

信用等级公告

联合[2018]1947号

联合资信评估有限公司通过对安徽省外经建设（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安徽省外经建设（集团）有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“13 皖经建 MTN002”、“16 皖经建 MTN001”、“18 皖经建 MTN001”和“18 皖经建 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

安徽省外经建设（集团）有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 皖经建 MTN002	7.00 亿元	2018/12/10	AA ⁺	AA ⁺
16 皖经建 MTN001	10.00 亿元	2019/9/23	AA ⁺	AA ⁺
18 皖经建 MTN001	5.00 亿元	2021/1/16	AA ⁺	AA ⁺
18 皖经建 MTN002 ¹	5.00 亿元	2021/3/28	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.46	29.21	22.35	19.94
资产总额(亿元)	273.82	355.33	367.69	375.74
所有者权益(亿元)	166.25	198.97	220.96	223.98
短期债务(亿元)	33.58	37.12	46.50	42.22
长期债务(亿元)	55.06	106.47	87.18	97.18
全部债务(亿元)	88.64	143.59	133.69	139.40
营业收入(亿元)	83.44	80.98	91.23	19.24
利润总额(亿元)	21.33	25.91	27.11	6.76
EBITDA(亿元)	30.13	34.32	39.50	--
经营性净现金流(亿元)	16.39	16.42	16.29	5.45
营业利润率(%)	35.56	46.30	46.99	49.03
净资产收益率(%)	10.08	11.40	10.63	--
资产负债率(%)	39.28	44.00	39.91	40.39
全部债务资本化比率(%)	34.77	41.92	37.70	38.36
流动比率(%)	170.39	217.18	172.83	189.65
经营现金流流动负债比(%)	32.40	33.99	27.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.94	4.18	3.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.30	5.49	5.37	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏 朱煜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

评级观点

安徽省外经建设（集团）有限公司（以下简称“公司”）是安徽省从事对外经济援助的企业。跟踪期内，公司境外工程施工主业持续稳健经营，海外矿产资源开发业务收入快速增长；酒店、超市、房地产等多元化业务一定程度上分散了公司经营风险；公司整体盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司对外工程承包项目周期较长，海外政治及市场环境存在不确定性及未分配利润在公司所有者权益中占比高等因素可能给公司信用水平带来不利影响。未来，随着在建及新签约海外工程施工项目的稳步推进，公司刚果（金）钻石矿开采能力的进一步提升及安赞祖母绿矿和莫桑比克钛铁矿项目陆续投产并开采销售，公司整体收入和盈利能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“13皖经建MTN002”、“16皖经建MTN001”、“18皖经建MTN001”和“18皖经建MTN002”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司海外工程施工业务在手及新签合同额增长，对公司业务持续经营形成一定支撑。
- 刚果（金）钻石矿产量较大，成为公司的盈利增长点；公司投建的祖母绿矿及钛铁矿项目资源储量丰富，未来随着上述项目逐渐投产运营，公司矿产板块盈利能力有望进一步提升。
- 公司酒店、超市及房地产开发业务的多元化经营一定程度上分散了公司运营风险。

关注

- 公司业务主要分布在非洲地区，项目所在国政局环境存在不稳定因素。

¹注：“18 皖经建 MTN001”和“18 皖经建 MTN002”，期限为 3+2 年，到期兑付日为投资者首次行使回售选择权日

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 受业务所在国政局变动影响，公司下属的天津钻石矿和津安钻石矿勘测和开采工作处于停滞状态；截至本报告出具日，相关事件未有实质性进展。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比高，资本公积减至零，所有者权益稳定性差。
4. 公司面临较大的短期债务偿付压力；如果投资者行使回售选择权，公司未来集中偿债压力较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由安徽省外经建设（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

安徽省外经建设（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于安徽省外经建设（集团）有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司主要股东为安徽省外经建设（集团）公司工会委员会（以下简称“外经公司工会”）（持股 38.36%）、蒋庆德（持股 46.00%）、安徽省建设厅（持股 9.72%）和安徽省宏达建材开发有限公司（持股 5.92%）（详见附件 1-1）。外经公司工会并不参与公司经营管理，同意全权委托公司蒋庆德先生代为行使股东权利。蒋庆德合计持有公司 84.36% 的表决权，是公司的实际控制人。截至 2018 年 3 月底，公司实收资本和注册资本均为 5000 万元。

跟踪期内，公司的职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设办公室、人力资源部、财务部、物资采购部、海外工程部、企业发展研究中心等 14 个职能部门（详见附件 1-2）。公司纳入合并范围子公司共计 20 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 367.69 亿元，所有者权益 220.96 亿元（其中少数股东权益 13.01 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 91.23 亿元，利润总额 27.11 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 375.74 亿元，所有者权益合计 223.98 亿元（其中少数股东权益 14.41 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.24 亿元，利润总额 6.76 亿元。

公司注册地址：中国安徽省合肥市东流路 28 号；法定代表人：蒋庆德。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 6 月底，联合资信所评“13 皖经建 MTN002”、“16 皖经建 MTN001”、“18 皖经建 MTN001”和“18 皖经建 MTN002”尚需偿还债券余额 27.00 亿元。跟踪期内，“13 皖经建 MTN002”、“16 皖经建 MTN001”已按期足额支付债券利息。

截至 2018 年 6 月底，“13 皖经建 MTN002”、“16 皖经建 MTN001”募集资金已全部使用，“18 皖经建 MTN001”和“18 皖经建 MTN002”募集资金已使用 8.60 亿元，用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 皖经建 MTN002	7.00	7.00	2013/12/10	5
16 皖经建 MTN001	10.00	10.00	2016/9/23	3
18 皖经建 MTN001	5.00	5.00	2018/1/16	3+2
18 皖经建 MTN002	5.00	5.00	2018/3/28	3+2
合计	27.00	27.00	--	--

注：“18 皖经建 MTN001”和“18 皖经建 MTN002”附第三年末投资者回售选择权

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

公司主要收入来源于工程承包，属于建筑行业。

1. 建筑行业分析

（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增

加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位: 亿元、%)



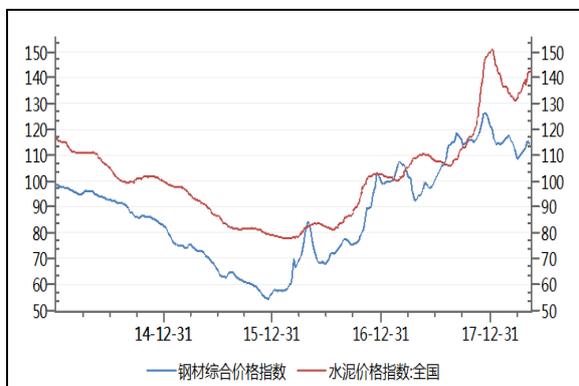
资料来源：国家统计局

(2) 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20% 以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，中国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

