跟踪评级公告

联合[2017] 1193 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持安徽省粮油食品进出口（集团）公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16安徽粮油MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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 （100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

安徽省粮油食品进出口（集团）公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 安徽粮油 MTN001	5 亿元	2016/10/27-2019/10/27	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.42	30.20	42.34	35.84
资产总额(亿元)	228.01	268.20	273.94	276.56
所有者权益(亿元)	47.99	47.44	46.56	47.33
短期债务(亿元)	63.86	67.61	68.55	64.00
长期债务(亿元)	23.95	52.96	29.60	33.31
全部债务(亿元)	87.81	120.57	98.15	97.31
营业收入(亿元)	159.31	166.90	182.62	47.23
利润总额(亿元)	5.94	4.65	3.23	0.43
EBITDA(亿元)	11.30	12.33	8.64	--
经营性净现金流(亿元)	-1.22	-14.25	1.17	0.59
营业利润率(%)	7.07	6.58	6.49	5.21
净资产收益率(%)	10.67	9.15	5.64	--
资产负债率(%)	78.95	82.31	83.00	82.89
全部债务资本化比率(%)	64.66	71.77	67.82	67.28
流动比率(%)	122.74	129.91	112.99	115.28
经营现金流动负债比(%)	-0.82	-8.80	0.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.77	9.78	8.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.18	1.59	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务；截至 2016 年和 2017 年 3 月底所有者权益中包含 5 亿元永续中期票据；现金类资产已剔除使用受限货币资金。

分析师

徐 璨　郭察理

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

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

评级观点

跟踪期内，安徽省粮油食品进出口（集团）公司（以下简称“公司”）作为安徽省大型国有外贸集团企业，秉承多元化的战略布局，持续保持内外贸、建筑施工、房地产、金融多产业并举的经营模式。2016年，公司传统贸易业务收入虽有所下滑，但建筑施工、房地产等业务收入规模同比扩大明显，加之公司持有大量国元证券等优质金融资产，对营收和利润保持稳定产生了积极的作用，伴随房地产去库存的力度加大，公司经营性净现金流由负转正。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到商业房地产市场有一定去库存压力、公司债务负担重、贸易业务易受汇率波动影响等因素对公司经营发展造成的不利影响。

存续期内“16安徽粮油MTN001”属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16安徽粮油MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

未来，公司将持续多元化的战略布局，在巩固国内外贸易、建筑施工业务的基础上，依据市场政策调整房地产的投资及销售节奏，同时公司将积极拓展金融及类金融板块，形成与主业板块的协同效应。

综合考虑，联合资信维持安徽省粮油食品进出口（集团）公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16安徽粮油MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司作为安徽省属大型国有外贸集团企业，进出口贸易业务突出；同时，公司粮油食品供销领域历史悠久，在商品品牌、政策支持等方面的优势也较为显著。
2. 公司持有国元证券优质金融资产，变现能力

能力较好。

3. 跟踪期内，公司房地产业务加大去库存力度，收入上升较快。
4. 公司 EBITDA 对“16 安徽粮油 MTN001”的覆盖程度高。

关注

1. 公司债务负担重，短期偿债压力大。
2. 非经常性损益（以投资收益为主）对利润贡献大，主业盈利能力较弱。
3. 公司与住宅配套开发的商业地产较多且位于三、四线城市，存在一定去化压力。
4. 公司权益中其他综合收益易受可供出售金融资产公允价值波动影响，权益稳定性较弱。
5. 存续期内“16 安徽粮油 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由安徽省粮油食品进出口（集团）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。

安徽省粮油食品进出口（集团）公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于安徽省粮油食品进出口（集团）公司主体长期信用及“16 安徽粮油 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

安徽省粮油食品进出口（集团）公司（以下简称“公司”）成立于 1976 年，前身是“中国粮油食品进出口公司安徽分公司”，是在安徽省商业厅外贸处的基础上组建起来的中央外贸企业的省级专业分公司，主营粮油食品的外贸计划调拨业务。2010 年 7 月，公司获省国资委批准改制重组，成立“安徽安粮控股股份有限公司”（以下简称“安粮控股”），全面接续公司的贸易、实业、金融投资、地产和建筑工程承包等五大核心业务，随后，公司又完成了对国元期货有限公司的收购（后更名为安粮期货有限公司），成为其控股股东。公司现隶属于安徽国贸集团控股有限公司（以下简称“安徽国贸”），公司注册资本 1.20 亿元。公司实际控制人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司现下辖三级子公司共 7 家，其中：全资子公司 4 家，控股子公司 3 家。下设业务部、投资管理部、财务部、办公室、纪检监察部、工会等职能部门。

截至 2016 年底，公司资产（合并）总计 273.94 亿元，所有者权益合计 46.56 亿元（其中包含少数股东权益 19.56 亿元）。2016 年，公司营业收入 182.62 亿元，利润总额 3.23 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产（合并）总计 276.56 亿元，所有者权益合计 47.33 亿元（其中包含少数股东权益 19.66 亿元）。2017 年 1~3 月，公司营业收入 47.23 亿元，利润总额 0.43 亿元。

公司注册地址：合肥市庐阳区金寨路389号盛安广场；法定代表人：陈焱华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内的债券为“16安徽粮油MTN001”，发行金额5亿元，赎回前长期存续。截至目前，上述债券募集资金已按原定计划使用完毕。

“16安徽粮油MTN001”在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。在赎回权方面，公司在“16安徽粮油MTN001”发行第3年及之后的每年均具有可赎回权。在利率方面，前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变；如果公司不行使赎回权，“16安徽粮油MTN001”采用浮动利率计息，单利按年计息。票面利率由基准利率加初始利差[1]及上调基点确定，基准利率每3年重置一次，每次利率重置后，票面利率将在前一期上调基点的基础上再上调300个基点。在清偿顺序方面，“16安徽粮油MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

根据永续中票“16安徽粮油MTN001”的发行条款，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上缴国有资本收益）、向偿付顺序劣后于“16安徽粮油MTN001”的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。跟踪期内，公司持续上缴国有资本收益，2016年上缴2180万元，递

[1]初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算数平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

延利息支付可能性小。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程

等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

公司以进出口贸易、国内贸易为主业。

1. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

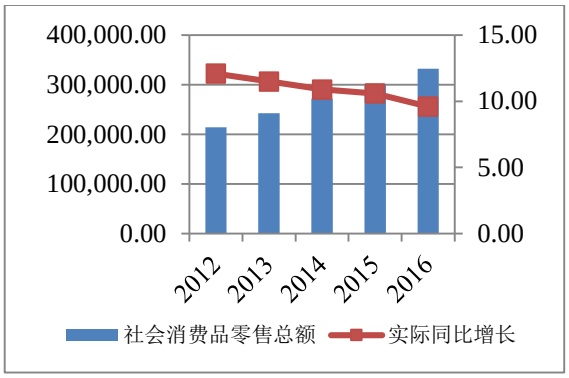
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民群众

