

信用等级公告

联合[2018] 1183 号

联合资信评估有限公司通过对安徽潜山县投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安徽潜山县投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“18 潜山债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十一日



安徽潜山县投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁻

上次主体长期信用等级：AA⁻

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
18 潜山债	10 亿元	2025/1/17	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	2.23	4.32	2.05
资产总额(亿元)	40.70	47.42	51.93
所有者权益(亿元)	31.84	40.50	41.89
短期债务(亿元)	1.38	1.52	1.61
长期债务(亿元)	6.85	5.11	8.01
全部债务(亿元)	8.24	6.63	9.61
营业收入(亿元)	4.39	4.37	7.09
利润总额(亿元)	0.48	0.62	1.04
EBITDA(亿元)	0.69	0.77	1.12
经营性净现金流(亿元)	-2.48	-3.89	-5.30
营业利润率(%)	16.67	16.67	16.67
净资产收益率(%)	1.52	1.53	2.49
资产负债率(%)	21.77	14.58	19.33
全部债务资本化比率(%)	20.55	14.07	18.67
流动比率(%)	2025.85	2621.59	2544.33
经营现金流流动负债比(%)	-123.59	-216.08	-261.45
全部债务/EBITDA(倍)	11.91	8.62	8.56

注：长期应付款调整至长期债务核算。

分析师

张 依 马玉丹

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，安庆市经济稳定发展，潜山县主要经济指标保持增长态势，为安徽潜山县投资有限公司（以下简称“公司”）经营发展提供了有利的外部环境。公司代建业务量增长带动营业收入大幅增长，各项盈利指标均有所提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、收入实现质量较差以及未来存在一定的融资压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

随着潜山县基础设施及安置房建设需求的增加，公司业务规模有望进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“18 潜山债”由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保集团”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，三峡担保集团主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保显著提升“18 潜山债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“18 潜山债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，安庆市经济稳定发展，潜山县主要经济指标保持增长态势，公司外部经营环境较好。
- 公司营业收入大幅增长，各项盈利指标均有所提升。
- 本期债券设置了本金分期偿付条款，有助于降低本期债券的集中偿付压力。
- 三峡担保集团为“18 潜山债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了其本息偿付的安全性。

关注

- 公司代建业务回款效率较低，收入实现质

- 量较差；应收类款项规模持续扩大，对公司资金形成明显占用，其他应收款中 2.14 亿元回收性较低，已全额计提坏账准备；公司资产受限比例较高，资产流动性较弱。
2. 公司经营活动现金流量净额持续为负，且流出规模逐年加大，考虑到在建项目尚需较大投资，公司未来存在较大的筹资压力。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

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

安徽潜山县投资有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于安徽潜山县投资有限公司主体长期信用以及“18潜山债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，安徽潜山县投资有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册及实收资本均为15.00亿元，潜山县人民政府是公司控股股东和实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额51.93亿元，所有者权益41.89亿元。2017年公司实现营业收入7.09亿元，利润总额1.04亿元。

公司注册地址：安徽省安庆市潜山县梅城镇潜阳路358号；法定代表人：洪飞。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评存续债券为“18潜山债”，债券余额10亿元，债券详情参见下表。跟踪期内，“18潜山债”尚未到付息日期。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	余额	到期日	票面利率
18潜山债	10亿元	2025/1/25	6.98%

资料来源：联合资信整理

公司于2018年1月发行的10亿元“18潜山债”为七年期固定利率债券，按年付息，分期还本，在债券存续期的第3~7年，每年偿还20%的本金。“18潜山债”募集资金中的6.3亿元用于潜山县保障性安居工程建设，3.70亿元用于补充流动资金。截至2018年4月底，募集

资金已使用金额1.15亿元，主要为支付募投项目工程款。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社

会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改善。2017年,中国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下,中国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,中国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控,房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势;基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响,基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降;制造业投资增速(4.8%)小幅上升,且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年,中国社会消费品零售总额36.6万亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年,中国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看,