(3) 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 中国建筑市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
	--	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑市场企业竞争格局很难打破。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对

上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业

PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

(5) 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 海外工程承包

中国海外工程承包业务地区主要在亚非拉国家，随着“一带一路”政策的推进，中国在“一带一路”国家的投资规模有望保持在较高水平。

根据商务部统计的数据，2017 年，中国境内投资者对境外企业进行非金融类直接投资，累计实现投资 100.8 亿美元，同比下降 29.4%；2017 年，中国对外承包工程业务完成营业额达到 1685.9 亿美元，同比增长 5.8%；新签合同额 2652.8 亿美元，同比增长 8.7%。2018 年 1~4 月，中国境内投资者共对全球 144 个国家和地区的 2459 家境外企业进行了非金融类直接投资，累计实现投资 355.8 亿美元，同比增长 34.9%。

2017 年，中国企业共对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资 143.6 亿美元，同比下降

1.2%；新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，占同期中国对外承包工程新签合同额的 54.4%，同比增长 14.5%。2018 年 1~4 月，中国企业共对“一带一路”沿线的 53 个国家进行了非金融类直接投资 46.7 亿美元，同比增长 17.3%，占同期总额的 13.1%，主要流向新加坡、马来西亚、老挝、印尼、越南、巴基斯坦、泰国、缅甸等国家地区。对外承包工程方面，中国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 1010 份，新签合同额 288.3 亿美元，占同期中国对外承包工程新签合同额的 47%，同比下降 9.5%；完成营业额 242 亿美元，占同期总额的 54%，同比增长 27.7%。

随着“一带一路”政策的推进，中国建筑企业积极拓展国际市场，在国际建筑市场的影响力不断攀升。目前，中国具有对外承包工程资格的建筑企业达 2000 多家。2017 年有 65 家中国承包商入选 250 强国际承包商排行榜。

从中国建筑企业承包工程的地区分布情况来看，在 148 个国家和地区中，中国在 90 多个国家和地区有承包工程，但主要的收入来源还是集中于亚洲和非洲，而在欧洲、北美等发达国家所获得的合同较少。中国在这两个地区的市场中所占的份额较小的原因在于：在欧美地区，市场化程度较高，市场也比较稳定，对承包商的综合实力要求高，中国的承包商除了在劳动力数量与价格上有优势外，其他方面包括技术、管理、资金等方面都处于劣势，竞争能力欠缺；而在亚洲和非洲地区，发展中国家比较多，市场竞争环境有利于中国承包商发挥价格优势。同时，发达国家承包商进入这些市场相对较少也是一个原因。

参与国际市场的竞争首先必须遵守国际市场的竞争规则，建筑服务的国际规范将成为市场准入的技术壁垒。ISO9000、ISO14000、ISO8000 和国际工程管理规范认证，成为国际市场准入的通行证；另外，区域和国别市场的特殊规范，不同国家建筑市场的运行机制，也将成为中国建筑企业进入的障碍。

3. 海外矿产资源开发

公司在海外的矿产资源开发业务主要涉及钻石矿开采、祖母绿矿开采和钛锆矿开采业务，钻石矿销售收入是公司目前矿产资源开发收入的主要来源。

2017年，全球钻石加工收入保持平稳，零售收入呈上升趋势。从长期看，在积极的经济环境和人口指数背景下，钻石行业长期前景乐观，但是仍面临钻石长期需求减缓、人造钻石替代性增长等挑战。

目前，全球范围内的钻石储量约 30 亿克拉，其中，非洲地区储量占比最大，约为 66%，澳大利亚和俄罗斯储量占比分别为 23% 和 8%，其他地区钻石储量不及世界总储量的 3%。长期来看，钻石矿作为稀缺的、不可再生或极难再生的矿产资源，其产量逐步缩减的趋势是不可避免的。钻石毛坯开采环节属于垄断竞争市场，主要由五大巨头垄断，市场份额超过 70%。

根据安特卫普世界钻石中心（AWDC）与贝恩公司（Bain & Company）联合发布《2017 年度全球钻石产业报告》，2017 年钻石价值链各个环节继续保持稳定。2017 年上半年，毛坯钻供应商的收入下降了 3%，主要由于低价产品在销售中份额有所上升。该报告预计，2017 年钻石切割和抛光市场的收入将保持平稳。在健康的宏观经济下，主要市场上的大型连锁零售品牌的收入呈上升趋势。在印度，2016 年底大面值纸币废止在某种程度上强化了珠宝零售行业的组织化，因此，印度市场在 2017 年的零售需求有所上升。从长期看，在积极的经济环境和人口指数背景下，钻石行业更长期的前景较乐观。尽管如此，钻石行业的未来增长依然面临三大主要挑战：对钻石珠宝的长期需求减缓、人造钻石对天然钻石的替代性增长以及中游企业的财务稳定能否持续。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司股东和出资情况（详见附件 1-2）未发生变化，实际控制人仍为

蒋庆德先生。

2. 企业规模及竞争力

公司在海外工程承包领域经验丰富，在海外，尤其是非洲形成了一定品牌优势。

公司具有房屋建筑工程施工总承包一级、机电安装工程施工总承包一级、公路工程施工总承包二级等专业资质，并已经 ISO 质量管理体系、环境管理体系和职业健康安全管理体系认证。

公司具备对外承包工程与劳务合作的资质，作为商务部 2009 年核准的全国 77 家具备对外成套项目施工的 A 级资质企业之一，及安徽省建筑施工企业中对外开拓成绩最为突出的外向型龙头企业。自成立以来，公司已在以非洲南部为主的二十多个国家承建了中国政府数十个大中型援外项目和工程承包项目，是 2017 年我国对外承包工程业务新签合同额前 100 家企业之一，多次获得由国家商务部、建设部等单位颁发的“全国优秀施工企业”、“全国外贸先进企业”、“全国工程建设管理先进单位”、“中国对外承包工程商会 AAA 企业”等荣誉称号。

