



2022年枞阳县投资发展有限公司县城新型 城镇化建设专项企业债券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年枞阳县投资发展有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券 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 枞阳债	AAA	AAA

评级日期

2023 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人: 王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员: 毛燕月
maoyy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：枞阳县投资发展有限公司（以下简称“公司”）是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，在区域内有较强的竞争力，业务持续性较强，且持续获得上级政府在政府补助方面的支持，同时，安徽省信用融资担保集团有限公司（简称“安徽担保”）提供的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，债务压力加大以及存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司仍将保持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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	156.81	142.53	138.93
所有者权益	77.42	75.65	72.30
总债务	78.63	66.40	64.29
资产负债率	50.62%	46.92%	47.96%
现金短期债务比	0.46	0.32	0.65
营业收入	13.69	12.14	11.93
其他收益	3.71	2.12	2.48
利润总额	1.82	1.17	1.93
销售毛利率	12.85%	14.31%	13.80%
EBITDA	5.60	4.66	5.05
EBITDA 利息保障倍数	1.50	1.55	1.73
经营活动现金流净额	15.35	-0.64	-10.57

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，业务持续性较好。**公司主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。截至 2022 年末，公司主要在建受托代建业务规模仍较大，公司业务可持续性较好。
- **公司在政府补助方面继续获得较大力度的外部支持。**2022 年公司继续获得了上级政府的财政补助，占同期利润总额的 204.33%，有效提升了公司的盈利水平。
- **安徽担保提供的保证担保有效提升了“22 枞阳债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，安徽担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22 枞阳债”的信用水平。

关注

- **资金大量沉积于应收款项、土地资产以及投资性房地产，非经营性资产规模较大，整体资产流动性仍较弱。**公司资产主要以公司因受托建设项目形成的应收账款、公司与政府部门及当地国企的往来款、土地资产以及投资性房地产为主，其中应收款项回收时间不确定；存货主要为土地资产、房屋建筑物及基础设施建设项目的投入成本，土地资产与房屋建筑物收益实现方式存在不确定性，基础设施建设项目的投入成本变现依赖当地政府结算安排，均对营运资金形成较大规模占用。
- **财务杠杆水平继续增加，债务压力有所增加。**2022 年公司继续增加在基础设施建设项目、土地资产、房产等方面的投资，由于项目回款速度慢，2022 年经营活动现金流净额虽然转为净流入，但不足以满足公司在项目投入与资产购置方面的资金需求，公司通过外部融资平衡资金缺口，使得公司总债务规模继续增加，财务杠杆水平提升至 50.62%。考虑到 2022 年末公司主要基础设施建设项目后续资金缺口仍较大，未来公司仍需通过融资平衡资金缺口。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额较大，占当期末净资产的 26.51%，被担保对象均为枞阳县当地国企与事业单位，但均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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	7/7
	区域状况初始评分	2/7		财务状况	4/7
	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					4
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

公司是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，枞阳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与枞阳县人民政府的联系非常紧密以及对枞阳县人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为枞阳县人民政府提供支持的能力很强，主要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 枞阳债	2022-6-28	罗力、刘玮	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
AA-/稳定	AAA/22 枞阳债	2021-9-23	罗力、万蕾	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 枞阳债	6.00	6.00	2022-6-28	2029-5-27

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年5月27日发行7年期6亿元企业债券，募集资金计划用于枞阳县铝基新材料技术研发转化中心与智能化厂房及配套设施项目（以下简称“募投项目”）及补充公司营运资金。截至2023年3月21日，“22枞阳债”募集资金专项账户余额为14.57万元。

三、发行主体概况

2022年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2022年末，公司注册资本为10.00亿元，实收资本为9.70亿元，枞阳县国资委直接持有公司100%股权，系公司实际控制人。

2023年6月，公司股权被100.00%划转至安徽铜都投资集团有限公司，实际控制人变更为铜陵市国有资产监督管理委员会。

公司是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。2022年，公司合并范围变化情况为新设1家子公司，注销2家子公司。截至2022年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有18家，具体见附录四所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽玄武新材料有限公司	100.00%	30,000.00	其他采矿业	新设

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
枞阳县徽灾灾后重建企业发展基金（有限合伙）	39.22%	5,100.00	商务服务业	注销
枞阳县会宫供水有限责任公司	100.00%	50.00	自来水生产和供应	注销

