



枞阳县投资发展有限公司2021年公开发 行县城新型城镇化建设专项企业债券信用 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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



枞阳县投资发展有限公司

2021年公开发行县城新型城镇化建设专项企业债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2021-09-23

债券概况

发行规模：不超过 6 亿元

发行期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，在存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

发行目的：5 亿元拟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基础设施项目，1 亿元拟用于补充公司营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：安徽省信用融资担保集团有限公司

联系方式

项目负责人：罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员：万蕾
wanl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定枞阳县投资发展有限公司（以下简称“枞阳投发”或“公司”）本次拟发行不超过 6 亿元专项企业债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司系枞阳县主要的城镇基础设施和公益事业建设主体之一，近年受托建设业务规模尚可，获得的外部支持力度较大，以及安徽省信用融资担保集团有限公司（以下简称“安徽担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较差，面临较大的资金压力、短期偿债压力加大以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司仍将保持县内主要城镇基础设施建设及自来水供应主体地位，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	144.85	138.93	140.44	128.67
所有者权益	75.69	72.30	71.72	64.54
总债务	67.48	64.29	67.52	63.52
资产负债率	47.74%	47.96%	48.93%	49.84%
现金短期债务比	0.71	0.65	1.30	1.65
营业收入	2.13	11.93	15.09	10.38
其他收益	1.94	2.48	0.01	0.01
利润总额	0.39	1.93	2.08	2.67
销售毛利率	10.48%	13.80%	13.11%	13.68%
EBITDA	-	5.05	5.39	4.11
EBITDA 利息保障倍数	-	1.73	1.50	2.58
经营活动现金流净额	-1.66	-10.57	-11.95	-23.77
收现比	20.99%	28.51%	18.23%	30.44%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

优势

- **公司系枞阳县主要的城镇基础设施和公益事业建设主体之一，近年受托建设项目收入规模尚可。**公司获得较多当地政府委托工程项目，近年受托建设项目收入规模尚可，截至 2020 年末，公司主要在建受托建设项目具有一定规模，预计未来收入有一定保障；且供水等业务可丰富公司收入来源。
- **公司获得较大力度外部支持。**近年枞阳县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“枞阳县国资委”）将货币等资产注入公司，增强了公司资本实力。此外，报告期公司各年均获得政府补助，提升了各年利润水平。
- **安徽担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**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本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较差。**公司资产以应收款项、存货及投资性房地产为主，应收款项对营运资金形成占用，2020 年末存货及投资性房地产中未办妥产权证的资产占总资产比重较大，且受限资产规模较大。
- **公司项目建设面临较大资金压力。**截至 2020 年末，公司主要受托建设及自建项目尚需投资规模较大，近年公司收现比低，经营性现金流表现差，经营活动现金流难以覆盖项目建设支出。
- **公司短期偿债压力加大。**2021 年 6 月末公司总债务规模较大，2018-2020 年现金短期债务比下降。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年 6 月末，公司对外担保未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司原名为枞阳县国有资产经营管理有限公司，由枞阳县人民政府于2010年1月出资设立，设立时注册资本100.00万元。自成立以来，公司历经两次股权变更及数次增资。其中，2014年3月，根据枞政秘[2014]20号《关于枞阳县国有资产经营管理有限公司股权变更的决定》，公司100%股权由枞阳县人民政府转让至枞阳县建设投资有限公司（以下简称“枞阳建投”）；2016年4月，根据枞国资委[2016]2号《关于枞阳县国有资产经营管理有限公司相关事项变更的决定》，公司出资人由枞阳建投变更为枞阳县国资委，同时公司名称变更为现名。2021年5月，枞阳县国资委以货币增资2.00亿元。截至2021年6月末，公司注册资本为10.00亿元¹，实收资本为9.70亿元，枞阳县国资委持有公司100%股权，系公司实际控制人。

公司作为枞阳县主要的城镇基础设施和公益事业建设主体之一，主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。截至2021年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共18家（详见附录四）。

二、本期债券概况

债券名称：枞阳县投资发展有限公司2021年公开发行县城新型城镇化建设专项企业债券；

发行规模：不超过6亿元；

债券期限和利率：7年期，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第3-7个计息年度末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3-7个计息年度末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付；

增信方式：安徽担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6.00亿元，其中5.00亿元拟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”），1.00亿元用于补充公司营运资金，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
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	71,735.02	50,000.00	69.70%

¹其中货币出资2.15亿元、土地使用权出资1.85亿元、实物出资6.00亿元。

补充营运资金	-	10,000.00	-
合计	71,735.02	60,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目概况

募投项目实施主体为枞阳投发，主要建设内容包括铝基新材料智能化厂房、技术研发中心、综合楼、智慧仓储中心、再生资源综合利用中心、污水处置中心及配套附属用房等建筑、安装工程及配套道路、给排水、电气、绿化等工程。项目总用地面积约300亩，总建筑面积116,592m²，其中智能化厂房56,000m²，技术研发中心4,800m²，综合楼4,000m²，智慧仓储中心20,000m²，再生资源综合利用中心26,000m²，污水处置中心5,000m²，配套附属用房792m²；园区配套道路长度约2.5公里；以及给排水、电气、绿化等附属工程建设。

募投项目总投资估算为7.17亿元，其中：工程费用6.00亿元、工程建设其他费0.39亿元、预备费0.51亿元、建设期利息0.27亿元。项目建设期计划为2年。截至2021年6月末，募投项目尚未开工建设。

2、批复文件

截至2021年6月末，募投项目已获得批复文件如下所示：

表2 募投项目获得批复情况

序号	审批文件	文号	审批单位	发文时间
1	《关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项目建议书的批复》	枞发改投资[2021]138号	枞阳县发展和改革委员会	2021年3月17日
2	《关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项目用地预审与规划选址意见》	枞自然资规函[2021]35号	枞阳县自然资源和规划局	2021年3月29日
3	《关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项目可行性研究报告的批复》	枞发改投资[2021]144号	枞阳县发展和改革委员会	2021年4月7日
4	枞阳县社会稳定风险评估备案登记表	-	中共枞阳县委政法委员会	2021年5月7日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益分析

