

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0316号

安徽乐行城市建设集团有限公司：

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

东方金诚国际信用评估有限公司
信评委主任

二〇二六年六月二十二日

信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司
2026年6月22日

安徽乐行城市建设集团有限公司主体及 “20乐行专项债/20乐行债”2026年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定			2026/6/22	AA/稳定	李英博	王惠婷
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
20乐行专项债/20乐行债	AAA	AAA	经营风险	区域环境	100.0%	62.0
				业务运营	100.0%	65.5
			财务风险	盈利与获现能力	45.0%	16.5
债务负担	20.0%	12.0				
			债务保障程度	35.0%	13.8	
调整因素					无	
个体信用状况 (BCA)					a	
评级模型结果					AA	
外部支持调整子级					3	
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

主体概况

安徽乐行城市建设集团有限公司是亳州市涡阳县重要的基础设施及安置房建设主体，主要从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事租赁服务、光伏发电、建材销售等业务。

截至2025年末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，安徽伯阳城建控股集团有限公司为公司唯一股东，涡阳县财政局（涡阳县政府国有资产监督管理委员会）为公司实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，亳州市及涡阳县经济实力很强；公司业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东及相关各方的支持；重庆兴农融资担保集团有限公司对“20乐行专项债/20乐行债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临一定的资本支出压力，资产流动性依然较弱，存在短期偿债压力和代偿风险，经营活动现金流规模仍存在一定的不确定性。综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“20乐行专项债/20乐行债”的信用等级为AAA。

同业比较

项目	安徽乐行城市建设集团有限公司	泗阳县佳鼎实业有限公司	重庆渝垫国有资产经营集团有限公司	南充市顺投发展集团有限公司
地区	亳州市涡阳县	宿迁市泗阳县	重庆市垫江县	南充市顺庆区
GDP总量(亿元)	567.20	825.23	582.10	549.93
人均GDP(元)	-	-	90000	66216
一般公共预算收入(亿元)	25.62	36.00	35.08	16.67
政府性基金收入(亿元)	26.02	48.54	24.01	32.98
地方政府债务余额(亿元)	242.23	241.36	223.02	170.36
资产总额(亿元)	368.09	138.97	391.37	354.31
所有者权益(亿元)	135.83	63.74	211.01	127.28
营业收入(亿元)	11.40	5.86	19.29	20.39
净利润(亿元)	0.67	1.80	2.18	1.25
资产负债率(%)	63.10	54.13	46.08	64.08

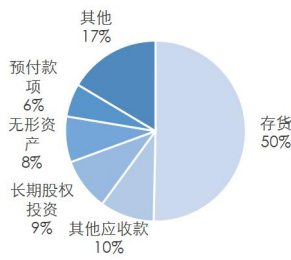
注1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA的同行业企业，表中数据年份均为2025年，标“-”系未获取数据。

注2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理。

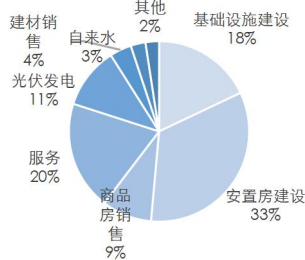
¹ 该主体信用等级及评级展望在2027年6月21日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

主要指标及依据

公司资产构成 (2025年末)



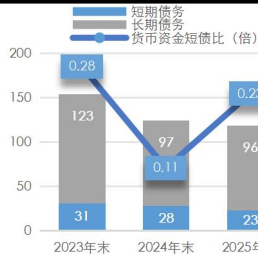
公司营业收入构成 (2025年)



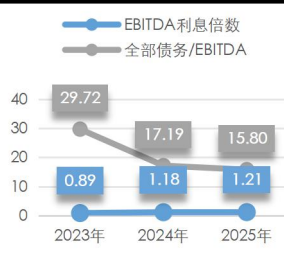
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2023年	2024年	2025年
资产总额	420.92	378.98	368.09
所有者权益	147.64	136.07	135.83
营业收入	11.52	9.93	11.40
净利润	0.53	0.89	0.67
全部债务	154.25	124.79	118.73
资产负债率	64.93	64.10	63.10
全部债务资本化比率	51.09	47.84	46.64

公司债务构成 (单位: 亿元)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2023年	2024年	2025年
地区	亳州市涡阳县		
GDP 总量	470.55	545.10	567.20
人均 GDP (元)	41082	47929	-
一般公共预算收入	22.06	24.66	25.62
政府性基金收入	20.49	26.31	26.02
财政自给率	33.22	33.55	33.94

优势

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

关注

- 跟踪期内，公司在建及拟建项目尚需一定规模投资，面临一定的资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货及应收预付类款项占比较高，对资金形成一定占用，资产流动性仍较弱；
- 公司资产负债率处于较高水平，部分借款成本较高，对外担保规模较大，存在一定的短期偿债压力和代偿风险；
- 公司经营活动现金流净流入规模有所下降，仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来存在一定的不确定性。

评级展望

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

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA (20 乐行专项债/20 乐行债)	2025/6/24	李英博 王惠婷	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504)》	阅读原文
AA/稳定	AAA (17 乐行债/17 乐行债)	2018/5/23	刘贵鹏 周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文
AA-/稳定	AAA (17 乐行债/17 乐行债)	2017/7/17	刘贵鹏 周丽君	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 乐行专项债/20 乐行债	2025/6/24	10.00 亿元	2020/3/27~2027/3/27	连带责任保证担保	重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA/稳定

注：“20 乐行专项债/20 乐行债”设置本金提前偿付条款。

跟踪评级说明

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

主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至 2025 年末，公司注册资本和实收资本均为 30.00 亿元，安徽伯阳城建控股集团有限公司（以下简称“伯阳城建”）仍为公司唯一股东，涡阳县财政局（涡阳县政府国有资产监督管理委员会）（以下简称“涡阳县国资委”）仍为公司实际控制人。

作为涡阳县重要的基础设施建设主体，公司继续从事涡阳县内的基础设施、安置房建设及土地开发整理，同时还从事租赁服务、光伏发电、建材销售等业务，跟踪期内未发生重大变化。