公司已在多个海外国家形成一定的品牌知名度，尤其在非洲区域品牌优势突出，且连续多年位列 ENR（Engineering News-Record，工程新闻纪录）全球最大 225 家国际承包商排行榜，并在 2017 年度 ENR 全球最大 250 家国际承包商排行榜中位列第 116 名，同比上升 29 名。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司新增 2 笔欠息，已经结清；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10340111002222906），截至 2018 年 6 月 5 日，公司无未结清不良和关注类信贷记录。已结清信贷中有 2 笔关注类贷款，其中 1 笔已于到期日之前正常收回，1 笔转出，招商银行股份有限公司合肥西路支行已针对上述已结清关注类贷款出具说明，公司无贷款逾期情

况。已结清业务中有4笔欠息，其中2笔为2018年3月23日新增，根据银行出具的说明为系统未自动扣款所致，已于2018年3月23日结清。除上述外，未发现企业有其他不良信贷记录。

截至2018年7月16日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受矿产收入大幅增长影响，公司营业收入实现增长；建筑施工业务仍为公司主要收入来源；酒店、超市业务对公司收入形成有益补充；由于当年结算项目较少，房产收入有所下滑。

2017年，公司实现主营业务收入90.97亿元，同比增长12.67%。从收入构成来看，建筑施工业务仍是公司最主要的收入来源，收入保持稳定；矿产业务是公司第二大收入来源，收入同比增长59.09%；公司酒店和超市收入增长较快，房地产收入有所下滑，多元化业务分散了公司的经营风险。

2017年，公司主营业务毛利率48.51%，同比变动不大，整体保持较高水平。分板块来看，建筑施工毛利率同比保持稳定；随着开采的推进，矿产收入毛利率进一步提升；房地产开发业务毛利率下降较快。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入19.18亿元，相当于2017年全年的21.08%；公司主营业务毛利率为50.70%，较2017年全年上升2.19个百分点。

表3 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	37.15	46.02	39.98	37.43	41.14	38.99	5.79	30.18	40.38
酒店	13.26	16.42	67.94	18.49	20.33	59.20	4.62	24.11	58.11
超市	5.05	6.26	60.84	7.39	8.12	54.81	1.85	9.64	58.60
矿产	15.32	18.97	48.28	24.23	26.64	55.45	6.06	31.60	55.28
房地产开发	9.96	12.34	54.10	3.43	3.77	32.14	0.86	4.47	30.97
合计	80.74	100.00	49.19	90.97	100.00	48.51	19.18	100.00	50.70

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司建筑施工业务收入基本稳定，以国际承包收入为主。公司在建项目以国际承包为主，完工合同额同比增幅较大；当期新签合同规模增长，为业务发展提供了良好支撑。

公司建筑施工业务以海外工程项目为主，根据项目的来源分为国际承包项目、对外援助项目和国家优贷项目三类，各项目的具体经营模式如下：

(1) 对外援助项目：中国政府先与受援国政府签署对外援助框架协议，由商务部对外发布有限邀标函，涉及到外币结算的部分合同约定固定折算汇率。援外项目工程款由商务部或外交部在境内根据工程进度将工程款项直接拨付至施工企业。

(2) 国家优贷项目：由外国政府向中国政府或中国进出口银行提出申请，经相关部门评估审核后签署框架协议；项目所在国以国家主权做担保，向中国进出口银行按优惠贷款协议

贷款筹备建设资金，工程款由中国进出口银行根据工程进度直接拨付至施工企业，合同价款中涉及到外币结算的部分会约定固定折算汇率。

(3) 国际承包项目：主要通过参加竞争性国际投标获取该类项目。工程结算方面，为降低国际工程承包工程款结算风险，公司在签订工程承包合同时均对工程款收取节点做细化要求，先付款后施工：合同签订后，公司一般先收取 30% 左右的预付款，预付款到账后开工建设，后续按工程进度收取工程款；公司在收取进度款的同时减少部分预付款规模，但在项目款未全额收取完毕前，公司要求始终保持至少 5~10% 的预付款比例。此外，公司 60% 以上国

际工程承包项目是与外国政府机构签订，工程资金来源于当地国家财政。

国家优贷项目审批手续复杂、历时长（从合同签署至实际施工建设一般为 1~2 年左右时间），公司工程施工业务以利润率较高的国际承包项目为主。2017 年，公司实现建筑施工收入 37.43 亿元，综合毛利率 38.99%，同比均变动不大。其中，国际承包项目收入进一步增长至 34.88 亿元，对外援助项目和国家优贷项目收入有所下降，分别为 0.95 亿元和 1.60 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现建筑施工收入 5.79 亿元，相当于 2017 年的 15.47%，项目类型上依然以国际承包为主。

表 4 2016~2018 年 1~3 月公司建筑工程施工项目收入构成明细（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
对外援助项目	2.81	7.55	0.95	2.54	0.03	0.55
国家优贷项目	3.73	10.05	1.60	4.28	0.06	1.06
国际承包项目	30.61	82.40	34.88	93.19	5.69	98.39
合计	37.15	100.00	37.43	100.00	5.79	100.00

资料来源：公司提供

2017 年，公司期末在手合同额共计 121.35 亿元，同比增长 49.26%，以国际承包项目为主。2018 年 1 季度，公司期末在手合同金额 126.95 亿元。

2017 年，公司全年新签合同造价 39.90 亿元，同比增长 26.03%，主要来自国际工程承包业务，由于国家优贷和援外政策调整，导致援外和优贷新签合同额少。2018 年 1~3 月，公司新签合同造价共计 13.57 亿元。

表 5 公司项目完工及在手项目情况
（单位：个、亿元）

类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
优贷项目	完工合同额	0.00	26.67	0.00
	期末在手合同额	26.67	5.76	5.76
援外项目	完工合同额	0.57	4.24	0.00
	期末在手合同额	4.24	0.26	0.37
国际承包	完工合同额	17.95	39.09	0.00
	期末在手合同额	50.39	115.33	120.82
合计	完工合同额	18.51	70.01	0.00
	期末在手合同额	81.30	121.35	126.95

注：以签订的合同总金额统计。

表 6 2016~2018 年 1~3 月公司工程承接情况表
（单位：个、亿元）

类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
优贷项目	当年新签合同造价	--	--	3.76
援外项目	当年新签合同造价	0.84	0.26	0.13
国际承包	当年新签合同造价	30.82	39.64	9.68
合计	当年新签合同造价	31.66	39.90	13.57

