



2022年岳西县城市建设投资有限责任公司 公司债券2023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。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：

2022年岳西县城建设投资有限公司公司债券 2023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岳西债	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到岳西县城建设投资有限公司（以下简称“岳西城投”或“公司”）作为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，业务地位突出，工程代建业务持续性较好，且持续获得较大力度的外部支持，安徽省信用融资担保集团有限公司（以下简称“安徽担保”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资产质量一般，需关注应收款项回款风险及其他非流动资产的减值风险，随着项目建设投入增加，公司面临较大的资金压力和偿债压力，且对外担保规模很大，大多未设置反担保措施，使得公司存在较大或有负债风险。

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，公司在较长时期内业务地位将保持不变，仍将作为岳西县内重要的基础设施建设主体，充足的项目储备可为业务持续开展提供保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年06月07日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	133.73	121.67	102.42
所有者权益	53.59	53.04	51.88
总债务	38.65	41.33	37.47
资产负债率	59.92%	56.41%	49.34%
现金短期债务比	0.66	0.33	0.23
营业收入	6.79	6.93	4.77
其他收益	0.70	0.87	0.60
利润总额	1.18	1.28	1.08
销售毛利率	15.04%	12.75%	21.15%
EBITDA	1.42	1.50	1.23
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.39	0.42
经营活动现金流净额	2.54	2.99	-5.08

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何贺
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
 wangjf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司工程建设业务持续性较好，未来收入较有保障。**作为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，公司业务模式明确，截至 2022 年末公司主要在建及拟建工程项目预计总投资 133.03 亿元，大部分项目均已签订委托代建协议，项目储备丰富，未来业务持续性较好，代建业务收入有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**作为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，2022 年公司获得政府的财政补贴 0.70 亿元，有力提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能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仍有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，资产质量一般，需关注应收款项回款风险及其他非流动资产的减值风险。**公司资产以存货、应收款项为主，其中应收款项中民营企业欠款规模较大，存在回收风险；其他非流动资产中公司对相关破产重整企业的支出存在一定的减值风险；存货规模较大，变现能力较弱，且部分资产使用受限。
- **公司面临较大的资金压力和偿债压力。**截至 2022 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资金额较大，而近年公司经营活动净现金流波动较大，难以对项目建设和支出提供有效支持，公司存在较大的资金筹措压力；近年公司债务规模波动增长，2022 年末总债务增长至 38.65 亿元，长短期偿债能力指标表现较弱。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额为 54.26 亿元，占当期末所有者权益比重为 101.24%，规模大且占比高，同时存在 0.80 亿元对民营企业的担保被列入关注类，且大多未设置反担保措施。

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_2022V1.0
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	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	2/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					bbb
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

外部特殊支持

- 公司是岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，岳西县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与岳西县政府的联系非常紧密，公司对岳西县政府非常重要。同时，中证鹏元认为岳西县政府提供支持的能力强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA/22 岳西债	2022-6-25	罗力、刘玮	城投公司主体长期信用评级方法（cspy_ffmx_2022V1.0） 外部特殊支持评价方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AAA/22 岳西债	2022-3-4	万蕾、罗力	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）	阅读全文

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 岳西债	6.00	6.00	2022-6-25	2029-3-25

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3月发行7年期6.00亿元企业债，募集资金原计划用于岳西县温泉资福新区安置区项目和补充流动资金。截至2023年4月4日，本期债券募集资金专项账户余额为1.63亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为113,000万元，安徽皖岳投资集团有限公司（以下简称“安徽皖岳”）持有公司88.50%的股权，为公司控股股东，岳西县人民政府为公司实际控制人。公司股权结构参见附录二。

公司仍是岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，主要仍负责岳西县域内的基础设施及保障房的建设等。2022年，公司合并报表范围无变化。截至2022年末，公司纳入合并报表范围子公司共2家¹，具体情况见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

¹ 岳西国厚资产管理有限公司、岳西县国有房地产投资有限公司、安徽司空山投资发展有限责任公司系公司代岳西县政府出资注册，公司并未参与上述三家公司实际运营，故不纳入公司的合并报表范围；公司未参与岳西海源创业投资基金（有限合伙）、岳西海源一期股权投资基金（有限合伙）、岳西双创股权投资基金（有限合伙）的实际运营，公司对上述三家投资基金公司的投资计入可供出售金融资产科目，不纳入合并报表范围；公司未参与安徽物华矿物新材料有限公司（原名为安徽华岳矿物材料有限公司）及安徽省汤城置业有限公司的实际运营，公司对上述两家公司的投资计入其他非流动资产科目，不纳入合并报表范围。

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工

作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

岳西县为安庆市下辖县，交通尚欠发达，固定资产投资较快增长推动GDP总量保持增长，但在安庆市区县中排名较为靠后，经济发展水平偏低，财政自给程度较低

区位特征：岳西县为安庆市下辖县，是国家生态示范区生态县，交通尚欠发达，物产及旅游资源较为丰富。岳西县隶属于安庆市，位于安徽省西南边陲，大别山腹地，是皖西大别山革命老区、皖江城市带承接转移示范区、皖南国际文化旅游示范区的重要组成部分。岳西县平均海拔600米，交通尚欠发达，目前以公路运输为主，105、318国道以及209、211省道均纵横穿越岳西全境，已构成了县内循环交通网络；岳西距合九铁路天柱山站60千米，距安庆港、安庆天柱山机场100千米。岳西县是国家生态示范区生态县、国家重点生态功能区、国家中药材基地县，境内物产、旅游资源丰富。全县药材现有植物类1,024种，动物类79种，矿物类33种，总蕴藏量7.5万吨，包括茯苓、天麻、杜仲、麝香、石斛等30余种名贵药材；岳西是安徽省茶叶、板栗、猕猴桃、高山反季节无公害蔬菜的主产县和基地县；拥有著名旅游景区司空山、妙道山国家森林公园、鹞落坪自然保护区、天仙河等20多处，大小景点180多个。从自然空间格局来看，岳西县东邻潜山，南接太湖，西与湖北省毗邻、北与霍山县接壤。辖24个乡镇、179个行政村、9个社区居委，全县总面积2,372平方公里，2020年11月1日零时（第七次全国人口普查）全县常住人口为32.38万人，比2010年（第六次全国人口普查）增加0.22万人。