截至 2025 年末，公司合并范围内共有 15 家直接控股子公司（见图表 1），较上年末数量未发生变化。其中，公司 2025 年新划入子公司 1 家（涡阳县威阳医疗科技有限公司²），划出公司 1 家（涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司³，以下简称为“涡阳港运营”），均为无偿划拨。

图表 1 截至 2025 年末公司纳入合并报表范围直接控股子公司的情况（单位：%）

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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月末，“20 乐行专项债/20 乐行债”到期利息和本金已按期兑付，债券余额为 2.00 亿元；募集资金 10 亿元均已使用完毕，其中 6 亿元用于涡阳县综合停车场项目（已

² 经涡阳县国资委批复通过，2025 年 3 月，涡阳县威阳医疗科技有限公司 100%股权由涡阳县伯阳文化旅游开发集团有限公司无偿划入公司。

³ 经涡阳县国资委批复通过，2025 年 8 月，涡阳县涡阳港码头运营管理有限公司 91%股权由公司无偿划出至涡阳县兴农建设发展有限公司。

基本建设完成），4亿元用于补充公司营运资金。“20乐行专项债/20乐行债”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

跟踪期内，为加快推进国有金融资本整合，2025年9月27日，根据《重庆兴农融资担保集团有限公司2025年股东会第十一次会议决议》，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）拟以向重庆渝富控股集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司、重庆水务环境控股集团有限公司发行股份的方式吸收合并重庆兴农担保。本次吸收合并完成后，三峡担保将作为存续公司承继重庆兴农担保的全部资产、负债、人员、业务及其他一切权利与义务，重庆兴农担保的法人资格将被注销，“20乐行专项债/20乐行债”担保人将由重庆兴农担保变更为三峡担保。截至2026年5月末，上述吸收合并事项已履行现阶段所必需的内部决策和审批程序，尚待取得重庆市国资委和重庆市地方金融管理局审批，并办理相关工商登记变更登记手续。

个体信用状况

行业分析

地方政府债务风险防范化解工作持续深化，坚决遏制新增隐性债务，并有序推进存量债务置换与融资平台数量压减，未来化债政策重心或从隐性债务向平台经营性债务延伸，推动城投公司实质性转型

2025年以来，我国加快落实一揽子隐性债务化解政策，将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，在稳步推进隐性债务置换的同时，分类有序推动地方政府融资平台改革转型，坚决剥离政府融资功能，严禁新设或异化产生各类融资平台。同时，财政部正式设立债务管理司，进一步强化政府债务的全口径监测监管。随着地方政府债务风险防范化解工作持续深化，隐性债务有序置换，地方债务结构不断优化，融资平台数量持续压减、转型步伐加快。

展望未来，化债工作迈入后半程，在隐性债务大规模置换取得阶段性成效后，政策重心正从隐性债务化解向平台经营性债务风险化解延伸，要求城投公司实质性转型、增强自我造血能力，同时优化债务重组和置换办法，多措并举化解经营性债务风险。

城投行业信用风险整体缓释，市场化转型加速推进，但区域及主体间分化显著，且需关注转型过程中可能面临的外部支持边际变化、经营性风险上升等衍生挑战

随着化债政策持续发力，大规模隐性债务置换有序推进，城投公司债务压力有所缓解，行业信用风险整体缓释。但受内外部多种因素影响，部分企业非标逾期、商票逾期、失信被执行等负面事件仍时有发生，尾部城投公司流动性压力仍存。随着“退平台”进入收官验收期，各地城投公司加速转型步伐，通过区域内兼并重组整合资源，持续增强自身造血能力，服务地方发展。

不同区域城投公司的转型进程及转型难度存在明显分化。资源富集、经济发达地区的城投公司，有望获得更多优质资产注入和业务支持，转型步伐相对更快；而资源匮乏、产业支撑不足地区的城投公司，转型阻力与经营挑战则更为突出。同时，城投公司在业务结构调整、经营模式转换的过程中，还可能面临职能定位转变带来的地方政府支持力度边际变化以及经营性风

险上升等衍生问题，相关潜在风险亦需关注。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，仍主要来自基础设施及安置房建设业务；受基础设施建设业务利润率回升及新增的房屋销售业务盈利能力较好等因素影响，毛利润和综合毛利率均大幅增长

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

公司营业收入构成较为多元。2025年，基础设施及安置房建设业务仍是公司的主要收入来源，两项收入合计占比保持在50%以上，收入变动均系结算量变化影响所致；公司新增房屋销售收入，系城东物流园、涡阳县金融中心项目部分建成出售所致；服务收入同比小幅下降，系PPP项目补贴减少所致；光伏发电和自来水收入均变化不大，对营业收入形成重要补充；建材销售业务收入受市场需求下滑影响而有所下降；其他业务中，景区运营业务收入受景区项目部分建成运营影响而有所增长。

图表2 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2023年		2024年		2025年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	2.53	21.93	1.37	13.83	2.05	17.98
安置房建设	3.50	30.35	3.92	39.53	3.81	33.46
房屋销售	-	-	-	-	1.02	8.96
服务	0.28	2.44	2.38	24.02	2.23	19.55
光伏发电	0.50	4.35	1.25	12.55	1.26	11.06
建材销售	2.30	19.97	0.53	5.30	0.44	3.90
自来水	0.28	2.41	0.30	3.02	0.30	2.66
其他	2.14	18.55	0.17	1.76	0.28	2.43
营业收入合计	11.52	100.00	9.93	100.00	11.40	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.80	31.77	-0.06	-4.33	0.53	26.04
安置房建设	-0.30	-8.57	-0.15	-3.89	0.03	0.89
房屋销售	-	-	-	-	0.45	44.55
服务	0.18	62.35	1.13	47.33	0.87	38.95
光伏发电	-1.03	-206.36	-0.26	-20.60	-0.29	-23.32
建材销售	0.37	16.09	0.06	11.21	6.90万元	0.16
自来水	0.06	20.99	0.07	24.97	0.09	28.80
其他	0.55	25.56	-0.32	-184.08	-0.25	-90.65
合计	0.62	5.37	0.47	4.76	1.43	12.58