资料来源：公司提供

2018年3月底，公司主要在建项目以优贷和国际承包项目为主。公司主要在建项目合同总金额9.36亿美元，已结算金额6.39亿美元，占合同金额的68.31%。

表7 截至2018年3月底公司主要在建项目情况（单位：万美元、%）

项目名称	业主单位	合同金额	完工进度	已结算金额	项目类型
莫桑公路项目	莫桑比克国家公路局	41078.33	98.00	40256.76	优贷项目
赞比亚下凯峡水电站员工高标准住房项目	赞比亚能矿部	928.91	40.00	371.56	国际承包
科特迪瓦高尔夫酒店项目	科特迪瓦旅游部	11532.77	60.00	6919.66	优贷项目
巴巴多斯山姆罗德酒店项目	巴巴多斯旅游部	12121.21	35.00	4242.42	国际承包
刚果金52公里道路及补充合同项目	刚果金交通部	5006.98	98.00	4922.96	优贷项目
莫桑比克贝拉市VAS区粮仓和围墙工程	莫桑比克农业部	9512.67	30.00	2853.80	国际承包
马岛图里亚水坝项目	马达加斯加农业部	8929.89	18.00	1607.38	国际承包
马岛图里亚 Ankotoboke 内部修整项目 1-2 标	马达加斯加农业部	1211.18	45.00	545.03	国际承包
马岛图里亚混凝土管道铺设项目	马达加斯加农业部	892.99	30.00	267.9	国际承包
白俄莫兹里彩钢卷厂项目	白俄莫兹里市轻工局	1529.52	85.00	1300.09	国际承包
白俄布列斯特医疗中心项目	白俄克里马内市卫生局	546.72	85.00	464.71	国际承包
援马达加斯加国际会议中心第五期技术合作项目	马达加斯加政府	114.1	60.00	68.46	援外项目
援马拉维体育场技术合作项目	马拉维青体部	155.91	60.00	93.55	援外项目
合计		93561.18	68.31	63914.28	

资料来源：公司提供

公司矿产资源投资稳步推进，预计未来该板块仍将为公司贡献较为可观的收入及利润。安津公司及津安公司矿产开采销售处于停滞状态，海外矿产资源开发业务主要在非洲，受政治风险影响较大，对公司经营可能带来不利影响。

公司在承接海外工程施工项目的同时，积极发展海外矿产资源开发业务，目前投资开发的境外矿产资源主要包括钻石矿、祖母绿矿和钛铁矿。

2017年，由于刚果金钻石矿销量增长，公司矿产收入大幅增长58.16%至24.23亿元；矿产业务毛利率55.45%，同比增长7.17个百分点，每年开采并销售的各批次毛坯钻在质量、等级、大小等方面存在不同，销售价格存在一定差异，因此毛利率会呈现一定的波动性。2018年1~3月，公司实现钻石产量1100.07万克拉，祖母绿产量70.76万克拉，矿产资源开发收入6.06亿元。刚果（金）钻石矿开采量大，成为

公司矿产板块的盈利增长点。

表8 2016~2018年1~3月钻石产量

（单位：万克拉）

产品类型	钻石			祖母绿
	刚果（金）	安津	津安	安赞
2016年	600	0	0	257
2017年	751.07	0	0	200
2018年1~3月	1100.07	0	0	70.76

资料来源：公司提供

（1）安津钻石矿、津安钻石矿

2009年及2011年，公司分别与津巴布韦政府下属企业合作成立安津投资（私人）有限公司（以下简称“安津公司”，公司持股比例50%）和津安矿业（私人）有限公司（以下简称“津安公司”，公司持股比例50%），运营安津钻石矿和津安钻石矿。2016年2月22日，津巴布韦政府强行推行钻石矿企业国有化，单方面宣布停止钻石矿企业的正常开采工作，包括安津公司和津安公司。随后津巴布韦政府发生政

变，新政府于 2017 年 11 月成立，新总统姆南加古瓦为原国防部长，其在职期间推动了安津和津安钻石矿合资公司的成立。目前事件尚未解决。

由于安津和津安钻石矿控制权存在不确定性，公司 2016 年 1 季度起不再继续将安津公司、津安公司纳入合并报表范围，而是以长期股权投资（权益法）的形式对上述两家子公司的投资及收益进行核算。从投资成本收回方面看，安津钻石矿的投资已全部收回；津安钻石矿总投资 10.06 亿美元（含国家开发银行贷款 6.40 亿美元），截至 2018 年 3 月底已完成全部投资，累计销售矿石 355 万克拉，累计实现销售收入 3.91 亿美元，尚有 6.15 亿美元投资未收回。

截至本报告出具日，安津公司和津安公司的勘探和开采工作仍处于暂停状态，原有矿石已经销售完毕。考虑到中国出口信用保险公司对公司贷款提供保险赔偿（额度 6.06 亿美元，处于理赔程序中）、公司库存钻石价值较高、公司投入的工程机械、开采设备、运输车辆等均可用于其他矿的开采工作，即使未来公司决定主动退出在津巴布韦的投资，投资损失预计仍在可控范围，联合资信将持续关注津巴布韦钻石矿关停事件对公司可能带来的损失和影响。

（2）刚果（金）钻石矿

刚果（金）钻石矿经营主体为安徽-刚果鼎盛矿业投资有限公司（以下简称“鼎盛矿业”），系由公司和刚果民主共和国政府于 2013 年 9 月合资成立的合资公司（公司与刚方各持股 50%）公司对鼎盛矿业行使实际经营管理权，于 2015 年纳入合并报表范围。

该矿产计划总投资 5.5 亿美元（其中一期投资 1.5 亿美元，二期计划投资 3 亿美元，三期计划投资 1 亿美元）。各期投资主要用于新建水电站项目、公路道路建设、选矿厂、采矿设备及运输设备购置、以及勘探及前期费用投入等。截至 2018 年 3 月底，一期投资全部完成，二期已完成投资 1.90 亿美元，预计 2018 年完成二期投资。

鼎盛矿业于 2015 年 2 月开始生产，2017 年该矿产出毛坯钻 751.07 万克拉，同比增长 25.18%；销售毛坯钻 881.48 万克拉，同比增长 79.89%；实现销售收入 3.73 亿美元，同比增长 69.55%。

（3）安赞祖母绿矿

安赞祖母绿矿的运营主体为合资成立的子公司安赞矿业发展有限公司（以下简称“安赞矿业”），其中公司持股比例 70%，赞方持股比例 30%，2016 年起纳入合并范围。

该矿产计划投资 3.00 亿美元。截至 2018 年 3 月底，矿产已投资 0.95 亿美元。由于祖母绿原石开采难度大且原石销售的利润空间较小，公司暂未进行原石销售。公司未来计划通过与关联企业德圣珠宝有限公司合作，进行宝石设计、加工及镶嵌业务，以成品珠宝首饰进行品牌销售。截至 2017 年底，累计产出 1030.76 万克拉祖母绿原石，尚未进行销售。