募投项目收入来源于智能化厂房、综合楼、技术研发中心、智慧仓储中心出租收入，再生资源综合利用中心、污水处置中心租金收入等。根据募投项目可行性研究报告，在项目运营期30年内，项目预计可实现运营总收入23.05亿元，运营期内项目净利润11.81亿元。在本期债券存续期内，项目经营收入扣除经营成本、增值税及附加的项目净收益为16.67亿元，净利润为1.00亿元。考虑到募投项目总投资规模较大，运营期限较长，未来项目能否如期完工并获得上述收益尚待观察。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政

策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

枞阳县农业、渔业资源丰富，近年逐步推动产业升级，但受行政区划调整及固定资产投资放缓等影响，2019年经济回落，全县人均生产总值偏低

枞阳县隶属于安徽省铜陵市²，地处安徽省中南部，长江北岸；东与铜陵市郊区接壤，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。京台（G3）、德上（G3w）高速公路贯穿县域。全县总面积1,473.39平方公里，辖16个乡（镇）、214个行政村（社区）。截至2020年11月1日零时³，全县常住人口为46.91万人。

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。受行政区划调整及固定资产投资放缓等影响，2019年枞阳县地区生产总值较2018年减少，2020年地区生产总值为168.2亿元，同比增速略高于全国水平；2021年1-6月地区生产总值为80.7亿元，较上年同期增长8.3%。三次产业结构由2018年的13.1：48.7：38.2调整为2020年的17.9：24.6：57.5，经济主导产业由第二产业转换为第三产业，主要系第二产业增加值较2018年减少所致。根据常住人口计算，2020年枞阳县人均GDP为35,860元，为全国人均GDP的49.50%，在全市各区县中排名靠后。

近年来，枞阳县从过去的纺织服装、新型建材、农副产品深加工、采掘业、机械制造及汽车零部件、造船业六大传统主导产业逐步向新兴产业发力，着力打造以铝基新材料、绿色家具制造为双首位的“2+4+X”产业体系，其中，2019年12月铝基新材料产业入选安徽省县域特色产业集群。此外，枞阳县农业生产以粮食、水产、畜禽和经济作物为主，是粮食生产和水产大县、安徽省水产开发示范县。2020年，全县获批全省首批长三角绿色农产品生产加工供应基地2个。

2020年枞阳县工业增加值同比有所增长。从拉动地区经济增长的要素来看，相较于2018年，2020年枞阳县固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速下降，但维持了正增长。具体来看，2020年全县工业技术改造投资增长16.9%；工业投资增长0.9%，其中制造业投资增长26.3%；全年房地产开发投资28.8亿元，比上年增长8.9%。全县重点项目支撑有所强化，省、市重点项目完成投资126.6亿元，华驰动能储能飞轮、盛控新能源汽车控制器等项目竣工投产；合枞高速、G237会宫段、天然气桐枞支线会宫输气站等工程开工建设，110千伏展望变扩建等工程建成投运。金融方面，近年全县金融机构人民币各项存、贷款余额持续增长。

表3 枞阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	168.2	3.2%	158.6	-17.3%	259.5	6.2%
第一产业增加值	30.1	1.2%	28.4	3.0%	34.0	3.0%
第二产业增加值	41.3	7.7%	38.7	-46.2%	126.5	7.4%
第三产业增加值	96.8	1.7%	91.5	3.2%	99.0	5.7%

² 铜陵市原隶属于安庆市，2016年划入铜陵市管辖。

³ 根据《铜陵市第七次全国人口普查公报》。

工业增加值	24.2	2.4%	-	-	110.3	8.1%
固定资产投资（不含农户）	-	2.5%	-	-18.2%	-	12.7%
社会消费品零售总额	79.5	2.9%	77.26	-	86.4	7.5%
进出口总额（万美元）	-	-	3,000	-	2,999	-7.8%
存款余额	457.2	10.2%	-	-	399.84	6.4%
贷款余额	193.4	17.1%	-	-	144.76	21.7%
人均 GDP（元）		35,860		22,058		26,721
人均 GDP/全国人均 GDP		49.50%		31.12%		41.34%

注1. “-”表示数据未公告；

注2. 2020年固定资产投资增长率为固定资产投资（不含农户）增长率；

注3. 2019年人均GDP根据当年末常住人口数计算，2020年人均GDP根据铜陵市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2018年及2020年枞阳县国民经济和社会发展统计公报、2019年数据来自2020铜陵统计年鉴及枞阳县2020年政府工作报告，中证鹏元整理

2020年全县实现一般公共预算收入10.15亿元，同比增长5.9%；实现政府性基金收入8.18亿元，同比下降4.5%。2021年1-6月，全县实现一般公共预算收入6.6亿元，较上年同期增长25.1%。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，结合实际情况，制定了公司章程，明确了法人治理结构，以及出资人、董事会、监事会及管理层的权利与义务。

公司不设股东会，由公司股东履行相应职权。公司设立董事会，董事会成员5人，其中职工代表董事3人，由公司职工代表大会选举产生，剩余董事由枞阳县人民政府任命。公司董事长为1人，董事长为公司的法定代表人。董事每届任期三年，任期届满，可连任。公司设立监事会，由5名成员组成，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由全体监事通过半票选举产生。监事的任期每届为三年，任期届满经枞阳县人民政府同意、职工监事经民主选举，可连任。公司董事会成员、总经理、常务副总经理和财务负责人不得兼任监事。公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理1名，常务副总经理1名，由枞阳县人民政府聘任，总经理可由董事长兼任。副总经理由总经理提名，由公司董事会聘任或解聘。总经理负责主持公司的生产经营管理工作。

组织架构方面，公司设置办公室、财务管理部、投融资发展部、资产运营部、风控法务部、纪检审计室及党群人事部共7个部门（详见附录三）。各部门分别负责处理公司在生产经营活动中各项具体事务，保障了公司的有序运营。

内部管理方面，公司从战略管理、母子公司管控、内部审计管理、人力资源管理、财务管理、投融资管理、资产管理以及风控法务管理等方面制定了相关制度，设立较完善的内部控制体系。母子公司管控方面，公司制定了《母子公司管控界面》，划分了母子公司权责关系。投融资管理方面，公司制定了《投资管理制度》及《融资管理制度》，从管理职责、投资流程、投后管理、项目退出、风险管理、融