资料来源：公开信息、公司2022年审计报告，中证鹏元整理

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。

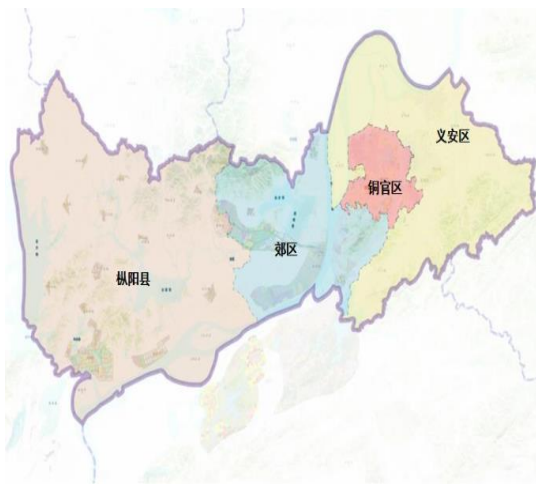
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面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。

区域经济环境

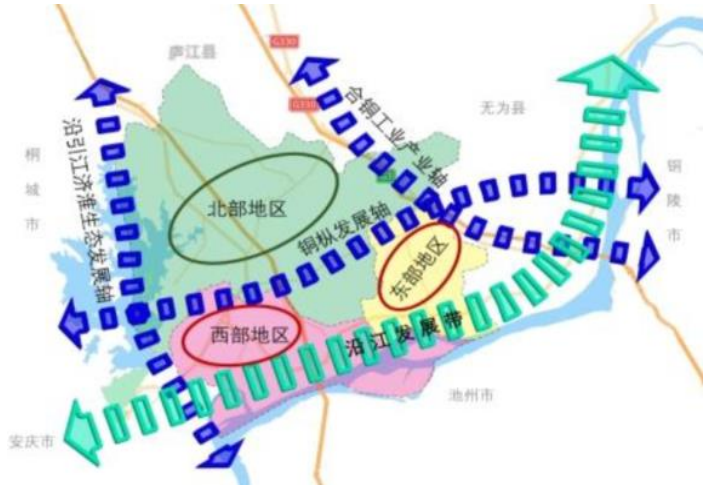
枞阳县隶属于安徽省铜陵市，区域内农业、渔业资源丰富，形成铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，经济总量保持增长，但人均GDP及财政自给率较低，地方政府债务余额增长较快

区位特征：枞阳县隶属于安徽省铜陵市，县内农业、渔业资源丰富，但交通基础设施较薄弱。枞阳县是安徽省铜陵市14个区县之一，位于安徽省中南部，长江下游北岸，东与铜陵郊区交界，距芜湖市90公里左右，西距安庆市20公里，南距池州市20公里左右，距省会合肥市120公里。目前县内有国道5条（含高速公路）、省道6条，形成以国省道为主骨架的公路交通网；同时，县境内长江现有千吨级货运码头1座，500吨级货运码头两个，沿江港口年吞吐能力约2,400万吨。但县域内尚无客运高铁站点和民航机场，全县交通基础设施较薄弱。枞阳县生态适宜，境内有菜籽湖、白荡湖、两赛湖三大水系，渔业基础设施配套良好，是全国渔业重点县、安徽省水产开发示范县，同时是粮食生产大县、全国重要的粳糯稻生产基地。2018年下半年，经安徽省政府批准，安徽省民政厅下发《关于同意枞阳县与铜陵市郊区部分行政区划调整的函》（皖民地函〔2018〕483号），将枞阳县老洲镇、陈瑶湖镇、周潭镇划归铜陵市郊区管辖。截至目前，全县总面积1,473.39平方公里，辖16个乡（镇）。依照第七次全国人口普查结果，枞阳县常住人口46.91万人，较2010年下降32.58%，并且60岁以上人口占比较2010年上升了11.79个百分点，劳动年龄人口占比下降，人口老龄化程度加剧。