生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

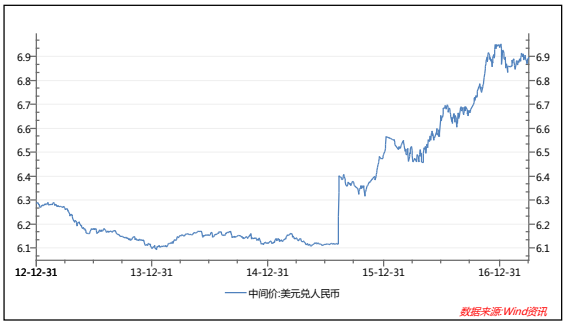
多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5%的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5%扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波

动较大，截至 2016 年 12 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.9370 元/美元。

总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

（4）行业政策

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“《意见》”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法制化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51 号，以下简称“意见”）指出，支持流通企业做大做强，推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

2016 年 5 月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等 5 个方面推出 14 条政策措施。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

（5）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2．区域经济环境

安徽省矿产资源的开发利用在国民经济中占有重要地位。目前开发规模较大的矿产有煤、铁、铜、水泥石灰岩、硫铁矿，已形成能源、建材、冶金、有色、化工五大基础产业，是国家级的材料工业基地和华东的能源供应基地。两淮煤田（淮南、淮北）是中国南方最大的煤炭生产基地。

近年来，安徽省经济总体保持较快增长。初步核算，2016年安徽省地区生产总值24117.9亿元，按可比价格计算，比上年增长8.7%。分产业看，第一产业增加值2567.7亿元，增长2.7%；第二产业增加值11666.6亿元，增长8.3%；第三产业增加值9883.6亿元，增长10.9%。三次产业结构由上年的11.2:49.7:39.1调整为10.6:48.4:41，其中工业增加值占GDP比重为41.1%。

对外经济方面，2016年以来受国际市场需求不振、国内经济下行压力加大、人民币汇率波动明显等因素影响，安徽省开放型经济发展受阻。2016年，安徽省进出口总额443.8亿美元，比上年下降7.2%。其中，出口284.8亿美元，下降11.7%；进口159亿美元，增长2.1%。从出口经营主体看，生产型企业出口下降11.3%，贸易型企业出口下降15.4%。从出口商品看，机电产品、高新技术产品出口分别下降9.6%和10.4%。实际利用外商直接投资147.7亿美元，增长8.4%。2016年安徽省外贸进出口整体呈现下降态势，出口降幅明显；利用外资平稳增长，但增势有所放缓。

国内贸易方面，2016年，安徽省社会消费品零售总额10000.2亿元，比上年增长12.3%，扣除价格因素，实际增长11.4%。限额以上企业商品零售额中，吃、穿、用类商品零售额分别比上年增长17.6%、4.8%和10.9%。

总体看，安徽省经济稳步增长，但贸易服务产业受国际经济形势动荡影响，发展有所放缓。

六、基础素质分析

1．产权状况

公司是安徽国贸的全资子公司，安徽国贸为安徽省国资委的全资子公司，安徽省国资委为公司的实际控制人。

2．企业规模

公司为安徽省最大的专业外贸公司之一，主要经营包括进出口、内贸、转口、进料加工等多种贸易，2016年公司旗下安粮控股位列中国服务业500强第197位、安徽省百强企业第21位。特别是在农产品经营方面，公司作为农业产业化国家重点龙头企业，下辖多家全资、控股或参股的农产品生产加工企业，并正在建设占地近百亩的集研发、加工、检测、包装、仓储、物流于一体的“安粮食品工业园”。经过多年的积累，公司培育了“田田屋”、“盛安”、“广玉兰”、“安可福”等多个“安徽省著名商标”及“安徽省出口名牌”。同时公司还拥有“海关AA类企业”、“中国信保AAA级客户”、“税务局A级纳税企业”、“外管局A级企业”等称号，公司在报关、退税、收付汇等方面享受相关单位的绝对支持，具有较强竞争

优势。根据海关统计口径，2016年公司进出口额合计11.66亿美元，其中进口9.03亿美元、出口2.63亿美元。

3. 下属子公司

公司重要的下属子公司包括贸易业务经营主体安粮控股、合肥建工集团有限公司（以下简称“合肥建工”）、房地产开发主体安粮地产有限公司（以下简称“安粮地产”，为安粮控股的二级子公司）以及金融板块经营实体安粮期货有限公司（以下简称“安粮期货”）。主要子公司 2016 年均呈现良性发展。

表 1　2016 年公司主要子公司基本情况

（单位：亿元）

子公司名称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
安粮控股	51.91	10.10	13.45	0.04
合肥建工	78.61	7.05	82.10	1.85
安粮地产	73.22	5.37	13.73	0.28
安粮期货	17.20	6.19	3.92	0.28

资料来源：公司提供

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构、管理制度、管理体制及主要高管人员方面无重大变更。

八、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司实现主营业务收入182.36亿元，同比增长10.20%，主要因2016年建筑施工和房地产业务收入增长所致。近年来，受宏观经济增速放缓影响，公司贸易业务规模呈现下滑，但始终为公司最主要收入来源，2016年实现收入86.50亿元，占比47.43%。跟踪期内，建筑工程收入规模大幅增长，实现收入81.00亿元，占比提升至44.42%，为公司收入第二大来源；公司房地产业务收入13.73亿元，同比大幅增长59.03%，去库存效果凸显。

跟踪期内，从盈利水平来看，2016 年公司整体毛利率水平 7.59%，较 2015 年基本持平，贸易业务中受公司转变战略影响，重点关注风险小、利率高的优质客户，减少风险高毛、利率低的客户，毛利率同比增加 2.40 个百分点至 5.64%。建筑工程业务方面，因扩大市场占有率，采取大客户战略，毛利率下滑明显。房地产业务方面，因公司销售区域位于安徽三、四线城市，且近年加大去库存力度，毛利率持续下滑，2016 年为 21.46%。跟踪期内，公司金融板块持续保持较高水平，毛利率为 96.65%；其他业务板块收入来自代购代销、物业服务收入等，因该几项业务市场不景气，2016 年出现亏损，毛利率大幅下滑至-14.95%，但其占收入比重低，对公司整体经营影响不大。

2017 年 1~3 月，公司完成主营业务收入 47.12 亿元，同比增长 38.71%，占 2015 年全年的 24.81%；除了房地产未确认收入外，其余各主要业务板块收入规模均出现不同程度增长，其中进口业务和工程业务同比增长明显，收入结构占比变化不大，持续以贸易和工程为主。

2017 年 1~3 月，公司整体业务毛利率 5.54%，同比减少 1.55 个百分点，主要为建筑施工毛利率的下降，其余板块变动不大。

表 2　2015~2017 年一季度公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国际、国内贸易	952734.53	57.57	3.24	865015.71	47.43	5.64	213601.99	45.33	4.29
建筑工程	598417.77	36.16	9.18	809981.14	44.42	6.48	235151.7	49.91	5.24