经济发展水平：2020-2022年岳西县经济保持增长，但2022年GDP总量在安庆市各区县中排名仍靠后，固定资产投资是经济增长的重要推动力。2020-2022年，岳西县GDP总量增速虽有所波动，但持续保持增长。岳西县形成了以第二、三产业为主的产业结构，三次产业结构由2020年的14.02:36.70:49.28调整为2022年的14.50:33.01:52.49，第三产业对经济增长的贡献不断提升。2020-2022年岳西县固定资产投资持续保持高速增长，增长率均在13.00%以上，是经济增长的重要推动力。受制于高附加值的科技和服务产业规模较小等因素影响，2022年岳西县人均GDP为40,884.77元，为同期全国人均GDP的47.71%，仍处于较低水平。

表1 2022 年安庆市部分区/县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
桐城市	452.00	4.5%	7.60	22.28	17.06

怀宁县	344.90	3.9%	6.93	16.56	19.96
宿松县	262.52	3.1%	4.28	10.55	29.35
迎江区	253.10	4.6%	9.01	17.12	-
潜山市	237.19	3.0%	5.38	11.08	15.69
太湖县	210.85	3.8%	4.90	8.60	6.76
宜秀区	154.46	4.0%	4.93	10.71	-
岳西县	132.4	2.1%	4.09	8.12	15.30

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 岳西县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	132.4	2.1%	129.25 25	6.0%	124.40	0.2%
固定资产投资	-	13.9%	-	14.8%	-	16.2%
社会消费品零售总额	83.7	2.8%	81.39	16.2%	70.07	3.4%
进出口总额（万美元）	-	-	12,385	15.4	10,729	23.4%
人均 GDP（元）	40,884.77		39,927.49		38,415.43	
人均 GDP/全国人均 GDP	47.71%		49.29%		53.03%	

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，2020-2022 年常住人口为 2020 年 11 月 1 日零时岳西县常住人口数。

资料来源：岳西县 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、岳西县 2022 年经济指标运行情况、政府官网，中证鹏元整理

产业情况：近年岳西县以大健康、大数据、大文旅为首位产业，生物制药、5G终端、智能制造等新兴产业加速发展。近年岳西县以大健康、大数据、大文旅为首位产业，温泉健康小镇获批安徽省首批健康小镇，大健康产业规模达到百亿，建成安庆（岳西）大数据中心，奇安信、东华软件、科大讯飞、浙江大华、华为、网易等企业项目成功落户。岳西县列入安徽省5G网络建设示范县和安庆市数字经济试点县，获批安徽省唯一的“安庆市无人驾驶航空试验基地”，2020年瑞林精科获批省级智能化工厂，惠康医疗、西农药业、岳兰药业、华柏光电、尚成5G手机等一批项目建成投产，美博空调、上海昌杰、昌硕环保等公司总部迁入岳西。2022年，江西扬帆实业有限公司年产20万吨再生铜基新材料项目落户岳西，2022年岳西县战略性新兴产业产值增速跌落至1.6%。

发展规划及机遇：根据《岳西县国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，岳西县2035年远景目标主要包括经济总量较2020年翻两番左右，基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业农村现代化，建成大别山区的交通枢纽、全国数字经济产业的重要基地，与沪苏浙一体化发展机制高效运转，基础设施和公共服务互联互通全面实现，常住人口城镇化率达到70%等。

财政及债务水平：岳西县一般公共预算收入持续增长，但财政自给程度较弱。近年岳西县一般公共预算收入持续增长，2020-2022年岳西县一般公共预算收入分别为6.30亿元、6.87亿元和8.12亿元，2022年一般公共预算收入中税收收入占比为67.09%，较往年有所下降，主要系企业所得税和城镇土地使用税

有所下降所致。2022年全县实现政府性基金收入15.30亿元，较上年度有所下降。2022年岳西县一般公共预算支出达到47.86亿元，财政自给率为25.37%，财政自给率虽有所上升，但自给程度仍较弱，对上级补助依赖程度较强。区域债务方面，截至2022年末岳西县政府债务限额为56.51亿元，余额为54.21亿元，同比增长27.16%。

表3 岳西县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	8.12	6.87	6.30
税收收入占比	67.09%	75.25%	75.91%
财政自给率	25.37%	16.54%	14.73%
政府性基金收入	15.30	17.58	10.51
地方政府债务余额	54.21	42.63	34.42

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：岳西县 2020-2022 年财政预算决算报告、政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，仍主要负责岳西县城区内的基础设施及保障房的建设工作，公司业务模式明确，充足的项目储备为后续业务发展提供了有力支撑

公司仍是岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，仍主要负责岳西县城区内的道路、公益设施等基础设施工程及保障房的建设等工作。2022年，公司营业收入主要由工程建设业务和工程收入构成，受当期结转项目数量及规模的影响，2022年公司营业收入有所下降。毛利率方面，公司工程建设业务毛利率较为稳定，由于工程建设业务收入占比的下降，2022年公司销售毛利率有所下降。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设业务	43,389.49	63.91%	16.26%	48,591.36	70.09%	16.26%
工程施工收入	23,707.46	34.92%	11.27%	18,494.07	26.68%	3.00%
不动产销售业务	0.00	-	-	1,793.65	2.59%	-3.50%
利息收入	280.09	0.41%	100.00%	351.79	0.51%	100.00%
房租收入	200.26	0.29%	100.00%	94.38	0.14%	100.00%
材料销售	312.68	0.46%	0.68%	-	-	-
合计	67,889.99	100.00%	15.04%	69,325.26	100.00%	12.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

2022年，公司工程建设业务持续性较好，但在建拟建项目尚需投资金额较大，存在较大资金压力

公司工程建设业务主要为基础设施与保障房项目建设，主要由公司本部负责。根据公司与岳西县政府签订的《工程项目建设协议书》，公司负责实施县域内的基础设施建设及保障房等项目的工程建设业务，公司通过融资等方式筹措资金建设道路、安置房等项目，再通过公开招投标的方式将项目分包给施工单位，岳西县政府按照工程实际发生成本的120%进行回购，代建项目回购款付款期限一般不超过5年。

