

信用等级公告

联合[2018]484号

安徽省高速地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安徽省高速地产集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

安徽省高速地产集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

安徽省高速地产集团有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

安徽省高速地产集团有限公司

2018 年公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10.00 亿元

债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方：安徽省交通控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 5 月 8 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	148.05	165.82	175.85
所有者权益 (亿元)	37.72	44.30	47.70
长期债务 (亿元)	33.49	40.39	37.98
全部债务 (亿元)	58.19	63.63	63.98
营业收入 (亿元)	42.59	50.75	35.97
净利润 (亿元)	2.00	2.38	4.04
EBITDA (亿元)	3.86	4.43	6.02
经营性净现金流 (亿元)	-13.60	10.38	-12.86
营业利润率 (%)	13.94	13.45	23.29
净资产收益率 (%)	6.30	5.79	8.79
资产负债率 (%)	74.52	73.29	72.87
全部债务资本化比率 (%)	60.67	58.96	57.28
流动比率 (倍)	1.82	1.95	1.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.07	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	1.40	2.04
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.39	0.44	0.60

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额 (亿元)	1,910.22	2,075.73	2,188.06	2,275.22
所有者权益 (亿元)	626.93	662.62	717.85	774.07
营业收入 (亿元)	265.98	270.22	286.01	210.89
净利润 (亿元)	22.11	23.95	14.60	23.57
经营性净现金流 (亿元)	97.09	78.75	133.80	61.93
资产负债率 (%)	67.18	68.08	67.19	65.98

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2014-2016 年担保方其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，2017 年发行人其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对安徽省高速地产集团有限公司（以下简称“公司”或“高速地产”）的评级反映了公司作为安徽省国有房地产开发企业，在区域竞争力、股东支持、项目储备等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司房地产业务区域比较集中、面临一定的资金支出压力、经营性净现金流由正转负、盈利能力一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着在建项目的陆续竣工，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交控集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。安徽交控集团作为安徽省国资委下属大型企业，持有安徽省大部分高速公路，资产规模大，整体竞争力强。其对本次债券的担保反映出安徽交控集团对公司的信心和支持，对本次债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力以及担保方担保实力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司具有多年的房地产开发经验，在合肥和安徽下属地市地区有一定的竞争力。
2. 公司获得股东的连续增资，资本实力不断加强，股东对公司支持力度大。
3. 公司期末在建项目规模较大；目前公司房地产开发毛利率较高，项目销售回款情况良好，货币资金较充足。
4. 担保方安徽交控集团持有安徽省大部分高速公路资产，资产规模很大，综合竞争力强，

其对本次公司债券的担保对本次债券的信用状况有显著的提升作用。

关注

1. 公司房地产业务主要集中在合肥市，合肥市房地产政策变化可能对公司的房地产销售情况和经营状况有较大影响。

2. 公司存货规模较大，部分地区项目面临一定的去化压力。公司目前在建和拟建项目规模较大，存在一定的资金支出压力。

3. 公司经营性净现金流由正转负，整体盈利能力和长期偿债能力有待提升。

4. 担保方安徽交控集团在建拟建项目投资规模较大，面临一定的投资压力；财务费用对利润侵蚀明显。

分析师

张兆新

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电 话：010-85172818

邮 箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

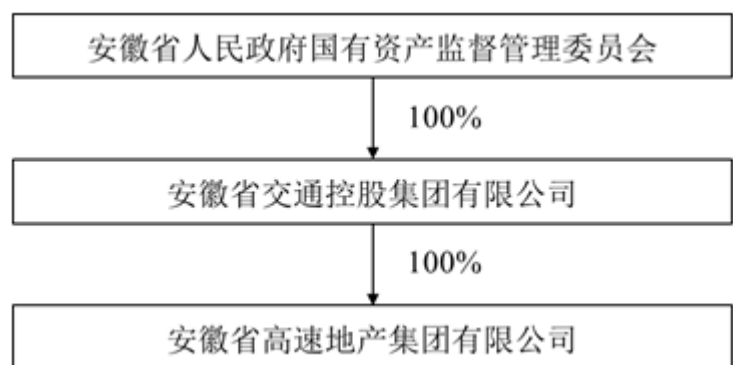
安徽省高速地产集团有限公司（以下简称“公司”或“高速地产”）于 2009 年 7 月由安徽省高速公路控股集团有限公司（以下简称“安徽高速集团”）出资设立，初始注册资本 1.00 亿元。

2009 年 11 月，根据安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）下发的文件《关于无偿划转安徽高速公路房地产有限责任公司等 5 家公司股权的批复》（皖国资产权函[2009]578 号），安徽高速集团以货币资金 2.53 亿元和股权 7.67 亿元（合计 10.20 亿元）对公司进行增资，公司注册资本由 1.00 亿元增加至 11.20 亿元。2013 年 6 月，根据安徽省国资委文件《省国资委关于省高速地产集团有限公司增加注册资本有关事项的批复》，安徽高速集团以货币资金 8.80 亿元对公司进行增资，公司注册资本由 11.20 亿元增加至 20.00 亿元。

2014 年 12 月，根据安徽省国资委下发文件《省国资委转发省人民政府关于安徽省高速公路控股集团有限公司与安徽省交通投资集团有限责任公司重组方案批复的同意》（皖国资改革[2014]172 号），安徽高速集团与安徽省交通投资集团有限责任公司重组为新的国有独资企业，重组后企业名称为安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交控集团”），公司股东变更为安徽交控集团。2015 年 8 月 14 日，根据安徽省国资委下发文件《省国资委关于安徽高速地产集团有限公司增加注册资本有关事项的批复》（皖国资产权函[2015]394 号），安徽交控集团对公司增加注册资本 10.00 亿元，公司注册资本由 20.00 亿元增加至 30.00 亿元。

2016 年 11 月，安徽交控集团对公司增资 3.67 亿元，公司实收资本变更为 33.67 亿元。截至 2017 年底，公司注册与实收资本均为 33.67 亿元；公司为安徽交控集团全资子公司，实际控制人为安徽省国资委。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发、经营，项目投资及管理，房地产中介代理及咨询服务，建材、金属材料、木材、化工材料（不含危险品）、五金交电、日用百货、计算机及配件、机械、电子设备、汽车销售，房屋租赁，物业管理，商务信息咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司下设人力资源部、法律事务部、营销客服中心、工程管理部、成本部、设计部、运营管理中心、财务资金中心、投资发展部、综合管理部、工会办公室、纪委办公室和党务管理部等 13 个职能部门；纳入合并范围内的子公司 24 家。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 960 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 175.85 亿元，负债合计 128.14 亿元，所有者权益（含少数股

东权益) 47.70亿元, 其中归属于母公司的所有者权益合计47.67亿元。2017年, 公司实现营业收入35.97亿元, 净利润(含少数股东损益) 4.04亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润为4.04亿元; 经营活动产生的现金流量净额为-12.86亿元, 现金及现金等价物净增加额3.16亿元。

公司注册地址: 安徽省合肥市高新区望江西路 520 号皖通高新技术产业园 12 号楼; 法定代表人: 陶文胜。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

经中国证监会于 2017 年 10 月 23 日签发的“证监许可[2017]1893 号”文核准, 公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元的公司债券。

本次债券名称为“安徽省高速地产集团有限公司 2018 年公开发行公司债券”, 采取面向合格投资者公开发行方式发行。本次债券发行规模为不超过人民币 10 亿元。本次债券期限为 5 年, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券票面利率在不超过国务院限定的利率水平情况下, 由公司和主承销商根据网下询价结果共同协商确定。本次债券票面金额为 100 元, 采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由安徽省交通控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后, 拟全部用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

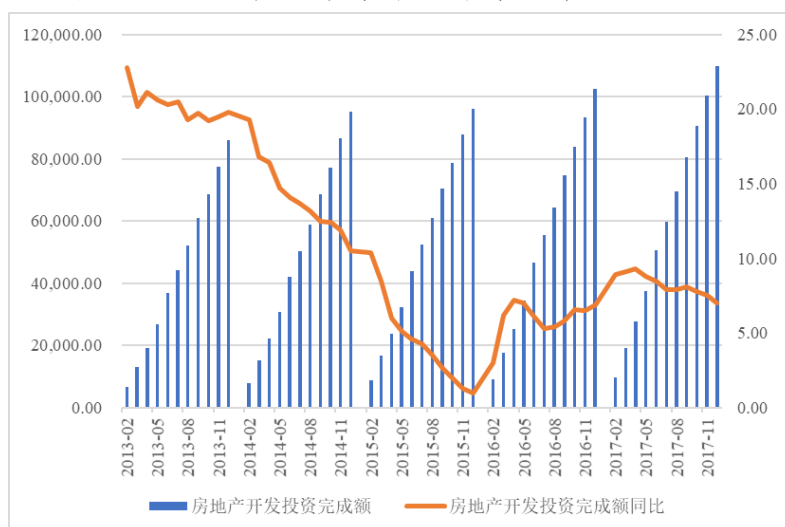
目前公司主要收入来源于房地产开发与销售, 属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业, 在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展, 中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作, 房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看, 2015 年, 我国房地产开发投资 95,978.84 亿元, 较上年名义增长 1.00%, 增速继续同比下滑 9.50 个百分点; 受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施, 2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元, 名义同比增长 6.88%; 2017 年, 我国房地产开发投资 109,799 亿元, 同比增长 7.04%, 增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中, 住宅投资 75,148 亿元(占比为 68.44%), 同比增长 9.38%, 增速提高 3.02 个百分点; 办公楼投资 6,761 亿元(占比 6.16%), 同比增长 3.49%, 增速降低 2.87 个百分点; 商业营业用房投资 15,639 亿元(占比 14.24%), 同比减少 1.26%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市

市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积（万平方米）	113,235	103,212	111,907
同比（%）	-18	-9	8
成交面积（万平方米）	85,671	85,885	95,036
同比（%）	-21	-3	8
出让金（亿元）	21,793	29,047	40,623
同比（%）	-10	31	38
楼面均价（元/平方米）	1,384	1,904	2,374
同比（%）	14	40	26
土地平均溢价率（%）	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

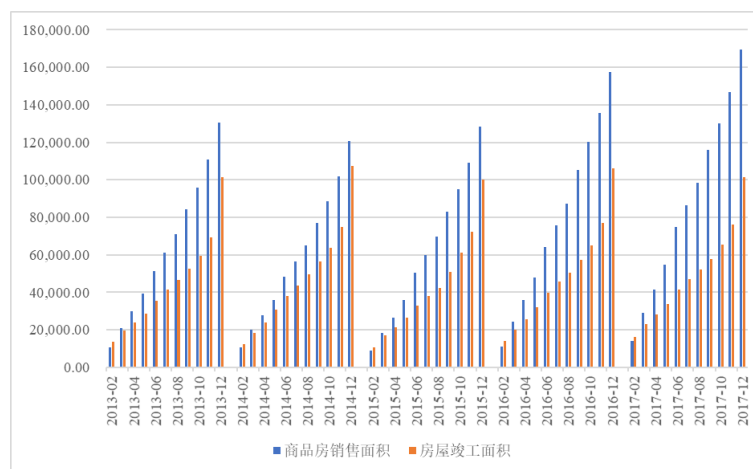
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺口问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

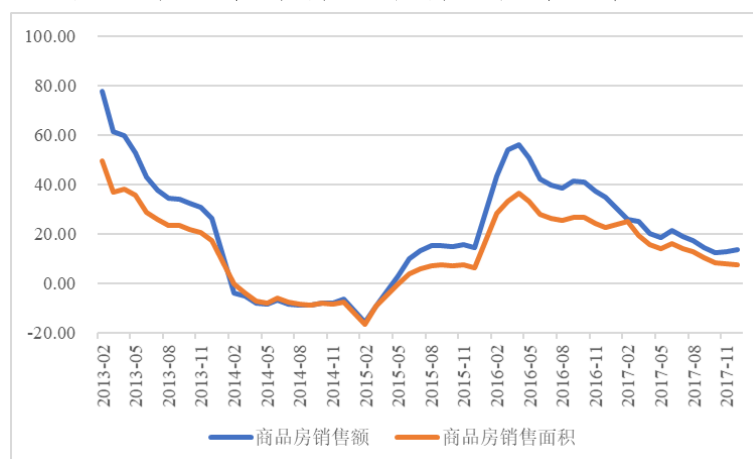
图 3 2013~2017 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2017 年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积 169,408 万平方米,同比增长 7.70%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中,住宅销售面积增长 5.30%,办公楼销售面积增长 24.30%,商业营业用房销售面积增长 18.70%;住宅销售额增长 11.30%,办公楼销售额增长 17.50%,商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看,2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米,同比增长 3.00%;房屋竣工面积 101,486 万平方米,同比减少 4.40%;商品房待售面积 58,923 万平方米,同比减少 15.30%,其中住宅待售面积同比减 25.10%,办公楼待售面积同比增加 0.90%,商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

总体看,在当前经济形势下,政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧,出现分化,热点城市调控政策不断收紧,而三四线城市内部则出现分化,房企整体开工意愿下降,可售房源规模有所下滑。

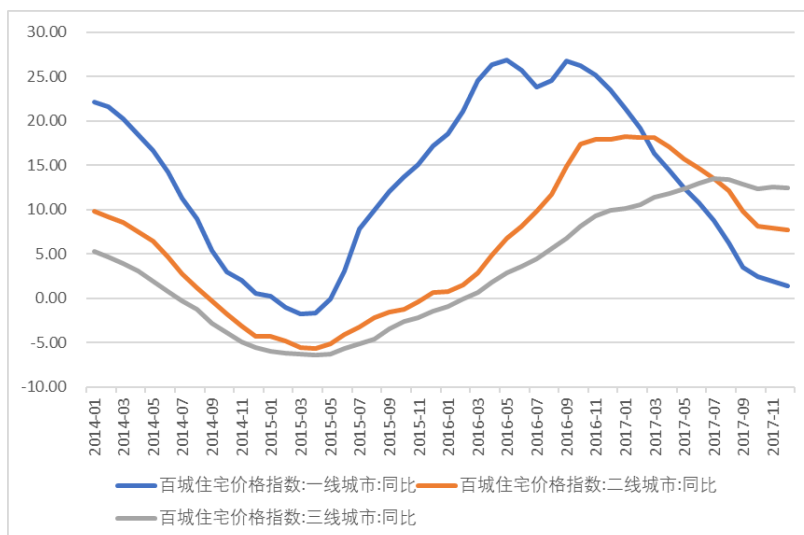
(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看,2015 年以来受多重宽松政策调整影响,重点城市商品住宅成交面积小幅回升,市场呈现回暖迹象;2015 年 3 月后,深圳市领涨全国房价,随后上海、北京房价持续上涨,一线城市房价上涨带动二线城市持续增长;2015 年 12 月,全国 100 个城市(新建)住宅平均价格为 10,980 元/平方米,环比上涨 0.74%。整体来看,全国楼市保持平稳回升态势,12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨,且涨幅均继续扩大。

2016 年,百城价格指数延续上年增长态势,一、二线城市进入快速上涨通道,同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底,百城价格指数为 13,035.00 元/平方米,较年初增长 18.22%。