房地产开发	86317.70	5.22	28.79	137271.42	7.53	21.46	20386.43	4.33	14.55
金融板块	9526.80	0.58	96.92	8352.91	0.46	96.65	1393.74	0.30	95.55
其他	7802.02	0.47	59.50	2995.92	0.16	-14.95	632.36	0.13	48.50
合计	**1654798.82**	**100.00**	**7.55**	**1823617.10**	**100.00**	**7.59**	**471166.22**	**100.00**	**5.54**

资料来源：公司提供

注：工程业务 2014~2015 年收入确认方式为收付实现制，2016 年起调整为权责发生制。

2. 贸易业务

公司贸易业务包括进口、出口、内贸、转口贸易等多种贸易形式，包括自营、代理、合资等多种业务模式。2016 年，公司贸易板块共实现收入 86.50 亿元，同比下降 9.21%，主要系出口业务下降所致，其中进口业务实现收入 53.25 亿元；出口业务实现收入 16.46 亿元；内贸业务实现收入 16.79 亿元，进口和内贸业务表现良好，同比分别增长 11.66%和 14.07%，出口业务同比下降 49.91%。2016 年和 2017 年一季度，公司转口贸易规模为 5.15 亿元和 1.48 亿元，主要品种有芝麻、菜籽油、木浆、天然橡胶、棉花等，转口贸易收入计入出口业务板块，但由于转口贸易商品不入关，因此不计入海关进出口额统计口径。

表 3　2014~2017 年一季度公司主要贸易板块收入情况表（单位：万元）

板块	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
进口	194409.25	2.19%	476886.55	2.31%	532503.26	1.79%	133577.64	3.94%
出口	604973.92	2.29%	328647.96	2.96%	164603.65	4.61%	35811.63	6.46%
内贸	189934.89	9.38%	147200.02	6.69%	167908.80	14.59%	44212.72	9.74%

资料来源：公司提供

注：出口业务板块收入包含转口贸易。

进出口业务

影响公司进出口业务盈利能力主要来自四个方面：①进销货物差价收益；②进出口贸易中汇率的变动导致的汇兑损益：2016 年受人民币贬值影响，产生汇兑损失 3971 万元，2017 年一季度产生汇兑收益 711 万元；③进出口补贴收入：信保补贴、外贸促进奖励、平台建设补贴等。2016 年和 2017 年一季度公司进出口补贴等收入分别为 2037 万元和 201 万元；④利息收入：进出口业务中收取的各项预收货款、保证金等产生的利息收入。进销货物差价收益为公司进出口业务最主要的利润来源。

跟踪期内，公司进、出口业务结算方面无明显变化。

从进出口业务的上下游客户来看，进口业务的上游主要为金属、冻肉禽和粮食企业，下游企业以有色金属及菜籽油公司为主，进口的下游销售主要以东南、华南为主；出口业务以纺织、电子产品等为主，因此上下游客户也以相关行业的企业为主。从进出口业务分布来看，跟踪期内，公司进口区域未产生明显变化，公司进口贸易主要来自亚洲、非洲、欧洲，公司持续加大芝麻的收购，导致非洲地域增长明显；出口国主要为北美洲、亚洲、欧洲，受出口贸易量减少影响，各区域出口额均呈现不相同程度的下降，其中北美洲和南美洲变化较为明显，主要受数据处理设备、蜂蜜和钢材等出口量下降影响。

表 4-1　公司主要进口区域情况

（单位：万美元）

地域	2015 年	2016 年	增减幅度	占进口总额比重

亚洲	20213.00	24660.00	18.03%	27.61%
欧洲	12011.00	13654.00	12.03%	15.29%
非洲	15670.00	21118.00	25.80%	23.64%
北美洲	11010.00	13432.00	18.03%	15.04%
南美洲	8100.00	9885.00	18.06%	11.07%
大洋洲	6210.00	6576.00	5.57%	7.36%
合计	**73214.00**	**89325.00**	**22.01%**	**100.00%**

资料来源：公司提供

表 4-2 公司主要出口区域情况

（单位：万美元）

地域	2015 年	2016 年	增减幅度	占出口总额比重
亚洲	11023.00	6511.00	-40.93%	25.40%
欧洲	8708.00	5857.00	-32.74%	22.85%
非洲	2713.00	1753.00	-35.39%	6.84%
北美洲	23033.00	10897.00	-52.69%	42.51%
南美洲	1458.00	551.00	-62.21%	2.15%
大洋洲	223.00	64.00	-71.30%	0.25%
合计	**47158.00**	**25633.00**	**-45.64%**	**100%**

资料来源：公司提供

从进出口业务的产品类比额来看，公司每年依据国内外经济形势以及贸易产品的价格浮动及时调整产品类别；跟踪期内，公司主要进口商品变化不大，以芝麻、矿产品、冻禽肉、菜油、鱼粉矿产品、芝麻、菜油为主。2016 年，公司进口业务上游客户主要有 WEALTHY TECH (HONG KONG) CO.,LIMITED、SINOSOURCE SINGAPORE PTE. LTD 和富昌国际有限公司，下游客户主要有厦门同欣诚工贸有限公司、河北纵横钢铁集团有限公司以及阳州国际贸易有限公司；出口方面，2016 年公司出口额下降明显，其中主要出口商品中除了纺织面料略有增长，其余各产品均有不同程度的下降，其中，因国际订单减少，数据处理设备同比下降 17951 万美元，其他产品虽有变动但整体规模相对较小。出口业务中主要上游客户为绍兴县安良纺织品有限公司、绍兴柯桥安良纺织品有限公司以及安徽康佳电子有限公司，下游客户包括 TONGFANG-GLOBAL-LIMITED、DAVISTEEL CORPORATION 以及 FORMOSA FABRIC。跟踪期内，公司进出口产品上下游集中度一般。

表 5-1 公司主要进口商品情况（单位：万美元）

商品名称	2014 年	2015 年	2016 年
芝麻	9009	9715	10012
电解铜	8017	4702	1055
矿产品	7741	10210	15517
铁矿	4994	2968	4489
鱼粉	4495	4181	7282
电视机类	3751	1011	612
冻禽肉	3553	5162	10036
棕榈类	3406	581	4409
菜油	3373	7385	9340
高粱	--	7097	1518
纸浆类	3139	--	3331
合计	**51478**	**53012**	**67601**

资料来源：公司提供

表 5-2 公司主要出口商品情况（单位：万美元）

商品名称	2014 年	2015 年	2016 年
数据处理设备	21923	23010	5059
罐头	2613	2424	2708
纺织面料	2134	2992	4774
水产	1727	1753	1583
纸制品	1515	2643	1606
成套设备	1074	1108	890
蜂蜜	1048	1623	366
钢材	891	2104	1987
合计	**31925**	**37657**	**18973**

资料来源：公司提供

内贸业务

公司内贸主要品种有铁矿石、钢材、煤、芝麻、谷类等。2016 年完成内贸收入 16.79 亿元，同比增长 14.07%，毛利率 14.59%，同比大幅增加 5.21 个百分点，系公司转变战略导致，重点关注风险小、利率高的优质客户，减少风险高毛利率低的客户以及调整贸易产品结构。