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025年，公司毛利润和综合毛利率均大幅增长，主要系高毛利的房屋销售增加、以及安置房项目扭亏为盈等综合所致。

基础设施及安置房建设、土地开发整理、商品房销售

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

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

(1) 基础设施建设及土地开发整理

公司基础设施建设及土地开发整理项目主要采用委托代建、自建自营、EPC 工程施工，资金来源为自有资金和外部融资，跟踪期内未发生变化。委托代建模式下，根据涡阳县政府与公司签订的《委托代建框架协议》，公司受托对合同约定的基础设施项目进行代建，委托方每年按照审核后的项目投资成本（含财务费用）加成一定比例的服务费与公司结算，公司据此确认基础设施建设收入并结转相应成本；自建自营模式下，公司通过项目建成后的运营销售收入收回成本并获得收益；EPC 模式下，公司作为承包方承担项目施工建设等工作，将项目分包给其他施工单位或自行建设，一般按照项目工程建设完成时点支付或收取项目施工服务费用，部分项目为竣工验收合格后，公司一次性支付或收回服务费用。截至 2025 年末，公司自建自营的涡阳县综合停车场项目（“20 乐行专项债/20 乐行债”募投项目）已基本建设完毕，该项目位于涡阳县多处点位，至 2026 年 5 月末已逐步投入运营。

2025 年，公司就高炉标准厂房二期、亳州涡阳化工园区基础设施建设工程项目等获取基建 EPC 工程施工收入 2.05 亿元，较上年增长系结算量增加所致；毛利率为 26.04%，上升系上年基建业务收入及成本确认期间错配，而本年确认正常所致。此外，因自建自营的城东物流园、涡阳县金融中心项目部分建成销售，公司新增房屋销售收入 1.02 亿元（买受人均为个人），毛利率较高，为 44.55%。

(2) 安置房及商品房建设

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

跟踪期内，公司承建的席楼安置小区、星园安置小区、东风佳苑小区、西苑河畔安置小区一期及二期等多个项目竣工交付（部分项目相关手续未办理完成，尚未完全由存货转出）。2025 年，公司就以上部分项目确认安置房收入 3.81 亿元，小幅下降系结算规模同比减少所致；毛利率为 0.89%，扭亏为盈系安置房项目在收购价固定背景下成本下降所致。

公司在建及拟建项目尚需一定规模投资，面临一定的资本支出压力

截至 2025 年末，公司主要在建基础设施项目包括紫气东来小区、星园安置小区二期等安置房项目以及涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目等基建项目，计划总投资 62.14 亿元，累计投资 43.99 亿元，尚需投资 18.15 亿元。同期末，公司拟建项目主要为城东农贸大市场项目，计划总投资 3.07 亿元。总体来看，公司在建及拟建项目尚需一定规模投资，面临一定的资本支出

压力。

图表 3 截至 2025 年末公司主要在建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

项目	项目承建公司	计划总投	累计投资	尚需投资	模式
紫气东来小区	拓邦地产	18.13	15.83	2.30	委托代建
城市更新一期项目	涡河城市更新	11.99	5.52	6.47	委托代建
涡阳县经开区星园安置小区二期	拓邦地产	9.66	9.50	0.16	委托代建
八里丁安置小区	拓邦地产	5.04	4.74	0.30	委托代建
涡阳县涡南片区城乡供水一体化项目	涡阳涡美水务有限公司 ⁴	10.13	4.91	5.22	委托代建
“仓里-1953”涡河滨河特色街区项目	涡河文旅	1.89	1.33	0.56	委托代建
城东物流园	雍华置业	4.00	1.28	2.72	自建自营
涡阳县金融中心项目	雍华置业	1.30	0.88	0.42	自建自营
合计	-	62.14	43.99	18.15	-

注：部分项目计划总投资额较之前变动较大系本次参考项目实际建设中对总投资额的调整所致。资料来源：公司提供，东方金诚整理

服务

公司服务业务包含涡阳县内 PPP 项目建设运营及少量房产租赁收入，对营业收入形成重要补充

公司继续承担涡阳县内 PPP 项目建设运营，业务仍具有很强的区域专营性，具体业务由涡阳市政及其下属子公司负责。具体业务模式为，子公司涡阳市政与安徽涡河能源有限公司组成的联合体为社会资本方，涡阳县道源城镇建设有限公司（以下简称“道源城镇”）为政府出资方代表，共同参与涡阳县县城道路 PPP 项目、涡阳县美丽乡村 PPP 项目、涡阳县西阳（阳港）园区基础设施建设 PPP 项目投资建设；项目建成运营后，涡阳市政营运收入来源包括政府补贴、租金、广告收入和污水处理收入等。此外，涡阳市政另持有涡阳县化工园区 PPP 项目的项目公司涡阳县天循实业有限公司（以下简称“天循实业”）46.55%股权，预计在项目运营后获取分成营运收入。

2024 年起，公司就涡阳县县城道路 PPP 项目、涡阳县美丽乡村 PPP 项目补贴确认收入，2025 年确认服务收入 2.08 亿元，较上年小幅下降；同年，公司亦将乐行水务等子公司取得的房屋租赁收入计入服务业务收入，为 0.14 亿元。整体来看，公司服务业务包含涡阳县内 PPP 项目建设运营及少量房产租赁收入，同比变化不大，对营业收入形成重要补充。

光伏发电

公司光伏发电业务主要由下属子公司富民光伏负责运营。富民光伏将自建的光伏发电站就近接入相应台区，由国网安徽省电力公司涡阳县供电公司按月结算并支付售电款。2025 年，公司获得光伏发电收入 1.26 亿元（含光伏发电专项补贴 0.76 亿元），较上年基本持平；受光伏电站资产折旧，公益岗位、贫困户扶贫等成本列支较大影响，公司光伏发电业务仍处于亏损状态。