生活日常类消费,如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长;升级类消费品,如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速;网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求较2016年明显回暖,加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年,中国货物贸易进出口总值27.8万亿元,同比增加14.2%,增速较2016年大幅增长。具体来看,出口总值(15.3万亿元)和进口总值(12.5万亿元)同比分别增长10.8%和18.7%,较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元,较2016年有所减少。从贸易方式来看,2017年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点,占比仍然最高。从国别来看,2017年,中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%,增速较2016年大幅提升;随着“一带一路”战略的深入推进,中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年,全球经济有望维持复苏态势,这将对中国的进出口贸易继续构成利好,但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,深入推进供给侧结构性改革,深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革,坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战,促进经济高质量发展,2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看,固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中,基于当前经济稳中向好加上地方政府性债务风险管控的加强,2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减

弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政

府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策

环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手

段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分

离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

公司是潜山县重要的城市建设投资主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。根据《2017年安庆市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，安庆市实现地区生产总值（GDP）1708.6亿元，按可比价格计算，比上年增长8.2%。三次产业比例优化调整为11.3:48.5:40.2。人均生产总值36922元，同比增长10.90%。财政收入方面，2017年安庆市全市财政一般公共预算收入为290.86亿元，增长8.7%；地方财政一般公共预算收入121.02亿元，同比下降5.5%。

根据潜山县统计局发布《2017年潜山县经济运行形势分析》，2017年潜山县实现地区生产总值（GDP）151.9亿元，按可比价格计算，增长7.3%，三次产业比例为14.4:55.0:30.6，产业结构进一步优化；完成固定资产投资155.2亿元，同比增长16.4%；实现社会消费品零售总额68.8亿元，同比增长12.0%。

财政收入方面，2017年潜山县实现一般公共预算收入11.89亿元，同比增长7.99%。其中，税收收入9.34亿元，同比增长10.06%。

总体看，跟踪期内，安庆市经济稳定发展，潜山县主要经济指标保持增长态势，对公司经营发展提供了有利的外部环境。

六、基础素质分析

公司作为潜山县重要的城市建设投资主体，跟踪期内，持续获得潜山县政府的稳定支持。2017年公司获得政府债务置换资金3450.00万元，计入资本公积。

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码：G1034082400005530V），截至2018年5月23日，公司无未结清或已结清关注类或不良类信贷记录，公司信用记录良好。

七、公司管理

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务未发生变化，仍为代建业务。2017年，公司实现营业收入7.09亿元，同比增长62.30%，主要系代建业务量大幅增长所致；毛利率取决于固定加成比例，稳定为16.67%。

表3 公司营业收入和毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	43712.92	100.00	16.67	70947.70	100.00	16.67

资料来源：公司2016~2017年审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司代建业务模式及盈利水平均未发生变化。业务模式方面，经潜山县人民政府授权（潜政秘【2009】140号），公司本部及下属两家子公司分别与潜山县财政局（以下简称“县财政局”）签订了《代建工程项目及回购框架协议》，协议约定公司本部及子公司根据

潜山县的总体规划接受县政府委派的建设项目，并负责筹集建设资金和实施资金管理。项目建设期间，公司同县财政局每年就当年所建设的各工程项目的实际投资额进行结算，按年度投资额加成20%确认年度代建项目收入，并全额结转代建项目投资成本。项目竣工验收后，公司将项目移交给县财政局，并与公司进行资

金结算，项目决算价格仍按照工程项目总投资的 20% 计算。

2017 年，公司的代建业务收入为 7.09 亿元，同比大幅增长 62.30%。从账务处理和款项回流看，项目在年度结算确认收入的同时确认对应县财政局的应收账款，项目竣工验收后与县财政局进行资金结算时相应冲减。2017 年，公司收到县财政局支付的代建工程款较少，回款情况较差。

2017 年底，公司在建项目主要包括：潜山县农村道路畅通工程、G105 潜山野寨至桃花铺段道路改建工程等道路改建工程；城南新区、旅游度假区等保障性住房工程。2017 年底，公司在建工程项目计划总投资 48.18 亿元，已完成投资 17.80 亿元，剩余约 30.38 亿元计划在 2019 年底前全部投资完毕。公司在建项目未来投资规模大，存在较大的融资压力。