（4）莫桑比克钛锆矿

莫桑比克钛锆矿矿物总储量约 23711.91 万吨，是世界上单体储量最大的钛锆矿区，主要矿产包括钛铁矿和锆石。2014 年 10 月，公司子公司莫桑比克华安公司取得莫桑比克钛锆矿特许开采权，计划开展钛锆矿开采业务，采矿期限 25 年。目前由莫桑比克鼎盛矿业运营（公司持股比例 85%，莫方持股比例 15%）。

该矿主要开采产品为高品质钛精矿及副产品锆英砂，公司未来开采出的钛精矿将主要面向国内外钛白粉生产企业进行销售，以氯化法钛白粉生产企业为主，并首先重点满足国内客户需求；而锆英砂主要面向国内外锆化学制品生产、精密铸造产品生产等企业进行销售。该矿区计划于 2018 年底开始销售，销售模式与刚果（金）类似，将原料进行直接销售。

该矿产计划投资 12.01 亿美元，其中建设投资 11.11 亿美元，于 2016 年启动。截至 2018 年 3 月底，莫桑比克钛锆矿首采区以及安置区已动工，已投资 4.35 亿美元。

跟踪期内，公司酒店和超市业务收入快速

增长，盈利能力强，对公司业务形成了有益补充。

截至 2018 年 3 月底，公司境内外共经营 18 家酒店及度假村，其中海外 14 家。国内酒店业务的客户以散客为主，国外酒店的业务以长包房为主、散客为辅。公司国外酒店的客房收入中的长包房主要是当地中资企业、国内大

型考察团、当地外资企业以及当地政府机构的长包房收入，获客能力稳定。

2017 年，公司酒店业务增幅较大，全年实现收入 18.49 亿元，同比增长 39.44%，主要系海外工程业务带动配套服务的酒店经营业务增长所致；2018 年 1~3 月，公司实现酒店经营收入 4.62 亿元。

表 9 2016~2018 年 3 月公司酒店业务收入（单位：万元、%）

分 类	明 细	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
		金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
国 内	客房收入	2338.43	1.76	3013.26	1.63	712.63	1.54
	餐饮收入	1703.23	1.28	1941.06	1.05	506.74	1.10
	会议、休闲、养生	5010.88	3.78	5582.85	3.02	1339.49	2.90
	小计	9052.54	6.82	10537.17	5.7	2558.86	5.54
国 外	客房收入	32491.99	24.51	39653.01	21.45	10247.67	22.17
	餐饮收入	23151.60	17.46	30040.16	16.25	7614.01	16.47
	会议、休闲、娱乐	21488.88	16.21	30225.02	16.35	7704.03	16.67
	其他	46407.31	35.00	74407.16	40.25	18091.06	39.15
	小计	123539.78	93.18	174325.35	94.30	43656.77	94.46
	合计	132592.32	100.00	184862.52	100.00	46215.63	100.00

资料来源：公司提供

公司超市经营业务起步于为工程施工业务提供配套服务。2017 年，公司超市业务同比增幅达 46.34%，实现收入 7.39 亿元，毛利率为 54.81%。2018 年 1~3 月，公司实现超市业务收入 1.85 亿元，毛利率仍维持在较高水平。

跟踪期内，受结算面积下降影响，公司房地产收入有所下滑；新增贵阳将军山新城地块项目，投资规模较大，未来存在一定融资压力。

公司房地产开发业务以国内综合商业广场开发和海外别墅项目开发为主。公司在境外投资开发的房地产项目主要是精品别墅项目，由

于项目建设所需机械设备及周转材料主要由公司在当地的基地提供，且当地人工成本较为低廉，因此房地产开发的成本整体较低，毛利率水平相对较高。2017 年，公司实现房地产收入 3.43 亿元，同比下降 65.56%，主要系当年结算面积及收入下降所致；由于毛利率高的国外房地产项目已于 2016 年结算完毕，2017 年房地产业务毛利率 32.14%，同比下降 21.96 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司共有 3 个在建房地产项目，总投资 136.12 亿元，已投资 49.81 亿元，尚需投资 86.31 亿元，存在较大资金压力。

表 10 截至 2018 年 3 月底公司房地产在建项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面 积	总投 资额	已投 资	开 工 时 间	开 盘 时 间	累 计 合 同 销 售 面 积	累 计 合 同 销 售 金 额
德盛广场（一期/二期）（芜湖）	25.60	15.00	20.50	2015.1	2015.5	6.91	11.06
外经钻石广场（亳州）	31.22	15.12	12.18	2016.1	2016.6	8.87	8.03
贵阳将军山新城地块项目	141.56	106.00	17.13	2018.1	暂未开盘	--	--
合计	198.38	136.12	49.81	--	--	15.78	19.09

资料来源：公司提供

公司未来将继续大力开拓国外工程承包市场，开拓海外稀缺矿产资源，实施多元化经营，不断巩固、完善和拓展市场业务范围。

在市场开拓方面，主要从以下四个方面入手：一是公司将继续以海外建筑工程施工项目为主要依托，积极开发国际承包项目及部分国家优贷项目；二是公司继续开拓海外矿产资源开发业务，广泛涉足钻石矿、祖母绿矿及钛锆矿等世界稀缺资源的投资开发，通过企业行为实施国家战略，以及实施多元化经营；三是借助公司的海外建筑工程施工项目的优势，开展国内外房地产开发业务；四是以国外各酒店、连锁超市的多元化经营作为公司主营业务的补充。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围有所变动，即 2017 年公司投资设立莫桑比克鼎盛矿业股份有限公司、义务德盛置业有限公司和义乌市对非贸易有限公司，认缴出资亳州德盛旅游发展有限公司；除莫桑比克鼎盛矿业股份有限公司由公司持股 85.00% 以外，新增子公司均为公司 100% 持股，对公司财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模呈上升趋势；房屋建筑物、投资性房地产和钻石矿权等在公司总资产中占比大，资产盈利性较好；同时，考虑到公司货币资金较为充足，整体资产质量尚可。