2017年1~3月完成收入4.42亿元，毛利率9.47%。

公司内贸业务上游的前五大供应商主要为粮油企业及大型贸易商，下游前五大客户主要为钢铁、建筑工程及装备制造企业，内贸的前五大客户分散较广，供应商和下游主要客户集中在安徽、河北、江苏一带。

跟踪期内，公司商品定价和结算等方面无明显变化。

表6　2016年公司内贸主要供应商与客户情况
（单位：万元）

贸易类型	上游采购商	金额
内贸	安徽省宜合商贸有限责任公司	10706
	安徽省铖基商贸有限责任公司	6186
	江阴泰富沥青有限公司	3954
	安徽齐明贸易有限公司	5187
	安徽伊思顿粮油食品有限公司	1234
合计	--	**27267**
贸易类型	**下游客户**	**金额**
内贸	沧州中铁装备制造材料有限公司	37198
	恒宝昌（上海）铜材有限公司	4858
	CHIC FOODS CO.,LTD (OVERSEAS) PTE. LIMITED	3494
	河北盾石商贸有限公司	5437
	安徽燕庄油脂有限责任公司	3633
合计	--	**54620**

资料来源：公司提供

跟踪期内，国内经济景气度持续下滑，公司贸易规模逐年下降，同时受人民币贬值影响，2016年公司产生较大汇兑损益，但通过公司积极调整产品结构，使得整体贸易业务盈利能力基本保持稳定。

3. 其他业务

公司的建筑工程业务主要通过下属子公司安粮集团于2007年收购的全资子公司合肥建工经营（截至2016年底，合肥建工资产总额78.61亿元，所有者权益7.05亿元；截至2017年3月底，资产总额91.95亿元，所有者权益7.51亿元），2016年建筑工程业务实现收入81.00亿元，同比大幅增长35.41%，主要系公司改变确认收入机制，按权责发生制确认收入（2015年以前公司按收付实现制确认收入）。2016年和2017年3月，公司工程项目合同签约额分别为151.25亿元和44.57亿元。2016年该业务板块毛利率为6.48%，同比下降明显，主要因为扩大市场占有率，采取大客户战略，导致毛利率下滑。2017年1~3月，公司建筑工程业务实现收入23.52亿元，占2016年全年收入29.03%，毛利率小幅下滑至5.24%。

跟踪期内，公司房地产业务收入同比增长明显，主要是由于当年合肥房地产销售良好，同时带动周边区县销售情况提升以及公司加大去库存力度所致。2016年房地产实现收入13.73亿元，主要来自安粮•兰桂花园、安粮•中央花园、马鞍山安粮城市广场项目；实现签约销售收入28.94亿元、签约销售面积达到49.85万平方米，主要来自安粮城市广场、马鞍山安粮城市广场和铜陵安粮兰桂花园等项目，公司2016年房屋竣工面积63.75万平方米，同比大幅增长，竣工面积同样主要来自上述三个项目。跟踪期内，公司重点加大实施去库存力度，未新增土地储备，房地产新开工面积和完成投资额均呈现下降。2017年1~3月，公司签约销售房屋面积5.91万平方米，实现签约销售收入3.15亿元，毛利率14.55%，同比有所下降，主要系安粮马鞍山城市广场项目销售价格偏低，导致整体销售均下滑所致。

表7　房地产业务发展情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
房地产开发完成投资（亿元）	23.48	25.34	14.74	4.62
房屋新开工面积（万平方米）	50	29.58	21.07	0
房屋竣工面积（万平方米）	25	42.15	63.75	0
签约销售面积（万平方米）	19.76	24.38	49.85	5.91

签约销售收入（亿元）	9.24	11.33	28.94	3.13
确认销售收入（亿元）	9.83	8.63	13.73	2.03
销售均价（元/平方米）	4676	4647	5805	5296

资料来源：公司提供

公司目前在售项目 9 个，其中安粮城市广场位于合肥，其余均在安徽三、四线城市，销售均价不高，其中与住宅配套开发的商业项目存在一定去化压力。

表 8　近年公司主要在售地产项目（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	位置	用途	总投资预算金额	已开发建筑面积	已销售面积	销售均价	2014 年销售收入	2015 年销售收入	2016 年销售收入
安粮城市广场	合肥市金寨路与合作化路交叉口	城市综合体	40.66	90.90	23.9	8150	3.61	3.15	10.09
					7.13	6776			
					1.55	15000			
					2.43	12000			
					0.81	15000			
安粮.学府花园	和县禹锡路东侧	商业、居住	4.50	11.17	7.50	4500	0.90	0.60	1.30
马鞍山安粮城市广场	马鞍山秀山大道与霍里山大道交叉口	住宅	15.99	47.22	21.56	4774	--	2.62	5.73
安粮黄山太平湖国际旅游度假区	太平湖路以南谢垄路以东	商住一体	4.50	11.67	--	--	0.73	--	--
安粮•中央花园	安徽省萧县	商业、居住	15.40	78.90	65.99	3544	2.75	2.31	4.14
安粮蓝海城市广场	徐闻	城市综合体	8.30	22.69	16.82	3321	0.37	0.79	0.95
临沂北方国际家居建材城	临沂经济技术开发区沂河东路与沃尔沃路交汇处	商业地产	16.80	28.45	27.89	4231	0.28	0.28	0.10
安粮•兰桂花园	铜陵市太平湖南路与谢垅路交汇处	商业、居住	4.76	11.33	8.43	4700	0.60	1.58	1.66
云水居	合肥政务区	商业、居住	6.30	11.20	11.05	6646	--	--	4.97
合计	--	--	**117.21**	**313.53**	**195.06**	--	**9.24**	**11.33**	**28.94**

资料来源：公司提供

表 9　截至 2017 年 3 月底公司主要在建地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地点	总投资	占地面积	规划建筑面积	截至 2017 年 3 月底已投资	预计 2017 年 4-12 月投资	预计 2018 年投资	预计 2019 年投资	完工进度	资金来源

临沂北方国际家居建材城	临沂	16.8	28.85	50.00	13.37	1.43	1.60	0.40	63%	自有资金 87%、贷款 13%
安粮•中央花园	萧县	15.4	48.34	78.00	15.00	0.40	--	--	85%	自有资金 86%、贷款 14%
马鞍山安粮•城市广场	马鞍山	15.99	20.78	47.22	10.40	2.78	1.80	1.01	67%	自有资金 91.25%、贷款 8.75%
安粮•兰桂花园	铜陵	4.76	3.40	11.33	3.80	0.32	0.64	--	85%	自有资金 91%、贷款 9%
安粮城市广场	合肥	40.66	11.10	90.90	39.10	0.98	0.58	--	85%	自有资金 73%、贷款 27%
云水居	合肥	6.30	3.00	11.20	4.30	0.60	0.93	0.47	75%	自有资金 17%、贷款 83%
安粮蓝海城市广场	广东徐闻	11.65	12.92	34.99	7.90	1.80	1.19	0.76	70%	自有资金 83%、贷款 17%
合计		**111.56**	**128.39**	**323.64**	**93.87**	**8.31**	**6.74**	**2.64**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建房地产项目安粮蓝海城市广场、安粮临沂五金城、安粮城市广场等 7 个项目。上述项目计划总投资 111.56 亿元，截至 2017 年 3 月底，上述项目已完成投资 93.87 亿元；2017 年剩余月份~2019 年仍需分别投入 8.31 亿元、6.74 亿元和 2.64 亿元，有一定资本支出压力。近年来，公司拿地谨慎，未新增土地储备，截至 2017 年 3 月底，公司拥有储备土地 21.42 万平方米，位于合肥市肥西县，由于合肥市政府对该项目所在地紫蓬山区域进行重新规划，且规划尚未完结，公司对该地块暂无开发计划。