¹ 枞阳县原隶属于安庆市，2016年划入铜陵市管辖。

图 1 铜陵市行政区划图


资料来源：铜陵市人民政府网站

图 2 枞阳县总体空间布局示意图


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

经济发展水平：近年来固定资产投资是拉动枞阳县GDP规模增长的主要驱动因素，经济发展水平及人均GDP水平均较低。近年来枞阳县地区生产总值持续增长，但近年来平均增速低于全国水平。受突发公共卫生事件影响，2020年枞阳县各项经济指标均处于相对较低水平，2021年枞阳县各项经济指标逐步恢复，固定资产投资与社会消费品零售总额指标均取得较大幅度增长。枞阳县GDP主要由第三产业构成，近年来在生产总值中的占比明显提升，2021年全县三次产业结构为17.1：28.8：54.1，但伴随着枞阳县近年来重大工业投资项目的落地，2021年第二产业占比有所提升，但工业基础仍较为薄弱，2021年工业生产总值仅35亿元，在铜陵市范围内排名末位，排名倒数第二位的铜陵市郊区工业生产总值是枞阳县的近两倍。枞阳县系农业大县，农业人口占比高，并且区域内产业结构以劳动密集型产业居多，因此人均GDP水平较低，2022年人均GDP水平仅为全国人均GDP的49.58%。投资及消费是拉动枞阳县经济增长的主要动力，投资方面，2021年枞阳县固定资产投资以第三产业投资为主（占比69.21%），主要为房地产投资与基础设施建设投资，当年完成投资较上年增加20亿元。消费方面，2021年全县社会消费品零售总额增速较快，但2022年增速放缓，基本与2021年水平相持平。

表2 2022年铜陵市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
铜官区	372.2	2.8%	8.3	15.4	7.58
枞阳县	196.7	3.3%	4.2	12.6	8.29
义安区	200.4	4.2%	8.8	20.7	-
郊区	-	1.2%	-	4.5	-

注：标“-”数据未公告；人均GDP按第七次全国人口普查当地常住人口数计算；一般公共预算收入包含留抵退税金额。
 资料来源：各区县政府网站，中证鹏元整理

表3 枞阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	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）	196.7	3.3%	188.3	6.6%	168.2	3.2%
固定资产投资	-	7.4%	-	127.0%	-	2.5%
社会消费品零售总额	94.6	-1.4%	96.0	20.7%	79.5	2.9%
人均GDP（元）		42,338		40,149		35,860
人均GDP/全国人均GDP		49.40%		49.58%		49.50%

注：“-”数据未公告；2020-2021年固定资产投资增长率为固定资产投资（不含农户）增长率；2020-2021年人均GDP均根据铜陵市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：枞阳县人民政府网站、中证鹏元整理

产业情况：枞阳县以重点企业为核心，形成铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群。近年来枞阳县着力推进“工业强县”战略，以金誉为龙头，构建铝基新材料特色产业基地；以万华为核心，建设绿色家居智造产业集群，打造以铝基新材料、绿色家居智造为双首位的“2+4+X”产业体系。“十三五”期间，省级铝基新材料特色产业集群（基地）、高性能铝基新材料重大新兴产业工程成功获批，金誉二期、万华秸秆板、华驰动能等一批重点项目建成投产。截至2021年底，枞阳县已有规模以上工业企业124家、战略性新兴产业企业23家、高新技术企业27家。此外，依托环境及自然资源特征，枞阳县在农业方面形成粮食生产和水产大县重要地位。但整体来看，工业带动性不强，传统商贸业占比较高，未来枞阳县将继续以金誉为龙头，以万华为核心，构建“双首位”产业，同时推动纺织服装、汽车零部件等产业产值超百亿元，积极发展新兴产业。

财政及债务：近年枞阳县财政收入持续增长，但财政自给率较弱，地方政府债务余额增长较快。剔除留抵退税因素的影响，近年来枞阳县一般公共预算收入持续增长，税收收入占比尚可，但财政自给率偏弱。区域债务方面，枞阳县地方政府债务余额逐年攀升，2021年新增政府专项债券12.10亿元导致年末地方政府债务余额相对较快增长，2022年地方政府债务余额已逼近债务限额，其中专项债余额在限额中的占比为98.61%，考虑到枞阳县“十四五”期间基础设施、民生工程等领域建设任务仍较重，预计枞阳县对地方政府债务的偿债压力会继续增加。

表4 枞阳县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	12.56	11.21	10.15
税收收入占比	68.49%	70.95%	-
财政自给率	25.99%	23.21%	21.72%
政府性基金收入	8.29	5.59	8.18
地方政府债务余额	70.19	62.00	48.82

注：“-”数据未公告。

资料来源：枞阳县人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：目前，枞阳县发债投融资平台仅公司 1 家。是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，主要负责枞阳县城镇基础设施、自来水供应等业务。

五、经营与竞争

公司是枞阳县城镇基础设施核心建设主体，代建业务规模在区域内排名第一；截至2022年末公司代建项目规模仍较大，为后续业务的可持续性提供了有力支撑

公司在枞阳县范围内从事受托建设项目、供水业务、保安服务、检测业务、机动车培训等业务，2022年公司营业收入规模继续保持增长态势。从收入结构来看，2022年受托建设项目收入仍为公司营业收入与毛利润的第一大来源。由于公司受托建设项目与政府部门按照固定加成比例进行结算，2022年受托建设项目毛利率依然维持在13.04%。