2017 年底，公司资产总额 367.69 亿元，同比增长 3.48%，主要系存货增长所致。资产结构仍以非流动资产为主。

2017 年底，公司流动资产合计 100.96 亿元，主要由存货、货币资金和其他流动资产构成。

表 11 2016~2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.21	8.22	22.35	6.08	19.94	5.31
存货	43.32	12.19	64.60	17.57	67.16	17.87
其他流动资产	21.48	6.05	0.15	0.04	0.15	0.04
流动资产	104.92	29.53	100.96	27.46	101.57	27.03
长期股权投资	44.19	12.44	43.56	11.85	47.90	12.75
投资性房地产	53.05	14.93	49.68	13.51	49.68	13.22
固定资产	109.35	30.77	108.56	29.52	108.53	28.88
在建工程	4.56	1.28	23.44	6.38	26.81	7.13
无形资产	37.49	10.55	39.92	10.86	39.73	10.57
非流动资产	250.40	70.47	266.73	72.54	274.17	72.97
资产总额	355.33	100.00	367.69	100.00	375.74	100.00

资料来源：公司财务报告

2017 年底，公司货币资金 22.35 亿元，同比下降 23.47%；其中银行存款 20.70 亿元，占 92.62%。公司存放于境外的资金占货币资金的 26.17%，主要是境外子公司正常经营使用的货

币资金。公司受限货币资金 1.39 亿元，主要系国内银行承兑汇票质押保证金及项目贷款累计偿债保证金。

2017 年底，公司应收账款余额为 5.56 亿元，同比增长 10.93%，主要系 2017 年公司完

工合同额增长导致应收工程款数额增长。2017年，公司应收账款账龄均在1年以内。公司应收账款集中度高，应收账款前五主要是国外业主，合计占比71.49%。公司未对应收账款计提坏账准备。公司其他应收款为3.79亿元，同比增长19.24%，主要系公司对津安公司的投资款（账龄1~2年）尚未收回部分计入其他应收款核算。

2017年底，公司存货64.60亿元，同比增长49.15%，主要是开发成本（占66.86%）和库存商品（占23.51%），其中开发成本主要是房地产项目投资款，库存商品主要是公司毛坯钻及祖母绿原石库存。2017年，公司存货增长主要系房地产项目开发成本增长所致。其中贵阳将军山地块项目增加开发成本16.31亿元。

2017年，由于公司投资的理财产品到期，公司其他流动资产0.15亿元，同比大幅下降99.31%。

2017年底，公司非流动资产合计266.73亿元，主要由固定资产、投资性房地产和长期股权投资构成。

2017年底，公司长期股权投资43.56亿元，主要为公司对合营企业安津公司、津安公司，及联营企业徽银金融租赁有限公司的投资。2017年底，公司投资性房地产49.68亿元，同比下降6.35%，系公允价值变动所致。公司投资性房地产为位于芜湖市的办公公寓楼、商用写字楼等。

公司在海外的土地根据取得权利性质不同分别入账：取得土地所有权（无使用年限）的，计入固定资产且不计提折旧；取得土地使用权（有使用年限）的，计入无形资产，并在使用年限期间内进行摊销。

公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备和土地等构成，且大部分位于海外。2017年底，公司固定资产净额为108.56亿元，同比基本保持稳定。2017年公司固定资产变动主要来自：由在建工程转入固定资产的金额为2.18亿元；本年度购置固定资产1.44亿元。减少主要

系固定资产折旧。从固定资产构成看，房屋建筑物占89.86%，机器设备占6.36%，土地占0.36%。公司无形资产主要包括土地使用权和钻石矿权，2017年底为39.92亿元，同比增长6.49%。其中，钻石矿权占51.63%、土地使用权占48.37%。

2017年底，公司在建工程为23.44亿元，同比大幅增长413.69%，主要系刚果金鼎盛钻石矿二期项目及莫桑比克钛锆矿当年投资规模较大所致。

截至2018年3月底，公司资产总额较上年底增长2.19%至375.74亿元；资产结构仍以非流动资产为主。截至2018年3月底，公司流动资产101.57亿元，较2017年底变动较小；公司非流动资产合计274.17亿元，较上年底增长2.79%，主要系在建工程增加所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益以其他综合收益、未分配利润为主，稳定性差。公司主要通过金融机构借款和发行债券来满足融资需求，债务规模较2016年有所下降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担尚可。

2017年底，公司所有者权益合计220.96亿元（含少数股东权益13.01亿元），以其他综合收益及未分配利润为主，所有者权益增长主要系未分配利润增长所致。2017年，公司资本公积减少44.26亿元，主要系2016年投资性房地产产生的资本公积根据最新会计准则应放在其他综合收益核算，进行重分类。2017年，由于公司新增合资公司，少数股东权益增长239.71%至13.01亿元。同期，公司其他综合收益为55.18亿元，包括两部分：一是2016年固定资产转为以公允价值计量的投资性房地产时，公允价值大于固定资产账面价值的差额部分，占80.21%；二是外币财务报表折算差额，占19.79%。2018年3月底，公司所有者权益为223.98亿元（含少数股东权益14.41亿元），较2017年底增长1.37%，其中未分配利润占比小

幅提升。 同比下降 6.16%。公司负债结构以非流动负债
2017 年底，公司负债合计 146.73 亿元， 为主。

表12 公司主要负债和所有者权益构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	23.50	15.03	30.53	20.81	25.16	16.58
一年内到期的非流动负债	12.85	8.22	15.42	10.51	16.62	10.95
流动负债	48.31	30.90	58.41	39.81	53.56	35.29
长期借款	39.47	25.24	27.18	18.53	27.18	17.91
应付债券	67.00	42.85	60.00	40.89	70.00	46.12
非流动负债	108.04	69.10	88.32	60.19	98.21	64.71
负债总额	156.35	100.00	146.73	100.00	151.76	100.00
实收资本	0.50	0.25	0.50	0.23	0.50	0.22
资本公积	44.26	22.24	0.00	0.00	0.00	0.00
未分配利润	137.24	68.97	151.63	68.62	156.02	69.66
其他综合收益	12.50	6.28	55.18	24.97	52.40	23.39
少数股东权益	3.83	1.93	13.01	5.89	14.41	6.44
所有者权益合计	198.97	100.00	220.96	100.00	223.98	100.00

资料来源: 根据公司财务报告整理

2017 年底, 公司流动负债为 58.41 亿元, 同比增长 20.91%, 主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017 年底, 公司短期借款为 30.53 亿元, 同比增长 29.90%。其中, 信用借款占 65.65%, 保证借款占 34.35%。公司一年内到期的非流动负债为 15.42 亿元, 同比增长 20.02%, 其中一年内到期的长期借款占 51.91%; 一年内到期的应付债券占 45.40%, 为“13 皖经建 MTN002”; 一年内到期的长期应付款占 2.69%。