总体看，公司目前投资的房地产项目主要业态为商业地产，且主要集中在安徽省各县区域等三、四线城市，跟踪期内，公司加大去化力度，销售均价较低，盈利能力偏弱，去库存压力较大。

跟踪期内，公司金融投资业务运营稳定。截至 2017 年 3 月底，公司持有国元证券总股本比例为 5.18%，其中已质押的股票占 34.39%，未质押的流通股账面价值约为 13.70 亿元。公司参股安徽安粮担保有限公司（简称“安粮担保”，公司持股比例为 40%），截至 2017 年 3 月底，担保余额为 1.09 亿元，自公司成立起无坏账发生情况；公司下属安徽安粮小额贷款有限公司（以下简称“安粮小贷”），截至 2016 年底，安粮小贷贷款余额 3.40 亿元，其中个人贷款和垫款 3.20 亿元，企业贷款和垫款 0.20 亿元；风险拨备 0.03 亿元；2016 年实现营业总收入 0.19 亿元，毛利润 0.06 亿元。截至 2017 年 3 月底，小贷公司逾期贷款余额 13700 万元，逾期金额均有担保或抵押措施，能够保证资金回笼，小贷公司共计提贷款损失准备 2213 万元。

4. 在建项目

截至 2017 年 3 月底，除房地产业务外，公司主要在建项目为安徽进出口公司承建的黄山秀湖山庄有限公司的秀湖山庄宾馆扩建项目和安粮中心。在建项目总投资额 9.07 亿元，已投资 4.02 亿元，计划于 2017 年和 2019 年完工，上述在建项目未来投资支出规模尚处于合理水平。

表 10　公司主要在建项目情况（不含房地产业务）（单位：万元）

项目	单位：万元在建单位	总投资额	截至 17 年 3 月已投资金额	资金来源	自有资金比例	计划完工时间	合理合规情况

秀湖山庄宾馆扩建	黄山秀湖山庄有限公司	40000	12760	银行借款、自有资金	63.64%	2017 年 7 月	扩大经营，项目合规
安粮中心	安粮公司	50708	27399	自有资金	100%	2019 年 12 月	办公楼
合计		**90708**	**40159**	-	-	-	-

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，面对复杂的国际国内经济形势，虽传统贸易业务收入有所下滑，但建筑施工受确认收入机制改变以及房地产去库存效果良好影响，业务收入规模同比放大，加之公司积极调整贸易商品品种，下属公司积极拓展新的业务合作模式，公司营业收入保持稳定。未来随着在建项目的完工，地产业务对收入的贡献有望增长，公司经营规模及整体竞争实力有望实现进一步提升。

5. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数呈逐年下降趋势，主要系扩大的业务规模导致的应收账款增加所致；存货周转次数呈波动下降趋势，主要系2016年地产项目去化加快，存货规模波动下降所致，2014~2016年上述两指标加权平均值分别为6.77次、2.19次，2016年分别为6.37次、2.26次。2016年，公司总资产周转次数变化不大，为0.67次。总体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

公司根据当前业务状况以及未来发展需求制定了集团整体发展战略。公司未来会聚焦贸易和建工业务，提升集团整体规模和竞争能力；以房地产业务为资金积累的平台，通过金融业务的拓展培育新兴产业，构建产融结合的发展模式；成为核心业务领先、提供增值服务、具备极强的资源整合能力的服务型多元化产业集团。以资源整合为先导，以核心商品“大商品化”为基础，以海外网络和品牌建设为保障，通过外部产业链延伸和内部供应链管理体系建设，做强做大贸易主业；以大客户开发、资质突破和适度多元化为重点，提升建工业务规模，帮助集团整体规模上一个台阶；房地产业务、以短期盈利性项目为先导，尽快完成资金积累；积极发挥金融业务的杠杆作用，积极探索和培育与集团整体战略相一致新业务（如融资租赁）；以制度建设为纲，以企业文化建设为要，以人才战略为保证，做大做强集团整体业务，提升区域服务能力，成为安徽省领先的服务型大型产业集团。目前，公司计划将建筑施工板块的经营主体合肥建工改制上市，会计师事务所正在进行审计工作，计划 2018 年申报材料。

九、财务分析

公司提供的 2016 年财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）合肥分所审计，出具了标准无保留意见审计结论。公司 2017 年一季度财务数据未经审计。2016 年，公司合并范围较 2015 年底新增 6 家（新设立 5 家、收购 1 家），转让一家三级子公司安徽安粮秀山建设公司；2017 年 1~3 月，公司合并范围较 2016 年底无变化。

截至2016年底，公司资产（合并）总计273.94亿元，所有者权益合计46.56亿元（其中包含少数股东权益19.56亿元）。2016年，公司实现营业收入182.62亿元，利润总额3.23亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产（合并）总计 276.56 亿元，所有者权益合计 47.33 亿元（其中包含少数股东权益 19.66 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.23 亿元，利润总额 0.43 亿元。

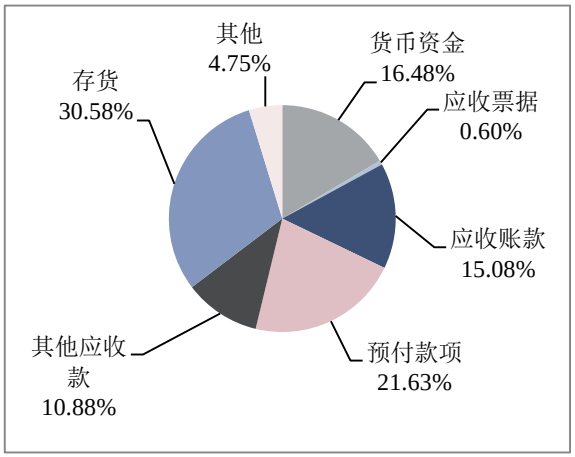
1. 资产质量

资产

截至 2016 年底，公司资产总计 273.94 亿元，同比提升 2.14%，其中，流动资产占 79.63%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 218.13 亿元，受货币资金、应收账款和其他应收款影响，

同比小幅增长 3.68%。

图 3 截至 2016 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 35.94 亿元，其中受限资金规模为 2.11 亿元。货币资金中银行存款占 83.78%。

截至 2016 年底，公司应收账款 32.89 亿元，同比大幅增长 43.22%，主要系合肥建工业务收入变更为权责发生制所致，同比增加 8.03 亿元；按账龄组合分析，1 年以内的占 89.16%。截至 2016 年底，公司共计提坏账准备 2.64 亿元；应收账款前五名占总余额占 12.31%，集中度较低。