2017 年,一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓,其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%,二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%,一、二线城市房地产市场明显降温;三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳,达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况(单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,

一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2015~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特

点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长

效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

（4）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

7. 安徽省房地产市场发展概况

安徽省位于中国大陆东部，合肥为其省会城市，安徽与江苏、上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为国际 6 大世界级城市群之一。2017 年，安徽省常住人口 6,254.8 万人，近三年年均复合增长 0.90%。2017 年安徽省的地区生产总值为 27,518.7 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.5%。2017 年，安徽省固定资产投资 29,186 亿元，按可比口径计算，较上年增长 11%，比全国高 3.8 个百分点，居全国第 11 位。

土地出让方面，根据星空地产研究院数据，2017 年安徽省经营性土地总供应面积 52,863.82 亩，较上年增长 30.22%；总成交面积 43,887.92 亩，较上年增长 15.77%；总成交金额约 1,797.04 亿元，较上年增长 9.58%。地价方面，2017 年全年安徽省土地成交均价较 2016 年全年小幅下降 5.35%，为 409.46 万元/亩。

房地产开发投资方面，2017 年，安徽省房地产开发投资增长较快，全省全年完成房地产开发投资 5,612.47 亿元，较上年增长 21.90%，比全国水平高 14.9 个百分点；其中住宅投资 4,007.00 亿元，较上年增长 30.50%，比上年提高 22.8 个百分点。2017 年，安徽省房屋新开工面积为 11,398.66 万平方米，较上年增长 32.80%；竣工面积 4,747.71 万平方米，较上年下降 11.80%。

随着 2017 年房地产调控措施陆续出台，安徽省商品房销售回落较大；2017 年，安徽省商品房销售面积 9,200.71 万平方米，较上年增长 8.20%，增速比上年回落 29.5 个百分点；商品房销售额分别为 5,865.77 亿元，较上年增长 16.50%，增速比上年回落 32.9 个百分点。

政策方面，以合肥市为例，2016 年 10 月，合肥市发布房地产限购政策《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的若干意见》，内容包括增加居住用地供应力度、实施区域性住房限购、实施差别化住房信贷政策等内容，以控制合肥市房价的过快增长。2017 年 10 月，合肥市政府发布《关于加快推进合肥市住房租赁试点工作的通知》，从培育市场供应主体、增加住房租赁供应、提供政策支持等方面加快推进住房租赁。

总体看，近年来随着安徽省地区生产总值的持续攀升，全省固定资产投资以及房地产开发投资也保持逐年增长；随着政府对房地产市场开展调控，2017 年，安徽省商品房销售增幅有所回落，

以合肥为代表的城市相继出台了房地产调控政策。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是安徽交控集团旗下以房地产开发、经营为主营业务的集团公司，下属子公司安徽高速公路房地产有限责任公司具备房地产开发企业国家一级资质、安徽省高速地产物业管理服务有限公司具备国家物业管理一级资质。截至 2017 年底，公司土地储备占地面积 60.87 万平方米，对应规划建筑面积 139.96 万平方米；在建项目共计 10 个，主要分布在合肥和安徽省其他地级市，合计建筑面积 543.97 万平方米。

公司房地产业务分布在合肥、六安、巢湖、铜陵、苏州、滁州、池州、阜阳、亳州、上海等地。公司开发建设了多个住宅、写字楼、五星级酒店、高端商业、旅游养生地产（九华山旅游地产项目、阜阳新项目）等项目；公司目前商品住宅开发以刚需型住宅和城市底商为主。公司目前在售有“高速·滨湖时代广场”、“高速·公园壹号”、“高速·时代公馆”以及“高速·铜都天地”等十余处项目，项目储备较为充足。

公司所开发的项目获得了多项荣誉，品牌影响力和行业认可度较高，其中“高速·时代城”获得“2014 年度第十六批绿色建筑”；“高速·翡翠湖畔”获得“省安全质量标准化示范工地”等。同时，公司也获得了“安徽质量服务信誉 AAA 级优秀房地产公司”、“2014 年安徽省房地产优秀企业”等奖项。

总体看，公司行业经验较为丰富，开发规模较大，项目储备规模较充足；公司在安徽省内具有一定的竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员 14 人，其中董事长 1 人、董事 6 人、监事 3 人、高级管理人员 9 人（其中董事兼任 5 人），均具有丰富的房地产企业管理经验。

公司董事长陶文胜先生，1970 年 1 月出生，安徽东至人，中共党员，研究生学历，高级工程师。曾先后担任合肥美菱冰箱总厂助理工程师，合肥美菱空调器厂助理工程师、团委书记、党委委员、机关党支部书记，安徽省机械设备成套局招标综合部副经理、综合处副处长、咨询监理处副处长、机关党支部书记、招标中心副主任，安徽省高速地产集团有限公司党委委员、副总经理，安徽省驿达高速公路服务区经营管理有限公司党总支委员、执行董事、总经理，兼安徽省高速石化有限公司董事、董事长，安徽省驿达高速公路服务区经营管理有限公司执行董事、总经理、党委副书记，现任公司董事长、党委副书记。

公司总经理黄朝晖先生，1973 年 5 月生，安徽合肥人，中共党员，研究生学历。曾先后担任安徽省高等级公路管理局科员安徽省高速公路合铜公路管理处科员，安徽省高级公路工程监理有限公司办公室副主任，安徽高速公路房地产有限责任公司总经理助理，安徽省安高投资有限公司总经理助理、副总经理，安徽省高速地产集团有限公司营销与物业管理部经理兼安高投资公司总经理，安徽省高速地产集团铜陵有限公司总经理兼江南区域总经理、池州公司总经理。现任公司党委委员、董事、总经理。

截至 2017 年底，公司拥有在职员工 960 人。从专业结构来看，项目管理人员 88 人，占员工总数的 9.16%；工程技术人员 173 人，占员工总数的 18.02%；销售人员 282 人，占员工总数的 29.38%；商业及物业管理人员 98 人，占员工总数的 10.21%；财务人员 96 人，占员工总数的 10.00%；行

政人员 223 人，占员工总数的 23.23%。从学历结构看，公司大学本科及以上学历 474 人，占员工总数的 49.37%；大学专科学历 232 人，占员工总数的 24.17%；大专及以下学历 254 人，占员工总数的 26.46%。从学历上看，公司在职人员以大学本科及以上学历为主，能满足公司的业务和发展需要。

总体看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司员工结构合理，能够满足公司生产经营需要。

3. 股东支持

公司母公司安徽交控集团是安徽省唯一的高速公路经营建设主体，是安徽省的大型国有企业。安徽交控集团在资金、担保和追加资本金等方面对公司给与了较大的支持。

在资金和担保方面，2015~2017 年，安徽交控集团提供的资金支持总额分别为 10.90 亿元、3.67 亿元和 0.00 亿元；对公司质押借款和保证借款提供担保的借款余额分别为 37.80 亿元、46.00 亿元和 34.00 亿元。具体数据如下表所示。

表 5 2015~2017 年安徽交控集团的股东支持情况（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资金支持	108,980.90	36,700.00	0.00
担保余额	378,000.00	460,000.00	340,000.00

资料来源：公司审计报告

在资本金方面，2013 年 6 月，根据《省国资委关于省高速地产集团有限公司增加注册资本有关事项的批复》，安徽高速集团以货币资金 8.80 亿元对公司追加出资，追加出资后公司注册资本变更为人民币 20.00 亿元。2015 年，安徽交控集团以货币资金 10.00 亿元对公司追加出资，其中 5.00 亿元于 2015 年 7 月到账，5.00 亿元于 2015 年 8 月到账；增资后公司注册资本增加至 30.00 亿元。2016 年 10 月，安徽交控集团以货币资金 36,700 万元对公司追加出资，追加出资后公司注册资本变更为人民币 33.67 亿元。

总体看，控股股东安徽交控集团综合实力强，对公司支持力度大。

五、公司治理

1. 治理结构

作为安徽省国资委下属的全资二级子公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。

根据《安徽省高速地产集团有限公司章程》的规定，公司不设股东会，安徽交控集团行使委派和更换非由职工代表担任的董事、监事的权利，决定有关董事、监事的报酬事项；批准发行公司债券；批准合并、分立、解散、破产或者变更公司形式方案等权利。

公司设董事会，对安徽交控集团负责，公司董事会由 7 名董事组成，公司设董事长 1 人，职工代表出任的董事为 1 人。公司董事按公司领导管理权限和程序直接委派，任期 3 年，可连选连任；职工代表出任董事 1 人。董事会行使决定公司经营计划和投资方案；制定年度财务预算方案、决算方案；制定公司基本管理制度等权利。

公司设监事会，由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，任期为 3 年，可连选连任，其中职工代表出任的监事不低于三分之一。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设监事会主席 1 人，监事会主席由安徽交控集团在委派的监事

会成员中直接指定。公司董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任和解聘。总经理任期三年，连聘可连任；总经理对董事会负责；并设副总经理若干名，协助总经理工作。公司副总经理及其他高级管理人员经总经理提名及公司党委考察、审议后，由董事会聘任或解聘。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部设置有 13 个职能部门，分别为人力资源部、法律事务部、营销客服中心、工程管理部、成本部、设计部、运营管理中心、财务资金中心、投资发展部、综合管理部、工会办公室、纪委办公室和党务管理部。其中财务系统实行垂直管理，成本系统实行公司本部、项目公司双重管理。

公司在董事会下设立战略、预算、审计等专门委员会。审计委员会负责审查企业内部控制，监督内部控制的有效实施和内部控制自我评价情况，协调内部控制审计及其他相关事宜等。

在财务管理方面，按照公司的战略规划，公司建立了财务管理体系，以预算为主线，资金控制为中心，合理筹集资金，有效营运资产，控制成本费用，规范财务行为，做好财务管理基础工作和信息管理，加强财务监督，有效控制财务风险，实现国有资产的保值增值。

在预算管理方面，公司通过编制经营计划及成本费用预算等实施全面预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对经营计划的动态管理强化预算约束，评估预算的执行效果。

在成本管理方面，公司在提升盈利能力过程中，按照“优化管理源头、强化成本管控”的要求，一是加强设计源头管理，推进产品系列化、标准化工作，编制产品线标准化手册，建立标准化施工图纸，从而实现快速复制、降低成本的目的；二是以“适销对路”为目标，创新户型，优化配比，提升产品附加值，采用多种环保技术，降低成本；三是实行成本动态管理，研究建立标准成本，以成本倒逼设计，实行限额、限量设计；四是实行价格动态管理，在销售过程中，合理定价，建立起价格动态管理机制，实时分析，有效加强了公司对所有项目的成本管理以及盈利能力的全面管控。

在投融资管理方面，公司制定了《融资管理办法》，明确规定了公司及其子公司筹集资金的职责分工、授权审批流程。规范了公司的筹融资方案编制、可行性论证，对筹融资活动进行全面、全过程、全方位识别、分析、评估和控制。并明确了担保业务申请、审批、执行等环节的控制要求，对担保业务进行严格控制，原则上不对外担保。投资方面，公司设立投资发展部负责管控投资业务，定期编制投资策略等并对新项目投资进行管理。重点考虑价格的合理性和风险的可控性，严格评估项目收益的可行性，通过严格的分级授权审批程序对新项目投资实施全程监控，确保新项目获取安全、合法、审慎、有效。

在安全施工管理方面，公司编发安全文明施工统一标准、工程质量标准化指导书，规范施工，确保品质。公司工程部每月对各项目进度、质量、安全进行督查，同时组织项目间进行互查，创新组织了包括各项目监理、参建单位参加的工程管理现场交流会。此外，公司不断强化对项目参建单位的延伸管理，初步建立了涵盖施工、监理、设计、招投标、造价审计、营销/物业代理机构等业务单位的全方位后评价体系，考核结果将与后期招投标相关联，健全项目参建单位信誉考核机制，有效提高公司项目管理水准。

在关联交易管理方面，公司制定了严格的关联交易管理制度，在公司与关联方公司发生的关

联担保、关联交易、关联债权债务往来方面进行严格审批管理。公司明确董事会及经理层负责组织实施关联交易管理工作，公司各职能部门在董事会的领导下按其职能分工，落实对关联交易的各项管理。在经营管理过程中，如遇到与关联人之间交易的或拟与关联人之间进行交易的，财务部应及时对该关联交易进行了解和审核，并提交董事会就关联交易的必要性、合理性、定价的公平性进行审查。

对外担保方面，公司原则上不对安徽交控集团以外的单位提供任何形式的担保；公司为参股公司提供担保的，原则上应该按持股比例与其他股东共同承担担保责任，且担保余额不超过其当期净资产公司应享有的份额。

总体看，公司管理制度较完备，管理体制比较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售，业务板块包括住宅地产开发和运营、商业地产开发和运营、酒店业务、物业管理服务、房地产营销代理以及其他业务等。2015~2017 年，公司分别实现营业收入分别为 42.59 亿元、50.75 亿元和 35.97 亿元，年均复合下降 8.10%，呈波动下降态势，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致；公司分别实现净利润 2.00 亿元、2.38 亿元和 4.04 亿元，年均复合增长率为 42.17%，与营业收入变动趋势不一致主要系 2017 年公司房地产结转项目的毛利率提升所致。

从公司营业收入的构成来看，近三年房地产开发是公司主要收入来源，占公司营业收入的比例均在93.00%以上，公司主营业务十分突出。2015~2017年，公司房地产开发业务分别实现营业收入40.58亿元（占95.28%）、49.09亿元（占96.73%）和33.48亿元（占93.09%），呈波动下降态势，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致。2016年公司无酒店业务收入，主要系2016年公司将高速开元国际大酒店改为以出租形式经营所致；2017年为了优化资源配置，塑造集团酒店业务品牌形象，安徽交控集团决定将酒店管理公司股权无偿划转至公司，由公司进行全面管理，因此当年公司重新实现酒店收入。随着公司楼盘不断销售，由公司直接管理的物业面积逐渐增多，物业管理收入相应增加。公司其他收入包括房屋租赁收入和资金使用权让渡收入（即公司借给参股公司资金的利息收入），在租的物业主要为商铺、写字楼和酒店，约占租赁物业的91%，车位等其他配套物业占9%；资金使用权让渡主要是公司借给参股公司的资金利息收入。公司物业管理收入和其他业务收入占比均不足5%。

从毛利率情况看，受结转的项目结构不同与区域差异影响，2015~2017年，公司商品房销售的毛利率分别为22.21%、19.80%和31.74%，呈波动上升趋势；公司物业管理业务毛利率水平分别为20.98%、10.84%和22.36%，其中2016年有所下降主要系营改增后，物业公司成本主要为人工成本，无增值税抵扣项所致；2017年上升主要系公司充分利用微信及支付宝等物业费缴费方式，推广高速物业微信公众号，加大物业费收缴力度，当年物业费收入大幅提高所致；公司其他业务毛利率分别为22.79%、20.88%和50.02%，其中2017年大幅上升主要系资金使用权让渡对应的资金成本低所致。综上，2015~2017年，公司综合毛利率分别为22.86%、19.74%和32.88%。具体数据如下表所示。