表5 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
受托建设项目	126,109.43	92.09%	13.04%	108,825.61	89.65%	13.06%
供水业务	4,827.05	3.52%	49.00%	5,805.00	4.78%	43.93%
保安服务	478.14	0.35%	21.71%	493.91	0.41%	29.71%
检测业务	379.68	0.28%	17.60%	242.56	0.20%	-28.74%
机动车培训	274.88	0.20%	27.44%	292.55	0.24%	29.42%
其他业务	4877.16	3.56%	-29.99%	5,734.22	4.72%	7.74%
合计	136,946.34	100.00%	12.85%	121,393.86	100.00%	14.31%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司受托建设项目完工后由政府单位负责回购，业务模式清晰，2022 年末公司仍有较大规模的在建项目可供结转为收入，公司项目代建业务可持续性较好，但公司在建项目尚需较大规模资金投入，公司仍面临较大的资金压力

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，主要由公司本部、枞阳县国有资本投资运营有限公司（以下简称“枞阳国资”）、枞阳县交通投资有限公司（以下简称“枞阳交投”）以及枞阳县水务建设投资有限公司（以下简称“枞阳水务”）运营。公司承接的受托代建项目均与枞阳县人民政府签订了《建设项目代建合作框架协议》，公司通过融资等方式筹措资金并实施项目建设，建成后由政府在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代建项目结算单确认收入并结

转成本。

2022年公司受托建设项目收入主要来自光伏扶贫项目工程、枞阳县上码头改造项目等，各项目投资回报率均为15%。

表6 公司 2022 年受托建设项目收入情况（单位：万元）

项目名称	结转收入	结转成本
光伏扶贫项目工程	44,468.33	38,668.11
枞阳县城市停车场建设项目	26,158.79	22,746.77
农村公路灾后恢复工程	6,940.87	6,035.54
枞阳县上码头改造项目	36,176.37	31,457.72
白荡湖流域枞阳段河道整治项目	12,365.07	10,752.23
合计	126,109.43	109,660.37

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资15.42亿元，后续资金需求为6.33亿元，公司仍面临较大的资金压力；公司的在建项目中，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为本期债券的募投项目，未来收益的实现方式来源于智能化厂房、综合楼、技术研发中心、智慧仓储中心等建筑物的出租收入，截至2022年末，本期债券募投项目尚处于建设期中，已投资金额占计划总投资比例为70.71%。公司代建项目已投资4.02亿元，使得公司仍有较大规模的已完工未结算代建项目，代建业务收入可持续性仍较好。但值得注意的是，公司自营规模较大，未来能否实现预期收益存在一定的不确定性。

表7 截至 2022 年末公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签代建协议
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	7.17	5.07	否
枞阳县铝基新材料产业园基础设施	1.04	1.04	是
卫健委医疗机构能力提升项目	2.10	0.28	是
枞阳抗洪应急抢险工程	2.00	1.52	是
2020年抗洪救灾应急抢修工程	2.00	0.55	是
枞阳县 2021 年度土地复垦项目	1.11	0.63	是
合计	15.42	9.09	-

资料来源：公司提供

供水等业务丰富了公司收入来源，有一定盈利能力，但收入规模仍较小，尚不足以对营业收入形成有效补充

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8.24万立方米，服务人口36余万人，服务面积522平方公里。2022年公司实现供水业务收入较2021年略有下降主要原因系当年自来水新用户的开户收入减少所致，总体来看，公司供水业务毛利率基本保持稳定。

表8 2021-2022年公司供水量及售水量情况

项目		2022年	2021年
设计供水能力	万吨	3,007	3,007
	万吨/日	8.24	8.24
实际供水量	万吨	2,800	2,001
	万吨/日	7.7	5.5
实际售水量	万吨	2,100	1,795
	万吨/日	5.8	4.9

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。因2021年新增的交通监测板块前期成本投入较多，当年检测业务亏损，2022年检测业务转为盈利。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。2022年上述业务对公司收入贡献仍较小。

2022年公司在政府补助方面继续获得较大的外部支持，有效提升了盈利水平

作为枞阳县市政基础设施建设的投融资核心主体，公司继续在政府补助方面获得较大力度的外部支持。2022年公司获得3.71亿元政府补助，占同期利润总额的204.33%，有效提升了当年利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