资计划、融资流程等方面进行了规定。

六、经营与竞争

公司是枞阳县主要的城镇基础设施和公益事业建设主体之一。近年公司营业收入主要来自受托建设项目，供水业务、保安服务、检测业务、机动车培训等业务对公司收入贡献较小。受项目结算进度及原子公司枞阳建投出表影响，2020年公司受托建设项目收入下降；加之受托建设项目一般于年末集中结算，2021年上半年公司该业务收入规模不大；受此影响，近年公司营业收入波动。毛利率方面，受托建设项目毛利率稳定，受供水业务毛利率提升及其他业务毛利率波动叠加影响，近年公司销售毛利率有所波动。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
受托建设项目	1.72	13.04%	10.79	13.04%	14.38	13.04%	9.61	13.04%
供水业务	0.26	56.75%	0.37	43.12%	0.36	36.40%	0.25	16.72%
保安服务	0.03	35.90%	0.04	21.57%	0.04	29.56%	0.04	28.37%
检测业务	0.01	31.89%	0.04	42.75%	0.04	60.69%	0.03	46.69%
机动车培训	0.02	15.55%	0.03	26.40%	0.02	26.68%	0.01	-58.62%
其他业务	0.09	-182.55%	0.65	6.49%	0.25	-26.82%	0.44	23.71%
合计	2.13	10.48%	11.93	13.80%	15.09	13.11%	10.38	13.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系枞阳县主要的基础设施建设投融资主体之一，近年公司受托建设项目收入存在波动但规模尚可，因近年受托建设项目大多在建设当期确认收入并结转成本，账面待结算工程规模不大；2020年末公司主要在建受托建设项目具有一定规模，预计未来收入有一定保障，但项目建设面临较大资金压力

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，近年主要由公司本部、原子公司枞阳建投⁴、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%作为回购价，公司按回购价确认收入。根据协议，回购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。近年公司项目大多在建设当期依据

⁴ 枞阳建投于2020年不再纳入合并范围。

代建项目结算单确认收入并结转成本。

近年公司本部主要建设了枞阳县棚户区改造项目，枞阳建投主要建设了G347枞阳至普济圩公路工程项目、枞阳县上码头改造等项目，枞阳国资主要建设了农村公路扩面延伸工程，枞阳交投主要建设了枞阳县桥港工业园基础设施建设，枞阳水务主要建设了枞阳县城水生态环境综合治理工程。近年公司受托建设项目收入主要来自枞阳县城水生态环境综合治理工程、农村公路扩面延伸工程及部分枞阳建投负责的项目，各项目投资回报率均为15%。随着原子公司枞阳建投股权划出，2020年公司受托建设项目收入减少。

表5 公司受托建设项目收入情况（单位：万元）

年份	经营主体	项目名称	确认成本	确认收入	
2020年	枞阳国资	农村公路扩面延伸工程	84,150.23	96,772.77	
	枞阳投发	凤仪油坊渡口工程	250.00	287.50	
		卫健委医疗机构能力提升项目	5,963.63	6,858.17	
		2020年抗洪救灾应急抢修工程	3,430.05	3,944.56	
		合计	93,793.91	107,863.00	
2019年	枞阳投发	枞阳县棚户区改造项目	10,084.62	11,597.31	
		义津方圆建设工程项目	59.33	68.23	
		县检察院新侦大楼及廉政教育基地建设项目	523.93	602.52	
		油菜花节岱冲湖片区旅游道路提升工程	251.75	289.51	
	枞阳建投	妇幼保健院综合楼项目	213.92	246.00	
		行政服务中心办公用房项目	1,051.46	1,209.18	
		枞阳县横埠商贸流通项目	1,723.69	1,982.25	
		枞阳县上码头改造项目	4,029.38	4,633.79	
		县中医院整体搬迁工程项目	210.39	241.95	
		枞阳县枞阳中学教学楼建设项目	1,051.96	1,209.75	
		县委党校新校区工程项目	210.39	241.95	
		义津棚户区改造项目	50.56	58.14	
		海螺独立工矿区搬迁项目	1,305.33	1,501.13	
		县文广中心装饰工程	427.83	492.01	
		枞阳县科技馆项目	160.44	184.50	
		G347枞阳至普济圩公路工程项目	45,577.54	52,414.18	
		枞阳交投	枞阳县桥港工业园基础设施建设	5,132.71	5,902.61
			110指挥中心数字化防控体系	1,459.25	1,678.13
		枞阳国资	枞阳县忠毅大道新建工程项目	418.62	481.41
		枞阳水务	枞阳县城水生态环境综合治理工程（又名枞阳县城区防洪安保工程）	51,086.07	58,748.98
	合计	125,029.16	143,783.54		
2018年	枞阳投发	凤仪油坊渡口工程	516.55	594.03	

	枞阳县棚户区改造项目	17,438.85	20,054.67
	妇幼保健院综合楼	2,010.75	2,312.36
	行政服务中心办公用房	1,103.59	1,269.13
	县体育馆工程	208.84	240.17
	枞阳县上码头改造项目	8,227.58	9,461.71
枞阳建投	县中医院整体搬迁工程	156.84	180.37
	县教体局教师培训中心建设项目	1,440.00	1,656.00
	枞阳县城二水厂日产5万吨净水工艺配套管网	3,663.18	4,212.65
	义津棚户区改造项目	262.90	302.33
	海螺独立工矿区搬迁项目	512.86	589.79
枞阳交投	枞阳县桥港工业园基础设施建设	10,241.60	11,777.84
	110指挥中心数字化防控体系	370.97	426.61
枞阳国资	枞阳县忠毅大道新建工程项目	718.51	826.28
枞阳水务	枞阳县城水生态环境综合治理工程（又名枞阳县城区防洪安保工程）	36,709.49	42,215.91
	合计	83,582.48	96,119.86

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2020年末，公司本部及子公司主要在建项目包括农村公路扩面延伸工程等代建项目以及本期债券募投项目。其中，募投项目计划建成后以出租方式实现收益。

表6 截至2020年末公司在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	项目类型
农村公路扩面延伸工程	20.04	8.42	代建
水生态环境综合治理工程	20.36	9.00	代建
枞阳抗洪应急抢险工程	2.00	0.35	代建
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	7.17	0.00	自建
合计	49.57	17.77	-