表6 2015~2017年公司营业收入与毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2015年			2016年			2017年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产开发	405,756.02	95.28	22.21	490,908.88	96.73	19.80	334,842.53	93.09	31.74
酒店业务	5,863.32	1.38	77.95	--	--	--	6,637.31	1.85	76.22
房地产营销代理	100.24	0.02	-477.73	43.26	0.01	4.92	--	--	--
物业管理服务	2,766.88	0.65	20.98	4,731.82	0.93	10.84	7,870.90	2.19	22.36
其他业务	11,384.79	2.67	22.79	11,808.06	2.33	20.88	10,334.94	2.87	50.02
合计	425,871.26	100.00	22.86	507,492.02	100.00	19.74	359,685.68	100.00	32.88

资料来源:公司提供

总体看,公司营业收入主要来自房地产开发,受竣工结转节奏影响,公司营业收入规模波动下降;公司房地产开发毛利率波动增长,现处于较高水平。

2. 房地产开发业务

土地储备情况

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等,其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。从土地储备的获取方式来看,公司土地储备的获取方式以公开招拍挂为主。

从土地储备的具体策略来看,鉴于土地购置对项目盈利的重要影响,公司对购置土地持谨慎态度,在考虑未来区域发展前景的同时,详细分析项目未来盈利预期,并不盲目囤积。目前公司新增的土地购置主要集中在安徽省经济条件较好、区位优势明显的地区,如合肥市。

从土地储备的购置流程来看,公司投资发展部负责获取项目信息和土地购置工作的具体开展。通常由公司和各项目子公司发现新项目后,公司投资发展部针对拟购置对象搜集信息,进行项目选址;根据调研资料对项目进行立项;公司设计部对项目进行初步强排方案设计;投资发展部根据强排方案,会同财务部、成本管理部等部门做出土地开发初步测算,包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等,并进行初审和论证;项目方案先后经过公司投资论证决策委员会、公司办公会、安徽交控集团办公会和公司董事会投资决策通过后,实施土地购置。在四证齐全之后,公司则立即投入项目开发建设。

从土地获取情况看,2015~2017年,公司获取土地储备的规模不大。2015年公司新增合肥滨湖地块,总地价20.14亿元,规划建筑面积31.00万平方米,平均楼面单价8,864元/平方米,已部分开工建设;新增安徽省阜阳地块,总地价7.79亿元,规划建筑面积82.00万平方米,平均楼面地价1,329元/平方米,已部分开工建设。2016年,公司新增3个项目,总地价8.39亿元,总规划建筑面积59.40万平方米,分别位于安徽省六安、芜湖和合肥等地区。2017年,受土地储备不足的影响,公司获取土地的节奏加快,当年新增5个项目,总地价50.95亿元,总规划建筑面积108.10万平方米,总规划建筑面积是2016年的1.82倍,主要位于安徽省滁州和合肥地区。

表7 2015~2017年公司新增土地储备情况(单位:亿元、万平方米、元/平方米)

取得时间	地块位置	土地总价款	规划建筑面积	楼面地价
2015年	合肥滨湖新项目	20.14	31.00	8,864
	阜阳高速时代城	7.79	82.00	1,329
	小计	27.93	113.00	--

2016 年	六安单龙寺项目	0.07	2.22	350
	芜湖项目	2.34	27.54	1,063
	合肥瑶海项目	5.98	29.64	4,894
	小计	8.39	59.40	--
2017 年	滁州南谯区项目	4.45	65.85	676.12
	合肥新站区项目	7.95	11.80	10,364.00
	合肥包河区	7.92	8.00	13,628.00
	合肥肥西	13.41	20.39	8,863.00
	黄山太平	17.21	2.06	986.33
	小计	50.95	108.10	--

资料来源：公司提供

注：公司规划建筑面积包含地下车库等其他所有面积；楼面地价按计容面积计算。

截至2017年底，公司土地储备占地面积60.87万平方米，对应规划建筑面积139.96万平方米，土地储备规模一般，均位于安徽省内，主要分布于合肥市和滁州市，部分项目楼面地价偏高。目前，公司已积极开拓上海等区域房地产开发项目，分散房地产开发项目过于集中风险。若仅从每年新开工的面积来看，公司现有的土地储备规模略有不足。

表8 截至2017年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	地理位置	土地取得时间	物业类型	土地储备面积	建筑面积	楼面地价	享有权益
六安单龙寺项目	六安霍山	2016/6	商住、旅游养老地产	1.86	2.22	350.00	100.00
高速公园壹号	滁州市南谯区	2017/12	住宅、商业	31.15	65.85	676.12	100.00
高速-春晖里	合肥瑶海区	2016/7	住宅、医院、养老公寓	8.12	29.64	4,894.00	40.00
高速中央公园	合肥新站区	2017/7	住宅	4.56	11.80	10,364.00	100.00
高速时代首府	合肥包河区	2017/7	住宅	2.64	8.00	13,628.00	100.00
高速时代御府	合肥肥西	2017/7	住宅	6.88	20.39	8,863.00	100.00
高速太平云水湾	黄山太平	2017/6	公寓	5.66	2.06	986.33	100.00
合计	--	--	--	60.87	139.96	--	--

资料来源：公司提供

注：公司拥有的土地储备包括已经与国土部门签订土地出让协议和拟开发的土地面积

总体看，2017年公司拿地节奏明显加快，区域分布集中在安徽省内，同时部分楼面地价偏高，土地储备质量一般；土地储备规模一般。

项目开发建设情况

公司采用总部、项目公司的两级管理架构，房地产项目开发的前期准备由总部进行，待项目进入后期建设阶段转由项目公司进行管理。总部对项目公司及下属项目的采购、建设、销售等制定计划，进行管控并组织考核。

从项目的开发情况来看，公司已开发的项目主要为普通住宅，近年来，客户群体由刚需人群向改善人群转变。2015~2017年，公司新开工面积波动增长，近三年分别为22.53万平方米、98.88万平方米和76.23万平方米；受工程规划进度不同的影响，公司竣工面积呈波动下降的态势，三年分别为69.38万平方米、91.17万平方米和48.52万平方米；公司期末在建面积分别为155.76万平方米、163.47万平方米和239.70万平方米，具体开发情况如下表所示。

表9 2015~2017年公司主要开发数据情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	22.53	98.88	76.23
竣工面积（万平方米）	69.38	91.17	48.52
期末在建面积（万平方米）	155.76	163.47	239.70

资料来源：公司提供

注：2017年，公司期末在建面积不等于2016年期末在建面积+2017年新开工面积-2017年竣工面积，主要系2017年统计口径以取得施工证的时间为准所致

从在建项目投资情况看，截至2017年底，公司在建项目共计10个，主要分布在合肥和安徽省其他地级市，合计建筑面积543.97万平方米。公司在建项目预计权益总投资239.88亿元，已完成投资186.43亿元，投资完成比例为77.72%，尚需完成投资53.45亿元。截至2017年底，公司拟建项目预计总投资48.66亿元。整体看，未来公司需投入资金规模仍较高，公司有一定的资金支出压力。

表10 截至2017年底公司在建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	开发时间	累计建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资	工程进度
1 高速·滨湖时代广场（合肥）	2008~2018	101.27	44.60	39.53	5.07	95
2 高速·时代城（合肥）	2013~2020	56.48	27.86	24.91	2.95	74
3 高速·云水湾（巢湖）	2009~2019	32.95	16.19	13.69	2.50	85
4 高速·铜都天地（铜陵）	2010~2020	65.98	33.00	28.60	4.40	87
5 高速·御景天地（六安）	2012~2019	44.71	14.98	11.47	3.51	77
6 高速·时代华府（亳州）	2013~2020	42.19	14.00	11.36	2.64	80
7 高速·时代城（阜阳）	2015~2020	74.00	26.00	19.00	7.00	70
8 高速·时代公馆（合肥）	2016~2020	33.00	36.00	24.68	11.32	35
9 高速·御府（芜湖）	2017~2020	27.54	10.47	3.61	6.86	50
10 高速·公园壹号（滁州）	2013~2020	65.85	16.78	9.58	7.20	39
合 计	--	543.97	239.88	186.43	53.45	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目主要分布在合肥和安徽省其他地级市，区域集中度较高；公司目前在建及拟建项目仍需一定的投资，公司存在一定的资金支出压力。

项目销售情况

公司目前采用自主销售方式及代理销售模式相结合开展销售工作，由销售子公司具体负责销售管理工作，公司本部营销部门负责对子公司销售管理进行日常管控。公司开发的所有项目均建造销售示范区以营造良好的销售环境，通过建造样板示范房向客户推介产品。从购房客户的构成来看，合肥市项目的购房客户中约40%来自于安徽省其他地级市的外来人群。

2015~2017年，公司签约销售面积分别为42.97万平方米、79.31万平方米和64.79万平方米，2017年下降主要受房地产调控政策等影响；受房地产市场环境良好及销售业态构成不同的影响，公司签约销售均价小幅波动整体上升，分别为7,125.97/平方米、6,818.81元/平方米和7,474.92元/平方米；受上述因素影响，公司签约销售金额分别为30.62亿元、54.08亿元和48.43亿元；受竣工结转节奏影响，公司结转收入分别为41.18亿元、49.09亿元和33.48亿元，呈波动下降态势。

从公司协议销售收入的区域分布情况来看，目前，公司房地产开发业务区域主要集中在安徽省内，以省会合肥市为中心，省内其他城市为辅。按城市能级划分，2017年，公司房地产收入来

自一二线城市的规模为13.16亿元，占当年公司房地产收入的比重为39.31%，主要系随着项目销售，公司三四线城市房地产销售收入结转较多所致。

表11 2015~2017年公司房地产销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
协议销售面积（万平方米）	42.97	79.31	64.79
协议销售金额（亿元）	30.62	54.08	48.43
协议销售均价（元/平方米）	7,125.97	6,818.81	7,474.92
结转收入面积（万平方米）	69.84	71.30	48.63
结转收入（亿元）	41.18	49.09	33.48

资料来源：公司提供

注：上述结转收入仅为项目公司销售商品房所结转的销售收入，未包含主营业务收入中的其他专业公司的结转收入及合并抵消项，故数据与利润表中的主营业务收入略有差异

从公司可售项目情况看，截至2017年底，公司已完工项目建筑面积为207.05万平方米，可售面积为174.43万平方米，已售面积为158.72平方米，剩余可售面积为15.71万平方米，去化率为90.99%，预计2018~2019年销售完毕。截至2017年底，公司在建项目中，总可售面积（取得预售证的面积）440.29万平方米，已售面积284.60万平方米，剩余可售面积155.69万平方米，可满足公司未来几年的销售需要；从可售项目区域分布看，公司可售项目均位于安徽省内，主要位于合肥、铜陵及阜阳等地区；从销售回款来看，公司在建项目累计销售金额合计171.00亿元，累计回款金额160.52亿元，回款情况良好。此外，由于公司在铜陵、芜湖、滁州以及阜阳等地区的待售面积较大，有一定去化压力，需关注当地房地产市场的变动情况。

表12 截至2017年底公司在建项目销售及回款情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	开发时间	可售面积 /取得预 售证的面积	已售面积	累计销售 金额	累计回款 金额
高速·滨湖时代广场（合肥）	2008~2018	84.00	57.20	33.43	33.19
高速·时代城（合肥）	2013~2020	41.95	38.31	28.60	28.31
高速·云水湾（巢湖）	2009~2019	29.00	23.58	14.30	13.98
高速·铜都天地（铜陵）	2010~2019	62.00	37.89	20.36	20.06
高速·御景天地（六安）	2012~2019	39.00	27.18	11.49	10.56
高速·时代华府（亳州）	2013~2020	33.00	31.05	14.90	13.49
高速·时代城（阜阳）	2015~2020	62.00	43.16	26.46	25.28
高速·时代公馆（合肥）	2016~2020	28.00	3.94	9.18	6.26
高速·御府（芜湖）	2017~2020	25.00	8.56	5.34	3.61
高速·公园壹号（滁州）	2013~2020	36.34	13.74	6.94	5.78
合计	--	440.29	284.60	171.00	160.52

资料来源：公司提供

总体看，受益于合肥地区的房地产高景气度影响，近年来公司房产销售情况良好，协议销售金额波动增加，回款情况良好。公司房地产开发项目集中在安徽省，其中部分项目位于三四线城市，需关注当地房地产市场的变动情况。

3. 经营效率

2015~2017年，公司存货周转率分别为0.32次、0.38次和0.20次；公司流动资产周转率分别为

0.31次、0.34次和0.22次；公司总资产周转率分别为0.29次、0.32次和0.21次；公司经营效率指标均呈波动下降态势，其中2016年上升主要系结转成本与收入增加所致，2017年下降主要系公司当年拿地增加所致。

从同行业上市公司比较情况看，2017年公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业较低水平。具体数据如下表所示。

表 13 2017 年房地产上市公司经营效率指标对比情况（单位：次）

证券简称	存货 周转率	流动资产 周转率	总资产 周转率
大名城	0.20	0.22	0.18
信达地产	0.26	0.25	0.22
广宇发展	0.43	0.52	0.48
中粮地产	0.27	0.24	0.21
滨江集团	0.38	0.28	0.25
高速地产	0.20	0.22	0.21

资料来源：Wind 资讯，审计报告。

注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，公司整体经营效率处于较低水平。

4. 经营关注

房地产业务区域集中度高，受房地产政策变动的影响较大

公司房地产项目主要分布在安徽省境内，且合肥市房地产项目较多，合肥市出台了系列房地产调控政策，未来房地产市场运行存在一定不确定性。在未来几年的发展过程中，安徽省仍将是公司的主要收入利润来源地，公司的经营状况和盈利水平与安徽省各地区房地产市场的发展变化密切相关。

公司在建及拟建项目所需资金规模较大

截至 2017 年底，公司在建项目预计权益总投资 239.88 亿元，尚需完成投资 53.45 亿元；公司拟建项目预计总投资 48.66 亿元。整体看，未来公司需投入资金规模仍较高，公司有一定的资金支出压力。

公司部分项目面临一定去库存压力

由于公司在铜陵、芜湖以及阜阳等地区的项目在售面积较大，面临一定去化压力，需关注当地房地产市场的变动情况。

5. 未来发展

未来几年，公司进一步提升产品品质和服务，提高企业效益和品牌形象，为股东提供可持续的利润回报，成为安徽省内龙头、快速、健康和可持续发展的房地产多元化企业集团。战略定位上，通过调整发展，将高速地产打造成具有一定企业知名度和经济效益，成为安徽省行业龙头，适时拓展一线城市项目，快速、健康和可持续发展的多元化房地产企业集团。

品牌战略与定位方面，公司秉持“精品筑家，臻于至善”的经营理念，树立安徽省龙头房企形象，继续深化品牌战略，为客户创造高品质产品和服务，整合高速地产统一形象，形成合力，树立高速地产集团品牌。

开发区域战略与定位方面，公司以安徽省会城市合肥为中心，利用地产集团资源优势，在省

内选择性拓展项目，适时拓展一线城市项目。传统商住项目选择合肥、阜阳等市场环境较好和潜力较大的地市进行市场深耕，并适时在一线城市拓展；旅游养老地产项目选择拥有强势自然景观、交通便捷、市场容量较大的区域进行拓展；收缩部分市场环境较差的地市项目，交由资产运营公司管理。