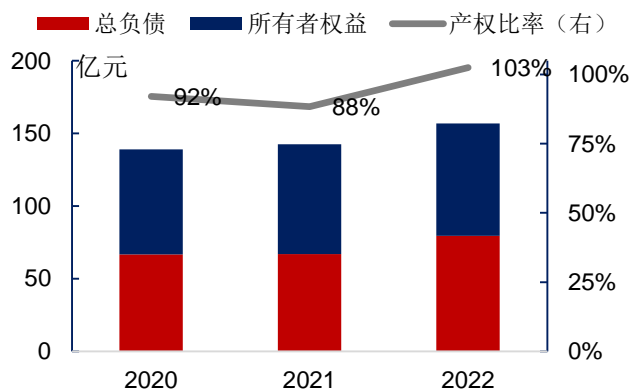
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，以及经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围变化情况为新设1家子公司，注销2家子公司。截至2022年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有18家。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模继续保持增长，但增量资产主要来源债务融资，使得2022年公司财务杠杆水平继续提升；公司资产以公司对政府单位、当地国企的应收款项、土地与房产、委托代建项目的投入成本为主，对公司营运资金占用规模较大，公司整体资产流动性仍较弱

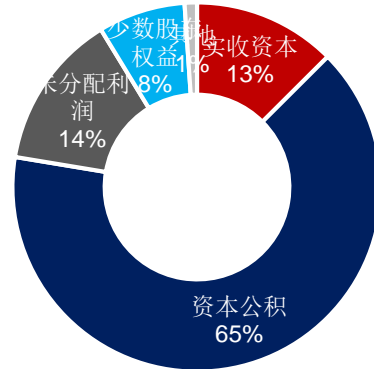
为满足公司对在建项目的持续投入、资产购置等方面的资金需求，2022年公司债务融资规模有所增加，使得公司产权比率较2021年末抬高15个百分点至103%，财务杠杆水平明显提升。从权益结构来看，公司所有者权益以政府资产注入所形成的资本公积为主，同时实收资本、少数股东权益、未分配利润也占一定比重。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模仍保持增长，当年末资产规模达到2021年末的1.10倍，公司资产仍以应收款项、存货、投资性房地产为主。截至2022年末上述资产合计在公司资产总额中的占比为75.18%。

应收账款主要来自受托建设业务，公司应收对象主要为枞阳县建设投资有限公司（以下简称“枞阳建投”）²、枞阳县财政局，合计占应收账款余额的99.69%，2022年末略有下降主要原因是受托建设业务回款，公司应收枞阳建投的受托建设款项有所减少；其他应收款方面，2022年末公司对枞阳县财政局、安徽长江农业农村投资发展有限公司以及枞阳建投的其他应收款合计占其他应收款期末余额的94.79%。综合来看，公司应收款项规模较大，部分款项账龄较长，对营运资金形成较大占用。2022年末公司存货主要为土地资产、房屋建筑物及合同履行成本，公司当年已新办理部分产权证，其中，年末土地资产账面价值26.69亿元，其中9.71亿元尚未完成权证办理，已办妥权证的土地资产以商业用地为主，土地性质均为出让；房屋及建筑物合计12.31亿元，其中8.36亿元尚未取得权证；合同履行成本合计7.27亿元，系卫健委医疗机构能力提升项目、枞阳经开区铝基新材料产业园基础设施项目及2020年抗洪救灾应急抢险

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

工程等代建项目投入。

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金主要系存出投资款、POS款项等，无因质押、冻结受限的货币资金，由于2022年受托代建项目回款较多的原因，2022年末公司货币资金账面余额有所增长。公司长期股权投资主要为公司依照政府部门要求对产业类企业的股权投资，2022年公司长期股权投资账面价值有所增长主要原因系新增对铜陵万华禾香板业有限公司19.63%的长期股权投资所致。公司投资性房地产为土地使用权与房屋建筑物，截至2022年末仍有5.73亿元土地使用权与房屋建筑物尚未完成权证办理，2022年末账面价值有所减少主要系累计摊销与折旧原因所致。受2022年公司在本期债券募投项目上的投入增加的影响，公司在建工程账面余额大幅增长。受2022年公司新增对枞阳县白梅乡安山岩矿整治投入的影响，公司其他非流动资产中新增矿山征地费用，使得当年其他非流动资产账面余额大幅增长。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押应收账款、土地资产与房屋建筑物为主，截至2022年末，公司因抵质押而受限的资产账面价值合计为5.28亿元，占同期总资产的比重为3.37%。