其他

⁴ 涡阳涡美水务有限公司为涡阳县乐行水务集团有限公司直接控股子公司。

公司仍从事建材销售、自来水供应、景区运营、资金拆借和保理等业务，业务多样性较强，但以上单项业务收入规模不高，且稳定性一般

公司仍从事建材销售、自来水供应、景区运营、资金拆借、保理等业务，业务多样性较强，对收入形成有益补充；但以上单项业务收入规模不高，且稳定性一般。

公司建材销售业务由道恒商贸等子公司负责运营，销售内容包括建筑材料、混凝土、钢材等，子公司与客户签署销售合同，约定采购货物内容、规格标准、供货期限以及数量单价等内容，待货物抵达交货地点后由客户进行验收，并按照约定结算、付款。主要销售客户包括涡阳县新华电商贸易有限公司、亳州城建建材有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司、安徽建工涡河建设投资有限公司和淮南中化三建钢构有限责任公司等。2025年，受建材市场需求下滑影响，公司建材销售业务收入下降至0.44亿元，毛利率下降至0.16%。

公司自来水供应业务由乐行水务负责，供水范围为涡阳县城区。乐行水务成立于1989年，前身为涡阳县自来水厂，于2018年变更为有限责任公司并被无偿划拨至乐行城建。2025年，公司自来水供应收入仍为0.30亿元，收入规模较小但基本稳定。公司景区运营业务由涡河文旅负责，主要从事辉山红色村落、“仓里-1953”涡河滨河特色街区项目（以下简称“仓里项目”）等建设运营，2025年仓里项目等部分建成投入运营。

此外，2025年涡阳县财政局按账面成本金额收储公司较大规模土地，相应减少公司存货待开发土地成本58.73亿元，公司未就该事项确认当期损益。

企业管理

截至2025年末，公司注册资本和实收资本均为人民币30.00亿元，伯阳城建为公司唯一股东，涡阳县国资委为公司实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司于2025年12月2日发布《安徽乐行城市建设集团有限公司关于撤销监事、监事会的公告》。该公告中披露，根据《中华人民共和国公司法》相关规定和有权机构决议，公司不设监事、监事会或审计委员会，并通过新章程。此后，公司股东代为履行监督职能。组织架构方面，公司调整架构后重新设立了9个职能部门，具体为综合管理部、党群工作部、财务管理部、融资管理部、资产运营部、审计合规部、战略发展部、招投标管理部和物资采购部。此外，公司管理制度未发生重大变化。

财务分析

财务质量

本报告通过公开查询获取了公司2025年合并财务报表。中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2025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，公司审计机构未发生变更。

截至2025年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司有15家，详见图表1。2025年，公司新增划入子公司1家（咸阳医疗），划出公司1家（涡阳港运营），均为无偿划拨。

资产构成与资产质量

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

跟踪期内，公司资产规模有所下降，主要系涡阳县财政局收储土地和子公司涡阳港运营划出综合所致；其中，流动资产占比仍保持在70%以上。

公司预付款项主要为预付工程款、贷款及购置资产款，2025年末规模较上年基本持平，主要预付对象分别为涡阳县兴农建设发展有限公司10.59亿元、涡阳县水利局6.71亿元、涡阳县恒泰水利建设工程有限公司1.15亿元、中建四局第六建设有限公司1.08亿元，合计占期末余额比重89.17%。

公司其他应收款主要为应收涡阳县政府机构、国有企业和部分民企的往来款，2025年末同比大幅增长，主要系应收往来款和土地收储款增加所致；其他应收款构成主要为应收涡阳县财政局（33.06亿元）往来款及土地收储款，占期末余额比重为89.31%，账龄集中于1年以内。同期末，其他应收款已计提坏账准备1.15亿元，主要为应收安徽融基机电有限责任公司（民企，主营电梯销售、建材安装销售）5年以上往来款0.43亿元、安徽万紫千红置业有限公司（民企，主营房地产开发）往来款0.16亿元。总体来看，公司应收预付类款项金额较大，对资金形成一定占用。

公司存货主要系基础设施、安置房建设项目和城乡建设用地增减挂钩项目的开发成本，2025年末，公司存货账面金额同比大幅下降，主要系涡阳县财政局按账面成本金额收储土地导致账面待开发土地使用权大幅减少、部分项目和土地随涡阳港运营股权划出等综合影响所致。截至2025年末，公司存货中在建项目开发成本账面金额为113.09亿元；待开发土地使用权账面价值合计71.43亿元，土地均为出让获取，均已缴纳土地出让金，除9宗地不动产权证尚在办理中外，其他均已取得不动产权证。公司合同资产系已结算未回款的项目开发成本，跟踪期内规模小幅下降。

图表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年末	2024年末	2025年末
资产总计	420.92	378.98	368.09
流动资产合计	345.81	289.01	267.37
预付款项	13.63	21.16	21.90
其他应收款	39.72	13.77	35.86
存货	261.37	234.88	185.25
合同资产	11.12	7.62	7.06
非流动资产合计	75.11	89.97	100.72
长期股权投资	34.49	34.28	34.43
投资性房地产	15.06	9.62	14.38
固定资产	14.31	10.82	10.05
无形资产	1.35	21.20	30.15

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2025年末，长期股权投资包括公司对涡阳县金阳城市建设投资有限公司⁵（以下简称“金阳城建”，33.22

⁵ 涡阳县金阳城市建设投资有限公司成立于2006年，注册资本为人民币2.60亿元，建安投资控股集团有限公司和乐行集团分别持有其51%和49%股权，

亿元)、天循实业(0.66亿元)、道诚(广州)融资租赁公司⁶(0.40亿元)等的股权投资。投资性房地产系用于出租的房屋建筑物和土地使用权,大幅增长系外购临街门面房2.83亿元、西阳标准化厂房部分完工转入2.99亿元综合所致;固定资产主要为管网资产、房屋和建筑物、运输设备、机器设备等,2025年末随子公司涡阳港运营转出而有所下降。公司无形资产为PPP项目逐步完工投产增加的特许经营权29.10亿元和少量土地使用权(1.04亿元),2025年末增长系PPP项目投资大幅增加、土地随涡阳港运营划出等综合影响所致。