2017 年底, 公司非流动负债为 88.32 亿元, 同比下降 18.26%, 主要是长期借款及应付债券减少所致。从构成上来看, 以长期借款和应付债券为主。

2017 年底, 公司长期借款 27.18 亿元, 同比下降 31.13%, 其中抵押借款 28.49 亿元。2017 年底, 公司应付债券 60.00 亿元, 包括“16 皖经建 MTN002”、2015 年发行的两笔非公开定向债务融资工具及 2016 年发行的三笔公司债。2017 年底, 公司长期应付款 1.13 亿元, 为公司售后回租资产形成的款项。

截至 2018 年 3 月底, 公司负债合计 151.76 亿元, 较上年底增长 3.43%, 主要系 2018 年公司新发行两笔中期票据所致。2018 年 3 月底, 公司短期借款 25.16 亿元, 较上年底下降 17.60%。负债结构未发生重大变动。

公司有息债务规模快速增长, 2017 年底, 公司全部债务 133.69 亿元, 同比下降 6.89%。其中长期债务 65.66%、短期债务占 34.34%。2017 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均呈下降趋势, 分别为 39.91%、37.70%和 28.29%。2018 年 3 月底, 公司全部债务为 139.40 亿元, 较 2017 年底增长 4.27%, 公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率为 40.39%、30.26%和 38.36%, 较 2017 年底均有所增长。

3. 盈利能力

跟踪期内, 受矿产业务收入大幅增长带动, 公司营业收入有所增长, 营业利润率保持在较高水平, 公司整体盈利能力较强。

2017 年, 公司营业收入为 91.23 亿元, 同比增长 12.65%, 主要系矿产业务收入大幅增长

所致。2017 年公司营业成本 46.87 亿元，同比增长 12.65%。

2017 年，公司期间费用合计 11.71 亿元，同比基本稳定，主要由财务费用和管理费用组成。受债务规模下降影响，公司财务费用同比下降 15.57%至 6.43 亿元；管理费用同比上升 34.28%至 4.50 亿元；销售费用为 0.78 亿元。2017 年，公司期间费用率为 12.83%，同比下降 1.73 个百分点，公司期间费用控制能力有所提高。

2017 年，公司实现营业利润 27.16 亿元，利润总额 27.11 亿元，同比分别增长 4.91%和 4.61%；由于安津和津安公司停止生产、维持基本运营，其长期股权投资投资收益为负，故当年投资收益为-0.63 亿元。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 46.99%，同比小幅上升 0.69 个百分点；总资本收益率较上年下降 1.81 个百分点至 6.60%；净资产收益率同比下降 0.77 个百分点至 10.63%。整体看，公司盈利能力依然保持在良好水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.24 亿元，相当于 2017 年全年的 21.08%；营业利润率为 49.03%，较 2017 年上升 2.04 个百分点。同期，公司实现利润总额 6.76 亿元，相当于 2017 年全年的 24.94%。

4. 现金流分析

受收入增长等因素影响，公司经营活动现金流入量有所增加；投资活动主要系支持矿产项目投资的现金流；公司当年未大规模发债，筹资活动现金流入量大幅下降，以银行借款为主。

2017 年，受收入增长等因素影响，公司经营活动现金流入量同比增长 14.75%至 93.55 亿元。其中，销售商品提供劳务收到的现金 93.09 亿元。同期公司现金收入比为 102.04%，收现质量较好。2017 年，公司经营活动现金流出量随着项目投入的增长而扩大，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2017 年，公司经营活

动现金流净额为 16.29 亿元，同比基本稳定。2017 年，公司投资活动现金流入规模很小，仅取得投资收益 24.00 万元；同期，公司投资活动表现为净流出，为建固定资产、无形资产等支付的现金 25.36 亿元。2017 年，公司通过取得借款获得筹资活动现金流入 32.53 亿元，由于当年没有新发债券，同比大幅下降 41.86%；公司筹资活动现金流出主要体现为偿债资金。当年，公司筹资活动现金流量净额为-17.47 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入为 19.94 亿元，经营活动现金流量净额为 5.45 亿元；随着公司矿产开发项目的持续投入，当期公司投资活动现金流出为 8.86 亿元，无投资活动现金流入；2018 年 1~3 月，公司发行债券收到的现金 11.50 亿元，为新发行的两期中期票据。现金收入比较 2017 年底上升 1.06 个百分点至 103.10%，收现质量保持稳定。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司存在一定短期偿债压力，长期偿债能力强；公司无对外担保，间接融资渠道通畅，整体偿债能力强。

2017 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 172.83%和 62.23%，2018 年 3 月底上述指标分别小幅上升至 189.65%和 64.24%。2017 年，公司经营现金流动负债比下降至 27.89%，公司经营现金流量对债务的保障能力有所下降。跟踪期内，公司短期债务规模较大，现金类资产无法覆盖短期债务。公司存在一定短期偿债压力。

2017 年，公司 EBITDA 同比增长至 39.50 亿元，全部债务/EBITDA 下降至 3.38 倍。EBITDA 利息倍数略有下降，为 5.37 倍。公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并口径）获得金融机构授信额度（折合成人民币）为 151.50 亿元，已使用 60.88 亿元，尚未使用授信额度

为 90.62 亿元，公司间接融资渠道通畅。

九、 存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额77.00亿元；若投资者行使回售选择权，一年内到期的应付债券12.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力大。

截至2018年3月底，若投资者行使回售选择权，公司一年内到期兑付债券为12.00亿元，2019年将达到存续债券待偿本金峰值60.00亿元（三期公司债50.00亿元及“16皖经建MTN001”10.00亿元）。2017年底，公司现金类资产22.35亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为93.55亿元、16.29亿元和39.50亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年3月
一年内到期债券余额	12.00
未来待偿债券本金峰值	60.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.86
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.56
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.27
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.66