2021-2022年，公司分别实现工程建设业务收入4.86亿元和4.34亿元，2022年工程建设业务收入有所下降，主要系工程建设业务收入受当期完工结算的项目数量及规模影响较大。由于公司工程建设业务均按照一定的成本加成比例进行回购，2021-2022年工程建设业务毛利率均比较稳定。

表5 2020-2022 年公司主要工程建设业务确认收入情况（单位：万元）

年度	项目	结算成本	结算收入
2022 年	庆源丝绸公司退城进区	4,190.62	5,028.74
	迅启蓄电池公司退城进区项目	3,759.67	4,511.60
	2009 年三四批建设用地征地项目	3,637.82	4,365.38
	瑞林汽配公司退城进区项目	2,458.55	2,950.26
	2010 年第二批次征地项目	1,818.79	2,182.54
	2010 年第一批征地项目	1,201.21	1,441.45
	105 国道城关至温泉段	1,188.18	1,425.82
	顺达机械公司退城进区项目	1,169.83	1,403.80
	坤城木艺公司退城进区	1,118.85	1,342.61
	岳西县绿源包装制品厂地块项目	1,090.32	1,308.39
	立特光电科技公司退城进区项目	1,064.57	1,277.49
	城西新区	992.93	1,191.51
	岳西县综治中心	971.82	1,166.19
	天堂路大桥	740.23	888.27
	腾云公益性公墓项目	714.51	857.41
	岳西县永泰机械制造有限公司地块项目	698.87	838.64
	安徽岳塑汽车工业有限公司地块项目	647.4	776.88
	南园新区	639.93	767.91
	岳潜路四期	599.04	718.84
	银桥纸业有限责任公司地块项目	597.92	717.51
	正鸿烟花鞭炮迁建项目	515.87	619.04
	零星工程	6,340.98	7,609.19
	总计	36,157.91	43,389.49
2021 年	岳西县城北路网建设工程	16,921.06	20,305.27
	建设西路棚户区改造配建廉租房	10,568.23	12,681.88
	天堂西路	6,333.48	7,600.18
	花果山公园	2,161.58	2,593.89
	岳西县污水处理厂工程项目	992.03	1,190.43

来榜新区	936.33	1,123.59
岳西国际养生文化产业园	864.17	1,037.00
岳武高速白帽出口项目	348.26	417.91
高湾路维修改造项目	330.82	396.98
滨河东路	194.22	233.06
岳西县查湾安置区工程（温泉大道）	167.48	200.97
前进路立面装饰工程	162.11	194.53
岳西县步行街中段改造工程	135.29	162.35
笋蒿尖公园	121.73	146.07
其他零星项目	256.07	307.28
总计	40,492.86	48,591.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目包括美丽岳西旅游扶贫项目、多处棚户区改造项目、道路学校等基础设施建设项目。公司在建项目主要为委托代建项目，也包括自建自营项目岳西大数据产业园，岳西大数据产业园建成完工以后，主要通过收取厂房及办公楼的租金服务实现收益。公司拟建项目为本期债券募投项目岳西县茶旅产业振兴（一期）项目，该项目计划总投资4.13亿元，建设期为2023年1月至2025年8月，未来主要通过销售茶叶及提供住宿服务实现收益，截至2023年3月末，已经投资338.18万元。

截至2022年末，公司主要在建及拟建工程建设项目预计总投资133.03亿元，其中已投资73.12亿元，未来业务持续性较好；但上述项目尚需投资规模较大，且回款时间慢，公司存在较大的资金压力。

表6 截至 2022 年末公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
美丽岳西旅游扶贫项目	13.10	9.67	是
2021 年老城区改造	10.00	3.45	是
六安至安庆铁路工程（岳西场）	10.00	1.27	是
岳西县温泉资福新区安置区项目	8.10	2.52	是
全域旅游项目	7.00	0.79	是
代付征迁办拆迁项目	5.00	2.23	是
县医院搬迁项目	5.00	1.26	是
两校一中心	3.50	1.83	是
岳西大数据产业园	3.38	0.56	否
庆源厂、建西厂、安昌棚户区(二期)改造工程项目	4.00	3.51	是
105 国道改造工程（温泉至胡冲坳路段）	4.50	3.48	是
紫薇大道（原映山红）及安置区	5.00	2.85	是
资福新区改造项目	3.00	1.31	是
温莲（步文）大道工程	3.50	3.24	是
城北新区皂畈安置区	2.50	1.51	是

经开区三级医院改造项目	2.50	2.05	是
岳西县县级公路畅通工程	3.00	2.42	是
温泉大道工程项目	2.50	2.21	是
岳西县罗城安置区工程（养生园）	2.00	1.62	是
供水二期备用水源（王河水库）	2.00	0.83	是
市民城市广场	2.00	1.22	否
岳西县茶旅产业振兴（一期）项目*	4.13	0.00	否
其他零星项目	27.32	23.29	-
合计	133.03	73.12	-

注：岳西县茶旅产业振兴（一期）项目*为本期债券的募投项目，截至 2023 年 3 月末，项目已累计投资 338.17 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程施工及其他业务

2022年，公司工程收入持续增长，不动产销售、租赁业务等其他业务丰富了公司的收入来源，但未来需持续关注公司利息收入业务存在的借款回收风险

公司工程施工业务由子公司岳西城投建设工程有限公司（以下简称“岳西建工”）负责，主要承接岳西县域内的公路养护施工及工业厂房建设项目，岳西建工与岳西县公路管理服务中心签订《岳西县县乡公路家庭承包养护合同协议书》，约定岳西建工作为养护承包人负责承包路线的日常小修保养、内业管理、路域环境治理、应急保通工作和道班房屋及其设施的日常维护工作及所在标段相应村道的管养工作；2022年，岳西建工又承建多项工业厂房建设项目，工程施工业务收入持续增长，毛利率也相应提高。