截至2025年末,公司受限资产账面价值为22.24亿元,含存货16.69亿元、投资性房地产5.15亿元和货币资金0.40亿元,均用于借款抵质押,占总资产的比重为6.04%。

资本结构

跟踪期内,受划出子公司股权影响,公司所有者权益小幅下降

2025年末,公司所有者权益小幅下降。其中,公司实收资本未发生变化;资本公积有所减少,主要系子公司涡阳港运营股权划出所致;未分配利润小幅上升,仍为经营利润积累。

图表5 公司所有者权益情况(单位:亿元)

科目	2023年末	2024年末	2025年末
所有者权益	147.64	136.07	135.83
实收资本	30.00	30.00	30.00
资本公积	103.72	93.11	81.68
未分配利润	10.53	9.54	10.54

资料来源:公司审计报告,东方金诚整理

跟踪期内,公司负债总额和全部债务均有所下降;但资产负债率处于较高水平,且部分借款成本较高,仍存在一定的短期偿债压力

2025年末,公司负债总额有所下降,构成仍以流动负债为主。公司流动负债主要为应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司应付账款系应付工程款和货款,2025年末有所下降。同期末,合同负债主要包括预收涡阳县棚户区改造征迁安置指挥部、涡阳县住房和城乡建设局的安置小区房款59.36亿元、1.96亿元。

公司其他应付款有所下降,仍主要为应付涡阳县国企的往来款;2025年末前五大应付对象为涡阳县立新城镇建设有限公司(以下简称“立新城镇”,15.68亿元)、安徽赞淼建筑工程有限公司(4.87亿元)、安徽涡河商砼有限公司(3.48亿元)、涡阳县晨兴建材有限公司(2.44亿元)和天循实业(1.60亿元)。公司一年内到期的非流动负债仍主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款本息。

2025年末,公司非流动负债规模小幅下降,主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2025年末,公司长期借款主要为保证+质押借款、质押借款和保证借款;主要借款方为中国农业发展银行、国家开发银行、亳州药都农村商业银行等,利率区间为2.6%~6.5%。公司应付债券仍为“20乐行专项债/20乐行债”。同期末,公司长期应付款为融资租赁

亳州市人民政府国有资产监督管理委员会为其实际控制人。

⁶ 道诚(广州)融资租赁公司成立于2018年8月28日,注册资本为人民币2.00亿元,涡阳县国资委为实控人的涡阳县另一国有企业安徽道诚金融控股集团和乐行集团分别持有其60%和40%股权,涡阳县国资委为其实际控制人。

借款，利率区间为 2.0%~9.5%。其他非流动负债仍主要为基金借款，跟踪期内随子公司转出而有所下降。

图表 6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
负债合计	273.29	242.91	232.26
流动负债合计	148.67	146.08	136.60
应付账款	5.65	8.36	7.57
合同负债	73.98	66.47	63.94
其他应付款	26.61	34.89	31.77
一年内到期的非流动负债	19.35	21.09	15.49
非流动负债合计	124.62	96.83	95.66
长期借款	100.27	85.36	87.53
应付债券	5.99	3.71	1.81
长期应付款	13.54	6.44	4.71
其他非流动负债	4.81	1.32	1.61
全部债务	154.25	124.79	118.73
短期债务	31.28	28.03	23.23
长期债务	122.96	96.77	95.51
资产负债率 (%)	64.93	64.10	63.10

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司的融资渠道仍集中于银行借款、债券融资及融资租赁借款等，资金主要用于项目建设、偿还到期债务和补充流动资金。跟踪期内，随着债务的到期偿还，公司全部债务有所下降。2025 年末，公司短期债务余额 23.23 亿元，占全部债务比重为 19.56%，存在一定的短期偿债压力。从构成上看，2025 年末，公司全部债务中银行借款、债券融资占比约为 88%和 3%，非银机构借款和债权融资等其他债务合计占比约为 9%；其中，银行借款利率区间约为 1.5%~9.0%，债券发行利率区间约为 5.3%~6.2%，其他融资借款利率区间约为 2.0%~9.5%，部分借款成本较高。公司资产负债率同比小幅下降，随着承建项目的增加及投资的推进，公司债务负担仍将保持较高水平。

公司对外担保规模较大，或存在一定的代偿风险

截至 2025 年末，公司对外担保金额合计为 104.17 亿元，担保比率为 76.69%，被担保企业均为县属国企，前五大分别为对涡阳县兴农建设发展有限公司（25.38 亿元）、涡阳县汇昌城镇建设有限公司（15.28 亿元）、涡阳县锦绣教育服务有限公司（8.97 亿元）、亳州安宜美食品有限公司（4.70 亿元）和天循实业（4.31 亿元）的担保。公司对外担保规模较大，或存在一定的代偿风险。

盈利能力

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

2025 年，公司营业收入及营业利润率均有所增长，主要系基础设施建设业务结算规模增加，

新增毛利较高的房屋销售收入所致。公司融资力度较大导致财务费用较高，期间费用占营业费用比重为 41.33%，对营业收入仍形成较大侵蚀。跟踪期内，公司收到较大规模财政补贴，利润对财政补贴的依赖程度仍很高。公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，总体盈利能力仍较弱。

图表 7 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	11.52	9.93	11.40
营业利润率	1.84	1.53	9.61
期间费用	3.81	4.50	4.71
期间费用/营业收入	33.05	45.32	41.33
利润总额	0.63	0.90	0.71
其中：补贴收入	4.35	7.00	4.31
净利润	0.53	0.89	0.67
总资本收益率	1.23	1.95	1.84
净资产收益率	0.36	0.65	0.49

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流入规模有所下降，仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来存在一定的不确定性

公司经营活动现金流入主要是收到的项目结算款、建材销售等销售收入回款以及财政补贴和往来款等；现金收入比率有所下降，主营业务回款能力有所减弱；经营活动现金流出主要是支付的工程建设款、建材采购款及往来款等；公司经营性现金流净流入规模有所下降，仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来仍存在一定的不确定性。