开发战略与定位方面，包括开发战略和业态战略。其中，对于开发战略，公司商住项目实施快速滚动开发战略，合作开发大健康产业项目，保证利润贡献和可持续现金流；传统商住项目依旧以“快速滚动”开发为主要目标。“快速”要求缩短开发周期，加快销售速度和资金回流速度，体现开发效率要求；“滚动”要求提高资金使用效率；“开发”表示高速地产的投资仍然集中在房地产开发领域。对于业态战略，公司将以传统商住及综合体项目为主，旅游养老等新兴地产为辅，商业及写字楼等为补充的多业态、多元化开发模式。目前，高速地产开发项目以住宅、商业及综合体为主，项目业态较少，受政府宏观调控、市场变动和产品升级等因素影响较大，规划期内，高速地产将不断探索并实践从单一住宅地产开发向旅游、养老等新兴地产方向发展，并持有运营部分优质资产，进行资产运营管理，走多业态经营之路。

产品战略与定位方面，公司继续奉行“高品质”的产品理念，建立标准化产品体系，探索建立单体产品、项目配套、园林景观、精装修产品等一整套标准化方案，实现项目的快速复制、高效开发；不断进行产品创新，进行“产品升级”，强化品牌理念、施行差别化战略，提高产品竞争力。住宅方面，住宅产业化成为未来发展的一个方向，住宅产业化是用工业化生产方式来建造住宅，以提高住宅生产的劳动生产率提高住宅的整体质量，降低成本，降低物耗。商业及其他业态方面应以客户需求为导向，创新理念，开发符合市场需求的产品。

总体上看，公司发展战略清晰，有利于公司未来持续稳定发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2016年度财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2017年度财务报表由华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表依据财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的41项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，2015~2017年公司合并报表范围有所变化。其中2016年新增安徽省高速地产集团合肥有限公司等4家公司，2017年新增安徽省高速地产集团肥西有限公司、安徽省高速地产集团合肥新站有限公司等5家公司，由于新增子公司均为投资新设，规模不大，同时公司主营业务未变，因此对财务数据可比性影响不大。

截至2017年底，公司合并资产总额175.85亿元，负债合计128.14亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.70亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计47.67亿元。2017年，公司实现营业收入35.97亿元，净利润（含少数股东损益）4.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.04亿元；经营活动产生的现金流量净额为-12.86亿元，现金及现金等价物净增加额3.16亿元。

2. 资产质量

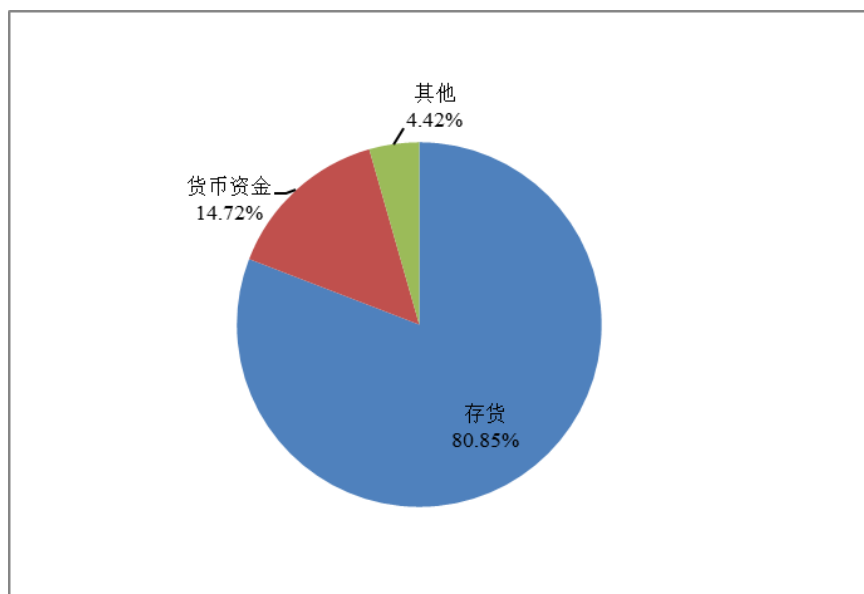
2015~2017年，公司资产规模呈持续增长态势，年均复合增长8.99%，主要系流动资产增长所

致。截至2017年底，公司资产总额为175.85亿元，较年初增长6.04%；其中流动资产合计占比94.68%，非流动资产占比5.32%，资产构成以流动资产为主，流动资产高占比符合房地产开发企业的特征。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长9.62%。截至2017年底，公司流动资产合计166.49亿元，较年初增长6.40%，主要系货币资金和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比14.72%）和存货（占比80.85%）构成。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

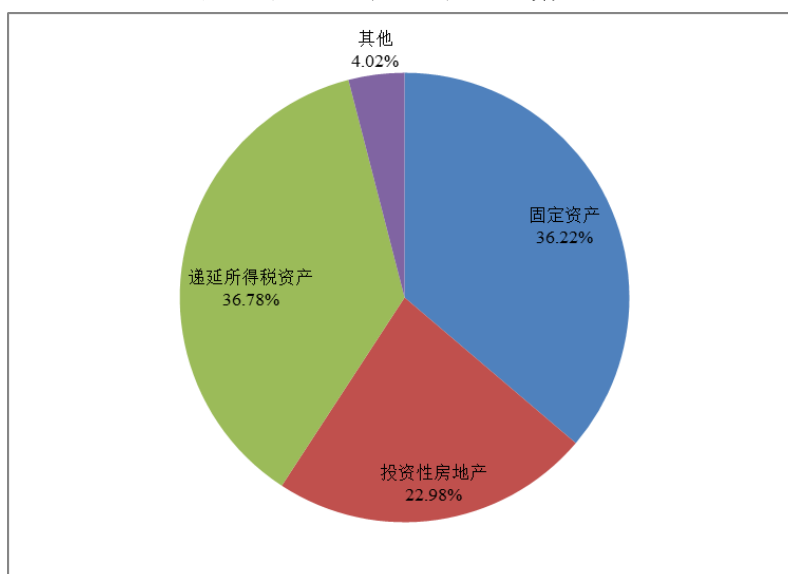
2015~2017年，公司货币资金呈持续增长态势，年均复合增长78.07%；截至2016年底，公司货币资金合计19.43亿元，较年初大幅增长151.30%，主要系公司签约销售回款增加以及发行9.00亿元中期票据所致。截至2017年底，公司货币资金合计24.51亿元，较年初增长26.18%，主要系公司收回投资所致；公司货币资金主要由银行存款（占比92.74%）构成；公司货币资金中1.73亿元暂时冻结，待按揭客户办理过他项权证交付银行后，解除使用受限，除上述之外货币资金不存在其他使用受限的情形。

2015~2017年，公司存货规模持续增长，年均复合增长13.88%；截至2017年底，公司存货账面价值为134.61亿元，较年初增长22.79%，主要系公司当年购地支出较多所致；公司存货主要由自制半成品及在产品和库存商品（产成品）构成，占比分别为75.04%和24.95%。公司计提存货跌价准备0.01亿元。考虑到公司部分存货分布在安徽省铜陵、阜阳、芜湖、滁州等地，当地房地产政策的变动将会显著影响存货价值，存货存在减值风险。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产规模基本稳定，年均复合下降0.75%。截至2017年底，公司非流动资产合计9.36亿元，较年初变动不大，主要由投资性房地产（占比22.98%）、固定资产（占比36.22%）和递延所得税资产（占比36.78%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产采用成本法计量。2015~2017年，公司投资性房地产账面价值分别为1.93亿元、5.18亿元和2.15亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长5.66%，2016年增加主要系公司将开元酒店由固定资产转为投资性房地产所致，2017年下降主要系开元酒店由投资性房地产转为固定资产所致。截至2017年底，公司投资性房地产主要位于合肥和六安地区，主要包括滨湖时代广场C3-C7地下、滨湖时代广场C3、御景·龙湖山庄A区13#楼和龙湖山庄D区商办楼等项目。公司对投资性房地产共计提折旧0.30亿元。

2015~2017年，公司固定资产波动下降，固定资产账面净值分别为3.65亿元、0.06亿元和3.39亿元，年均复合下降3.67%，2016年下降主要系开元酒店由固定资产转为投资性房地产所致，2017年上升主要系开元酒店由投资性房地产转为固定资产所致。截至2017年底，公司固定资产账面净值中房屋及建筑物占比97.99%，固定资产累计折旧1.16亿元，固定资产成新率65.78%，成新率较低。

公司递延所得税资产主要由预收房款产生。2015~2017年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增加55.13%，主要系预售房款增加，带动可抵扣暂时性差异增加所致。截至2017年底，公司递延所得税资产3.44亿元，较年初增长91.38%。

截至2017年底，公司受限资产共计5.22亿元，其中货币资金1.73亿元，投资性房地产3.31亿元，其他流动资产0.18亿元，受限资产占公司资产的2.97%，受限资产占比较低。

总体看，公司资产持续增长，流动资产占比高；流动资产中存货占比较大，货币资金比较充足；受限资产规模较小。整体看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

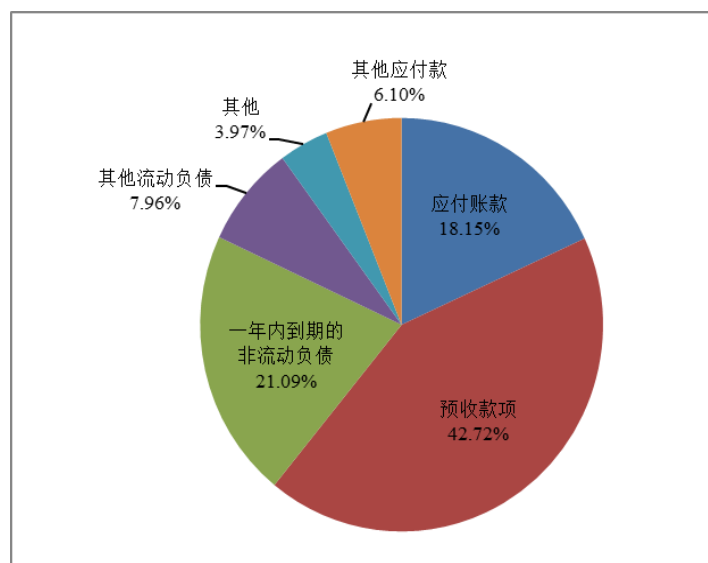
负债

2015~2017年，公司负债规模逐年增加，年均复合增加7.77%。截至2017年底，公司负债总额为128.14亿元，较年初增长5.44%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比69.84%，非流动负债占比30.16%，以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长8.42%，主要系预收款项增长所致。截至2016年底，公司流动负债为89.49亿元，较年初增长11.29%，主要系预收款项与其他流动

负债增加所致。公司流动负债主要以应付账款（占18.15%）、预收款项（占42.72%）、其他应付款（占6.10%）、一年内到期的非流动负债（占21.09%）和其他流动负债（占7.96%）为主。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司应付账款呈逐年减少趋势，年均复合减少13.64%，主要系公司支付工程款所致。截至2017年底，公司应付账款为16.25亿元，较年初减少10.28%。

2015~2017年，公司预收款项呈逐年上升趋势，年均复合增长29.71%，主要系高速·时代城、高速·御府（芜湖）、高速·时代公馆（合肥滨湖）等公司近年新推出的项目预售情况较好，预收房款增长所致；截至2017年底，公司预收款项38.23亿元，较年初大幅增长30.73%。

2015~2017年，公司其他应付款呈波动降低趋势，年均复合下降6.99%；截至2017年底，公司其他应付款为5.46亿元，较年初下降27.47%，主要系往来款减少所致；公司其他应付款主要由关联方往来款（占比61.41%）、保证金（占比19.32%）及其他（占比19.27%）构成。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债呈波动上升趋势，年均复合增长13.31%，主要系长期借款转入所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债18.87亿元，较年初下降6.62%。

截至2015年底，公司无其他流动负债；截至2016年和2017年底，公司其他流动负债分别为326.94万元（全部为待转销项税额贷方余额重分类的应交税费）和7.12亿元（全部为短期应付债券）。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长6.32%。截至2016年底，公司非流动负债较年初增长20.25%，主要系公司当年发行14.00亿元中期票据所致。截至2017年底，公司非流动负债较年初下降6.00%，主要系公司长期借款减少所致。

截至2017年底，公司非流动负债38.65亿元，主要由长期借款（占比61.51%）和应付债券（占比36.77%）构成。

2015~2017年，公司长期借款呈持续下降趋势，年均复合下降15.76%；截至2016年底，公司长期借款合计26.39亿元，较年初下降21.21%，主要系中海信托及外贸信托21亿元贷款转入一年内到期的非流动负债所致；截至2017年底，公司长期借款合计23.77亿元，较年初下降9.93%，主要系公司长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；从期限分布看，公司长期借款余额42.64亿元，其中转入一年内到期的长期借款18.87亿元，余下的23.77亿元于2019年到期16.00亿元（占67.31%），于2020年到期5.90亿元（占24.82%），于2026年到期1.87亿元（占7.87%）。

2015年公司无应付债券；截至2016年底，公司应付债券14.00亿元，主要系公司于2016年发行3年期5.00亿元中期票据“16高速地产MTN001”和3年期9.00亿元中期票据“16高速地产MTN002”所致。截至2017年底，公司应付债券14.21亿元，较年初增加0.21亿元，主要为按面值计提利息增加。

债务方面，2015~2017年，公司全部债务持续增长，年均复合增长4.85%。截至2017年底，公司债务规模合计63.98亿元，其中短期债务为26.00亿元（占比40.63%），长期债务37.98亿元（占比59.37%），公司债务结构尚可。债务比率方面，受安徽交控集团对公司增资和未分配利润增加影响，2015~2017年，公司资产负债率呈不断下降趋势，三年分别为74.52%、73.29%和72.87%，全部债务资本化比率不断下降，三年分别为60.67%、58.96%和57.28%；长期债务资本化比率波动下降，三年分别为47.03%、47.69%和44.33%。总体看，公司债务负担有所减轻，整体债务负担处于可控水平。

总体看，公司负债以流动负债为主；公司全部债务有所增长，债务结构以长期债务为主，但受安徽交控集团对公司增资及滚存利润影响，公司整体债务负担不断下降，目前处于可控水平。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益呈上升趋势，年均复合增长12.45%，主要系公司未分配利润增加所致。截至2017年底，公司所有者权益合计47.70亿元，较年初增长7.69%，主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益为47.67亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比70.64%、资本公积占比3.05%、盈余公积占比0.33%、未分配利润占比25.98%。公司所有者权益结构稳定性较强。