不动产销售业务主要系公司将部分企业对公司欠款抵债的押房地产、土地等不动产出售产生的收入，并非公司主营业务，持续性较差。2020-2021年度，公司不动产销售业务收入主要来自于岳西县天鹅制造业服务中心的多处房产销售收入及天堂镇天际名城的多处商铺销售收入，分别实现销售收入2,238.62万元和1,793.65万元；2022年度，公司未实现不动产销售收入。

公司利息收入主要来源于公司为岳西县招商引资引进的民营企业提供借款产生的利息收入，借款企业主要有岳西县瑞城房地产开发有限公司（以下简称“岳西瑞城”）、安徽七星酒业有限公司、安徽省振岳工贸有限公司、安徽天馨工艺制品集团有限公司等，月利率在1.5%-2.5%之间。截至2022年末，安徽省振岳工贸有限公司合计1,000.00万元的借款已发生逾期，公司正在通过诉讼、催收等方式进行追缴。2021-2022年，公司利息收入分别为351.79万元和280.09万元，利息收入规模相比2020年大幅下降，主要系2021年起公司清收借款，借款规模大幅下降所致。截至2022年末，公司借款余额为1,530.22万元，未来需持续关注借款的回收风险。

表7 近年公司向主要借款企业借款余额（单位：万元）

项目名称	2022 年末	2021 年末
岳西县瑞城房地产开发有限公司	0.00	3,260.00
安徽七星酒业有限公司	0.00	2,000.00

安徽省振岳工贸有限公司	1,180.22	1,000.00
安徽天馨工艺制品集团有限公司	0.00	0.00
安徽瑞林精科股份有限公司	0.00	0.00
安徽圆梦智能化科技有限公司	0.00	843.00
安徽亚泰环境工程技术有限公司	250.00	350.00
岳西县易业水晶工艺品制造有限公司	0.00	0.00
安徽映山红博览园文化发展股份有限公司	100.00	100.00
合计	1,530.22	7,553.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

租赁收入主要系公司将其名下办公楼、商铺等对外出租产生的租金收入。材料销售业务为公司2022年新增业务，主要为负责公司工程项目的施工方提供钢材等建筑材料，目的为通过统一协调、集中采购，降低施工方采购成本，材料销售业务相应毛利率也较低。

2022年，公司在财政补贴等方面获得政府的大力支持

作为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，自公司成立以来，岳西县政府等持续给予公司大力支持。2022年，公司在财政补贴等方面继续获得当地政府的较大支持，根据《岳西县人民政府关于拨付岳西县城市建设投资有限责任公司补贴收入的通知》（岳政秘[2022]138号），岳西县财政局向公司拨付了0.70亿元的财政补贴，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太(集团)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2020-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并报表范围无变化；截至2022年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

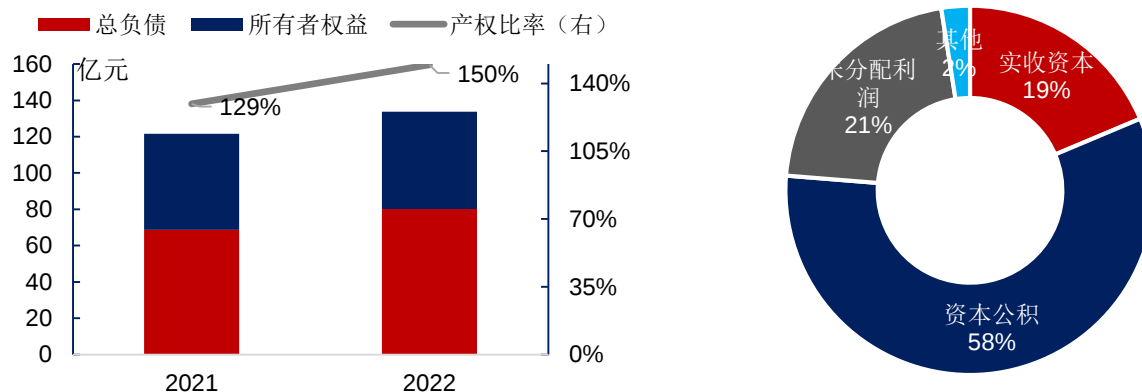
资本实力与资产质量

2022年，公司资产规模有所增加，但增量更多来自债务融资，公司资产以存货和应收款项为主，应收款项及其他非流动资产均存在回收及减值风险，资产质量一般，资产流动性较弱

2022年，伴随公司业务的推进，公司与岳西县国企及事业单位的往来款持续增加，相应其他应付款也大幅增加，公司产权比率持续上升，截至2022年末产权比率上升至149.53%，公司杠杆率较高；从权益结构来看，所有者权益主要为岳西县政府部门对公司资产及货币资金注入等形成的资本公积。

图 1 公司资本结构

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源: 公司 2020-2022 年审计报告, 中证鹏元整理

资料来源: 公司 2022 年审计报告, 中证鹏元整理

近年来公司资产规模持续增长, 公司资产以应收款项及存货为主, 2022年末上述资产合计占公司总资产的81.91%。应收账款主要为应收岳西县政府及各事业单位的工程款项等, 近年随着款项回收规模有所下降; 截至2022年末, 应收岳西县水利建设投资有限公司款项2.16亿元, 占比78.73%。其他应收款主要为应收往来款及借款, 截至2022年末, 其他应收款总计6.29亿元, 计提坏账准备305.72万元, 其中应收前五大客户分别为: 岳西瑞城 (2.46亿元, 占比38.99%, 主要为破产重整支出、代支付工程款)、安徽华蓝宜岳文旅发展有限公司 (1.67亿元, 占比26.41%)、岳西水投砂石运营管理有限公司 (0.70亿元, 占比11.07%)、岳西县润岳城市管网建设管理有限公司 (0.28亿元、占比4.50%) 和安徽朋润实业有限公司 (0.14亿元、占比2.27%), 其中岳西瑞城、安徽华蓝宜岳文旅发展有限公司和安徽朋润实业有限公司均为民营企业, 且岳西瑞城目前经营异常, 处于破产重整阶段, 存在多起被诉案件、限制高消费、欠税公告, 目前无明确的还款计划, 未来需持续关注民营企业借款的回款情况及损失风险。公司的存货主要为工程建设成本、待开发土地及库存商品; 随着工程项目不断推进, 2022年末, 工程建设成本增至90.96亿元, 主要为美丽岳西旅游扶贫项目、多处棚户区改造项目、道路学校等基础设施建设项目的前期投入成本; 截至2022年末, 待开发土地的账面价值为9.23亿元, 土地性质主要为出让, 土地用途主要为商服用地, 其中包含账面价值为1.56亿元的土地尚未办理权证。