表 11 截至 2016 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

客户名称	账面余额	用途	占比
沧州中铁装备制造材料有限公司	1.89	货款	5.31
TONGFANG GLOBAL LIMITED	1.11	货款	3.13
BRITISH OIL AND GAS EXPLORATION LTD	1.09	货款	3.07
TMAX DIGITAL INC	0.69	货款	1.94
PT.ASIA PETROCOM SERVICE	0.58	货款	1.62
合计	**5.35**	--	**15.06**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司预付款项余额 47.18 亿元，同比增长 11.16%，主要是建筑工程业务增长，预付的工程项目款增加所致，对公司资金形成占用。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 23.74 亿元，同比增加 33.80%，主要系工程开发垫款大幅增加所致。截至 2016 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 0.48 亿元，计提比例 1.97%。

表 12 截至 2016 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

客户名称	账面余额	用途	占比
合肥兴泰资产管理有限公司	0.74	保证金	3.05
安徽巍磊工贸有限公司	0.30	保证金	1.24
蒙城县鸿业立蒙房地产开发有限公司	0.30	履约保证金	1.24
安徽祥源文化旅游城投资有限公司	0.50	履约保证金	2.06
祥源控股集团有限责任公司	0.36	借款	1.48
合计	**2.20**	--	**9.08**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货规模 66.72 亿元，同比下降 19.00%，一方面由于转让三级子公司安徽安粮秀山建设有限公司，另一方面由于房地产去化所致。从存货原值来看，自制半成品及在产品（主要为房地产开发成本）及库存商品（主要为房地产开发产品）分别占 40.62%、46.87%。公司对库存商品计提跌价准备 0.32 亿元。公司其他流动资产主要为待抵扣及预交税费。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产为 55.80 亿元，受可供出售金融资产影响，同比小幅下降 3.46%。非流动资产的构成主要以可供出售金融资产（占 52.06%）、投资性房地产（占 15.99%）和长期股权投资（占 13.31%）为主。

公司可供出售金融资产始终保持较大规模，截至 2016 年底为 29.05 亿元。公司持有的可供出售金融资产包括国元证券、龙华证券和棕榈园林等，其中国元证券有 3500 万股用于质押（账面价值 6.97 亿元）。公司可供出售金融资产以公允价值计量，受股票市场波动影响大，存在一定波动风险。

表 13　截至 2016 年底公司可供出售金融资产前五名构成

客户名称	账面价值(万元)	占总可出售金融资产比例（%）
国元证券	197848.7	66.87
棕榈园林	14312.5	4.84
龙华证券	11907.86	4.02
靖远煤电	11354.84	3.84
中国铝业	6224.92	2.10
合计	**241648.82**	**81.67**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司长期股权投资 7.43 亿元，同比下降 10.81%，主要系被投资单位安徽国富产业投资基金管理有限公司宣告发放 1.99 亿元现金股利，权益法下确认了 1.05 亿元投资收益所致。从构成上看，公司长期股权投资全部为对联营企业的投资，前五大投资企业为安徽国富产业投资基金管理有限公司（4.32 亿元）、马鞍山恒大安粮置业有限公司（1.31 亿元）、安徽安粮融资担保有限公司（0.80 亿元）、合肥燕壮食用油有限责任公司（0.35 亿元）和马鞍山荣安置业有限公司（0.17 亿元）。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 8.92 亿元，全部由房屋和建筑构成。2016 年转入 2.08 亿元主要来源于安粮城市广场商业综合体建成。

截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款 3.86 亿元，主要为公司小贷和典当业务贷款余额，包括安徽安粮典当有限公司 6605 万元和安徽安粮小额贷款有限公司 32014 万元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总计 276.56 亿元，较 2016 年底小幅增长，其中流动资产中预付款项持续增加，交易性金融资产和货币资金较 2016 年底有所下降，其余科目较 2016 年底变化不大。公司资产仍以流动资产为主。

跟踪期内，公司资产结构持续以流动资产为主；流动资产中存货、应收账款和预付款项规模较大，房地产在建项目存在一定周转压力，对资金形成较大占用。非流动资产中可供出售金融资产占比高；公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 46.56 亿元（包括少数股东权益 19.56 亿元），其中归属于母公司的所有者权益同比增长 13.01%，主要系公司发行永续债 4.98 亿元计入权益所致。截至 2016 年底，公司所有者权益中实收资本占 2.58%、未分配利润占 13.72%、其他综合收益 28.51%、其他权益工具（永续“16 安徽粮油 MTN001”）占 10.70%，少数股东权益占 42.01%。公司少数股东权益占比较高主要由于公司推行以提高员工持股比例为目标的体制改革。2016 年公司其他综合收益为 13.28 亿元，同比下降 15.27%，主要为可供出售金融资产公允价值变动损失。

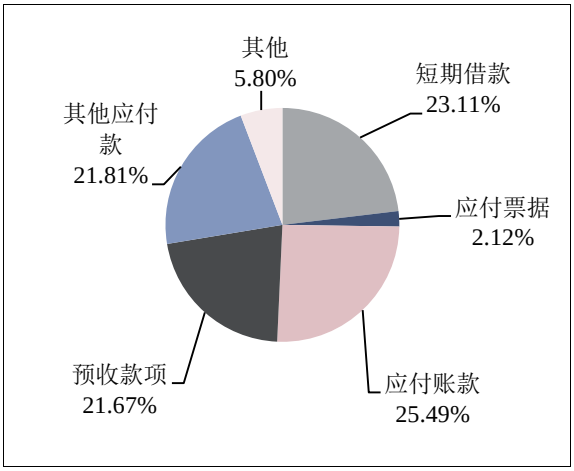
截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 47.33 亿元（其中包括少数股东权益 19.66 亿元），较 2016 年底变动不大。

跟踪期内，公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属母公司的权益中其他综合收益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2016年底，公司负债合计227.37亿元，同比增长2.99%。负债结构中，流动负债占84.91%，同比有所增加，主要系流动负债中预收款项和其他应付款增长较快所致。

图4 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款 44.61 亿元，

同比下降 7.17%，其中保证借款占 39.21%、信用借款占 44.90%。

截至 2016 年底，公司应付账款为 49.21 亿元，主要为应付供货厂商的货款和应付工程款等，其中 1 年以内款项占比 77.07%；预收款项以客户提前支付的货款以及房地产项目的预售款为主，截至 2016 年底为 41.84 亿元，同比增加 107.13%，主要系地产项目预售带动房屋销售款增加所致；其他应付款同比大幅增长 33.41%至 42.10 亿元，主要系代收劳务款增加及往来周转金增加所致，从构成上看其他应付款中企业间往来款项占 84.54%，其余主要为押金、保证金、备用金和个人借款等。