总体看，公司所有者权益中实收资本占比较高，权益结构稳定性较强。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入呈波动下降态势，三年分别为42.59亿元、50.75亿元和35.97亿元，年均复合下降8.10%，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致。2015~2017年，公司营业利润分别为3.26亿元、3.91亿元和5.08亿元，2017年营业利润与营业收入变动不一致主要系房地产毛利率较高所致。2015~2017年，公司净利润不断增长，三年分别为2.00亿元、2.38亿元和4.04亿元，年均复合增长42.17%，与营业收入变动趋势不一致主要系2017年公司房地产结转项目的毛利率提升所致。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用分别为2.51亿元、2.52亿元和2.77亿元，年均复合增长5.03%，主要系管理费用增长所致。具体来看，2015~2017年，公司销售费用较为稳定，年均复合增加0.62%。公司管理费用波动增长，年均复合增长11.18%，主要系职工薪酬等费用增加所致。公司财务费用波动下降，年均复合下降9.26%，2016年增加主要系借款增加所致，2017年下降主要系公司利息收入增加所致。2015~2017年，公司费用收入比分别为5.90%、4.97%和7.71%，费用控制能力较强。

从利润构成看，2015~2017年，公司投资收益分别为-1,661.18万元、-4,002.19万元（主要为权益法核算的长期股权投资收益）和-1,047.15万元（主要为处置长期股权投资产生的投资收益），对公司营业利润影响较小。营业外收支方面，2015~2017年，公司营业外收入分别为366.67万元、1,011.37万元（主要是政府补助和其他收入）和9,374.83万元（主要是公司收取原参股公司的违约金），营业外支出分别为124.82万元、2,115.72万元（主要是其他支出）和6,256.98万元（主要是补交的土地出让金滞纳金），营业外收支对公司利润有一定影响，但不具持续性。

从盈利指标来看，受结转项目区位以及结构影响，2015~2017年，公司主营业务毛利率波动上升，三年分别为22.87%、19.71%和32.38%；公司营业利润率波动增长，三年分别为13.94%、13.45%和23.29%。2015~2017年，公司总资产收益率分别为2.70%、2.70%和4.00%，总资产报酬率分别为2.42%、2.66%和3.36%，净资产收益率分别为6.30%、5.79%和8.79%，2017年上述三项指标增幅较大主要系利润增长所致。

从同行业对比来看，公司销售毛利率处于行业较高水平，净资产收益率和总资产报酬率处于一般水平。总体上看，公司盈利能力有待提升。

表 14 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
大名城	30.57	12.58	4.61
滨江集团	30.40	12.64	5.62
信达地产	28.16	10.72	3.93
广宇发展	27.87	36.33	6.67
中粮地产	36.33	15.10	4.77
高速地产	32.88	8.79	3.36

资料来源：Wind 资讯，审计报告。

注：上市公司数据引自 Wind 资讯，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，受竣工结转影响，近年来公司营业收入呈波动下降态势，费用控制能力较强，但公司整体盈利能力相对于其他公司仍有待提升。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017年，公司经营活动现金流入呈不断增长趋势，年均复合增长63.46%，主要系公司预售房款增加以及关联方往来款增加所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出不断增长，年均复合增长49.46%，主要系随着公司不断拿地以及在建项目增加，经营性支出增加所致。综上，2015~2017年，公司经营活动现金流量净额分别为-13.60亿元、10.38亿元和-12.86亿元。

从投资活动看，2015~2017年，公司投资活动现金流入分别为15.57亿元、53.58亿元和121.19亿元，年均复合增长178.99%，主要系2017年因收回对参股公司的投资金以及接受委托贷款；2015~2017年，公司投资活动现金流出分别为15.59亿元、54.97亿元和98.66亿元，年均复合增长151.59%；综上，2015~2017年，公司投资活动现金流净额分别为-0.02亿元、-1.39亿元和22.53亿元，投资活动现金流量净额由净流出转为净流入。

从筹资活动看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入规模不断下降，分别为51.91亿元、45.04亿元和23.96亿元，年均复合减少32.07%，2017年公司筹资活动现金流入减少主要系股东注资和取得借款所收到的现金减少所致；2015~2017年，公司筹资活动现金流出规模不断降低，分别为43.03亿元、42.66亿元和30.47亿元，年均复合减少15.85%，主要系偿还债务和支付的其他与筹资有关的现金流量减少所致。2017年度因公司偿付较多的债务而导致筹资活动现金流量净额为负。综上，2015~2017年，公司筹资活动由净流入转为净流出状态，三年分别为8.88亿元、2.38亿元和-6.51亿元。

总体看，公司经营活动现金流净额由正转负；因收回对参股公司的投资金额，导致公司投资活动净流量由负转正；为满足经营活动需求，公司仍有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为1.82倍、1.95倍和1.86倍，波动上升；速动比率分别为0.46倍、0.58倍和0.36倍，呈波动下降趋势，2016年流动比率和速度比率上升主要系货币资金增加所致，2017年流动比率和速度比率下降主要系预收款项和一年内到期的长期借款增长所致。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为0.31倍、0.84倍和0.94倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA呈上升态势，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；2017年公司EBITDA为6.02亿元，其中，利润总额占比89.54%、计入财务费用的利息支出占比5.82%、摊销占比0.51%、折旧占比4.13%。2015~2017年，公司EBITDA利息保障倍数分别为1.14倍、1.40倍和2.04倍，呈持续上升趋势；EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.07倍和0.09倍，呈上升趋势。公司EBITDA对利息的保障能力较好，对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年底，公司获得授信额度12.10亿元，已使用授信额度11.29亿元，未使用额度0.81亿元；公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2017年底，公司及子公司无对外担保。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码为G1034010400967540Q），截至2018年4月25日，公司不存在关注类和不良类未结清或已结清贷款记录。

截至2017年底，公司不存在尚未了结的标的金额3,000.00万元以上的诉讼或仲裁事项。

总体看，公司短期偿债能力一般；公司长期偿债能力有待提升。但考虑到公司的股东背景、品牌知名度、项目储备及销售回款等优势，公司整体偿债能力【】。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年底，公司债务总额为63.98亿元，本次拟发行债券规模为不超过10.00亿元，相对于目前公司债务规模，债券发行额度一般，对公司债务水平有一定影响。

以2017年底财务数据为基础，假设募集资金净额为10.00亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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分别为74.33%、60.80%和50.14%，分别上升了1.46个百分点、3.51个百分点和5.82个百分点，债务负担有所上升。考虑到本次债券募集资金拟用于偿还金融机构借款，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本次债券偿债能力分析

以2017年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为106.80亿元，对本次债券发行额度（10.00亿元）的保护倍数为10.68倍，对本次债券的保护程度高；公司2017年EBITDA为6.02亿元，对本次债券发行额度（10.00亿元）的保护倍数为0.60倍，对本次债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为安徽省一家中型房地产企业，在股东背景、开发经验、区域知名度等方面具有较强的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力【】。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由安徽交控集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，安徽交控集团已经出具了《担保函》，签署《担保协议》。

担保方安徽交控集团为公司发行的不超过 10 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

在保证期间内，如公司不能在募集说明书规定的期限内按约定偿付本次债券本金和/或利息，公司债券持有人可以直接要求担保人承担担保责任。

2. 担保人信用分析

(1) 企业概况

安徽交控集团前身是安徽省高速公路控股集团有限公司（以下简称“安徽高速集团”）。安徽高速集团成立于 1993 年 4 月，原名安徽省高速公路总公司，初始注册资本为 1.00 亿元。根据安徽省国资委《关于安徽省高速公路总公司公司制改革实施方案的批复》（皖国资改革函[2008]252 号）精神，安徽省高速公路总公司名称变更为“安徽省高速公路控股集团有限公司”。2001 年 4 月，经安徽省人民政府皖政秘[2001]13 号文批准，安徽省人民政府投资设立安徽省交通投资集团有限责任公司，注册资本为 16.41 亿元。2014 年 12 月，根据安徽省国资委《省国资委转发省人民政府关于安徽省高速公路控股集团有限公司与安徽省交通投资集团有限责任公司重组方案批复的通知》（皖国资改革[2014]172 号），由安徽高速集团吸收合并安徽省交通投资集团有限责任公司，重组设立安徽交控集团，仍为国有独资企业。2015 年 5 月 28 日，公司发布《安徽省高速公路控股集团有限公司更名及债务承继公告》及《安徽省交通投资集团有限责任公司整体划转至安徽省高速公路控股集团有限公司及债务承继的公告》，吸收合并后，交投集团注销，安徽高速集团更名为公司现名，并增加注册资本至 160.00 亿元，安徽高速集团和交投集团债权债务关系由公司整体继承。截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团注册及实收资本均为 160.00 亿元，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）为安徽交控集团唯一股东及实际控制人。

安徽交控集团的经营范围为：公路及相关基础设施建设、监理、检测、设计、施工、技术咨询与服务；投资及资产管理；房地产开发经营；道路运输；物流服务；高速公路沿线服务区经营管理；收费、养护、路产路权保护等运营管理；广告制作、发布。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团纳入合并报表范围的二级公司共有 45 家；其中，安徽皖通高速公路股份有限公司（以下简称“皖通高速”，截至 2017 年 9 月底安徽交控集团（持股比例 31.63%）是中国第一家在香港上市的公路公司（H 股代码：0995.HK），亦为安徽省内唯一的公路类 A 股上市公司（股票代码：600012.SH）。安徽交控集团内设财务部、投资发展部、招标管理部等 12 个职能部门。

截至 2016 年底，安徽交控集团合并资产总额 2,188.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 717.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 630.77 亿元。2016 年，安徽交控集团实现营业收入合计 285.96 亿元，净利润（含少数股东损益）14.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 133.80 亿元，现金及现金等价物净增加-3.27

亿元。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团合并资产总额 2,275.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 774.07 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 673.67 亿元。2017 年 1~9 月，安徽交控集团实现营业收入合计 210.89 亿元，净利润（含少数股东损益）23.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 17.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.85 亿元。

安徽交控集团注册地址：安徽省合肥市高新开发区望江西路 520 号；法定代表人：乔传福。

（2）规模与竞争力

运营管理安徽省大部分高速公路

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团全资及控股高速公路营运路段 57 条，营运总里程约 4,128 公里，在安徽省高速公路通车里程中占比 90%以上。安徽交控集团旗下开发及经营的高速公路项目绝大部分是国、省道主要连接干线，拥有安徽省境内最主要的两条东西向国道主干线以及南北向国道主干线京福线在安徽境内的全程（合宁高速、连霍高速、合徐高速、合安高速、高界高速），路产质量良好。

安徽省高速公路发展前景良好

根据安徽省人民政府办公厅 2005 年 12 月发布的《安徽省高速公路网规划要点》，安徽省高速公路通车里程到 2020 年达到 5,500 公里，将形成“四纵八横”的高速公路网。整体来看，安徽省高速公路建设保持在全国前列。

政府支持力度大

作为安徽省最大的交通基建企业，安徽交控集团高速公路项目建设得到了交通运输部的资金支持，交通运输部每年为部分在建高速公路项目提供一定的资金补贴。2014~2016 年，安徽交控集团获得项目资金补贴分别为 29.93 亿元、25.22 亿元和 17.87 亿元。交通运输部资金补贴是按高速公路建设项目进行申报的，由于目前安徽交控集团在建及拟建高速公路项目较多，预计未来每年交通运输部资金补贴将维持较高水平。

总体上看，安徽交控集团作为安徽省内最大的交通基建企业，持有省内大部分高速公路；外部发展环境良好，且得到了政府的大力支持。

（3）经营概况

安徽交控集团经营的核心业务是高速公路建设和运营管理，管理营运安徽省的收费公路网；依托于此核心业务，安徽交控集团发展了汽油、柴油、润滑油购销业务，客运及物流业务，房地产业务。安徽交控集团的业务运营主要由旗下子公司负责。2014~2016 年安徽交控集团营业收入分别为 257.95 亿元、270.09 亿元和 285.96 亿元，主要为公路桥梁运营收入、路域经济收入、房地产开发收入及客运物流收入。安徽交控集团其他业务收入主要包括租赁业务收入、利息收入等，2014~2016 年分别为 2.97 亿元、3.06 亿元和 2.21 亿元，其他业务收入占比较小，安徽交控集团主营业务较为突出。

表15 2014~2016年安徽交控集团业务收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公路桥梁运营	117.53	45.56	64.19	128.61	47.62	56.17	135.93	47.54	52.64
路域经济	83.56	32.39	13.38	72.42	26.81	18.08	73.50	25.70	18.03
房地产开发	35.44	13.74	32.24	40.78	15.10	24.49	51.69	18.08	21.12

客运及物流	18.45	7.15	11.35	25.22	9.34	8.27	22.63	7.91	5.44
其他	2.97	1.15	63.31	3.06	1.13	66.65	2.21	0.77	15.61
合计	257.95	100.00	39.56	270.09	100.00	36.82	285.96	100.00	34.03

资料来源：安徽交控集团审计报告；

注：2014 年营业收入数据取自备考报表，与 2015 年期初对比数不同；2015 年营业收入中不包含利息收入，与营业总收入略有差异。

从收入构成情况看，随着经营管理的高速公路项目的增加，2014~2016 年安徽交控集团公路桥梁运输收入稳定增长，年均复合增长 7.54%。公路桥梁运营在营业收入中的占比在 45.00%以上，是其收入的主要来源；2016 年该板块收入为 135.93 亿元。路域经济收入是其第二大收入来源，2014~2016 年收入规模分别为 83.56 亿元、72.42 亿元和 73.50 亿元，营业收入波动下降，年均复合减少 6.21%，主要系由于中国境内石油产品售价由国家发改委设定并不时做出调整，安徽交控集团无定价权，因此路域经济板块营业收入受市场化影响易出现波动；其在营业收入中的占比分别为 32.39%、26.81%和 25.70%。房地产开发收入是安徽交控集团第三大收入来源，2014~2016 年收入规模分别为 35.44 亿元、40.78 亿元和 51.69 亿元，房地产开发业务收入增长较快，年均复合增长 20.77%；其在营业收入中的占比分别为 13.74%、15.10%和 18.08%。此外，客运及物流收入波动增长，年均复合增长 10.75%，2016 年有所下降，主要系受高铁等运输工具替代作用影响。

毛利率方面，受公司持续增加运营高速公路路段产生折旧等因素影响，2014~2016 年，公路桥梁运营业务毛利率不断下降，但仍维持较高水平，三年分别为 64.19%、56.17%和 52.64%，是安徽交控集团的主要利润来源。路域经济业务方面，2014~2016 年该项业务毛利率波动增长，三年分别为 13.38%、18.08%和 18.03%；2015 年增加 4.7 个百分点，主要系工程勘察设计咨询服务毛利率增长较快所致。客运及物流方面，2014~2016 年该项业务毛利率有一定程度下滑，2016 年为 5.44%，主要系道路物流及客运业务成本增加所致。房地产业务方面，毛利率呈波动下降趋势，2016 年为 21.12%，主要系受房地产行业景气度波动，以及不同年度结转的项目售价差异影响所致。

2017 年 1~9 月，安徽交控集团实现营业收入 210.89 亿元，同比增长 7.89%，其中，公路桥梁运营占 53.99%，房地产开发占 10.20%，路域经济占 26.58%，客运及物流占 8.26%，其他占 0.97%；营业毛利率 35.17%；实现净利润 23.57 亿元。