资料来源：公司提供

整体来看，近年公司受托建设项目收入存在波动但规模尚可，因受托建设项目大多在建设当期确认收入并结转成本，公司账面待结算工程规模不大；2020年末公司主要在建、拟建项目尚需投资31.80亿元，预计未来收入有一定保障，但考虑到近年经营性现金流持续为负值，经营活动现金流难以覆盖项目建设支出，公司面临较大资金压力。

供水等业务丰富了公司收入来源

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。随着城乡供水一体化的推进，近年县域内水厂加强整合、管网得到延

伸，公司供水能力不断提升，漏损率降低。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6.24万立方米，服务人口36余万人，服务面积522平方公里。公司供应量随着用水量的增长呈现出上升的态势。2018-2020年及2021年1-6月，公司分别实现供水业务收入0.25亿元、0.36亿元、0.37亿元和0.26亿元，受漏损率降低等因素影响，供水业务毛利率持续提升。

表7 公司最近三年及一期供水量及售水量情况

项目		2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
设计供水能力	万吨	1,142	2,277	1,825	1,276
	万吨/日	6.24	6.24	5	3.5
实际供水量	万吨	1,002	1,954	1,462	1,200
	万吨/日	5.5	5.4	4	3.3
实际售水量	万吨	882	1,661	990	645
	万吨/日	4.8	4.5	2.7	1.8

资料来源：公司提供

保安服务业务由子公司枞阳县保安服务有限责任公司负责，为机关团体企事业单位有偿派出保安员，提供门卫、巡逻、押运、安全检查以及安全技术防范等安保服务。检测业务由子公司枞阳县祥盛机动车安全技术检验有限责任公司和枞阳县交通运输综合服务有限公司负责，主要系对社会机动车辆进行安检、综检、环检等相关检验检测。机动车培训业务由子公司枞阳县机动车培训有限公司经营，为社会人员提供机动车驾驶培训服务，并取得驾驶技术培训费收入。公司其他业务主要系房屋租赁及拍卖、材料销售等，近年其他业务收入及毛利率波动。

外部支持力度较大，提升了公司的资本实力和利润水平

公司作为枞阳县市政基础设施建设的投融资主体之一，近年获得外部支持力度较大。资产注入方面，2018年当地政府向公司注入政府及事业单位办公楼等资产，增加当期资本公积13.62亿元；2019-2020年，公司获得当地政府的货币增资等支持，分别增加资本公积5.07亿元和2.11亿元。

财政补贴方面，2018-2020年公司分别获得政府补助2.32亿元、3.12亿元和3.27亿元。外部支持提升了公司的资本实力和利润水平。

表8 近年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资本公积				
时间	资产名称	金额	政府文件	
2018年	因置换债形成的财政对枞阳城投的 7,650.00 万元债权转增资本公积	7,650.00	枞国资办[2018]72 号文	
	财政局办公楼、残联办公楼、档案局办公楼等 205 处国有资产	31,009.30	枞国资办[2018]73 号文	
	教体局新办公楼、教体局体育馆、卫计委办公楼等 14 处 18 宗国有资产	29,468.97	枞国资办[2018]74 号文	
	财政局新办公楼、国土局新办公楼、党校老办公楼等 13 宗国有房产	12,169.73	枞国资办[2018]75 号文	

	东方造船厂宿舍楼	1,755.22	枞国资办[2018]75号文
	因置换债形成的财政对枞阳建投的债权转增资本公积	12,805.05	枞国资办[2018]76号文
	汤沟房管所房产、粮食局办公室、残管所月牙湖房产等	21,003.80	枞国资办[2018]76号文
	林业局办公楼、县妇联新办公楼、司法局新办公楼等 17 处 21 宗国有资产	15,738.22	枞国资办[2018]77号文
	因置换债形成的财政对枞阳土整的债权转增资本公积	4,600.00	枞国资办[2018]78号文
	合计	136,200.29	-
2019年	货币（枞阳国资）	4,200.00	枞国资[2019]31号文
	货币（枞阳土整）	100.00	枞国资[2019]32号文
	枞阳县外贸土畜产有限公司、老洲航运公司房产整体移交枞阳投发	113.95	枞国资[2019]33号文
	货币（枞阳水务）	40,520.00	枞国资[2019]34号文
	2019年第二批地方政府新增债券资金中拨付至自来水公司的资金作为对自来水公司的投资	5,741.21	枞国资[2019]35号文
	合计	50,675.16	-
2020年	货币（枞阳国资）	18,279.00	枞国资[2020]33号文
	货币（枞阳水务）	2,293.60	枞国资[2020]34号文
	枞阳交运股权	104.56	枞国资[2020]35号文
	枞阳县物资再生利用公司改制资产等整体移交枞阳投发	416.63	枞国资[2020]35号文
	合计	21,093.80	-

2、财政补贴

时间	补贴金额	政府文件
2018年	23,230.41	枞财办[2018]854号、枞财办[2018]855号、枞财办[2018]856号、枞财办[2018]857号等
2019年	31,200.84	枞财办[2019]725号、枞财办[2019]726号、枞财办[2019]727号、枞财办[2019]728号、枞财办[2019]729号等
2020年	32,712.19	枞财办[2020]350号、枞财办[2020]352号、枞财办[2020]351号等

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告以及未经审计的2021年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018-2021年6月末，公司新增5家子公司纳入合并范围，减少纳入合并范围的子公司2家；截至2021年6月末，公司纳入合并范围的子公司共18家。

表9 2018-2021年6月末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	业务性质	合并方式	合并年份	

枞阳县玉龙石料有限公司	51.00%	1.70	玄武岩露天开采、销售	投资	2018年
枞阳县战略性新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	89.29%	1.12	战略性新兴产业投资、管理及咨询服务	新设	2018年
枞阳县纾困投资基金合伙企业（有限合伙）	59.99%	1.01	股权投资、创业投资、投资管理	新设	2019年
枞阳县交通运输综合服务有限公司	100%	0.01	机动车排放检测	无偿划转	2020年
枞阳宏实教育投资有限公司	100%	1.00	教育项目投资与管理	投资	2021年