表4 截至2017年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划建设期间	项目类型	总投资金额	截至2017年底已投资金额	已回款金额
南外环 318 国道道路建设工程	2010-2016	代建	25000.00	24200.30	511.28
皖国东路二、三标段道路工程	2012-2017	代建	22000.00	18741.88	1314.00
G105 潜山野寨至桃花铺段道路改建工程	2014-2018	代建	96000.00	26140.80	4500.00
S253 源潭至梅城段道路改建工程	2014-2016	代建	27000.00	22369.15	2260.00
潜山县南外环安置房建设工程	2012-2017	代建	29452.00	19108.25	2666.25
潜山县二乔公园建设工程	2015-2018	代建	15400.00	3840.65	3800.00
潜山县农村道路畅通工程	2016-2018	代建	140000.00	35376.44	15000.00
潜山县 S361 公路改建工程	2017-2019	代建	22000.00	342.22	--
潜山县民政场馆建设项目	2016-2019	代建	12000.00	2585.69	1000.00
城南新区保障性住房安居工程项目	2017-2019	自建	21510.64	6435.56	--
旅游度假区保障性住房安居工程项目	2017-2019	自建	45924.07	18689.16	1338.24
经济开发区保障性住房安居工程项目	2017-2019	自建	25540.69	200.02	--
合计			481827.4	178030.12	32389.77

资料来源：公司提供

注：2017年底，公司部分在建项目已完工但尚未竣工决算。

总体看，跟踪期内，公司代建项目体量较大带动营业收入大幅增长，但代建业务回款质量差；公司存量代建项目投资规模较大，未来业务量较有保障，为公司未来收入提供了一定基础，同时也带来一定的融资压力。

3. 未来发展

近年来，潜山县大力开展城市基础设施建设，着重加强对老城区、国省道重要节点风貌塑造，以及城南新区的开发建设，公司作为潜山县基础设施主要投资、建设、运营主体，承担着其中工程建设资金筹集、运营管理的任务。

未来，公司将按照“十三五”规划和潜山县十四次党代会总体部署，创新运营模式，布局实体经济，提升自身造血能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年合并财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年底，公司纳入合并范围内的子公司2家，较2016年底未发生变化，公司财务报表可

比性强。

截至2017年底，公司资产总额51.93亿元，所有者权益41.89亿元。2017年公司实现营业收入7.09亿元，利润总额1.04亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额51.93亿元，同比增长9.50%，主要系应收账款及存货增长所致。构成上，流动资产占99.42%，非流动资产占0.58%，公司资产结构以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	47.22	99.58	51.62	99.42
货币资金	4.32	9.11	2.05	3.95
应收账款	6.79	14.33	11.51	22.16
其他应收款	2.37	2.49	3.79	0.96
存货	32.56	4.99	33.78	65.06
非流动资产	0.20	0.42	0.30	0.58
长期股权投资	0.20	0.42	0.30	0.58
资产合计	47.42	100.00	51.93	100.00

资料来源:公司审计报告

2017年底，公司流动资产为51.62亿元，同比增长9.33%，主要系应收账款及存货增长所致。流动资产中，货币资金为2.05亿元，同比下降52.51%，主要系支付工程款所致，公司货币资金中无使用受限、存放境外、有潜在回收风险的款项；应收账款为11.51亿元，同比增长69.35%，均为应收潜山县财政局代建项目款；存货为33.78亿元，同比增长3.75%，主要系对天柱山度假区及城南新区等自建项目投入所致，2017年底公司存货包括土地资产32.56亿元以及自建项目1.22亿元。

2017年底，公司其他应收款为3.79亿元，同比增长60.06%，主要为新增潜山县财政局往来款1.36亿元。2017年，公司累计对其他应收款计提2.43亿元坏账准备，计提比例为39.05%。从集中度看，除潜山县汇丰融资担保

有限公司(以下简称“汇丰担保”)、合肥神龙变压器有限责任公司(以下简称“神龙变压器”)外，公司其他应收款主要是应收潜山县政府机构或国有企业的往来款或暂借款，款项回收风险较小。其中，汇丰担保、神龙变压器等公司款项存在较大的回收风险，已全额计提坏账准备，详见下表。

表6 2017年底公司其他应收款余额前五名情况

(单位:亿元)

名称	余额	性质	账龄	占比	坏账准备
潜山县财政局	1.36	往来款	1年以内	21.91	--
潜山县汇丰融资担保有限公司	0.90	暂借款	5年以内	14.47	0.90
天柱山旅游度假区管委会	0.94	往来款	2年以内	13.49	--
合肥神龙变压器有限责任公司	0.50	暂借款	3年以内	8.08	0.50
天柱山旅游发展有限公司	0.38	暂借款	3年以内	7.51	--
合计	3.13	--	--	65.46	--