公司投资活动现金流入金额较小，投资活动现金流出主要系外购门面房等支付的现金、划拨子公司导致现金流出等。公司投资性现金流持续净流出，净流出规模有所缩小。公司筹资活动现金流入主要为银行借款、融资租赁借款等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要系还本付息支出。2025 年，公司偿债规模缩减，筹资性现金流净流出规模有所下降。

图表 8 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流入	69.94	38.19	35.11
现金收入比率 (%)	150.42	110.11	79.48
经营活动现金流出	72.78	15.19	20.27
经营活动净现金流	-2.84	23.00	14.83
投资活动现金流入	0.11	-0.55	0.08
投资活动现金流出	8.11	5.40	3.61
投资活动净现金流	-8.01	-5.96	-3.53
筹资活动现金流入	40.19	22.04	21.58
筹资活动现金流出	38.64	44.00	30.78
筹资活动净现金流	1.55	-21.96	-9.19
现金及现金等价物净增加额	-9.30	-4.91	2.11

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2025年，公司流动比率同比基本持平，速动比率有所上升。公司流动资产以变现能力较弱的存货和应收预付类款项为主，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力较弱；公司货币资金对短期债务仍无法实现有效覆盖。公司经营性现金流净流入有所下降，对流动负债的保障程度同步减弱，仍受经营现金流规模不稳定性影响较大。从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均有所下降，EBITDA对到期利息和全部债务的覆盖程度有所提升，长期偿债能力有所增强。

图表9 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2023年	2024年	2025年
流动比率	232.61	197.84	195.74
速动比率	56.80	37.06	60.12
货币资金短债比（倍）	0.28	0.11	0.23
经营现金流动负债比率	-1.91	15.75	10.86
长期债务资本化比率	45.44	41.56	41.28
全部债务资本化比率	51.09	47.84	46.64
EBITDA利息倍数（倍）	0.89	1.18	1.21
全部债务/EBITDA（倍）	29.72	17.19	15.80

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

截至2025年末，公司全部债务中一年内到期债务规模合计为23.23亿元，存在一定的短期集中偿付压力。公司到期债务化解方式包括公司自有资金、经营性现金流入、续贷、债务置换、财政补贴等。经营性现金流入方面，公司经营性净现金流为14.83亿元，但对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖仍较大，对到期债务的保障能力较弱。间接融资方面，截至2025年末，公司已取得的银行授信额度为176.93亿元，尚有25.28亿元的可用银行授信额度；直接融资方面，同期末，公司暂无储备债券批文。

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

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2026年4月3日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按期支付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善。

2026年一季度GDP同比增长5.0%，增速较上季度回升0.5个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长14.7%，显著高于去年四季度的3.8%。一季度工业生产同比增长6.1%，增速比上季度加快1.1个百分点。另外，一季度在基建投资快速增长带动下，固定资产投资同比增长1.7%，对一季度GDP增速加快起到了一定推动作用。最后，在国内市场竞争秩序不断优化，以及国际大宗商品及芯片价格较快上涨综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的GDP平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长12.5%，比去年全年增速加快3.1个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

展望二季度，GDP增速有望达到4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能放缓。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间。

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立8000亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。

地区经济和财政状况

1.亳州市

亳州市围绕建设世界中医药之都、皖北承接产业转移集聚区等六大核心，打造“4662”产业集群，以医药制造业、农副食品加工业等产业为主导的工业经济保持良好运行态势，经济实力很强

亳州市位于安徽省西北部，下辖一区三县⁷，并设有省级开发区亳州市经济技术开发区和亳州芜湖现代产业园区，行政区域面积8374平方公里，2025年末常住人口486.10万人。近年来，亳州市围绕建设世界中医药之都、皖北承接产业转移集聚区、长三角绿色农产品生产加工供应

⁷谯城区、涡阳县、利辛县和蒙城县。

基地、华夏酒城、文化旅游强市和省际毗邻区域中心城市等六大核心，加快实施“六一战略”。亳州市交通网络逐渐完善，商合杭高铁联通全国，亳州机场通航运行，亳蒙高速二期、徐淮阜高速亳州段等建成通车，蒙城港区、涡阳金沙河码头建成投用。

依托良好的传统产业基础，亳州市近年来打造现代中医药、白酒、农副产品加工及文旅等主导产业，以及新材料、高端装备制造、轻纺服饰、新能源、汽车及零部件和新一代信息技术等新兴产业协同发展的“4662”产业集群。传统产业底盘稳固，2025年，亳州市获批中药材商贸流通领域国家服务业标准化试点城市、国家数字中医药试点地区，新增医药行业“新三板”创新层挂牌公司1家（共3家），中医药及大健康产业规模达2301.8亿元；绿色食品全产业链产值1540亿元，同比增长15.3%，规上农产品加工业产值连续3年居全省第1位。新兴产业积厚成势，2025年战新产业产值占规上工业产值比重达32.6%，铂越新材料等8个项目获评省级示范项目，亳州工业互联网平台获评省级重点平台，新材料（三百亿级）、高端装备制造（两百亿级）、轻纺服饰（两百亿级）等产业集群稳健发展。

2026年一季度，亳州市实现地区生产总值686.6亿元，同比增长5.1%；规模工业增加值同比增长7.7%；固定资产投资同比增长1.5%；社会消费品零售总额390.3亿元，同比增长3.3%。

图表 10 亳州市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2023年	2024年	2025年
GDP总量	2215.80	2521.60	2621.10
GDP增速	6.3	6.1	4.8
人均GDP(元)	45211	51662	-
规上工业增加值增速	8.1	10.2	3.7
固定资产投资增速	10.5	7.3	-6.4
一般公共预算收入	160.04	168.84	173.90
政府性基金收入	-	-	-
上级补助收入	269.23	274.58	278.32
税收收入占比	61.39	56.99	52.34
财政自给率	38.76	40.54	40.54
地方政府债务余额	986.04	1114.10	1217.60
政府负债率	44.50	44.18	46.45