总体来看，近年来公司总资产持续增加，应收款项、存货、投资性房地产规模较大，其他应收款对营运资金造成较大占用，存货的变现受项目投资进度、销售进度和政府财政资金结算安排影响，长期股权投资主要系依照政府要求开展的产业投资，投资损益的变动可能会对公司利润总额造成侵蚀。整体来看，公司资产流动性较弱。

表9 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	7.07	4.51%	3.76	2.64%
应收账款	32.12	20.49%	32.46	22.77%
其他应收款	25.22	16.08%	27.30	19.15%
存货	46.36	29.57%	47.29	33.18%
流动资产合计	112.12	71.50%	113.37	79.54%
长期股权投资	8.69	5.54%	7.27	5.10%
投资性房地产	14.18	9.04%	14.57	10.22%
在建工程	6.24	3.98%	0.91	0.64%
其他非流动资产	12.06	7.69%	3.47	2.44%
非流动资产合计	44.69	28.50%	29.15	20.46%
资产总计	156.81	100.00%	142.53	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入规模继续保持增长，政府补助仍是公司利润的重要来源

主要受公司受托建设项目结算规模扩大的影响，2022年公司营业收入规模继续保持增长，考虑到目前公司仍有一定的代建项目储备，但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。2022年公司获得的政府补助占当期利润总额的204.33%，仍有效提升了公司盈利水平。

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	13.69	12.14
营业利润	1.85	0.58
其他收益	3.71	2.12
利润总额	1.82	1.17
销售毛利率	12.85%	14.31%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年来公司总债务规模增长速度较快，财务杠杆水平较高且近年来持续提升，EBITDA利息保障水平有所弱化，公司债务压力有所加重

为满足公司在项目建设投资、资产购置等方面的资金需求，2022年公司继续通过债务融资平衡资金需求。2022年公司短期债务集中度有所上升，并且总债务仍以长期债务为主。从各项债务类型来看，截至2022年末公司债务包括银行借款、债券融资、融资租赁等，其中银行借款与债券仍为公司主要的融资方式，而银行借款多有抵质押等担保措施。

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	4.98%	62.26	9.63	12.34	15.61	24.68
债券融资	5.49%	14.61	1.99	1.99	1.20	9.43
非标融资	-	1.76	0.35	0.40	0.68	0.33
合计	-	78.63	11.97	14.73	17.49	34.44

资料来源：公司提供

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	2.80	3.53%	3.03	4.54%
一年内到期的非流动负债	12.58	15.85%	8.58	12.82%
流动负债合计	16.00	20.16%	12.18	18.21%
长期借款	49.83	62.77%	44.34	66.30%
应付债券	12.02	15.14%	8.44	12.62%
其他非流动负债	0.71	0.89%	1.10	1.65%

非流动负债合计	63.38	79.84%	54.70	81.79%
负债合计	79.38	100.00%	66.88	100.00%
总债务	78.63	99.05%	66.40	99.28%
其中：短期债务	15.38	19.37%	11.61	17.36%
长期债务	63.25	79.68%	54.79	81.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，主要受债务融资规模增加的影响，2022年公司资产负债率继续上升。并且债务规模的增加使得公司利息支出也有所增加，2022年EBITDA利息保障倍数有所弱化。

公司流动性需求主要来自债务还本付息、项目开支以及资产购置等。受2022年公司与政府加强结算的原因，公司经营活动现金流转为流入，但不足以满足公司项目建设、资产购置、产业投资等方面带来的资金缺口，并且公司对枞阳建投以及政府的回款时间存在不确定性，未来仍有新增外部融资的需求，预计中短期内债务规模将持续攀升。考虑到公司作为枞阳县城镇基础设施核心建设主体，并且系枞阳县唯一的发债主体，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末，银行授信总额达83.46亿元，尚未使用授信额度为1.17亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	50.62%	46.92%
现金短期债务比	0.46	0.32
EBITDA 利息保障倍数	1.50	1.55

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 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《枞阳县投资发展有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开信息查询结果，公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《枞阳县投资发展有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开查询结果，公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照相关法律法规及公司章程等要求建立了法人治理机构，并对董事、监事和高级管理人员的职权和义务进行了明确的规定。2022年，公司治理结构与高管人员均未发生变动。近三年未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