表8 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.25	4.67%	5.85	4.81%
应收账款	2.75	2.05%	3.63	2.98%
其他应收款	6.29	4.70%	5.67	4.66%
存货	100.50	75.16%	90.93	74.73%
流动资产合计	116.90	87.42%	106.48	87.51%
固定资产	4.49	3.36%	4.65	3.82%
其他权益工具投资	3.82	2.86%	2.93	2.41%
其他非流动金融资产	3.98	2.97%	3.93	3.23%
其他非流动资产	4.46	3.33%	3.61	2.97%

非流动资产合计	16.82	12.58%	15.19	12.49%
资产总计	133.73	100.00%	121.67	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至 2022 年末，公司货币资金为 6.25 亿元，其中包含因存单质押而使用受限的资金 0.40 亿元。公司其他权益工具投资和其他非流动金融资产主要为对安徽岳西农村合作银行、岳西海源创业投资基金（有限合伙）、岳西新创股权投资基金（有限合伙）等企业的投资。公司固定资产主要为岳西县政府注入的天堂镇建设西路办公室、天堂镇高湾路办公房和供销大厦商场等资产。其他非流动资产主要为公司对安徽华岳矿物材料有限公司（以下简称“华岳矿物”）、安徽省汤城置业有限公司（以下简称“汤城置业”）、岳西瑞城破产重整的应收款项和收购债权等相关支出，目前华岳矿物、汤城置业、岳西瑞城的破产重整仍在进行，外部优先债权尚未完全清偿，公司产生的相关支出暂计入其他非流动资产。上述公司的重整支出由岳西县人民政府根据其 2021 年 4 月 20 日出具的岳政秘[2021]47 号文统筹安排，若项目后续开发资金回收无法覆盖公司投资支出，实际亏损由岳西县人民政府通过拨付货币资金或其他有效资产等形式补足。未来需持续关注这几家公司的破产重整进度及公司重整支出的回收情况。

受限资产方面，公司受限资产主要为用于银行借款抵押的土地资产和房屋建筑物，截至2022年末，公司总计10.68亿元资产使用受限。

表9 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4,000.00	存单质押
存货	72,888.20	贷款抵押
固定资产	29,942.58	贷款抵押
合 计	106,830.78	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产主要由应收款项、存货等构成；其中应收款项中民营企业欠款规模较大，存在回收风险；存货规模较大，占比很高，沉淀公司较多资金；公司资产流动性较弱，集中变现能力不强，部分资产使用受限，整体资产质量一般。

盈利能力

公司主营业务持续性较好，但主业盈利能力较弱，政府补助对公司利润水平贡献度较大

公司是岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责岳西县城城区内的道路、公益设施等基础设施工程及保障房的建设等工作。2022年，公司营业收入主要由工程建设业务和工程收入构成，受当期结转项目数量及规模的影响，2022年公司营业收入有所下降。截至2022年末，公司已签订代建协议的在建项目尚需投资规模较大，业务持续性较好，预计后续收入来源有保障。毛利率方面，公司工程建设业

务毛利率较为稳定，由于工程建设业务收入占比的下降，2022年公司销售毛利率有所下降。其他收益主要为公司收到的政府补助，2022年公司分别获得政府补助0.70亿元，有效提升了公司利润水平。整体来看，公司主业盈利能力较弱，政府补助对公司利润水平贡献度较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.79	6.93
营业利润	1.22	1.34
其他收益	0.70	0.87
利润总额	1.18	1.28
销售毛利率	15.04%	12.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年，公司债务规模持续增长，长短期偿债能力指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力

2022年，受工程项目投资规模增加的影响，公司持续增加银行借款、往来借款等，公司总债务规模有所增长。公司总债务以长期债务为主，截至2022年末长期债务占比总债务75.39%。公司债务以银行借款、其他借款（非标和往来借款）为主。其中，银行借款以长期借款中的保证借款和质押借款为主，质押物主要为公司名下的土地资产和房屋建筑物；公司应付债券为于2022年3月25日发行的企业债“22岳西债”，票面利率为4.90%。截至2022年末，公司长期应付款（包含一年内到期部分）主要公司与岳西县其他国企的往来借款、地方政府专项资金及少量非标借款。

公司应付账款主要为应付工程款，截至2022年末，公司应付账款主要为应付岳西县水利建设投资有限公司、安庆岳庐新型环保建材有限公司和肥西鹏缘园林绿化工程有限公司等企业的工程款；其他应付款主要为应付岳西县财政局、岳西县水利建设投资有限公司和岳西县天泰置业有限公司等当地国有企业与事业单位的往来款，具有一定的偿付弹性且无息；近年来伴随公司工程项目推进，融资需求的增加，往来款增长较快；2022年末，公司其他应付款较上年末大幅增长，主要系当期公司新增皖岳投资11.44亿元往来款所致。

表11 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.04%	12.48	2.41	-	-	10.07
债券融资	4.90%	6.20	0.22	-	-	5.98
其他融资（非标、往来）	6.02%	19.97	6.88	1.67	5.39	6.03
合计	5.75%	38.65	9.52	1.67	5.39	22.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.39	1.74%	0.78	1.14%
应付账款	0.75	0.93%	0.72	1.06%
其他应付款	33.99	42.41%	23.13	33.69%
一年内到期的非流动负债	8.03	10.02%	17.64	25.70%
流动负债合计	50.94	63.57%	42.83	62.41%
长期借款	10.07	12.57%	11.68	17.01%
应付债券	5.98	7.47%	0.00	0.00%
长期应付款	13.09	16.33%	14.09	20.52%
非流动负债合计	29.20	36.43%	25.80	37.59%
负债合计	80.13	100.00%	68.64	100.00%
总债务	38.65	48.24%	41.33	60.21%
其中：短期债务	9.52	11.88%	17.57	25.59%
长期债务	29.14	36.36%	23.76	34.62%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，受债务融资规模不断增加的影响，近年来公司资产负债率持续上升，2022年末资产负债率上升至59.92%；近年来，伴随公司短期债务规模的波动上升，公司现金短期债务比虽小幅上升但仍较弱，现金类资产对短期债务保障能力不足。近年来，公司EBITDA利息保障倍数变化不大，均不超过0.5，整体来看EBITDA对利息的保障程度较弱。