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	业务性质	不再纳入合并报表的原因	不再纳入合并报表的年份
枞阳县建设投资有限公司	100%	6.13	建设投资、运营管理及融资	转让	2020年
枞阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）	20%	8.65	服务业	转让	2020年

注1. 根据公开资料，枞阳宏实教育投资有限公司成立于2020年9月，公司于2021年4月取得控制权。

注2. 枞阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）由枞阳建投持股20%，随着枞阳建投股权转让，公司不再对枞阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）持股。

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产以应收款项、存货及投资性房地产为主，应收款项对营运资金形成占用，2020年末存货及投资性房地产中未办妥产权证的资产占总资产比重超20%，受限资产规模较大，资产流动性较差

近年公司总资产规模波动增加。公司资产以流动资产为主，受部分存货随枞阳建投出表而减少以及转入投资性房地产科目核算等影响，2020年末流动资产占总资产比重下降。

近年公司货币资金逐年减少，截至2020年末，0.72亿元货币资金因定期存单质押借款使用受限，该笔资金于2021年1月16日解押。近年公司应收账款持续增长，主要来自受托建设业务，2018-2019年末主要为应收枞阳县财政局的项目回购款，2020年末以应收枞阳建投28.55亿元为主（均质押受限），主要系根据公司、枞阳建投及枞阳县财政局签订的《三方转账协议》，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）。公司其他应收款主要系与枞阳县财政局的往来款，此外，包括暂借款及少量保证金等款项；2020年末公司其他应收款大幅增长主要系新增应收枞阳县财政局的枞阳建投处置款所致，年末前五大余额分别为应收枞阳县财政局25.60亿元、枞阳建投1.19亿元、枞阳县文化旅游开发有限公司1.05亿元、S335白湖至麒麟段工程建设指挥部0.40亿元和远东国际租赁有限公司0.17亿元，合计占其他应收款期末余额的99.71%。综合来看，公司应收账款及其他应收款等应收款项规模较大，部分款项实际账龄较长，对营运资金形成较大占用，未来回款时间存不确定性，同时需关注其坏账风险。

公司存货主要为土地资产、房屋建筑物、开发支出及受托建设项目投入。随着枞阳建投出表及部分土地资产转入投资性房地产科目核算，2020年末土地资产账面价值大幅减至21.88亿元，同时房屋建筑物减少至11.12亿元。其中，账面价值10.88亿元土地资产及9.44亿元房屋建筑物未办妥产权证书；已办

妥权证的土地资产以商住用地为主，土地性质均为出让。开发支出系自建的枞阳县光伏扶贫发电项目、枞阳县城市停车场建设项目投入，2020年末账面价值为9.78亿元。因公司主要受托建设项目近年随当年投入进行成本结转及收入确认，2020年末存货中受托建设项目账面价值不大（0.50亿元）。2020年末公司账面价值8.30亿元的存货因抵押受限。

2020年公司对安徽金誉材料股份有限公司（新三板，股票代码871621，持股25.49%）增资并转换核算方式，同时增加对枞阳中材东园环境投资建设有限公司0.34亿元投资（持股10%）、枞阳首创水务有限责任公司0.28亿元投资（持股10%）等，带动当年末公司长期股权投资快速增长；2021年上半年，公司新增对枞阳南方材料有限公司投资2.00亿元（持股40%）。近年随着股东注资、存货转入投资性房地产及资产外购，公司投资性房地产呈增长态势；截至2020年末，土地使用权账面价值10.14亿元，房屋建筑物账面价值4.82亿元，账面价值合计10.28亿元投资性房地产未办妥产权证书，剩余土地用途以其他商服/办公用地为主。2020年末公司其他非流动资产增长主要系当年预付2.40亿元采矿出让金所致，截至当年末，其他非流动资产主要包括东方造船股份有限公司整体资产2.17亿元、枞阳县城区道路1.21亿元、水厂投资款0.07亿元以及预付采矿权3.27亿元；2021年上半年公司收回2.40亿元采矿权出让金导致2021年6月末其他非流动资产减少。

整体来看，近年公司资产规模波动增大。2020年末公司应收款项、存货及投资性房地产占总资产比重超80%，应收款项对营运资金形成占用，账面价值30.61亿元存货及投资性房地产未取得产权证书，占期末总资产的比重超20%；此外，账面价值38.82亿元资产使用受限，占期末总资产的比重超25%，整体资产质量及流动性较差。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.94	5.48%	8.72	6.28%	12.45	8.87%	19.05	14.81%
应收账款	30.62	21.14%	28.90	20.80%	26.96	19.20%	14.60	11.35%
其他应收款	31.05	21.44%	28.30	20.37%	15.28	10.88%	12.69	9.86%
存货	45.82	31.64%	43.36	31.21%	60.70	43.22%	60.12	46.72%
流动资产合计	116.77	80.62%	110.62	79.63%	117.44	83.62%	109.11	84.80%
长期股权投资	5.89	4.07%	3.89	2.80%	1.10	0.78%	0.62	0.48%
投资性房地产	14.75	10.18%	14.96	10.77%	13.57	9.67%	11.18	8.69%
其他非流动资产	4.34	3.00%	6.72	4.83%	4.32	3.07%	4.24	3.30%
非流动资产合计	28.07	19.38%	28.31	20.37%	23.00	16.38%	19.56	15.20%
资产总计	144.85	100.00%	138.93	100.00%	140.44	100.00%	128.67	100.00%

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

受项目结算进度及2020年子公司划出影响，近年公司营业收入存在波动，经营现金流表现差，财

政补贴对利润贡献很大

公司营业收入主要来自受托建设业务，受项目结算进度及2020年枞阳建投出表影响，近年营业收入存在波动，加之受托建设项目一般于年末集中结算，2021年上半年公司收入规模不大；同时，近年公司收现比低，主业回款情况较差，经营性现金流持续为负值。毛利率方面，受托建设业务毛利率稳定，近年公司销售毛利率有所波动主要系受供水业务毛利率提升及其他业务毛利率波动叠加影响所致。2019年公司财务费用增加导致当年营业利润降为负数，但财政补贴有效提升公司各年利润水平。

综合来看，近年公司营业收入及销售毛利率存在波动，主业回款情况较差，财政补贴对利润贡献很大。考虑到主要受托建设项目随当年投入进行成本结转及收入确认，目前账面待结算工程规模不大，未来收入规模主要取决于当期项目建设情况；未来公司利润仍需依赖政府补助。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