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，公司本部（报告查询日 2023 年 05 月 31 日）、枞阳国资（报告查询日 2023 年 05 月 31 日）、枞阳交投（报告查询日 2023 年 05 月 31 日）、枞阳水务（报告查询日 2023 年 05 月 31 日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司共为7家关联方单位提供担保，被担保对象均为枞阳县当地国企与事业单位，担保金额合计20.53亿元，占当期末净资产的26.51%，使得公司面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日
枞阳县建设投资有限公司	16,800.00	2028/10/16
枞阳县建设投资有限公司	67,000.00	2035/12/26
枞阳县建设投资有限公司	40,000.00	2035/6/27
枞阳县建设投资有限公司	24,950.00	2037/2/27
枞阳县建设投资有限公司	4,350.00	2022/6/23
安徽长江农业农村投资发展有限公司	8,200.00	2026/8/26
安徽长江农业农村投资发展有限公司	2,900.00	2024/2/3
铜陵绿源秸秆收储服务有限公司	2,900.00	2024/2/6
枞阳县文化旅游开发管理有限公司	18,921.00	2037/12/21
枞阳县文化旅游开发管理有限公司	5,800.00	2027/1/22
铜陵市桑源资产运营管理有限公司	10,000.00	2062/9/14
安徽省枞阳中学	3,450.00	2025/6/15
合计	205,271.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是枞阳县人民政府下属重要企业，截至2022年末枞阳县国资委直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，枞阳县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与枞阳县人民政府的联系非常紧密。公司股权原由枞阳县国资委100%持有，于2023年6月被100.00%划转至安徽铜都投资集团有限公司，考虑到公司人员依然由枞阳县国资委任命，并且公司受托代建项目结算单位依然为枞阳县财政局，因此枞阳县人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且2020-2022年来自政府的代建项目收入在公司营业收入中的占比超过80%，此外，近三年公司接受政府部门在资产划拨、财政补贴等方面支持次数较多，公司与枞阳县人民政府的联系比较稳

定。

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

九、债券偿还保障分析

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

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

安徽担保成立于2005年11月，原名安徽省信用担保集团有限公司，是在安徽省中小企业信用担保中心、安徽省创新投资有限公司的基础上，吸纳安徽省科技产业投资有限公司、安徽省经贸投资集团有限责任公司，由安徽省人民政府全额出资成立的省级担保机构，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。2022年安徽担保净资产收益率为0.45%，较2021年上升0.24个百分点，但仍处于较低水平。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	0.45%	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

枞阳县逐步形成铝基新材料、绿色家居智造两大产业集群，未来具有一定发展空间。公司作为枞阳县城镇基础设施核心建设主体、当地唯一发债平台，主要经营受托项目建设、供水等业务板块。虽然公司项目建设面临较大资金压力，且2022年末总债务规模较大，偿债压力有所增加，但公司获得较多当地政府委托工程项目，2022年末主要在建、拟建受托建设项目规模较大，供水等业务可丰富公司收入来源，业务整体持续性较好。此外，公司2022年继续获得当地政府在财政补助方面的支持。

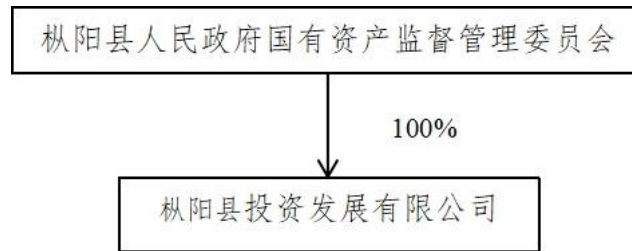
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“22枞阳债”信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.07	3.76	8.72
应收账款	32.12	32.46	28.90
应收票据及应收账款	32.12	32.46	28.90
其他应收款	25.22	27.30	28.30
存货	46.36	47.29	43.36
流动资产合计	112.12	113.37	110.62
固定资产	1.12	1.17	1.12
在建工程	6.24	0.91	0.48
非流动资产合计	44.69	29.15	28.31
资产总计	156.81	142.53	138.93
短期借款	2.80	3.03	5.55
应付账款	0.12	0.10	0.21
一年内到期的非流动负债	12.58	8.58	7.85
流动负债合计	16.00	12.18	15.74
长期借款	49.83	44.34	38.46
应付债券	12.02	8.44	10.87
长期应付款	0.69	0.64	0.00
非流动负债合计	63.38	54.70	50.89
负债合计	79.38	66.88	66.63
其中：短期债务	15.38	11.61	13.40
总债务	78.63	66.40	64.29
所有者权益	77.42	75.65	72.30
营业收入	13.69	12.14	11.93
营业利润	1.85	0.58	1.14
其他收益	3.71	2.12	2.48
利润总额	1.82	1.17	1.93
经营活动产生的现金流量净额	15.35	-0.64	-10.57
投资活动产生的现金流量净额	-20.39	-4.68	-5.57
筹资活动产生的现金流量净额	7.78	0.92	14.22
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	12.85%	14.31%	13.80%
资产负债率	50.62%	46.92%	47.96%
短期债务/总债务	19.56%	17.49%	20.85%
现金短期债务比	0.46	0.32	0.65
EBITDA（亿元）	5.60	4.66	5.05
EBITDA 利息保障倍数	1.50	1.55	1.73