公司资金需求主要来自债务还本付息和工程项目开支。近年，公司经营活动净现金流波动较大，难以覆盖项目建设支出，且项目建设和回收周期较长，仍需依赖外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。截至2022年末，公司的银行授信剩余额度约为3.56亿元，备用流动性较少；近年债务规模增长较快，持续上升的债务规模及资金支出压力使公司面临较大的债务偿付压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	59.92%	56.41%
现金短期债务比	0.66	0.33
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.39

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明文件，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国市场主体登记管理条例》及其他法律法规的规定，制定了《岳西县城建设投资有限公司章程》。2022年，公司主要高管人员无变化。近一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；公司过去一年未因信息披露不合规而受到处罚。此外，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司作为担保人，存在0.80亿元关注类借贷余额，为进出口银行考虑到岳西县财力较弱，将公司作为担保人的2家当地民营企业借款列入关注类所致。岳西城投公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额为54.26亿元，占当期末所有者权益比重为101.24%，余额很大，占比很高，被担保对象虽主要为当地国有企业及事业单位，但大多未设置反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

表14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保到期日	担保余额	是否有反担保
安徽盛世天源国际养生文化发展有限公司	2024/7/31	7,000.00	是
安徽天云峰生态旅游开发有限公司	2024/10/30	1,480.00	否
岳西县经济开发区建设投资有限公司	2025/8/25	1,500.00	否
岳西县经济开发区建设投资有限公司	2026/3/27	3,937.50	否
	2026/3/27	1,050.00	否
岳西县交通发展有限公司	2035/4/24	8,088.24	否
	2035/4/24	13,970.59	否
安徽省岳西县自来水公司*	2023/1/11	150.00	否
岳西县县医院*	2023/2/5	948.35	否
	2023/2/11	336.87	否
岳西县中医院*	2023/3/15	299.26	否

岳西县人民法院*	2023/4/26	220.57	否
岳西县天泰置业有限公司	2036/7/23	18,280.00	否
	2036/6/28	9,140.00	否
安徽司空山投资发展有限公司	2024/5/23	1,000.00	否
岳西县天泰置业有限公司	2026/12/16		否
	2027/1/14	71,100.00	否
	2026/12/27		否
	2026/12/30		否
岳西县交通发展有限公司	2025/1/17	4,356.93	否
岳西县人民法院*	2023/2/20	5,000.00	否
岳西县天泰置业有限公司*	2023/5/15	3,000.00	否
岳西县农村发展投资有限公司		2,450.00	否
	2037/7/1	4,480.00	否
		770.00	否
安徽司空山投资发展有限公司	2035/3/16	1,134.98	否
	2035/3/16	2,865.02	否
岳西县天泰置业有限公司	2026/11/17	400.00	否
	2026/11/17	3,050.00	否
岳西县水利建设投资有限公司	2024/12/28	4,600.00	否
岳西县农村发展投资有限公司	2031/1/6	6,224.89	否
		224.95	否
		358.60	否
		350.35	否
	2039/5/17	1,243.00	否
		1,234.20	否
		1,849.10	否
岳西县农村发展投资有限公司		765.08	否
		331.69	否
岳西县农村发展投资有限公司	2031/1/6	644.84	否
岳西县交通发展有限公司	2024/3/22	7,700.00	否
岳西县水利建设投资有限公司	2024/4/7	9,400.00	否
岳西县旅游投资发展有限责任公司	2036/3/2	31,500.00	否
安徽皖岳投资集团有限公司	2026/6/21	26,248.00	否
岳西县经济开发区发展投资有限公司	2035/3/30	15,243.00	否
安徽皖岳投资集团有限公司	2026/9/29	7,000.00	否
岳西县农村发展投资有限公司	2036/6/20	340.00	否
岳西县金鸡产业发展有限公司	2024/11/11	4,100.00	否
岳西县旅游投资发展有限责任公司	2024/11/12	2,500.00	否
	2024/11/12	2,700.00	否

岳西县粮食资产运营有限责任公司	2024/11/15	3,400.00	否
	2024/11/15	2,000.00	否
岳西县国有水电有限公司	2024/11/18	3,700.00	否
	2024/11/18	3,800.00	否
安徽省岳西县自来水公司	2024/11/25	4,500.00	否
岳西县医院	2024/11/25	4,500.00	否
	2024/11/25	3,000.00	否
岳西县天泰置业有限公司	2024/12/27	4,800.00	否
	2024/12/27	3,000.00	否
岳西县旅游投资发展有限责任公司	2029/3/10	2,500.00	否
	2029/3/10	200.00	否
岳西县粮食资产运营有限责任公司	2025/3/30	2,000.00	否
岳西县春城园林绿化有限公司	2032/3/21	4,014.00	否
岳西县春城园林绿化有限公司	2032/3/21	1,000.00	否
岳西县春城园林绿化有限公司	2032/3/21	2,381.40	否
	2032/3/21	2,799.45	否
	2032/3/21	2,805.15	否
岳西县春城园林绿化有限公司	2032/3/21	2,000.00	否
岳西水投砂石运营管理有限公司	2031/12/28	67,500.00	否
岳西水投砂石运营管理有限公司	2032/3/31	500.00	否
岳西县金鸡产业发展有限公司	2025/4/12	1,800.00	否
岳西县旅游投资发展有限责任公司	2025/4/12	1,800.00	否
岳西县水利建设投资有限公司	2025/4/13	2,700.00	否
安徽省粽乡情食品有限公司	2025/5/7	5,800.00	否
安徽省岳西县自来水公司	2025/5/12	1,800.00	否
岳西水投砂石运营管理有限公司	2025/5/11	3,800.00	否
岳西水投砂石运营管理有限公司	2025/5/13	5,000.00	否
国有水电有限公司	2025/7/14	1,800.00	否
岳西县水利建设投资有限公司	2023/6/27	8,900.00	否
岳西县经济开发区发展投资有限公司	2032/7/28	15,000.00	否
	2027/5/16	5,000.00	否
安徽皖岳投资集团有限公司	2027/5/16	25,000.00	否
	2042/8/24	7,000.00	否
岳西县经济开发区发展投资有限公司	2037/8/11	12,221.65	否
岳西县农村发展投资有限公司	2037/10/20	6,000.00	否
安徽皖岳投资集团有限公司	2042/11/22	24,000.00	否
岳西水投砂石运营管理有限公司	2024/12/29	4,000.00	否
合计	-	542,587.66	-