表 14　截至 2016 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	用途	占比
安徽国贸集团控股有限公司	12.00	股东借款	28.55
合肥市稻香楼街道办事处	2.19	拆迁补偿款	5.21
安徽国海投资发展有限公司	2.10	资金占用费	5.00
萧县建设投资有限责任公司	1.66	代建工程往来款	3.95
安徽轻工国际贸易股份有限公司	0.13	资金往来款	0.31
合计	**18.08**	--	**43.02**

资料来源：公司提供

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债为 34.32 亿元，同比大幅下降 41.65%，主要系长期借款大幅下降所致；从构成上看，非流动负债主要包含长期借款（占 38.06%）、和长期应付款（占 48.20%）。

截至 2016 年底，长期借款 13.06 亿元，同比下降 62.36%，构成主要为抵押借款和保证借款；截至 2016 年底，公司长期应付款为 16.54 亿元，长期应付款主要为向股东借款、非公开定向债务融资工具和资产管理计划。

表 15　截至 2016 年底公司长期应付款余额前五名情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	用途
安徽国贸集团控股有限公司	7.50	股东借款
非公开定向债务融资工具	4.00	还贷款
国元证券股份有限公司-元通 301 号定向资产管理	2.97	经营使用
城市广场定向融资计划	2.07	地产开发
劳务管理费	0.03	经营使用
合计	**16.57**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 229.23 亿元，较 2016 年底变化不大，除长期借款增长外，其余科目变动不大，负债构成仍以流动负债为主。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部有息债务下降明显，主要来自长期债务的下降，2016 年底为 98.15 亿元，同比下降 18.60%；其中短期债务占 69.84%。截至 2017 年 3 月底，公司全部有息债务小幅下降 97.31 亿元。公司债务期限结构持续以短期债务为主，结构有所改善。

截至 2016 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率总体呈下降趋势，同比分别减少 3.94 和 13.89 个百分点至 67.82%和 38.86%；同期资产负债率同比增加 0.69 个百分点至 83.00%。截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 67.28%、41.30%和 82.89%，公司整体债务负担重。考虑到公司发行的永续中期票据“16 安徽粮油 MTN001”计入所有者权益，剔除后，不考虑其他因素，截至 2017 年 3 月底，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分别为 84.69%、70.73%和 47.51%。

总体来看，公司以短期债务为主的债务规模大，债务负担很重。

3. 盈利能力

公司 2016 年实现营业收入 182.62 亿元，同比增长 9.42%，产生营业成本 168.52 亿元，

同比增长 10.15%。2016 年期间费用占比由上年的 6.24%下降至 5.72%，但财务费用快速增长，2016 年为 4.37 亿元，主要原因一是银行借款增加导致利息支出快速增长，二是由于人民币兑美元弹性增加，双向波动加剧，使得外贸企业难以掌控人民币波动方向，加大了规避汇率风险的难度，导致当期产生汇兑损失；但公司所占用应付外汇账款均是无息负债，虽然具有一定汇兑风险，但减少了资金占用，节约了部分资金成本。

2016 年，公司实现投资收益 2.63 亿元，同比下降明显。从构成上看，2016 年，受股票市场波动影响，国富产业基金投资收益 1.05 亿元、股权收益 1.14 亿元和金融投资及其他 0.44 亿元。营业外收入方面，2016 年公司取得营业外收入 0.29 亿元。跟踪期内，非经常性损益对利润影响大。2016 年投资收益和营业外收入共计 2.92 亿元，占利润总额的 90.40%。

2016 年，公司实现利润总额 3.23 亿元，同比下降 30.56%。盈利能力指标方面，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 6.49%、4.83%和 5.64%，同比均有所下降。

2017年1~3月，公司实现营业收入47.23亿元，利润总额0.43亿元；营业利润率下降至5.21%。2017年一季度公司投资收益和营业外收入分别为0.01亿元和0.05亿元。

跟踪期内，公司主业收入以及盈利能力有所提高；但财务费用快速增长，利润对金融投资收益依赖度高，公司整体盈利能力一般，受所持上市公司股价波动影响，盈利规模下滑。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2016 年，公司经营活动现金流入规模达到 229.24 亿元，同比增长 25.93%，主要系进出口业务结算资金增加，同时建筑工程业务增长，房地产预售情况良好所致，构成上以销售商品、提供劳务收到的现金为主；同期，公司经营活动现金流出 228.07 亿元，同比增长 16.20%；主要为购买商品、接受劳务支付的现金。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收取的工程保证金、押金等；支付其他与经营活动有关的现金以对外支付的工程保证金为主，2016 年公司支付的各项税费现金流出大幅增加至 10.26 亿元，主要系子公司合肥建工缴纳营业税、增值税等税费大幅增加，且公司持有国元证券分红收益所得税清算所致。随着合肥建工承接工程不断增加，支付投标保证金及建造合同开工保证金保持较大规模，但受公司收到的进口货物保证金增加以及房地产去库存情况良好，现金逐步回流（截至 2016 年底预收款项为 41.81 亿元，较 2015 年底增加 21.64 亿元），2016 年起经营性活动由现金净流出转为净流入 1.17 亿元。现金收入比为 115.16%，公司收入实现质量较好。

投资活动现金流活动方面，现金流入主要体现在收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，2016 年分别为 19.84 亿元和 5.46 亿元，其中收回投资收到的现金主要来源于收回转让安粮秀山的转让款（3.56 亿元）以及收回部分金融资产。同期，投资活动现金流出 19.25 亿元，主要是投资支付的现金。2016 年公司投资支付的现金 18.23 亿元，主要系投资金融资产支付的现金（主要为股权投资、股票基金等短期投资年度滚动累计约 18.00 亿元等）。2016 年，公司投资活动产生现金流净额为 9.55 亿元。

筹资活动现金流方面，近年来公司借款规模有所波动，2016 年公司筹资活动现金流入 112.33 亿元，同比下降 23.14%，其中取得借款收到的现金为 105.98 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为股东借款。同期，公司持续保持大规模清偿债务的力度，2016 年筹资活动现金流出规模 111.85 亿元。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.48 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 0.59 亿元，其中收到其他与经营有关的现金主要为收取货物订金、工程保证金、政府补助等；支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的各项经营费用、管理费用和各项保证金。

2017年1~3月，公司现金收入比提升至143.58%。2017年1~3月，投资活动现金流净额为0.35亿元，其中收回投资收到的现金3.34亿元，主要为收回部分金融资产；投资支付的现金4.02亿元，主要为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及可供出售金融资产的投资款项。2017年1~3月，公司筹资活动现金流净额-5.73亿元，主要系偿还借款规模较大所致。

跟踪期内，受益于去化加快带动公司预收款项大幅增长，公司经营性净现金流由大规模净流出逐渐转为净流入；金融资产的投资和收回保持较大规模，投资活动现金流波动明显；房地产板块资本支出的上升导致对外部融资需求程度较高。

5. 偿债能力

短期偿债能力指标方面，截至2016年底，流动比率和速动比率分别为112.99%和78.43%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别较2016年底上升2.29和1.00个百分点至115.28%和79.43%。公司短期债务压力大。

长期偿债能力指标方面，公司EBITDA对利息的偿还倍数由2015年的1.18倍上升至2016年的1.59倍；同期，全部债务/EBITDA倍数由2015年的9.78倍下降至2016年的8.06倍。公司长期偿债能力一般。

