控、分级负责的思路，逐步建立融资担保、价格评估、资产管理、互联网金融等业务板块风险隔离机制，不断完善风险控制制度顶层设计。兴农担保集团针对不同业务类型分别制定管理办法和工作流程，并根据实际情况不定期更新相应风险管理办法，以提高风险管理有效性。东方金诚关注到，随着兴农担保集团逐步退出区县担保公司托管和股权，风控团队聚焦本部业务，并加强间接融资担保项目准入标准，其风险管理效力有所增强。

截至 2020 年末，兴农担保集团总资产规模为 207.43 亿元，较年初下降 1.89%。从资产结构来看，兴农担保集团资产主要由货币资金、结构性存款和兴农资产管理公司向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。从资产质量来看，由于交通担保纳入合并范围导致兴农担保集团应收代偿款规模大幅上升，同时兴农担保集团部分债权资产回收期限预计较长，对资产整体流动性存在不利影响。兴农担保集团负债主要是由保险合同准备金、存入保证金和其他负债构成。截至 2020 年末，兴农担保集团总负债为 105.38 亿元，其中保险合同准备金占比 22.41%。兴农担保集团当前面临的债务压力主要来自履行担保义务而发生的或有代偿支出。2020 年以来，兴农担保集团本部担保业务代偿风险控制较好，但子公司交通担保存量担保业务或将存在一定代偿压力。得益于持续的内源积累和股东增资，截至 2020 年末，兴农担保集团实收资本 58.00 亿元，净资产规模 102.05 亿元，其中资本公积和少数股东权益占比分别为 26.07%和 12.05%，资本规模排名同业前列。但由于近年来债券担保业务规模增长较快，兴农担保集团的担保放大倍数已接近监管上限，未来业务拓展空间有限。

同时，兴农担保集团是经重庆市人民政府批准，由重庆市国资委牵头，三家国有独资企业共同出资设立的国有融资担保机构，承担着支持本地农业和产业发展的政策性职责。近年来股东通过资本注入不断提升兴农担保集团资金实力，以支持兴农担保集团业务拓展。截至 2020 年末，兴农担保集团实收资本上升至 58.00 亿元。同时，兴农担保集团在高山生态扶贫搬迁、高标准农田改造、乡村公路建设等政策性业务拓展方面获得了股东和政府的大力支持，其资产管理子公司被选为市级资产管理平台，负责重庆市高山生态扶贫搬迁项目资金的“统承统贷统还”工作。东方金诚认为，基于股权关系和兴农担保集团在促进重庆市“三农”发展中的重要地位，渝富集团具有很强的意愿和能力在流动性支持、资本补充和业务拓展方面为兴农担保集团提供有力支持。

综上所述，兴农担保集团综合财务实力极强，东方金诚维持兴农担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。兴农担保集团对“19 颖上专项债/19 颖上债”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。

## 结论

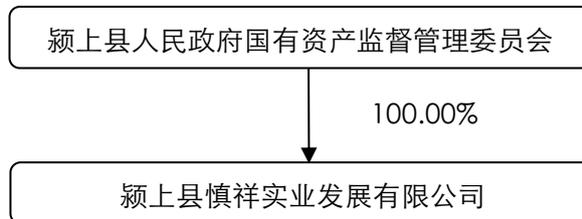
东方金诚认为，跟踪期内，阜阳市经济实力依然很强；颍上县工业经济快速发展，经济实力仍较强；公司继续从事颍上县范围内的基础设施及保障房建设、景区运营等，业务仍具有较强的区域专营性；兴农担保集团综合财务实力极强，对“19 颍上专项债/19 颍上债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱；公司全部债务增长较快，以长期有息债务为主，预计随着在建项目的推进公司全部债务规模或将继续扩大；公司经营活动现金流持续净流出，资金来源对筹资活动较为依赖。

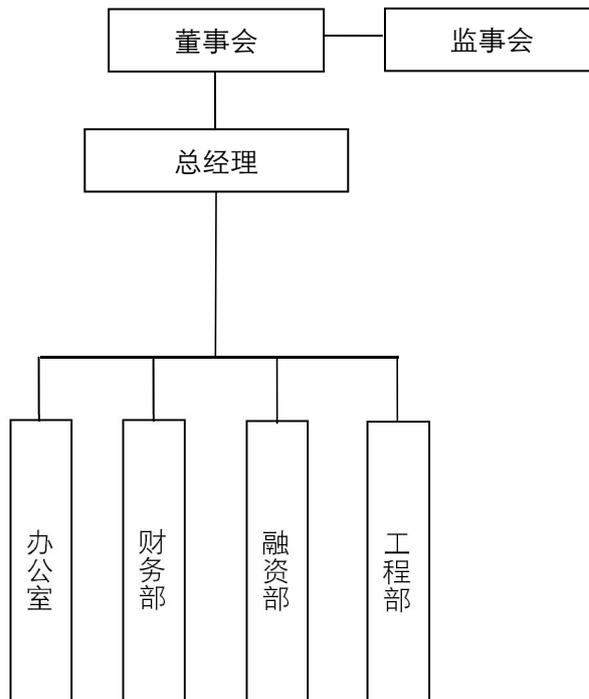
综合分析，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“19 颍上专项债/19 颍上债”到期不能偿还的风险依然极低。

### 附件一：截至 2020 年末公司股权结构和组织架构图

#### 股权结构图



#### 组织架构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年
<b>主要财务数据（单位：亿元）</b>			
资产总额	167.11	187.49	203.27
其中：存货	86.10	97.44	105.29
长期股权投资	37.81	38.96	41.23
货币资金	28.57	37.24	29.15
其他应收款	10.59	11.70	9.41
固定资产	1.56	1.46	1.70
负债总额	68.68	97.24	112.30
其中：长期借款	50.99	56.93	57.94
应付债券	0.98	17.05	24.89
其他应付款	2.70	12.87	5.77
全部债务	63.99	82.11	105.06
其中：短期有息债务	6.92	4.54	16.18
所有者权益	98.43	90.25	90.97
营业收入	10.79	16.19	17.34
利润总额	2.52	1.22	1.18
经营活动产生的现金流量净额	-22.16	-5.04	-13.46
投资活动产生的现金流量净额	-2.64	-0.03	-7.51
筹资活动产生的现金流量净额	20.54	13.74	13.36
<b>主要财务指标</b>			
营业利润率（%）	18.63	10.75	10.85
总资本收益率（%）	1.59	0.93	0.87
净资产收益率（%）	2.30	1.12	1.01
现金收入比率（%）	84.21	108.58	54.97
资产负债率（%）	41.10	51.86	55.25
长期债务资本化比率（%）	36.70	46.22	49.42
全部债务资本化比率（%）	39.40	47.64	53.59
流动比率（%）	1095.96	745.07	650.00
速动比率（%）	354.19	249.67	200.37
现金比率（%）	246.11	189.35	124.49
经营现金流动负债比率（%）	-190.91	-25.60	-57.50
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	0.54	0.32
全部债务/EBITDA（倍）	20.49	41.71	49.13

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；其他应付款不含应付利息及应付股利。

### 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 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

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。

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。