资料来源:审计报告

表7 2017年底公司单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款(单位:亿元、%)

名称	余额	计提比例	计提理由
潜山县汇丰融资担保有限公司	0.90	100.00	欠款人经营困难,款项短期收回的可回收性较低
合肥神龙变压器有限责任公司	0.50	100.00	应收担保代偿款,款项可回收性较低
潜山康博粮油食品工业有限公司	0.25	100.00	该企业实际控制人涉嫌金融犯罪,已被刑拘,款项可回收性小
安徽省北斗工贸有限公司	0.18	100.00	应收担保代偿款,款项可回收性较低
安徽凯龙电器设备有限公司	0.15	100.00	应收担保代偿款,款项可回收性较低
潜山县中焜服饰有限公司	0.16	100.00	应收担保代偿款,款项可回收性较低
合计	2.14	--	--

资料来源:审计报告

2017年底，公司非流动资产主要由长期股权投资构成。公司长期股权投资0.30亿元，同比增长51.07%，主要系增加对联营企业潜山县金牛建设有限公司投资所致。

受限资产方面，2017年底，公司受限资产价值合计21.53亿元，主要是土地使用权(10.02亿元)和应收账款(11.51亿元)构成，受限资

产占资产总额的比重为 41.46%，受限比例较高。

总体看，跟踪期内，公司资产有所增长，资产中存货及应收类款项占比高。代建业务回款效率较低，应收类款项规模持续扩大，对公司资金形成明显占用，其中，部分款项回收性较小，已全额计提坏账准备；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 41.89 亿元，同比增长 3.42%，主要系未分配利润增长及政府债务置换增加资本公积所致。公司所有者权益构成与 2016 年底相比变化不大。跟踪期内，公司所有者权益有所增长，稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 10.03 亿元，同比增长 45.12%，主要系长期借款增长所致；其中，流动负债占 20.22%，非流动负债占 79.78%，构成仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 2.03 亿元，同比增长 12.65%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债以一年内到期的非流动负债（占 79.25%）和其他应付款（占 20.05%）为主。2017 年底，公司其他应付款为 0.41 亿元，同比增长 57.46%，主要系往来款增长所致。

2017 年底，公司非流动负债为 8.01 亿元，同比增长 56.55%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 90.09%）和长期应付款（占 9.91%）构成。2017 年底，公司长期借款为 7.21 亿元，同比增长 74.48%，主要系应收账款质押借款增长所致，公司长期借款包括抵押借款（占 28.77%）和质押借款（占 71.23%），抵押物为公司持有的土地使用权，质押物为公司应收账款。公司长期应付款主要为通过安徽省信用担保集团有限公司、安徽省建设投资有限责任公司获取的委托贷款，2017 年底为 0.79 亿元，同比下降 19.08%。

2017 年底，公司全部债务为 9.61 亿元，同比增长 44.95%。其中，短期债务占 16.73%、长期债务占 83.27%，公司债务结构仍以长期债务为主。

从债务指标上看，2017 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 19.33%、18.67% 和 16.05%，较 2016 年底均有所上升。

表 8 2016~2017 年底公司有息债务情况

(单位: 万元、%)

科目	2016 年	2017 年
短期债务	15186.00	16080.00
长期债务	51140.00	80060.00
全部债务	66326.00	96140.00
资产负债率	14.58	19.33
全部债务资本化比率	14.07	18.67
长期债务资本化比率	11.21	16.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，随着潜山县南外环安置房建设工程、潜山县农村道路畅通工程等在建设项目投入，公司负债规模大幅增长，期限以长期为主，但整体债务负担仍较轻。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 62.30%，主要系代建业务量大幅增长所致。同期，公司营业成本与营业收入呈相同比例变动；公司营业利润率保持稳定。

2017 年，公司期间费用为 0.08 亿元，同比下降 11.11%，主要系计入财务费用的利息支出下降所致。其中，管理费用为 262.03 万元，同比增长 147.16%，主要系中介机构费用增长所致。2017 年，公司利润总额为 1.04 亿元，同比增长 68.21%，均来源于经营收益。

从主要盈利指标看，2017 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.18% 和 2.49%，分别同比增加 0.55 和 0.96 个百分点。

表9 公司收入及盈利情况 (单位: 万元、%)

项目	2016年	2017年
营业收入	43712.92	70947.70
营业利润	6190.84	10413.77
利润总额	6208.47	10413.77
营业利润率	16.67	16.67
总资产收益率	1.63	2.18
净资产收益率	1.53	2.49