公路桥梁运营

①行业分析

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。我国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2014~2016 年，我国新改建高速公路里程分别为 7,394 公里、11,265 公里和 6,745 公里，通车里程由 1998 年末的 6,258 公里发展为 2016 年末的 13.10 万公里，年均复合增长超过 18%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50%以上。近年来，我国高速公路投资资金量逐年稳步提升，2016 年，全国完成公路建设投资 17,975.81 亿元，同比增长 8.9%。其中，高速公路建设完成投资 8,235.32 亿元，同比增长 3.6%。2017 年，我国公路建设累计完成固定资产投资 21,162.5 亿元，同比增长 17.7%；分区域看，东、西部地区分别完成投资分别为 6,062.8 亿元和 110,33.3 亿元，同比增长 14.4%和 30.2%，中部地区完成投资 4,066.4 亿元，同比下降 3.3%。2017 年以来公路固定资产投资保持快速增长。

2014~2016 年，受高铁网联通、航空客票价格下调等因素影响，居民出行方式更加多样化，对公路客运产生一定分流效应，全国公路客运量和旅客周转量逐年下降；而由于公路货运较为便捷，且相对于其他运输方式具有成本优势，货运量和货运周转量波动上升（具体数据见下表）。

表 16 2014~2016 年全国公路运输情况（单位：亿人、亿吨、亿人公里、亿吨公里、%）

年份	客运量	客运量 同比增速	货运量	货运量 同比增速	旅客周转量	旅客周转量 同比增速	货运周转量	货运周转量 同比增速
2014	190.82	3.00	333.28	8.30	12,084.10	7.40	61,016.62	9.50
2015	161.91	-6.70	315.00	1.20	10,742.66	-2.30	57,955.72	2.00
2016	154.28	-4.70	334.13	5.40	10,228.71	-4.80	61,080.10	5.40

资料来源：交通运输部发布的《交通运输行业发展统计公报》

2017 年 1~11 月，全社会完成营业性客运量 170.9 亿人，同比下降 1.4%；其中，公路营业性客运量同比下降 4.2%；高速公路 7 座及以下小客车流量同比增长 16.2%，私家车出行快速增长。2017 年 1~11 月，全社会完成货运量 429.9 亿吨，同比增长 10.0%；其中，公路货运量同比增长 10.6%。

从行业竞争格局来看，陆上的运输方式基本分为铁路和公路运输。由于基础建设的长期滞后和管理不畅影响了铁路在交通运输中的重要性。高速公路以其行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，一直以来保持在交通运输中的重要地位。从公路运输的子行业来看，我国公路运输需求强劲，而高速公路以其行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，一直以来保持在交通运输中的重要地位，竞争能力较强。

从未来发展看，中国高速公路建设发展空间较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈。地方政府对高速公路建设重视程度较高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度较大。从“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放，激发行业发展新动力；以综合交通运输体系建设为着力点，实现交通运输协调发展；以多式联运为突破口，提升现代物流发展水平；以发展公共交通为导向，推进区域交通一体化；以信息化智能化为引领，推进交通运输现代化进程；以节能减排为抓手，推动交通运输可持续发展等方面进行研究。总体看，“十三五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

总体看，尽管受宏观经济增长放缓等不利因素影响，但我国经济仍处于快速发展阶段，公路行业处于高投入建设期阶段。公路行业的发展仍需大规模投资推动，未来很长一段时间内，高速公路行业仍将伴随着我国经济结构化调整的发展需求，保持良好的发展前景。

②业务运营

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团运营及管理 57 条高速公路，营运总里程约 4,128 公里，全部为经营性收费公路。就所拥有及运营的收费公路数目而言，安徽交控集团为安徽省最大的国有收费公路营运商，管理及营运安徽省 90%以上高速公路。除 205 国道（分类为一级收费公路）外，安徽交控集团拥有或运营的所有收费公路均为收费高速公路，收费公路经营管理权均取得了安徽省人民政府与安徽省物价局下发的“收费批复”，依法在“收费批复”规定的期限内实施收取通行费。

表 17 截至 2017 年 9 月底安徽交控集团主要经营的高速公路情况（单位：公里、年）

序号	高速公路名称	起点和终点	通车里程	开放通车日期	特许权期
1	合宁高速	合肥-南京	133.40	1991	30
2	205 国道	泥沛湾-汉涧	30.00	1997	30

3	宁淮高速安徽段	汉涧镇-釜山镇	14.00	2007	25
4	高界高速	高河镇—界子墩	109.80	1999	30
5	连霍高速安徽段	老山口-朱圩场	54.10	2002	30
6	宣广高速	宣城-广德	62.00	1997	30
7	广祠高速	广德-祠山岗	13.50	2004	25
8	宣宁高速	宣城-宁国	45.30	2013	暂定5年
9	宁千高速	宁国-千秋关	39.90	2015	暂定5年
10	合徐北高速	蚌埠-徐州	165.20	2003	29
11	合安高速	合肥-安庆	153.40	2002	30
12	安庆大桥北岸连接线	--	14.90	2004	29
13	合巢芜高速	芜湖-合肥	85.00	1995	28
14	马芜高速	马鞍山-芜湖	53.40	2006	30
15	沿江高速	芜湖-安庆	161.00	2008	30
16	安景高速	安庆-景德镇	80.60	2008	30
17	合淮阜高速	合肥-阜阳	190.60	2008	30
18	六潜高速	六安-潜山	149.30	2009	30
19	周六高速	周集-六安	91.50	2011	30
20	绩黄高速	绩溪-旌德	24.60	2011	30
21	蚌淮高速	蚌埠-淮南	41.70	2012	30
22	东环高速	葛羊-雨山路	13.70	2012	23
23	阜新高速	阜阳-临泉	68.10	2013	暂定5年
24	马鞍山大桥及连接线	--	36.00	2013	30
25	合徐南高速	合肥-蚌埠	107.60	2001	25
26	黄祁高速	黄山-祁门	102.60	2013	暂定5年
27	安庆长江大桥	--	6.00	2004	29
28	岳武高速	莲云乡-大枫树岭	46.20	2015	暂定5年
29	阜周高速	阜阳-周集	83.60	2010	30
30	芜雁高速	芜湖-雁翅	16.90	2012	30
31	宁绩高速	宁国-绩溪	76.10	2014	暂定5年
32	界阜蚌高速	怀远-界首	187.20	2004	30
33	合六叶高速	肥西-叶集	122.20	2007	30
34	新桥机场高速	高刘-南广	17.60	2012	暂定5年 ¹
35	芜宣高速	芜湖-宣城	56.70	2003	25
36	合铜黄高速铜汤段	铜陵-汤口	116.10	2007	30
37	合铜黄高速汤屯段	汤口-屯溪	57.40	2008	30
38	黄塔桃高速	洪里-桃林	51.10	2008	30
39	合铜黄高速庐铜段	庐江-铜陵	73.20	2005	30
40	六武高速安徽段	霍邱-金寨	90.90	2009	30
41	泗许高速宿州段	张店-牛集	91.50	2010	30
42	泗许高速淮北段	谷饶-濉溪	50.30	2012	30
43	泗许高速亳州段	郑楼-郭楼	39.50	2011	30
44	徐明高速安徽段	灵璧-明光	139.10	2014	暂定5年
45	北沿江高速马巢段	和县-含山	35.80	2013	30
46	济祁高速砀山段	单县-永城	39.50	2015	暂定5年
47	济祁高速永利段	永城-利辛	71.70	2015	暂定5年

¹ 因安徽交控集团正在做相关评估，收费权的续期手续仍在办理中。

48	东九高速安徽段	东至庞村-鹰山尖	10.80	2015	暂定5年
49	铜南宣高速	铜陵-南陵-宣城	82.60	2015	暂定5年
50	滁马高速	滁州-马鞍山	82.20	2015	暂定5年
51	望东桥北岸连接线	--	49.96	2015	暂定5年
52	望东长江大桥	--	38.08	2016	暂定5年
53	济祁高速利淮段	利辛-淮南	77.10	2016	暂定5年
54	济祁高速淮合段	淮南-合肥	82.70	2016	暂定5年
55	溧广高速公路	溧阳-广德	39.43	2016	暂定5年
56	北环高速	路口-长岗	82.70	2007	28
57	蚌明高速	蚌埠-明光	41.10	2005	25
合计	--	--	4,096.47	--	--

资料来源：公司提供

注：1、安徽省政府根据《安徽收费公路管理条例》确定特许权期，收费公路营运商可在初始期限到期后申请更新特许权期；2、安徽交控集团营运的某些收费公路初始特许权期为五年，安徽省政府及相关当地政府部门拟尽快确定有关高速公路的特许权期；

高速公路运营方面，安徽交控集团现拥有的高速公路中，2016年收费在5亿元以上的有：合淮阜高速、合安高速、合六叶高速、高界高速、合宁高速、沿江高速、合徐南高速、马鞍山大桥及连接线、界阜蚌高速、合徐北高速和合巢芜高速。车流量较小、通行费收入较小（2016年收入不足500万元）的高速公路主要有东九高速安徽段（2015年开始收费）、望东长江大桥（2015年开始收费）、溧广高速（2016年开始收费）、济祁利淮段（2016年开始收费）和济祁淮合段（2016年开始收费）。

从车流量数据来看，2016年安徽交控集团日均车流量为56.51万辆/日，较上年增长16.63%；单位公里运行效率由2015年的124.54辆/日/公里增长至142.24辆/日/公里。此外，安徽交控集团下属合巢芜高速、宣广高速、合宁高速、高界高速、合徐南高速、合安高速、连霍高速、合徐北高速近年来的车流量数据均已达到或超过设计车流量，安徽交控集团高速公路路产质量较好，通行费收入有保障。

安徽交控集团经营管理的高速公路养护包括日常小修及养护管理、大中修工程。安徽交控集团加强高速公路养护（改建）成套技术研究，建立和贯彻“全寿命”周期的理念，全面提升高速公路养护的科技含量和成本控制水平。此外，安徽交控集团在公路养护的大、中修中全面实现招标投标制度，实现了高速公路的养护市场化，减少大、中修次数和频率，降低养护成本。2014~2016年，安徽交控集团主要高速公路养护费用支出复合增长12.22%，预计2017年主要高速公路养护费用支出11.22亿元。整体看，高速公路养护费用成本控制较好。

表18 2014~2017年安徽交控集团经营管理的主要高速公路养护费用支出情况（单位：万元、%）

公路名称	2014年	2015年	2016年	预计2017年度
合巢芜高速	7,294.10	5,959.76	6,489.35	7,353.23
宣广高速	5,459.62	6,576.11	5,860.21	6,325.02
合宁高速	12,129.06	14,614.81	12,147.00	9,740.40
高界高速	5,372.15	4,586.81	5,873.00	5,038.85
合徐南高速	5,021.98	4,507.79	4,343.04	4,879.40
合安高速	12,874.42	11,510.05	10,095.02	9,822.42
连霍高速	4,813.65	5,818.81	6,101.00	6,606.36
合徐北高速	6,360.42	7,189.89	6,493.74	9,618.44
沿江高速	9,831.82	8,598.08	10,400.72	11,864.52

合淮阜高速	10,037.86	9,620.22	10,601.29	13,084.16
合六叶高速	2,948.00	3,838.16	10,420.41	10,023.39
界阜蚌高速	2,709.00	6,547.28	14,199.84	11,763.30
六武高速	2,782.00	5,961.42	7,340.62	6,110.51
合计	87,634.07	95,329.19	110,365.24	112,229.98

资料来源：公司提供

总体来看，近三年安徽交控集团整体车辆通行费收入稳步增长，养护成本控制较好；在高速公路管理上，安徽交控集团注重引进先进技术和不断进行管理模式创新，有利于安徽交控集团经营效率的进一步提升。

③收费结算模式和收费标准

安徽交控集团是安徽省内高速公路最大的建设和运营商。从子公司层面来看，安徽交控集团及其下属子公司实行通行费收入周转资金制度。通行费收入进入安徽交控集团许可的各子公司的专用帐户，支出实行预算管理。通行费收入专户的月末沉淀资金原则上不得高于周转资金定额。安徽交控集团下属子公司必须在每季度付息日前的 5 个工作日内将通行费收入专户中超过周转资金定额的部分划到安徽交控集团指定账户。

安徽交控集团经营管理的高速公路已全部纳入安徽省高速公路网，实施全省联网收费，统一结算。在通行费收取方式上，由各高速公路站点收取通行费，归集到各个高速公路收费账户。由安徽省联网运营公司统一收缴后，按旬对收取的通行费收入进行拆分，并归集到安徽交控集团或子公司的资金账户。

客车收费标准方面，安徽交控集团拥有的收费公路经营管理权均取得了安徽省人民政府与安徽省物价局下发的“收费批复”，在“收费批复”规定的期限内实施收取通行费。目前，安徽交控集团普通客车和货车按不同规格执行收费的标准如下。

表19 安徽交控集团客车与货车收费标准

类别	客车规格	货车规格	费率标准（元/公里）	
			客车规格	货车规格
第 1 类	≤7 座		0.45	
		≤10 吨		0.09
第 2 类	8 座~19 座		0.80	
		10 吨~40 吨		0.09~0.05
第 3 类	20 座-39 座		1.10	
		≥40 吨		0.05
第 4 类	≥40 座		1.30	

资料来源：安徽交控集团提供

同时，安徽交控集团对高速公路特大桥梁、隧道车辆和安徽省长江公路大桥通行费收取依据安徽省交通运输厅、省物价局制定的标准执行。

总体看，公路收费年限和收费标准的确定和调整由政府决定，安徽交控集团自主权很小，对安徽交控集团运营具有一定影响。

④在建/拟建项目投资

安徽交控集团公路建设项目所需资金来源主要为来自于自有资金和交通运输部补助资金，其余资金将主要依靠银行借款以及资本市场融资。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团共有 11 个在建高速公路及桥梁项目，建设里程共计 536.07

公里，其中 2016 年新开工项目 6 个，在建项目以新建高速公路为主，另有 4 个改扩建项目；截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团在建项目计划总投资 478.02 亿元，已投资 294.46 亿元，未来尚需投资 183.56 亿元。

表 20 截至 2017 年 9 月底安徽交控集团在建项目投资计划情况（单位：公里、亿元）

序号	公路/桥梁名称	总里程	投资总额	截至 2017 年 9 月底已投	剩余投资额	开工时间
1	狸桥至宣城高速公路	30.95	21.33	20.68	0.65	2015 年 1 月
2	池州长江公路大桥及接线	41.03	60.19	36.01	24.18	2015 年 5 月
3	芜湖长江公路二桥	55.51	90.39	82.43	7.96	2013 年 10 月
4	北沿江高速公路巢湖至无为段	43.87	36.58	33.47	3.11	2015 年 3 月
5	滁州至淮南高速公路滁州至定远段	62.1	37.87	22.40	15.47	2016 年 4 月
6	滁州至淮南高速公路定远至长丰段	63.07	44.74	27.29	17.45	2016 年 4 月
7	扬州至绩溪高速公路广德至宁国段	38.32	25.82	13.01	12.81	2016 年 5 月
8	合肥绕城高速陇西立交至路口段改扩建	9.44	6.80	6.80	0.00	2015 年 12 月
9	沪陕高速周庄至陇西立交段改扩建工程	86.58	63.75	20.76	42.99	2016 年 12 月
10	京台高速公路方兴大道至马堰段改扩建工程	51.11	43.97	14.40	29.57	2016 年 12 月
11	芜合高速公路林头至陇西立交段改扩建工程	54.09	46.58	17.21	29.37	2016 年 12 月
合计		536.07	478.02	294.46	183.56	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团拟建项目包括 10 段新建高速公路以及 4 段改扩建工程，有 1 条高速公路及 2 条高速公路连接线计划在 2017 年动工，其余项目陆续于 2018 年、2019 年动工。其中，新建高速公路建设里程共计 833.31 公里，概算总投资 796.43 亿元；改扩建工程建设里程 253.20 公里，概算总投资 192.70 亿元，根据安徽交控集团的投资计划，2017~2019 年 14 个拟建项目分别计划投资 4.05 亿元、145.32 亿元和 271.26 亿元，安徽交控集团未来面临一定的投资压力。