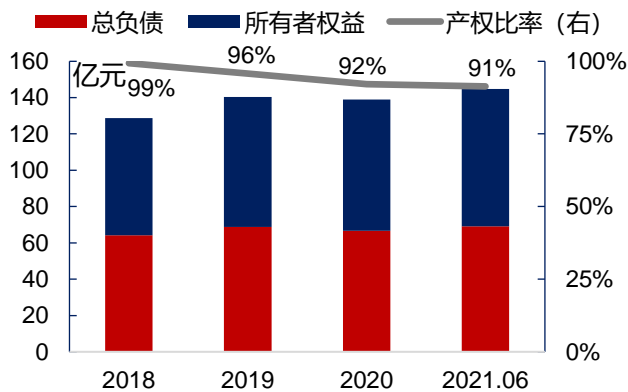
指标名称	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
营业收入	2.13	11.93	15.09	10.38
收现比	20.99%	28.51%	18.23%	30.44%
营业利润	0.10	1.14	-1.03	0.35
财务费用	1.75	2.51	2.71	0.88
其他收益	1.94	2.48	0.01	0.01
利润总额	0.39	1.93	2.08	2.67
营业外收入	0.29	0.80	3.11	2.33
销售毛利率	10.48%	13.80%	13.11%	13.68%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

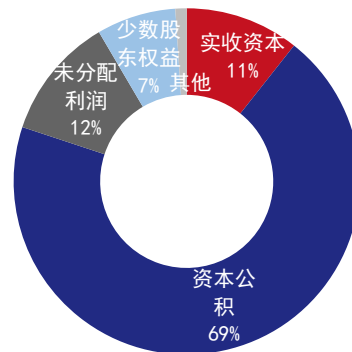
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，偿债能力指标趋弱，短期偿债压力加大

随着经营发展及股权等资产划拨，公司负债规模有所波动，2020年末及2021年6月末分别为66.63亿元和69.16亿元，所有者权益持续增至2021年6月末的75.69亿元，受此影响，近年公司产权比率小幅下降。所有者权益结构方面，公司净资产以资本公积为主，主要系当地政府货币增资、以及以前年度注入的股权、土地、房产等资产。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2021 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司负债以非流动负债为主。2020年末公司短期借款包括保证借款2.70亿元、信用借款1.20亿元、抵押借款1.00亿元及质押借款0.65亿元。公司其他应付款规模不大，除应付利息以外，主要系暂借款，此外包括少量保证金及押金、代扣、待付款等款项。2020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5.86亿元和一年内到期的应付债券1.99亿元。

近年公司长期借款保持增长，2020年末余额包括保证借款18.36亿元、抵押借款11.50亿元、信用借款6.32亿元以及质押借款2.29亿元。随着公司发行“枞阳县投资发展有限公司2019年度第一期债券融资计划”及“枞阳县投资发展有限公司债务融资计划一期”，2019年末公司应付债券余额快速增长；2020年末及2021年6月末应付债券余额随部分债券到期偿还而减少，截至2021年6月末，“17枞阳债”及“枞阳县投资发展有限公司2019年度第一期债券融资计划”余额分别为3.97亿元和4.86亿元。2018-2019年，公司其他非流动负债主要系枞阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）（以下简称“徽银一号”）及枞阳县徽投灾后重建企业发展基金（有限合伙）形成的债务，2020年末降幅较大主要系枞阳建投及徽银一号不再纳入合并范围所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

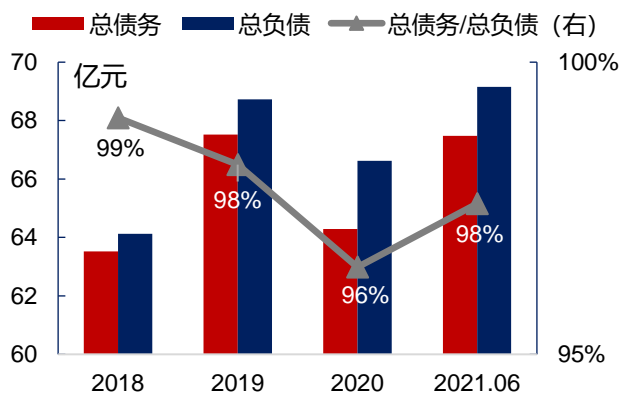
项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.94	5.70%	5.55	8.33%	3.21	4.68%	1.00	1.56%
其他应付款	1.45	2.10%	1.96	2.94%	0.88	1.28%	0.53	0.82%
一年内到期的非流动负债	7.25	10.48%	7.85	11.79%	6.50	9.46%	11.43	17.82%
流动负债合计	12.86	18.60%	15.74	23.62%	10.92	15.89%	13.04	20.34%
长期借款	45.90	66.38%	38.46	57.73%	34.97	50.89%	32.85	51.23%
应付债券	8.84	12.78%	10.87	16.31%	15.20	22.11%	9.90	15.44%
其他非流动负债	1.28	1.84%	1.28	1.91%	7.10	10.33%	7.45	11.61%
非流动负债合计	56.29	81.40%	50.89	76.38%	57.80	84.11%	51.09	79.66%

负债合计	69.16	100.00%	66.63	100.00%	68.72	100.00%	64.13	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

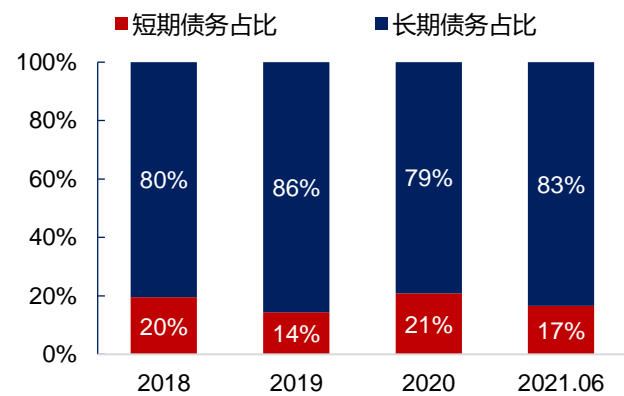
受枞阳建投出表影响，2020年末公司总债务规模减少至64.29亿元，2021年6月末总债务回升至67.48亿元，总债务占总负债的比重随之波动。近年公司债务均以长期债务为主。截至2021年6月末，公司需偿还短期债务11.19亿元，存在一定的集中偿付压力。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，近年公司资产负债率略有下降。随着货币资金减少以及2020年末短期债务增加，2018-2020年公司现金短期债务比持续下降，短期偿债压力增大；近年公司EBITDA利息保障倍数有所波动。整体来看，公司总债务规模较大，偿债能力指标趋弱，短期偿债压力加大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	47.74%	47.96%	48.93%	49.84%
现金短期债务比	0.71	0.65	1.30	1.65
EBITDA 利息保障倍数	-	1.73	1.50	2.58