注：截至 2023 年 5 月 15 日，标 “*” 被担保事项均已经到期偿还，不再存续。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是岳西县政府下属重要企业，为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，岳西县人民政府间接持有公司88.50%股权，为公司实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，岳西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）公司与岳西县人民政府的联系非常紧密。岳西县人民政府间接持有公司88.50%股权，岳西县人民政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的业务基本来源于岳西县人民政府及相关部门；公司自成立以来，公司受到岳西县人民政府支持的次数多且支持力度较大；未来公司与岳西县人民政府的关系比较稳定。

（2）公司对岳西县人民政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；公司在基础设施建设方面对政府贡献很大；公司债务违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

安徽担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

安徽担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保的保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

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，成立时注册资本18.60亿元。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年安徽担保合计收到来自安徽省财政厅的注资13.80亿元，截至2022年末安徽担保实收资本为232.26亿元，注册资本暂未变更，仍为186.86亿元，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15 截至2022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	232.26	100.00%

资料来源：安徽担保2022年审计报告，中证鹏元整理

安徽担保是安徽省重要的担保机构，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除再担保业务以外的担保业务。

安徽担保再担保客户主要为安徽省内各市、县担保机构，均属于安徽省再担保体系内成员。截至2022年末，安徽担保再担保业务担保余额为1,262.32亿元，同比上升28.93%，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2022年再担保业务同比快速增长。

安徽担保直接融资担保业务主要为信用债券担保，客户全部为安徽省内各市、县级城投类企业，被担保方主体信用级别均在AA-及以上，以AA为主。2022年末安徽担保直接融资担保业务余额同比大幅增长28.06%至608.14亿元。截至2022年末，安徽担保具备一定规模的直接融资担保储备项目，未来直接融资担保业务仍有一定发展空间。安徽担保间接融资担保客户群体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，整体客户资信实力较弱；近年来安徽担保为控制业务风险，逐步压缩中小企业类间接融资担保业务规模，截至2022年末间接融资担保业务余额为52.61亿元。安徽担保持续开展包括诉讼保全担保、工程保证担保以及其他非融资业务在内的非融资担保业务，2022年末非融资担保业务余额为35.44亿元，其中上述三类业务余额分别为22.40亿元、8.20亿元和4.84亿元。整体来看非融资担保业务规模较小，盈利能力有限。

2022年安徽担保本部共代偿5户8笔，总金额为1.09亿元，代偿项目均为间接融资担保业务，代偿5户均为民营企业。2022年再担保业务代偿户数为711户，合计代偿规模为21.25亿元，当期担保代偿率为2.69%。2022年安徽担保本部全口径当期担保代偿率为1.17%，较上年变化不大，全口径代偿追偿额为4.04亿元。

截至2022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3.70亿元、25.54亿元及2.47亿元，担保风险准备金合计为31.71亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为237.72%。

表16 安徽担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
融资担保余额	660.75	518.02	373.10
直接融资担保余额	608.14	474.89	328.32
间接融资担保余额	52.61	43.13	44.78
再担保余额	1,262.32	979.09	1,191.15
非融资担保余额	35.44	26.18	29.87

资料来源：安徽担保提供，中证鹏元整理

安徽担保资产主要为其他权益工具投资等股权资产，截至2022年末，安徽担保资产总额为336.42亿元，同比下降2.43%，主要是因安徽担保无偿划转持有的子公司安徽省科技产业投资有限公司（以下简称“安徽科技”）88.02%股权所致。截至2022年末，安徽担保货币资金为71.03亿元，占资产总额的比例为21.11%，无受限货币资金，整体来看货币资金规模较大，可对担保业务提供较好支撑。2022年末应收

款项类金融资产为4.25亿元，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。近年安徽担保应收代偿款规模较大，截至2022年末为13.34亿元，其中账龄超过1年的代偿款占比为72.14%，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，2022年末账面价值为208.82亿元，占资产总额比例的62.07%，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。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2022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20.53%、59.46%和19.52%，三类资产占比均符合监管要求。

截至2022年末，安徽担保负债总额为89.44亿元，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为3.70亿元和25.54亿元，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2022年末长短期借款余额分别为14.00亿元和4.50亿元，同年末应付债券余额30.00亿元，为2021年和2022年分别发行15.00亿元的2年期PPN产品，其中2021年发行的15亿元PPN产品将于2023年8月19日到期。截至2022年末安徽担保代管担保基金账面余额5.00亿元，无实际偿付压力。截至2022年末安徽担保所有者权益合计246.97亿元，其中实收资本232.26亿元，资本实力强。截至2022年末，安徽担保融资担保责任余额放大倍数为6.89倍。

安徽担保营业收入主要来源于担保费收入、投资收益和其他业务收入。得益于担保业务的快速发展，2022年安徽担保的担保费收入同比大幅增长73.63%，担保费收入占营业收入的比重提升至70.85%。近年来投资收益有所波动，2022年公司投资收益为1.43亿元，同比下降29.16%。此外，安徽担保于2022年6月30日无偿划出子公司安徽科投全部股权，导致计入其他业务收入的石油商品贸易业务收入不再纳入营业收入，受此影响，2022年安徽担保营业收入较2021年大幅下滑75.77%至10.24亿元。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，叠加代偿率较高，各年计提准备金规模较大，导致担保业务整体利润率较低。总体来看，近年来安徽担保的担保业务持续发展，但受代偿率较高影响计提准备金规模较大，安徽担保整体盈利能力较弱。