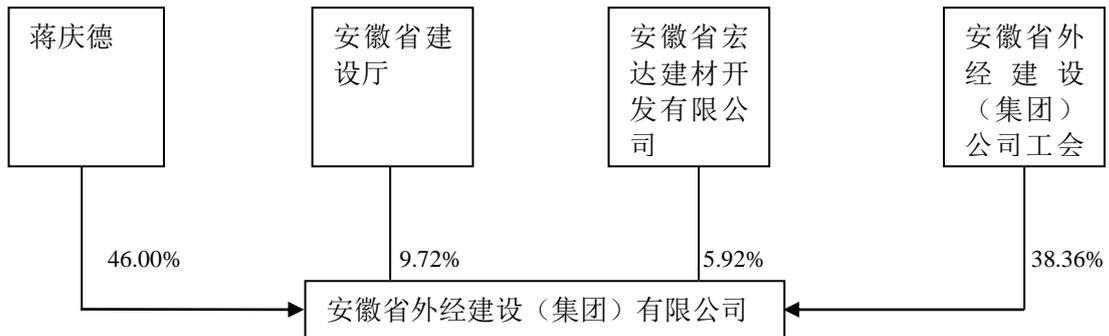
资料来源：联合资信整理

如果未来投资者行使回售选择权，公司将于2019年面临很大的集中偿付压力。

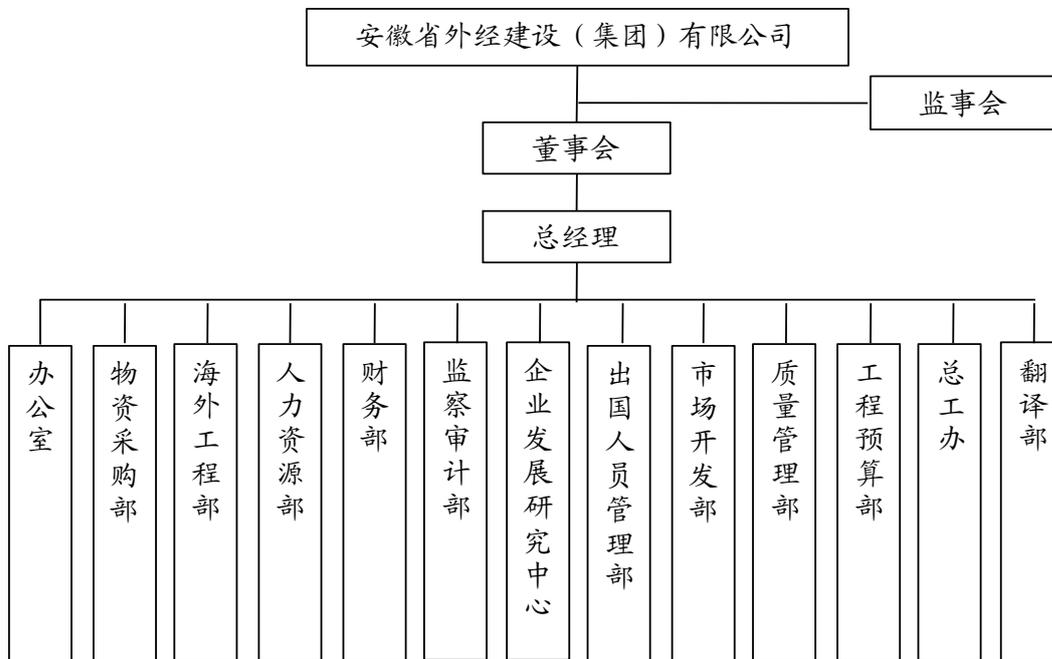
十、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“13皖经建MTN002”、“16皖经建MTN001”、“18皖经建MTN001”和“18皖经建MTN002”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2018 年 3 月底）



附件 1-2 公司组织结构图（截至 2018 年 3 月底）



附件 1-3 公司合并范围内子公司（截至 2018 年 3 月底）

子公司名称	投资额 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
安徽外经大厦有限责任公司	450.00	服务	100.00	100.00	投资设立
安徽金孔雀温泉旅游度假村有限公司	1738.13	服务	100.00	100.00	投资设立
安徽金孔雀温泉养生中心有限责任公司	2000.00	服务	100.00	100.00	投资设立
安徽省外经建设集团亳州德盛置业有限公司	1500.00	房地产	100.00	100.00	投资设立
安徽外径凯莱大饭店有限责任公司	1000.00	服务	100.00	100.00	投资设立
贵阳德盛置业有限公司	16000.00	房地产	100.00	100.00	投资设立
华安（莫桑比克）建设贸易有限公司	21523.06	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（科特迪瓦）建设贸易有限公司	6851.52	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（马拉维）建设贸易有限公司	2374.42	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（津巴布韦）建设贸易有限公司	1709.33	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（赞比亚）建设贸易有限公司	10924.80	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（加勒比）建设贸易有限公司	8699.57	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（多哥）建设贸易有限公司	3724.65	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（马达加斯加）建设贸易有限公司	3883.78	建筑	100.00	100.00	投资设立
华安（刚果金）建设贸易有限公司	41599.68	建筑	100.00	100.00	投资设立
安徽—刚果鼎盛矿业投资有限公司	2571.41	矿产资源开发	50.00	50.00	投资设立
莫桑比克鼎盛矿业股份有限公司	261.48	矿产资源开发	85.00	85.00	投资设立
亳州德盛旅游发展有限公司	1500.00	房地产	100.00	100.00	认缴出资
义务德盛置业有限公司	20000.00	房地产	100.00	100.00	投资设立
义乌市对非贸易有限公司	800.00	服务	100.00	100.00	投资设立

注：公司审计报告及公司提供。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.46	29.21	22.35	19.94
资产总额(亿元)	273.82	355.33	367.69	375.74
所有者权益(亿元)	166.25	198.97	220.96	223.98
短期债务(亿元)	33.58	37.12	46.50	42.22
长期债务(亿元)	55.06	106.47	87.18	97.18
全部债务(亿元)	88.64	143.59	133.69	139.40
营业收入(亿元)	83.44	80.98	91.23	19.24
利润总额(亿元)	21.33	25.91	27.11	6.76
EBITDA(亿元)	30.13	34.32	39.50	--
经营性净现金流(亿元)	16.39	16.42	16.29	5.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.27	13.68	17.27	--
存货周转次数(次)	1.12	0.89	0.87	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.26	0.25	--
现金收入比(%)	108.07	100.51	102.04	103.10
营业利润率(%)	35.56	46.30	46.99	49.03
总资本收益率(%)	8.19	8.45	8.70	--
净资产收益率(%)	10.08	11.40	10.63	--
长期债务资本化比率(%)	24.88	34.86	28.29	30.26
全部债务资本化比率(%)	34.77	41.92	37.70	38.36
资产负债率(%)	39.28	44.00	39.91	40.39
流动比率(%)	170.39	217.18	172.83	189.65
速动比率(%)	72.82	127.52	62.23	64.24
经营现金流动负债比(%)	32.40	33.99	27.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.94	4.18	3.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.30	5.49	5.37	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。