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：亳州市2023年~2024年国民经济和社会发展统计公报、2025年经济运行情况，2023年~2025年财政预算执行情况，东方金诚整理

亳州市一般公共预算收入稳步增长，持续获得较大规模上级补助支持，财政实力很强

近年来，亳州市一般公共预算收入稳步增长，但其中税收收入占比持续下降，一般公共预算收入质量有所下滑。此外，亳州市持续获得较大规模上级补助支持，上级补助收入逐年小幅增长，是弥补财政收支缺口的主要来源。截至2025年末，亳州市政府债务余额为1217.60亿元，其中一般债务余额为256.44亿元，专项债务余额为961.16亿元；政府负债率排全省第4，经济对债务的承受能力相对较弱。债务管控方面，亳州市持续规范政府举债行为，加强专项债项目谋划，落实一揽子债务化解政策和存量债务置换全流程管理，监测政府性债务风险，守住不发生系统性风险的底线。

2026年一季度，亳州市一般公共预算收入完成57.4亿元，同比增长0.9%，其中税收收入

26.6 亿元，同比下降 9.2%；一般公共预算支出完成 107.5 亿元，同比增长 23.1%，快速增长系社会保障和就业、卫生健康支出拉动。

2.涡阳县

涡阳县经济保持增长，聚焦“145”总体发展思路，绿色装配式建筑建材、农产品加工等主导产业发展较好，经济实力很强

涡阳县位于安徽省北部，与豫、鲁、苏三省毗邻，是长三角北部门户、中原城市群核心发展区和淮海经济圈直接辐射区。涡阳县下辖 20 个镇、3 个街道和 1 个省级经济开发区，总面积 2110 平方公里，常住人口 112.91 万人（2024 年末数）。涡阳是安徽省历史文化名城、全省科学发展先进县、全国粮食生产先进县、全国优质商品粮生产基地、国家级现代农业示范区、国家农产品质量安全县。涡阳县交通网络较为完善，济祁高速、徐阜铁路通南达北，亳蒙高速二期涡阳段建成通车，涡河航道经淮河通江达海；主城区实现 15 分钟上高速、45 分钟上亳州机场。

涡阳县经济保持稳定增长，2025 年 GDP 增速 5.6%。涡阳县聚焦“145”总体发展思路，工业发展情况良好，建设绿色装配式建筑建材、绿色农产品生产加工供应、绿色能源化工新材料、良种繁育推广等四大基地。同年，涡阳县绿色装配式建筑建材、绿色生态有机农产品加工两大主导产业集群化发展，分别实现产值 158.8 亿元、87.1 亿元。2025 年新增省级农业产业化龙头企业 6 家。涡阳县推进传统产业转型升级，工业技改投资同比增长 64.2%，连续 8 个月保持全市第一。新兴产业方面，涡阳智算产业生态港即将投入使用，中科玖源高性能新材料项目加快推进，先后签约中科康源秸秆解聚糖化项目、安徽源禾电子化学品及医药中间体建设项目。2025 年，涡阳县获评安徽县域产业竞争力十强。同年，涡阳县服务业增加值增长 7.1%，加快推进小微企业融资协调工作，累计发放贷款 67.78 亿元，第三产业稳定发展。

图表 11 涡阳县主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP	470.55	545.10	567.20
GDP 增速	5.9	5.9	5.6
人均 GDP（元）	41082	47929	-
规上工业增加值增速	3.6	10.9	6.9
固定资产投资增速	23.7	5.0	-10.7
一般公共预算收入	22.06	24.66	25.62
政府性基金收入	20.49	26.31	26.02
上级补助收入	48.64	51.76	51.41
税收收入占比	58.52	51.23	48.20
财政自给率	33.22	33.55	33.94
地方政府债务余额	206.05	227.61	242.23
政府负债率	43.79	41.76	42.71

资料来源：涡阳县 2023 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报、2025 年国民经济和社会发展计划执行情况等，2023 年~2024 年财政决算、2025 年预算执行情况，东方金诚整理

涡阳县一般公共预算收入持续增长，上级财政支持力度很大，财政实力很强

近年来，涡阳县一般公共预算收入持续增长，但其中税收收入占比逐年下降。同期，涡阳县政府性基金收入有所波动，受房地产市场和土地出让计划等因素影响，未来收入存在不确定性。涡阳县持续获得较大规模的上级补助收入，上级财政支持力度很大。截至 2025 年末，涡阳县政府债务余额为 242.23 亿元，负债率排全市第二。债务管控方面，涡阳县严格执行政府债务限额管理，在省政府批准、省财政厅核定的债务限额内规范举债，落实政府债务预算管理要求，按计划有序推进债务化解，分类落实化债资金来源，进一步加强债务信息分析和风险研判，切实防范化解债务风险。

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

支持意愿

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

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

股权划转方面，2025 年公司收到涡阳县国资委无偿划入的威阳医疗 100% 股权，相应增加资本公积 286.77 万元；财政补贴方面，2025 年，公司收到政府补贴 4.31 亿元。

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

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

增信措施

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

重庆兴农担保成立于 2011 年 8 月，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制，初始注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳。经过股权变更、多次增资及未分配利润累积，重庆兴农担保的资本实力明显增强。截至 2024 年末，重庆兴农担保注册资本和实收资本增至 100.11 亿元，控股股东重庆

渝富控股集团有限公司持股比例为 69.08%，实际控制人为重庆市国资委。东方金诚关注到，重庆三峡融资担保集团股份有限公司将吸收合并重庆进出口融资担保有限公司及重庆兴农担保，其改革合并流程正处于推进阶段。