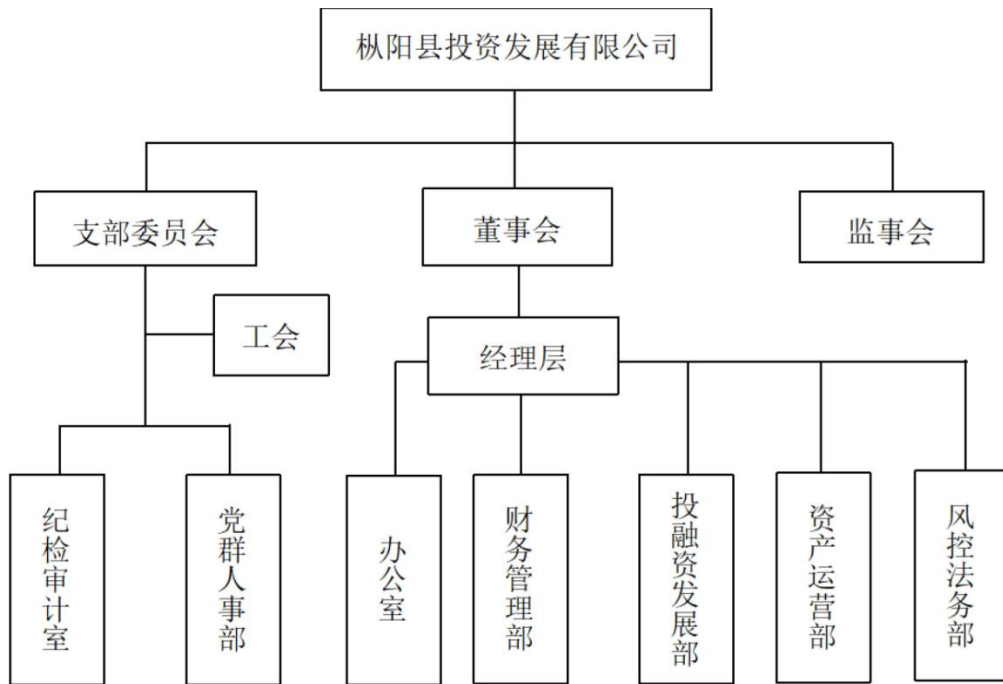
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

子公司全称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
枞阳县国有资本投资运营有限公司	城市基础设施投资	74,000.00	91.89
枞阳县城镇建设投资有限公司	多渠道筹措建设资金	34,200.00	100.00
安徽玄武新材料有限公司	其他采矿业	30,000.00	100.00
枞阳县交通投资有限公司	交通基础设施的投资、建设、经营、管理	20,000.00	100.00
枞阳县水务建设投资有限公司	水利工程建设	20,000.00	70.00
枞阳县玉龙石料有限公司	玄武岩露天开采、销售	17,000.00	51.00
枞阳县战略性新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	战略性新兴产业投资、管理及咨询服务	11,200.00	89.29
枞阳县纾困投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资、创业投资、投资管理	10,001.00	59.99
枞阳县土地复垦整治投资发展有限公司	土地整治	10,000.00	100.00
枞阳宏实教育投资有限公司	教育项目投资与管理	10,000.00	100.00
安徽棕阳疏浚有限责任公司	水污染治理	1,000.00	51.00
枞阳县公用工程有限责任公司	市政公用工程施工总承包	502.00	56.00
枞阳县保安服务有限责任公司	安全技术防范；物业管理	110.00	100.00
枞阳县自来水有限责任公司	自来水供应	109.00	100.00
枞阳县机动车驾驶员培训有限公司	驾驶员从业资格培训	106.00	100.00
枞阳县祥盛机动车安全技术检验有限责任公司	机动车安全技术检验	60.00	100.00
枞阳县官埠桥供水有限责任公司	生活饮用水生产、管道安装	52.00	96.15
枞阳县交通运输综合服务有限公司	汽车综合性能检测	50.00	100.00

资料来源：2022 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

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。