总体看，安徽交控集团在建拟建项目较多，未来投资规模大，有较大资金需求。

路域经济业务

该板块主要包括汽油、柴油、润滑油销售、农产品购销、工程材料销售、汽车销售及其他收入。2014~2016 年，安徽交控集团实现路域经济业务收入分别为 83.56 亿元、72.42 亿元和 73.50 亿元，路域经济板块收入波动下降；2017 年 1~9 月，安徽交控集团实现路域经济业务收入 56.06 亿元。其中，汽油、柴油、润滑油购销收入是路域经济板块收入的主要来源。安徽交控集团通过其控股附属公司安徽高速石化有限公司进行石油产品销售业务。安徽交控集团经营的加油站可提供各种石油产品，包括汽油、柴油、燃油添加剂及沥青。安徽交控集团各加油站所卖石油产品均通过安徽交控集团集中采购系统从中石化股份有限公司安徽分公司采购并通过中石化区域公司送达。中国境内石油产品零售价由国家发改委设定并不时作出调整。

客运及物流业务

安徽交控集团客运及物流板块涉及安徽省交通集团汽车运输有限公司（以下简称“交运集团”）、安徽迅捷物流有限责任公司（以下简称“迅捷物流”），其中，客运收入主要来自交运集团的旅客运输收入，物流收入主要来自迅捷物流的物流收入和交运集团的货物运输收入。截至 2017 年 9 月底，安徽交运集团拥有客货及教练车辆 6,874 辆，拥有省际、省内班线合计约 1,399 条，三级以

上客运站 38 个（一级站 7 个、二级站 22 个、三级站 9 个），客、货运输通达省内所有市、县，覆盖全国 20 多个省市，汽运公司道路运输资源占全省运输市场份额的 45% 左右；迅捷物流公司本部物流园区占地 200 亩，拥有摩托车、电动车整车批发、配件经营专业市场，管理大型标准化仓库十多万平方米，具备成熟的外仓整合与市场运作经验。

总体上看，路域经济业务和客运及物流业务为安徽交控集团提供了较好的利润补充。

房地产开发业务

安徽交控集团房地产业务主要由高速地产负责运营，具体分析详见上文。

（4）财务状况

安徽交控集团提供了 2014 年备考财务报表及 2015~2016 年审计报告。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对安徽交控集团 2014 年备考财务报表、2015~2016 年审计报告进行了审计或审阅，相应出具了标准无保留意见的备考报告和审计报告；安徽交控集团 2017 年 1~9 月财务报表未经审计；安徽交控集团经审计的备考合并财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。

由于安徽交控集团 2014 年发生重大资产重组，2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数；2016 年，安徽交控集团合并范围新增安徽省高速地产集团合肥有限公司等 12 家子公司（其中二级子公司 3 家、三级子公司 9 家），新增子公司期末净资产合计 5.44 亿元；2016 年，安徽交控集团合并范围减少安徽省阜周高速公路有限公司、安徽省泗许高速公路亳州段建设管理有限公司 2 家子公司，所涉及子公司规模较小；因此其财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，安徽交控集团合并资产总额 2,188.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 717.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 630.77 亿元。2016 年，安徽交控集团实现营业收入合计 285.96 亿元，净利润（含少数股东损益）14.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 133.80 亿元，现金及现金等价物净增加-3.27 亿元。

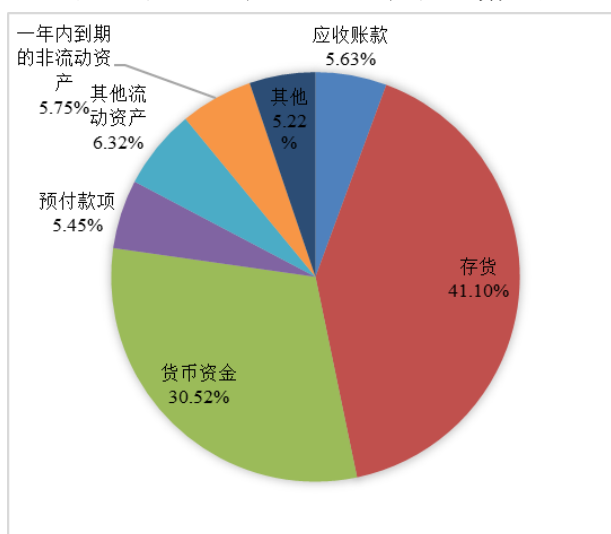
截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团合并资产总额 2,275.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 774.07 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 673.67 亿元。2017 年 1~9 月，安徽交控集团实现营业收入合计 210.89 亿元，净利润（含少数股东损益）23.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 17.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.85 亿元。

资产质量

2014~2016 年，安徽交控集团资产规模持续增长，年均复合增长 7.03%，主要系非流动资产增长所致。截至 2016 年底，安徽交控集团资产规模合计 2,188.06 亿元，较年初增长 5.41%，其中流动资产占 13.07%，非流动资产占 86.93%，资产构成以非流动资产为主。

2014~2016 年，安徽交控集团流动资产年均复合增长 6.78%，呈逐年增长趋势，主要系货币资金、存货和应收账款增长所致。截至 2016 年底，安徽交控集团流动资产合计 286.05 亿元，较年初增长 1.72%，其构成以货币资金（占比 30.52%）、应收账款（占比 5.63%）、预付款项（占比 5.45%）、存货（占比 41.10%）、一年内到期的非流动资产（占比 5.75%）和其他流动资产（占比 6.32%）为主。

图9 截至2016年底安徽交控集团流动资产构成



资料来源：安徽交控集团审计报告

2014~2016 年，安徽交控集团货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 11.63%；截至 2015 年底，安徽交控集团货币资金为 89.86 亿元，较年初增长 28.29%，主要系经营活动和筹资活动现金流入规模较大所致；截至 2016 年底，安徽交控集团货币资金为 87.30 亿元，较年初减少 2.86%。安徽交控集团货币资金以银行存款为主，占比为 96.76%，截至 2016 年底，安徽交控集团受限货币资金 1.42 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、履约保证金、保函保证金、其他保证金和法院冻结资金等；安徽交控集团货币资金使用受到限制的比例较小。

2014~2016 年，安徽交控集团应收账款呈波动上升趋势，年均复合增长 2.01%。截至 2015 年底，应收账款合计 21.40 亿元，较年初增长 38.13%，主要系与安徽省高速公路联网运营有限公司的应收通行费增加所致。截至 2016 年底，安徽交控集团应收账款合计 16.12 亿元，较年初减少 24.67%，主要系安徽省高速公路联网运营有限公司纳入合并范围后公司对其应收高速公路通行费合并抵消所致。截至 2016 年底，应收账款计提坏账准备 2.92 亿元，计提比例为 15.35%；其中按信用风险计提坏账准备的应收账款（占比 62.13%），账龄在 1 年以内的占 52.22%，1~2 年的占 19.64%，2~3 年的占 12.92%，3 年以上的占 15.22%，以一年以内为主，且考虑到应收账款主要为系统未划转所致，坏账风险不大，计提比例较充分。按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计占应收账款账面余额的 6.16%，集中度不高。

2014~2016 年，安徽交控集团预付款项基本稳定，年均复合增长 1.33%。截至 2016 年底，安徽交控集团预付款项 15.59 亿元，较年初增长 35.77%，主要系预付上海盛冠房地产开发有限公司写字楼购房款 9.21 亿元所致。

2014~2016 年，安徽交控集团存货呈持续上升趋势，年均复合增长 3.71%，存货主要是自制半成品及在产品和库存商品（产成品）组成。截至 2016 年底，其存货的账面价值为 117.56 亿元，较年初增长 6.21%，主要系房地产项目不断投入带动开发成本增长所致；主要由自制半成品及在产品（占 60.03%）和库存商品（占 38.26%）为主。截至 2016 年底，安徽交控集团合计计提存货跌价准备 13.40 万元。

2014~2016 年，安徽交控集团一年内到期的非流动资产呈波动下降趋势，年均复合减少 4.25%，主要系对苏州公司的委托贷款减少所致；截至 2016 年底，安徽交控集团一年内到期的非流动资产为 16.45 亿元，较年初减少 13.91%，主要系委托贷款减少所致。

2014~2016 年，安徽交控集团其他流动资产波动增长，年均复合增长 24.08%，主要系理财产品增长所致。截至 2016 年底，安徽交控集团其他流动资产 18.09 亿元，其中理财产品 9.52 亿元，其余为预缴税费、按揭保证金、客户备付金和工程项目部借款等。

2014~2016 年，安徽交控集团非流动资产年均复合增长 7.06%，呈逐年增长趋势，主要系固定资产增加所致。截至 2016 年底，安徽交控集团非流动资产 1,902.01 亿元，较年初增长 5.99%，主要系固定资产及可供出售金融资产增长所致；主要由固定资产（占比 86.32%）和在建工程（占比 8.94%）构成。

2014~2016 年，安徽交控集团固定资产呈逐年上涨趋势，年均复合增长 11.72%，主要系在高速公路达到通车条件转入固定资产所致；截至 2016 年底，安徽交控集团固定资产账面价值合计 1,641.85 亿元，较年初增长 8.70%，主要由公路及构筑物（占比 93.60%）构成。高速公路等固定资产均按期计提折旧，安徽交控集团固定资产累计计提折旧 328.88 亿元，固定资产成新率为 83.31%，成新率较高。

2014~2016 年，安徽交控集团在建工程呈逐年下降趋势，年均复合减少 20.53%，主要为已完工在建项目转为固定资产所致；截至 2016 年底，在建工程 170.02 亿元，较年初减少 21.06%。

截至 2016 年底，安徽交控集团使用权或所有权受到限制的资产合计 10.27 亿元，其中存货占比 79.99%，其他流动资产占比 20.01%；安徽交控集团受限资产规模小，占公司总资产比例低。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团资产总额 2,275.22 亿元，较年初增长 3.98%，结构较年初变化不大。

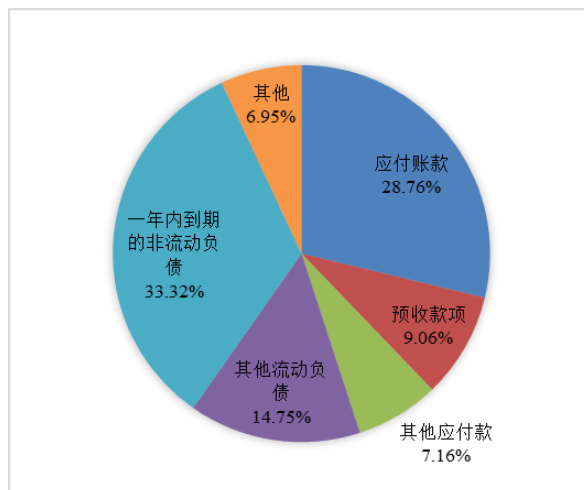
总体看，伴随安徽交控集团业务规模扩大，资产增长较快，整体规模大；货币资金比较充足，以高速公路为主的固定资产和在建工程占比较高；整体看，安徽交控集团资产质量高。

负债与所有者权益

伴随安徽交控集团经营规模的扩大，负债规模也相应增长，近三年年均复合增长 7.04%，主要系非流动负债增加所致。截至 2016 年底，安徽交控集团负债合计 1,470.21 亿元，其中流动负债占 28.84%，非流动负债占 71.16%。

2014~2016 年，安徽交控集团流动负债年均复合增长 1.65%，呈波动增长趋势。截至 2016 年底，安徽交控集团流动负债 423.95 亿元，较年初增长 7.67%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致，主要由应付账款（占比 28.76%）、预收账款（占比 9.06%）、其他应付款（占比 7.16%）、一年内到期的非流动负债（占比 33.32%）和其他流动负债（占比 14.75%）构成。

图 10 截至 2016 年底安徽交控集团流动负债构成



资料来源：安徽交控集团审计报告

2014~2016 年，安徽交控集团应付账款呈持续上升趋势，年均复合增长 24.87%，主要系应付工程结算款增加所致。截至 2016 年底，应付账款为 121.92 亿元，较年初增长 25.79%，主要系 2016 年 12 月安徽交控集团与亳州市交通运输局签订的《资产移交协议书》，亳州市交通运输局将 S307 亳州段公路工程资产移交给安徽交控集团，资产移交总价为 34.78 亿元，安徽交控集团相应增加固定资产和应付账款所致。

2014~2016 年，安徽交控集团预收款项呈波动减少趋势，年均复合减少 8.36%。截至 2016 年底，预收款项为 38.41 亿元，较年初增长 16.17%，主要系房地产板块销售良好，预售房款增加所致。

2014~2016 年，安徽交控集团其他应付款较为稳定，年均复合增长 2.00%。截至 2016 年底，其他应付款余额为 30.35 亿元，较年初小幅增长 3.23%，变化不大。安徽交控集团其他应付款主要由往来款（占比 60.60%）与保证金（占比 17.11%）构成。

2014~2016 年，伴随债务即将到期，安徽交控集团一年内到期的非流动负债呈持续上升趋势，年均复合增长 41.06%。截至 2016 年底，一年内到期的非流动负债为 141.25 亿元，较年初增长 75.39%。

2014~2016 年，安徽交控集团其他流动负债呈波动下降趋势，年均复合减少 22.21%，主要由短期应付债券组成。截至 2016 年底，安徽交控集团的其他流动负债为 62.54 亿元，较年初减少 41.97%，主要系安徽交控集团偿还部分短期应付债券所致。

2014~2016 年，安徽交控集团非流动负债年均复合增长 9.48%，呈逐年增长趋势，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2016 年底，安徽交控集团的非流动负债合计 1,046.26 亿元，主要由长期借款（占比 80.46%）和应付债券（占比 16.44%）构成。

2014~2016 年，安徽交控集团的长期借款呈逐年上升态势，年均复合增长 7.83%，主要系安徽交控集团加大长期借款融资力度所致。截至 2016 年底，长期借款合计 841.81 亿元，较年初增长 0.87%。

2014~2016 年，安徽交控集团的应付债券呈逐年上升趋势，年均复合增长 15.33%；截至 2016 年底，应付债券为 171.97 亿元，较年初增长 6.54%，主要系 2016 年发行“16 皖交通 MTN001A”13 亿元、“16 皖交通 MTN001B”7 亿元、“16 皖交控 MTN002A”10 亿元、“16 皖交控 MTN002B”20 亿元、“16 高速地产 MTN001”5 亿元、“16 高速地产 MTN002”9 亿元所致。安徽交控集团的应付债券主要由中期票据及非定向债务融资工具等构成，期限分布在 3~5 年之间。