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

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

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

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

抗风险能力及结论

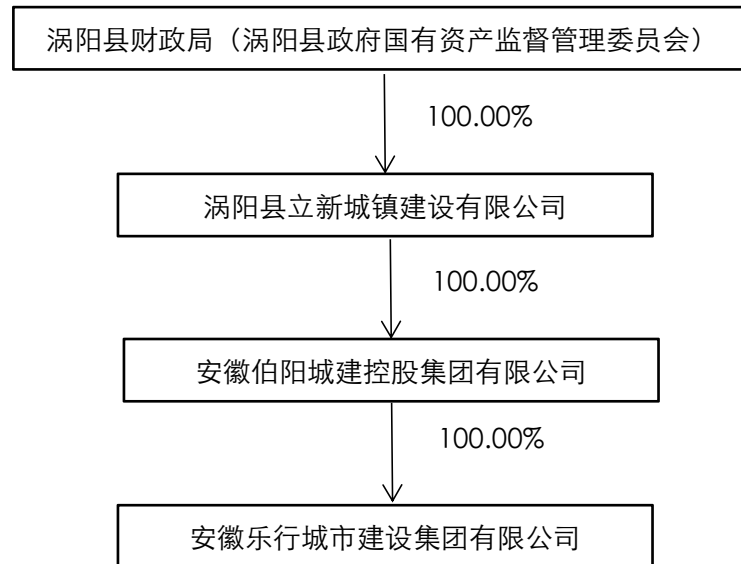
东方金诚认为，公司继续承担涡阳县内基础设施、安置房建设及土地开发整理，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需一定规模投资，面临一定的资本支出压力；公司资产负债率处于较高水平，部分借款成本较高，对外担保规模较大，存在一定的短期偿债压力和代偿风险；公司经营活动现金流净流入规模有所下降，仍对波动性较大的项目结算款及往来款等依赖较大，未来仍存在一定的不确定性。

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

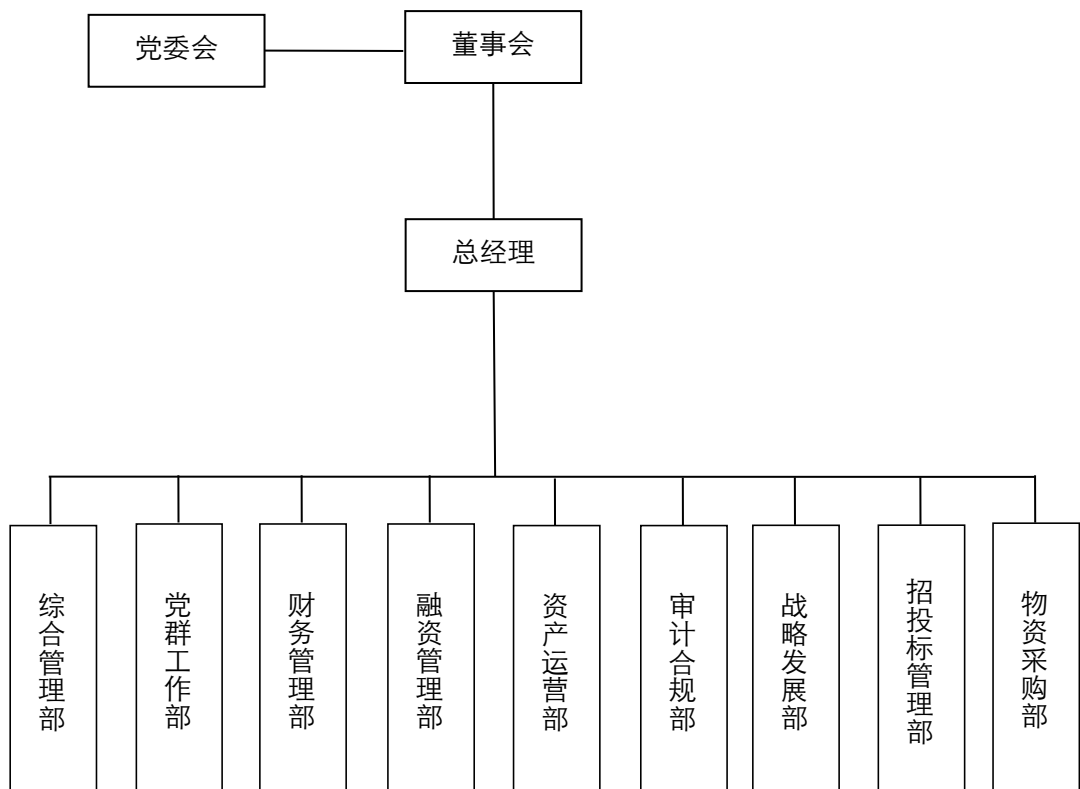
综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“20 乐行专项债/20 乐行债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2025 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2023年(末)	2024年(末)	2025年(末)
主要财务数据(单位:亿元)			
资产总额	420.92	378.98	368.09
存货	261.37	234.88	185.25
长期股权投资	34.49	34.28	34.43
预付款项	13.63	21.16	21.90
负债总额	273.29	242.91	232.26
长期借款	100.27	85.36	87.53
合同负债	73.98	66.47	63.94
其他应付款	26.61	34.89	31.77
全部债务	154.25	124.79	118.73
其中:短期债务	31.28	28.03	23.23
所有者权益	147.64	136.07	135.83
营业收入	11.52	9.93	11.40
净利润	0.53	0.89	0.67
经营活动产生的现金流量净额	-2.84	23.00	14.83
投资活动产生的现金流量净额	-8.01	-5.96	-3.53
筹资活动产生的现金流量净额	1.55	-21.96	-9.19
主要财务指标			
营业利润率(%)	1.84	1.53	9.61
总资本收益率(%)	1.23	1.95	1.84
净资产收益率(%)	0.36	0.65	0.49
现金收入比率(%)	150.42	110.11	79.48
资产负债率(%)	64.93	64.10	63.10
长期债务资本化比率(%)	45.44	41.56	41.28
全部债务资本化比率(%)	51.09	47.84	46.64
流动比率(%)	232.61	197.84	195.74
速动比率(%)	56.80	37.06	60.12
货币资金短债比(倍)	0.28	0.11	0.23
经营现金流流动负债比率(%)	-1.91	15.75	10.86
EBITDA利息倍数(倍)	0.89	1.18	1.21
全部债务/EBITDA(倍)	29.72	17.19	15.80

附件三：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。