表17 安徽担保主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	336.42	344.79	289.12
货币资金	71.03	58.74	38.63
应收代偿款净额	13.34	12.96	12.80
所有者权益合计	246.97	235.74	217.69
营业收入	10.24	42.28	47.06
担保费收入	7.26	4.18	3.33
净利润	1.08	0.47	0.21

净资产收益率	0.11%	0.21%	0.10%
--------	-------	-------	-------

资料来源：安徽担保 2020-2022 年审计报告及安徽担保提供，中证鹏元整理

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。

综上所述，安徽担保股东背景强，职能定位重要，资本实力强，货币资金规模大，代偿能力极强。但中证鹏元也关注到，安徽担保盈利能力较弱，较大规模的股权投资削弱了安徽担保整体资产流动性。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

近年来，岳西县在固定资产投资的拉动下经济保持增长，大健康、大数据和大文旅产业发展较快，但在安庆市各区县中排名仍靠后，财政自给程度较低；公司作为岳西县重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责岳西县城区内的道路、公益设施等基础设施工程及保障房的建设等工作。虽然近年公司经营活动现金流波动较大，公司在建及拟建工程项目尚需投资金额较大，公司面临较大的资金压力和偿债压力，但公司工程建设业务持续性较好，未来收入较有保障，同时作为岳西县重要的投融资平台，公司在业务、资本金等方面持续获得政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。同时安徽担保提供的保证担保有效提升了“22岳西债”的安全性。

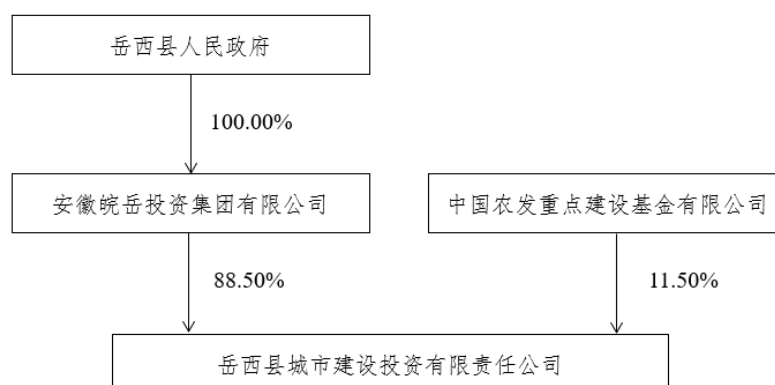
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“22岳西债”信用等级为 AAA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	6.25	5.85	0.70
应收账款	2.75	3.63	5.67
其他应收款	6.29	5.67	5.09
存货	100.50	90.93	76.81
固定资产	4.49	4.65	4.97
其他非流动资产	4.46	3.61	2.49
资产总计	133.73	121.67	102.42
短期借款	1.39	0.78	0.39
应付账款	0.75	0.72	0.59
其他应付款	33.99	23.13	10.30
一年内到期的非流动负债	8.03	17.64	2.77
流动负债合计	50.94	42.83	14.44
长期借款	10.07	11.68	14.31
应付债券	5.98	0.00	0.00
长期应付款	13.09	14.09	21.79
非流动负债合计	29.20	25.80	36.09
负债合计	80.13	68.64	50.54
其中：短期债务	9.52	17.57	3.15
总债务	38.65	41.33	37.47
所有者权益	53.59	53.04	51.88
营业收入	6.79	6.93	4.77
营业利润	1.22	1.34	1.07
其他收益	0.70	0.87	0.60
利润总额	1.18	1.28	1.08
经营活动产生的现金流量净额	2.54	2.99	-5.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.94	-1.63	-3.86
筹资活动产生的现金流量净额	-1.60	3.79	7.74
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	15.04%	12.75%	21.15%
资产负债率	59.92%	56.41%	49.34%
短期债务/总债务	24.62%	42.50%	8.42%
现金短期债务比	0.66	0.33	0.23
EBITDA（亿元）	1.42	1.50	1.23
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.39	0.42

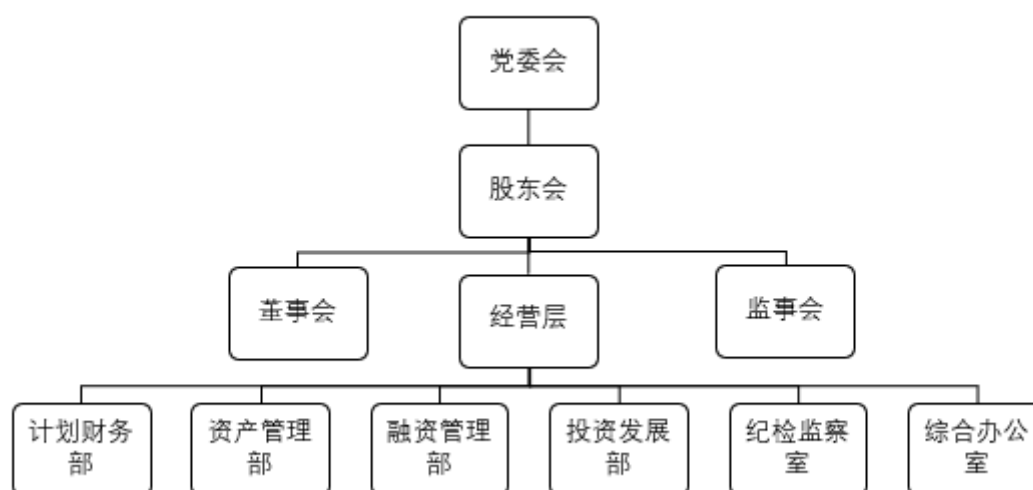
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
岳西城投建设工程有限公司	20,000.00	100.00%	建筑工程、市政公用工程、公路工程等
岳西弘华节能科技有限公司	1,000.00	51.00%	节能科技领域内的技术研发、技术服务等

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。