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内, 公司代建业务量增长带动营业收入大幅增长, 受益于此, 公司各项盈利指标均有所提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面, 2017年, 公司经营活动现金流入量为2.54亿元, 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金2.38亿元, 主要为潜山县财政局支付的代建项目款, 同期, 公司现金收入比为33.59%, 同比下降84.64个百分点, 公司收入实现质量较差。2017年, 公司经营活动现金流出量为7.84亿元, 其中, 购买商品、接受劳务支付的现金6.45亿元, 主要系农村道路畅通工程、城南新区及旅游度假区保障性住房安居工程等项目支出; 公司支付其他与经营活动有关的现金1.39亿元, 主要系往来款支出。2017年, 公司经营活动产生的现金流量净额为-5.30亿元, 净流出规模进一步扩大。

投资活动现金流方面, 2017年, 公司投资活动现金流量仍较小, 以利息收入形成的投资活动现金流入和长期股权投资、企业间资金拆借形成的投资活动现金流出为主。2017年, 公司投资活动现金流量净额为-0.21亿元。

筹资活动现金流方面, 2017年, 公司筹资活动产生的现金流入主要为取得借款收到的现金; 现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为3.25亿元。

表10 公司主要现金流量数据及指标(单位: 万元、%)

项目	2016年	2017年
经营活动现金流入	107707.39	25364.86
经营活动现金流出	146628.06	78411.76
经营活动现金流量净额	-38920.67	-53046.91
投资活动现金流量净额	-3880.90	-2099.68
筹资活动现金流量净额	63761.94	32454.75
现金收入比	118.23	33.59

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

总体看, 跟踪期内, 公司收入实现质量较差, 经营活动现金持续净流出, 考虑到公司未来项目投资规模大, 公司存在较大的外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017年底公司流动比率和速动比率分别为2544.33%和879.43%, 较2016年底均略有下降, 但仍保持在很高水平。公司经营现金流动负债比为负, 对流动负债无保障能力。2017年底, 公司现金类资产为2.05亿元, 相当于短期债务的1.28倍, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2017年公司EBITDA为1.12亿元, 同比增长45.86%。同期公司全部债务/EBITDA为8.56倍, EBITDA对全部债务的保障能力较弱。考虑到公司作为潜山县重要的基础设施建设主体, 得到潜山县政府支持的可能性很大, 公司整体偿债能力尚可。

公司当前无可用授信额度, 间接融资渠道亟待拓宽。

截至2017年底, 公司对外担保余额总计2.00亿元, 担保比率为4.77%, 被担保单位为安徽省潜山经济开发区投资发展有限公司(以下简称“潜山经投”)。潜山经投是安徽省潜山经济开发区管委会下的平台公司, 主要负责潜山经济开发区内的城镇综合开发、城镇化建设、市政工程建设等业务。潜山经投贷款承建项目为“潜山经济开发区北部片区市政道路建设工程”, 相关项目子项目已有部分建设完工, 未完

工部分正积极推进。公司担保比率较低，被担保机构为县内国有企业，公司或有负债风险一般。

十、存续期债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券“18潜山债”债券余额10.00亿元。2017年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为1.12亿元和2.54亿元，分别为“18潜山债”债券余额的0.11倍和0.25倍，对公司存续债券余额的保障程度均低。

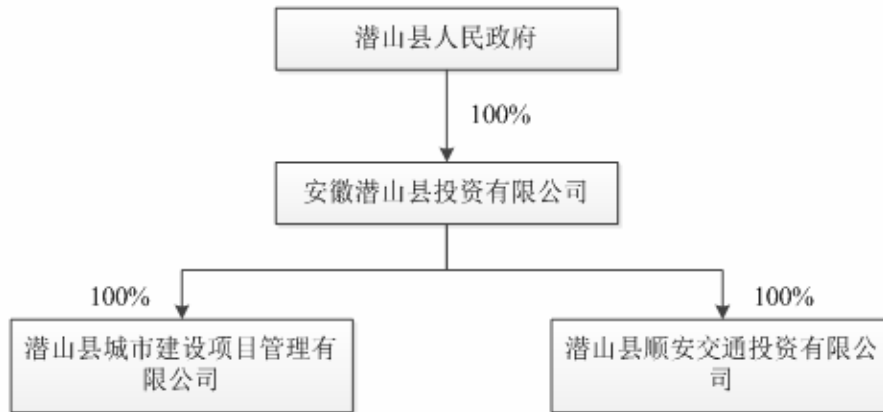
“18潜山债”设置本金分期偿还条款，在债券存续期的第3~7年，每年偿还20%的本金。2017年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为“18潜山债”分期偿付本金2.00亿元的0.56倍和1.27倍，公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额分期偿付本金的保障程度尚可。