截至2017年3月底，公司对外担保金额8.50亿元，为对公司原子公司安徽安粮秀山建设有限公司（以下简称“安粮秀山”）提供的担保。根据皖国资产权函【2016】25号《省国资委关于安徽安粮投资有限公司协议转让所持安徽安粮秀山建设有限公司56.25%股权有关事项的批复》，公司于2016年1月退出安粮秀山土地整理项目，将安粮秀山转让给江东控股集团有限责任公司，转让价款为3.56亿元(其中投资成本2.81亿元、投资收益0.75亿元)。截至2016年3月底，公司已收到全部转让款，并计入收回投资收到的现金。截至2015年底，安粮秀山资产总额37.39亿元，所有者权益5.39亿元，利润总额-0.05亿元。公司提供的担保将于2017年6月份到期，截至报告出具日已有3.50亿元解除担保，剩余担保解除工作正在进行中。

截至2017年3月底，公司共获银行授信170.77亿元，其中已使用授信额度80.29亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（机构信用代码：G103401030000271400），截至2017年6月26日，公司无未结清不良信贷记录，已结清记录中因银行系统升级导致公司产生40笔关注类贷款、1笔关注类信用证和2笔欠息，贷款均已正常回收，公司按时付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为安徽省国有大型外贸企业，以进出口及国内贸易业务为主导，房地产开发、建筑工程、金融投资等业务多元化的发展格局稳步发展。基于对公司经营及财务状况的分析，公司整体抗风险能力较强。

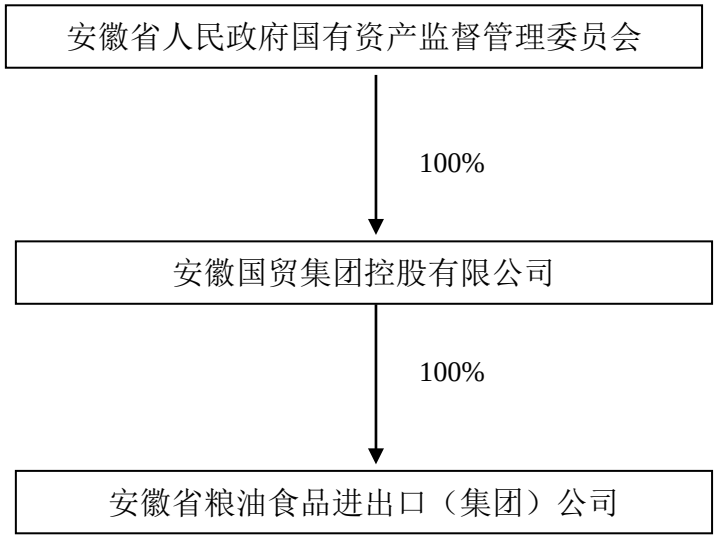
十一、存续期内债券偿还能力分析

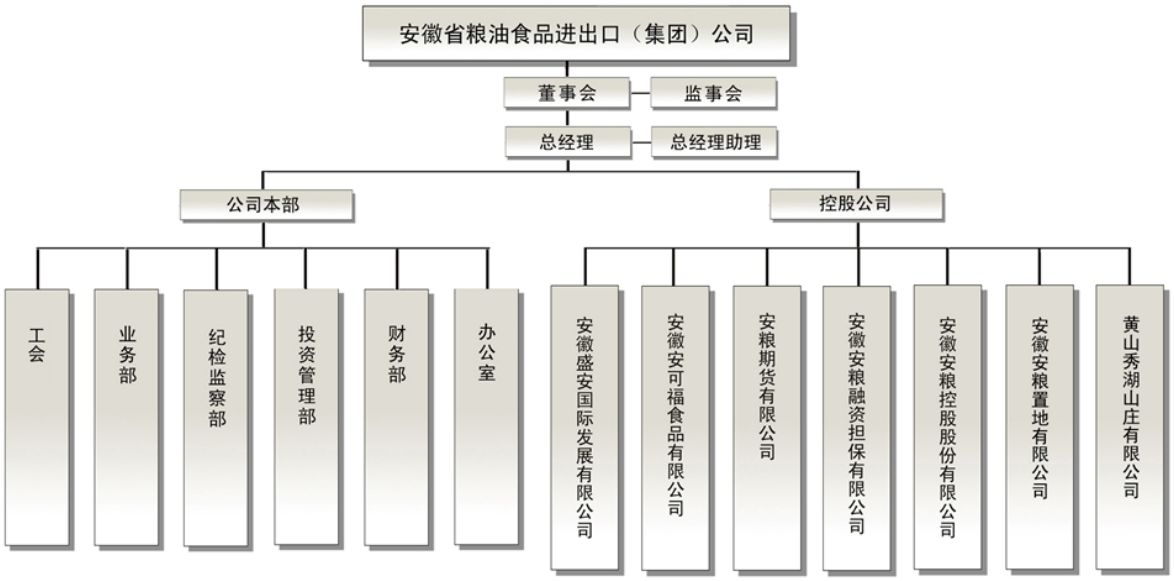
公司于2016年10月发行了5亿元永续中期票据“16安徽粮油MTN001”，2016年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为229.24亿元和8.64亿元，为“16安徽粮油MTN001”的45.85倍和1.73倍。总体看，公司EBITDA对存续期内“16安徽粮油MTN001”的保障能力强。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16安徽粮油MTN001”AA的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.42	30.20	42.34	35.84
资产总额(亿元)	228.01	268.20	273.94	276.56
所有者权益(亿元)	47.99	47.44	46.56	47.33
短期债务(亿元)	63.86	67.61	68.55	64.00
长期债务(亿元)	23.95	52.96	29.60	33.31
全部债务(亿元)	87.81	120.57	98.15	97.31
营业收入(亿元)	159.31	166.90	182.62	47.23
利润总额(亿元)	5.94	4.65	3.23	0.43
EBITDA(亿元)	11.30	12.33	8.64	--
经营性净现金流(亿元)	-1.22	-14.25	1.17	0.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.18	7.18	6.37	--
存货周转次数(次)	2.30	1.99	2.26	--
总资产周转次数(次)	0.80	0.67	0.67	--
现金收入比(%)	100.86	102.65	115.16	143.58
营业利润率(%)	7.07	6.58	6.49	5.21
总资本收益率(%)	7.80	6.93	4.83	--
净资产收益率(%)	10.67	9.15	5.64	--
长期债务资本化比率(%)	33.30	52.75	38.86	41.30
全部债务资本化比率(%)	64.66	71.77	67.82	67.28
资产负债率(%)	78.95	82.31	83.00	82.89
流动比率(%)	122.74	129.91	112.99	115.28
速动比率(%)	74.50	79.05	78.43	79.43
经营现金流动负债比(%)	-0.82	-8.80	0.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.18	1.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.77	9.78	8.06	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产中已扣除受限货币资金；其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务；截至 2016 年和 2017 年 3 月底所有者权益中包含 5 亿元永续中期票据。

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
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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。