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日⁵，公司本部、枞阳国资及枞阳水务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。2017年公司本部在国家开发银行股份有限公司安徽省分行存在1个短期借款账户分类为关注类，已于当年结清。

⁵ 公司本部、枞阳国资及枞阳水务的报告查询日均为 2021 年 8 月 16 日。

或有事项分析

截至2021年6月末，公司对外担保余额0.96亿元，占当期末净资产比重为1.27%，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 截至2021年6月30日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
枞阳县人民医院	2,784.29	2022-05-18	否
	3,153.90	2022-06-07	否
安徽省枞阳中学	3,650.00	2022-06-18	否
合计	9,588.19	-	-

资料来源：公司提供

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券偿债资金的重要来源，根据募投项目可行性研究报告，在本期债券存续期内，募投项目经营收入扣除经营成本、增值税及附加的项目净收益为16.67亿元，可为本期债券本息偿还提供一定保障，但考虑到募投项目总投资规模较大，运营期限较长，未来项目能否如期完工并获得上述收益尚待观察。

公司经营收益及现金流是本期债券还本付息资金的主要来源，近年公司受托建设项目收入规模尚可；但需关注的是，近年公司收现比低，经营性现金流表现差，未来需关注经营现金流对偿债保障的影响。

此外，土地资产的抵质押融资和变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2020年末，公司尚未抵押土地账面价值8.49亿元（不含存货及投资性房地产中无证土地），必要时公司可通过资产抵押及处置获取必要的偿债资金。但需关注届时土地资产抵质押状况以及未来市场环境变化给抵押融资或集中处置变现带来的不确定性。

本期债券保障措施分析

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本期债券的信用水平

本期债券由安徽担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。保证期间为本期债券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，本期债券利率、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28日，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一家省级政策性担保机构，初始注册资本18.60亿元。经多次增资后，截至2020年末，安徽担保为安徽省人民政府全资控股公司，实收资本202.66亿元。

安徽担保是安徽省融资担保行业的龙头企业和政策性担保体系建设的组织单位，主要以安徽省内中小企业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、直接融资担保、保函业务、投资业务等。2019-2020年安徽担保分别实现营业收入50.27亿元和47.06亿元，其中担保业务收入分别为3.29亿元和3.33亿元。其他业务收入规模较大，主要为子公司安徽道石能源投资有限公司开展石油商品贸易业务收入增加所致，该业务毛利率较低。

表15 安徽担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	33,347.61	7.09%	32,871.54	6.54%	33,850.93	5.84%
投资收益	15,382.82	3.27%	10,998.34	2.19%	5,113.10	0.88%
其他业务收入	422,916.03	89.87%	464,065.15	92.32%	535,778.27	92.37%
其他	-1,073.80	-0.23%	-5,278.96	-1.05%	5,320.14	0.92%
营业收入	470,572.66	100.00%	502,656.07	100.00%	580,062.45	100.00%

资料来源：安徽担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，安徽担保资产总额289.12亿元，所有者权益为217.69亿元，期末融资担保余额为373.10亿元，融资担保放大倍数4.42倍。2020年末安徽担保当期担保代偿率3.85%，当期代偿率偏高，期末拨备覆盖率为176.56%，拨备水平尚可。安徽担保主要财务和业务指标如下表所示。

表16 安徽担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
资产总额	289.12	267.36	241.21
所有者权益合计	217.69	201.31	189.13
营业收入	47.06	50.27	57.16
担保业务收入	3.33	3.29	3.39
净利润	0.21	0.46	-0.82
净资产收益率	0.10%	0.24%	-0.45%
融资担保余额	373.10	393.52	425.76
间接融资担保余额	44.78	59.62	78.76
直接融资担保余额	328.32	333.9	347
再担保余额	1,191.15	1,132.59	1,025.27
非融资担保余额	29.87	34.00	37.73
融资担保责任余额	603.4	584.65	-
融资担保放大倍数	4.42	5.16	-
当期担保代偿率	3.85%	3.99%	3.76%

拨备覆盖率	176.56%	165.73%	153.89%
-------	---------	---------	---------

注1. 融资担保余额为集团本部口径；融资担保责任余额、融资担保放大倍数为合并口径；

注2. 2018年安徽担保未统计全集团口径的责任余额和放大倍数。

资料来源：安徽担保 2018-2020 年审计报告、安徽担保提供，中证鹏元整理

综合来看，安徽担保实力雄厚，业务发展情况较好，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信用水平。