“18潜山债”由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保集团”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，三峡担保集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其对“18潜山债”的担保，显著提升了“18潜山债”本息偿付的安全性。

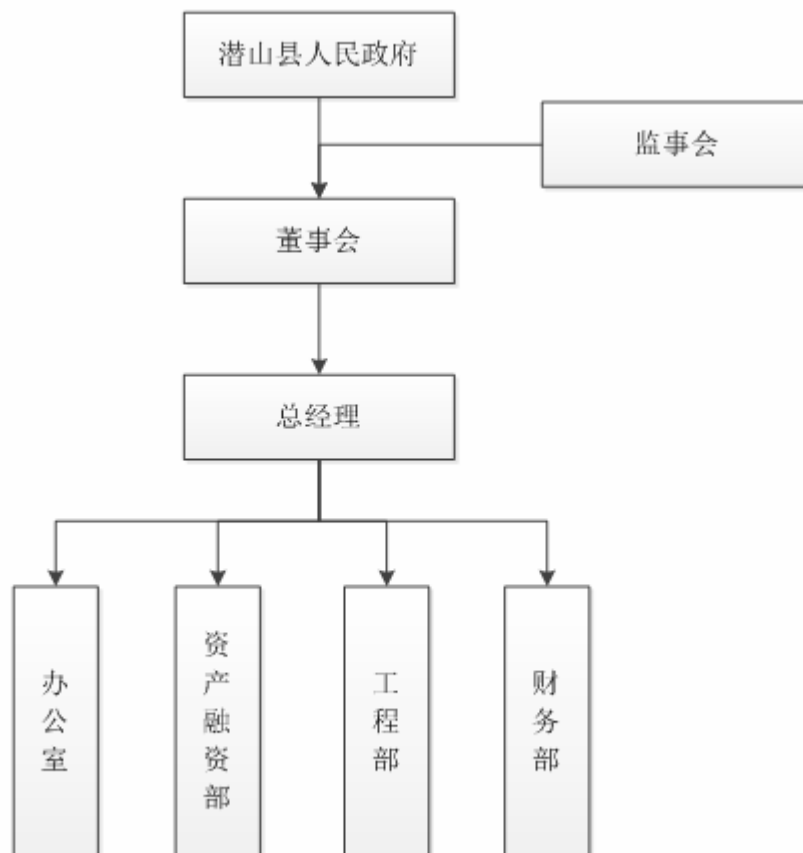
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“18潜山债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 2017 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.23	4.32	2.05
资产总额(亿元)	40.70	47.42	51.93
所有者权益(亿元)	31.84	40.50	41.89
短期债务(亿元)	1.38	1.52	1.61
长期债务(亿元)	6.85	5.11	8.01
全部债务(亿元)	8.24	6.63	9.61
营业收入(亿元)	4.39	4.37	7.09
利润总额(亿元)	0.48	0.62	1.04
EBITDA(亿元)	0.69	0.77	1.12
经营性净现金流(亿元)	-2.48	-3.89	-5.30
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.61	0.61	0.78
存货周转次数(次)	0.16	0.13	0.18
总资产周转次数(次)	0.11	0.10	0.14
现金收入比(%)	81.17	118.23	33.59
营业利润率(%)	16.67	16.67	16.67
总资本收益率(%)	1.72	1.63	2.18
净资产收益率(%)	1.52	1.53	2.49
长期债务资本化比率(%)	17.71	11.21	16.05
全部债务资本化比率(%)	20.55	14.07	18.67
资产负债率(%)	21.77	14.58	19.33
流动比率(%)	2025.85	2621.59	2544.33
速动比率(%)	892.07	813.96	879.43
经营现金流流动负债比(%)	-123.59	-216.08	-261.45
全部债务/EBITDA(倍)	11.91	8.62	13.87

注：长期应付款调整至长期债务核算。

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