债务方面，2014~2016 年，安徽交控集团债务小幅增长，年均复合增长率为 5.33%。截至 2016 年底，安徽交控集团全部债务为 1,199.72 亿元，其中短期债务占比 15.50%，长期债务占比 84.50%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，2014~2016 年，安徽交控集团资产负债率分别为 67.18%、68.08%和 67.19%，全部债务资本化比率分别为 63.30%、64.22%和 62.56%，长期债务资本化比率分别为 57.65%、60.05%和 58.54%。总体看，安徽交控集团债务负担尚属合理范围。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团负债总额 1,501.15 亿元，较年初增长 2.10%，结构变化不大。

2014~2016 年，安徽交控集团所有者权益年均复合增长 7.01%；截至 2016 年底，安徽交控集团所有者权益合计 717.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 630.77 亿元，占比为 87.87%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 25.37%、资本公积占 60.91%、其他综合收益占 2.99%、专项储备占 0.06%、盈余公积占 0.55%、未分配利润占 8.54%。整体看，安徽交控集团所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团所有者权益合计 774.07 亿元，较年初增长 7.83%，主要是资本公积及未分配利润的增长。

总体看，安徽交控集团债务规模大，债务结构合理，债务负担合理；所有者权益稳定性较好。

盈利能力

2014~2016 年，安徽交控集团营业收入持续增长，年均复合增长率为 3.70%，主要系其高速公路通行费收入增加、房地产业务带来的结转收入增加所致；受综合毛利率降低影响，营业利润年均复合减少 9.90%。伴随营业利润下降，安徽交控集团净利润波动下降，年均复合减少 18.74%。

2016 年，安徽交控集团实现营业收入 286.01 亿元，实现净利润 14.60 亿元。

投资收益方面，2014~2016 年，安徽交控集团投资收益波动增长，三年分别为 2.55 亿元、8.32 亿元和 4.83 亿元，年均复合增长 37.58%，2015 年投资收益大幅增长，主要系处置对安徽民航机场集团有限公司的股权投资所致；2016 年投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益 1.16 亿元（安徽省蚌明高速公路开发有限公司等联营企业），处置长期股权投资产生收益 2.06 亿元，持有可供出售金融资产等期间取得投资收益 1.41 亿元。2014~2016 年，安徽交控集团投资收益持续性一般，分别占安徽交控集团营业利润的 8.65%、26.35%和 20.17%，对安徽交控集团利润实现有一定影响。

从期间费用来看，2014~2016 年安徽交控集团费用总额逐年增长，年均复合增长 4.66%，主要系财务费用增长所致。2016 年，安徽交控集团期间费用总额 69.72 亿元，其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.55%、11.91%和 79.54%。2014~2016 年，受债务规模较大的影响，安徽交控集团财务费用波动上涨，年均复合增长 3.89%。2014~2016 年，安徽交控集团费用收入比分别为 23.93%、24.07%和 24.38%，呈缓慢上升趋势。安徽交控集团财务费用对利润总额侵蚀明显，其整体费用控制能力较弱。此外，其营业外收入与营业外支出两者占利润总额的比重较低，对利润影响不大。

盈利指标方面，2014~2016 年，安徽交控集团总资本收益率分别为 4.55%、4.14%和 3.62%，总资产报酬率分别为 4.48%、4.14%和 3.68%，净资产收益率分别为 3.69%、3.71%和 2.12%，整体看，安徽交控集团近三年盈利能力有所下降。

2017 年 1~9 月，安徽交控集团营业收入 210.89 亿元，较去年同期相比增长 7.89%；净利润 23.57 亿元，较去年同期相比增长 103.98%，增长快速，主要是营业外收入（主要为政府补助及路损赔偿利得，随着当年受到自然天气的破坏性影响情况变化相应有所变动）增长快速所致。

总体看，安徽交控集团收入规模较大并保持持续增长，但由于债务规模增长较快，财务费用规模较大，对利润侵蚀明显；投资收益对安徽交控集团利润实现有一定影响；安徽交控集团盈利能力略有下降，整体盈利能力有待提高。

现金流

2014~2016 年，安徽交控集团经营活动现金流入呈波动上升趋势，年均复合增长 4.08%，主要系其各板块经营规模均有所扩大所致；同时，经营活动现金流出呈下降趋势，年均复合减少 3.60%，主要系往来款减少所致。综上，安徽交控集团经营活动现金流量净额呈波动增加趋势，三年分别为 97.09 亿元、78.75 亿元和 133.80 亿元。2014~2016 年，安徽交控集团现金收入比分别为 96.62%、88.65%和 91.16%。

2014~2016 年，安徽交控集团投资活动现金流入呈逐年下降趋势，年均复合减少 9.04%，主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致；安徽交控集团投资活动现金流出呈逐年下降趋势，年均复合减少 14.13%，主要系近年来投资逐年减少所致。综上，近三年投资活动现金流均为净流

出状态，三年分别为-139.03 亿元、-133.01 亿元和-98.88 亿元。

2014~2016 年，安徽交控集团筹资活动现金流入呈逐年下降趋势，年均复合减少 18.60%；2016 年，其筹资活动现金流入为 278.88 亿元，较上年减少 31.52%，主要系 2015 年发行债券获得现金规模较大所致。2014~2016 年，安徽交控集团筹资活动现金流出呈逐年下降趋势，年均复合减少 8.93%，主要用于偿还前期借款以及利息规模有所波动所致。综上，近三年安徽交控集团筹资活动现金流净额分别为 38.54 亿元、72.83 亿元和-38.25 亿元。

2017 年 1~9 月，安徽交控集团经营活动现金流量净额 61.93 亿元，较去年同期下降 31.32%，主要系当期购地支出较多所致；投资活动现金流量净额-66.30 亿元，较去年同期下降 12.95%，主要系新设交控资本及基金等股权投资支出较大所致；筹资活动现金流量净额 31.23 亿元，较去年同期增长 4,778.13%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

总体看，安徽交控集团经营活动现金流持续净流入；但受高速公路承建业务等项目建设投入规模较大，安徽交控集团存在较大的对外融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，安徽交控集团流动比率分别为 0.61 倍、0.71 倍和 0.67 倍，速动比率分别为 0.35 倍、0.43 倍和 0.40 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般；现金短期债务比分别为 0.31 倍、0.47 倍和 0.47 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般；经营净现金流为流入状态，经营现金流动负债比分别为 23.66%、20.00%和 31.56%，对流动负债的保障程度较好。整体看，安徽交控集团经营现金流入量较大，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，安徽交控集团 EBITDA 分别为 115.68 亿元、124.69 亿元和 129.79 亿元，年均复合增长 5.92%；其中，2016 年安徽交控集团 EBITDA 中，利润总额占 19.23%，计入财务费用的利息支出占 41.26%，折旧占 39.00%，摊销占 0.51%；2014~2016 年，EBITDA 利息倍数分别为 1.76 倍、1.81 倍和 2.42 倍，EBITDA 对利息保障程度较好；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍、0.10 倍和 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般，整体看，安徽交控集团长期偿债能力尚可。

对外担保方面，截至 2017 年 6 月底，安徽交控集团对外担保余额为 12.85 亿元，占其当期合并报表净资产的比例为 1.66%，其整体担保规模在净资产中占比较低，代偿风险不大。

截至 2017 年 9 月底，安徽交控集团获得银行综合授信额度 3,251.26 亿元，已使用 1,080.78 亿元，未使用额度 2,170.48 亿元；此外，安徽交控集团下属子公司皖通高速为港股和 A 股上市公司，安徽交控集团直接和间接融资渠道畅通。

根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》（编号为：G10340111000099104），截至 2018 年 4 月 23 日，安徽交控集团本部无关注类或不良类的未结清贷款或已结清贷款记录，过往债务履约情况良好。

总体看，安徽交控集团短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可。考虑到安徽交控集团资产和收入规模大，公路运营和路域经济等业务板块竞争力强；加之其大型国企背景、领先的市场地位和规模优势，各板块产业协同发展态势良好，综合竞争力有望进一步提升。整体看，安徽交控集团整体偿债能力极强。

3. 债权保护效果

以 2016 年底财务数据测算（假设本次发行规模为 10.00 亿元），本次债券发行规模占担保方安徽交控集团资产总额的 0.46%和所有者权益总额的 1.39%，整体占比很低。安徽交控集团

EBITDA 为本次债券发行额度（10.00 亿元）的 12.98 倍；经营活动现金流入量对本次债券发债额度（10.00 亿元）的覆盖倍数为 30.65 倍，覆盖程度很高。整体看，安徽交控集团的担保对本次债券的保护程度高。

总体看，安徽交控集团资产和盈利规模大，EBITDA 和经营活动现金流入对本次债券覆盖程度高，其担保对于本次债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

十、综合评价

公司作为安徽省国有房地产开发企业，在区域竞争力、股东支持、项目储备等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司房地产业务区域比较集中、面临一定的资金支出压力、经营性净现金流由正转负、盈利能力一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

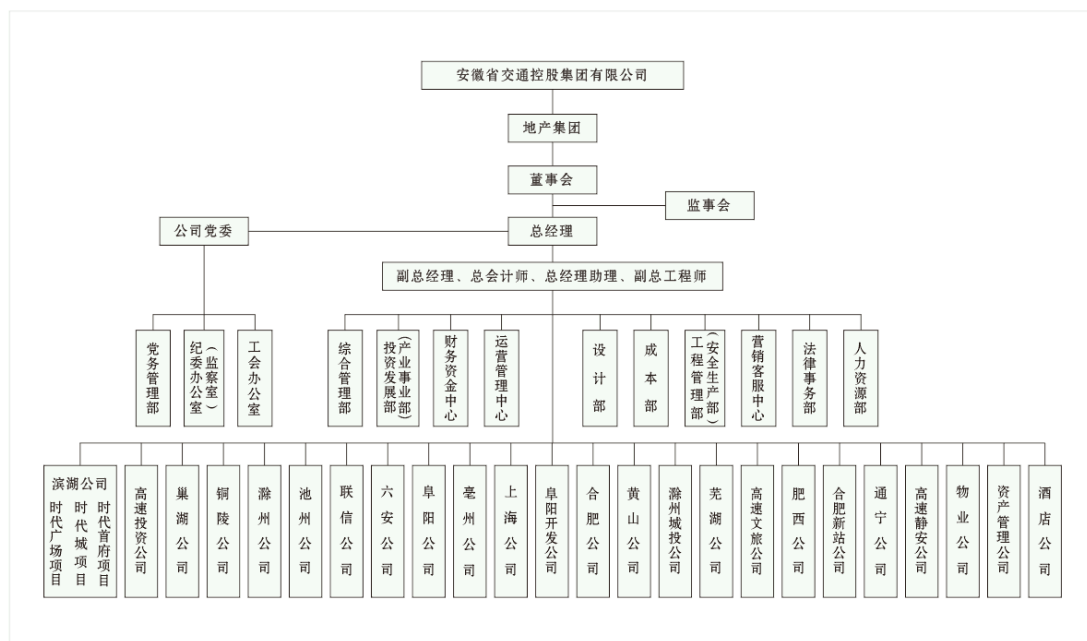
未来随着在建项目的陆续竣工，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由安徽交控集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。安徽交控集团作为安徽省国资委下属大型企业，持有安徽省大部分高速公路，资产规模大，整体竞争力强。其对本次债券的担保反映出安徽交控集团对公司的信心和支持，对本次债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力以及担保方担保实力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 安徽省高速地产集团有限公司

组织结构图



附件 2-1 安徽省高速地产集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	148.05	165.82	175.85
所有者权益（亿元）	37.72	44.30	47.70
短期债务（亿元）	24.70	23.24	26.00
长期债务（亿元）	33.49	40.39	37.98
全部债务（亿元）	58.19	63.63	63.98
营业收入（亿元）	42.59	50.75	35.97
净利润（亿元）	2.00	2.38	4.04
EBITDA（亿元）	3.86	4.43	6.02
经营性净现金流（亿元）	-13.60	10.38	-12.86
流动资产周转次数（次）	0.31	0.34	0.22
存货周转次数（次）	0.32	0.38	0.20
总资产周转次数（次）	0.29	0.32	0.21
现金收入比率（%）	60.70	110.35	125.73
总资本收益率（%）	2.70	2.70	4.00
总资产报酬率（%）	2.42	2.66	3.36
净资产收益率（%）	6.30	5.79	8.79
营业利润率（%）	13.94	13.45	23.29
费用收入比（%）	5.90	4.97	7.71
资产负债率（%）	74.52	73.29	72.87
全部债务资本化比率（%）	60.67	58.96	57.28
长期债务资本化比率（%）	47.03	47.69	44.33
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.40	2.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09
流动比率（倍）	1.82	1.95	1.86
速动比率（倍）	0.46	0.58	0.36
现金短期债务比（倍）	0.31	0.84	0.94
经营现金流动负债比率（%）	-17.86	12.90	-14.37
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.39	0.44	0.60

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2017 年公司其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务。

附件 2-2 安徽省交通控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	1,910.22	2,075.73	2,188.06	2,275.22
所有者权益（亿元）	626.93	662.62	717.85	774.07
短期债务（亿元）	228.03	193.31	185.93	160.89
长期债务（亿元）	853.35	995.94	1,013.79	1,059.04
全部债务（亿元）	1,081.38	1,189.26	1,199.72	1,219.93
营业收入（亿元）	265.98	270.22	286.01	210.89
净利润（亿元）	22.11	23.95	14.60	23.57
EBITDA（亿元）	115.68	124.69	129.79	--
经营性净现金流（亿元）	97.09	78.75	133.80	61.93
应收账款周转次数（次）	17.80	13.01	13.29	--
存货周转次数（次）	1.59	1.55	1.65	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.13	--
现金收入比率（%）	96.62	88.65	91.16	107.40
总资本收益率（%）	4.55	4.14	3.62	--
总资产报酬率（%）	4.48	4.14	3.68	--
净资产收益率（%）	3.69	3.71	2.12	--
营业利润率（%）	34.65	33.19	31.67	34.03
费用收入比（%）	23.93	24.07	24.38	22.14
资产负债率（%）	67.18	68.08	67.19	65.98
全部债务资本化比率（%）	63.30	64.22	62.56	61.18
长期债务资本化比率（%）	57.65	60.05	58.54	57.77
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	1.81	2.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.11	--
流动比率（倍）	0.61	0.71	0.67	0.86
速动比率（倍）	0.35	0.43	0.40	0.48
现金短期债务比（倍）	0.31	0.47	0.47	0.75
经营现金流动负债比率（%）	23.66	20.00	31.56	15.17

注：1、担保方安徽交控集团于 2014 年发生重大资产重组，因此采用 2015 年审计报告的期初数和期末数进行分析。

2、其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 安徽省高速地产集团有限公司 2018 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年安徽省高速地产集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

安徽省高速地产集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。安徽省高速地产集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注安徽省高速地产集团有限公司的相关状况，如发现安徽省高速地产集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如安徽省高速地产集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至安徽省高速地产集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送安徽省高速地产集团有限公司、监管部门等。