十、结论

综上，中证鹏元评定枞阳投发主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

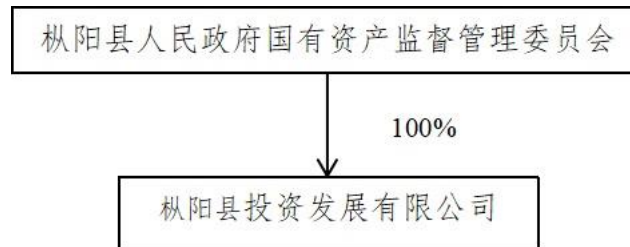
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2021年6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.94	8.72	12.45	19.05
应收票据及应收账款	30.62	28.90	26.96	14.60
应收账款	30.62	28.90	26.96	14.60
其他应收款	31.05	28.30	15.28	12.69
存货	45.82	43.36	60.70	60.12
流动资产合计	116.77	110.62	117.44	109.11
投资性房地产	14.75	14.96	13.57	11.18
非流动资产合计	28.07	28.31	23.00	19.56
资产总计	144.85	138.93	140.44	128.67
短期借款	3.94	5.55	3.21	1.00
一年内到期的非流动负债	7.25	7.85	6.50	11.43
流动负债合计	12.86	15.74	10.92	13.04
长期借款	45.90	38.46	34.97	32.85
应付债券	8.84	10.87	15.20	9.90
长期应付款	0.28	0.00	0.21	0.50
非流动负债合计	56.29	50.89	57.80	51.09
负债合计	69.16	66.63	68.72	64.13
总债务	67.48	64.29	67.52	63.52
所有者权益	75.69	72.30	71.72	64.54
营业收入	2.13	11.93	15.09	10.38
营业利润	0.10	1.14	-1.03	0.35
其他收益	1.94	2.48	0.01	0.01
利润总额	0.39	1.93	2.08	2.67
经营活动产生的现金流量净额	-1.66	-10.57	-11.95	-23.77
投资活动产生的现金流量净额	-2.36	-5.57	-0.39	5.24
筹资活动产生的现金流量净额	3.96	14.22	3.20	13.91
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	10.48%	13.80%	13.11%	13.68%
收现比	20.99%	0.29	0.18	0.30
资产负债率	47.74%	47.96%	48.93%	49.84%
现金短期债务比	0.71	0.65	1.30	1.65
EBITDA（亿元）	-	5.05	5.39	4.11
EBITDA 利息保障倍数	-	1.73	1.50	2.58

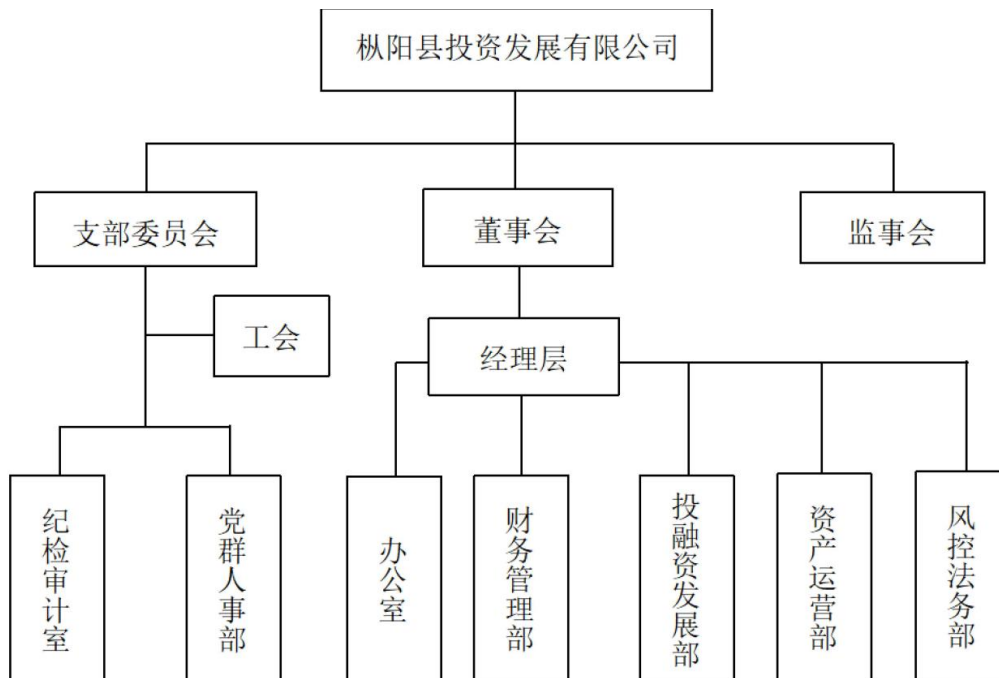
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册 资本	子公司 简称	持股比例		业务性质
			直接	间接	
枞阳县城镇建设投资有限责任公司	3.42	枞阳城投	100.00	-	筹措资金、项目建设、提供担保
枞阳县土地复垦整治投资发展有限公司	1.00	枞阳土整	100.00	-	土地整治、收储、开发
枞阳县交通投资有限公司	2.00	枞阳交投	100.00	-	基础设施的投资建设、经营管理
枞阳县国有资本投资运营有限公司	7.40	枞阳国资	91.89	-	城市基础设施投资、经营管理
枞阳县水务建设投资有限公司	2.00	枞阳水务	70.00	-	城市防洪、城乡供水、水源工程、水利工程建设
枞阳县自来水有限责任公司	0.01	枞阳自来水	100.00	-	自来水供应；管道安装、维修
枞阳县保安服务有限责任公司	0.01	枞阳保安	100.00	-	门卫、巡逻、随身护卫、防范
枞阳县祥盛机动车安全技术检验有限责任公司	0.01	枞阳车检	100.00	-	动车安全技术及排放检验
枞阳县机动车驾驶员培训有限公司	0.01	枞阳驾校	100.00	-	驾驶员培训
枞阳县公用工程有限责任公司	0.01	公用工程	-	56.00	市政公用工程施工总承包
枞阳县会宫供水有限责任公司	0.01	会宫供水	-	100.00	生活饮用水生产、管道安装
枞阳县官埠桥供水有限责任公司	0.01	官埠桥供水	-	96.15	生活饮用水生产、管道安装
枞阳县徽投灾后重建企业发展基金（有限合伙）	1.00	灾后基金	-	20.00	对灾后重建企业投资及投资管理
枞阳县玉龙石料有限公司	1.70	玉龙石料	-	51.00	玄武岩露天开采、销售
枞阳县战略性新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	1.12	新兴产业基金	-	89.29	战略性新兴产业投资、管理及咨询服务
枞阳县纾困投资基金合伙企业（有限合伙）	1.01	纾困基金	-	59.99	股权投资、创业投资、投资管理
枞阳县交通运输综合服务有限公司	0.01	枞阳交运	100.00	-	机动车排放检测
枞阳宏实教育投资有限公司	1.00	宏实教育	100.00	-	教育项目投资与管理

注：枞阳县供水综合服务有限责任公司已于2014年5月被吊销企业营业执照，未纳入合并范围；公司持有枞阳县文化旅游开发管理有限公司100%股权，但对其不具有控制权，亦未参与其实际经营管理，故未纳入合并范围。

资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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、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。