信用等级公告

联合〔2019〕2162 号

联合资信评估有限公司通过对庐江县城市建设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，确定维持庐江县城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 庐江城投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

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

庐江县城市建设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	本次评级结果	上次评级结果
19 庐江城投 MTN001	4.50 亿元	2024/03/12	AAA_{pi}	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.12	8.25	22.92	20.38
资产总额(亿元)	94.19	96.09	146.30	148.93
所有者权益(亿元)	66.99	71.58	89.81	89.92
短期债务(亿元)	2.50	5.90	13.47	11.01
长期债务(亿元)	20.93	13.46	36.34	40.84
全部债务(亿元)	23.43	19.37	49.81	51.85
营业收入(亿元)	6.16	6.32	8.93	0.28
利润总额(亿元)	3.78	4.61	4.54	0.14
EBITDA(亿元)	4.55	5.37	5.75	--
经营性净现金流(亿元)	0.83	6.53	2.26	-4.02
营业利润率(%)	77.93	91.05	72.29	27.52
净资产收益率(%)	5.63	6.40	5.03	--
资产负债率(%)	28.87	25.51	38.61	39.62
全部债务资本化比率(%)	25.91	21.30	35.68	36.57
流动比率(%)	1453.66	905.13	728.86	826.02
经营现金流动负债比(%)	13.24	63.64	11.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	3.60	8.66	--
EBITDA/利息倍数(倍)	6.44	7.64	5.16	--

注：1.2019 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算

分析师：张 勇　胡元杰
邮箱：lianhe@lheratings.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

庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是安徽省庐江县重要的土地开发整理、安置房和基础设施投资建设以及水务投资运营主体。跟踪期内，公司持续获得庐江县政府在股权划拨以及政府补助等方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模较大、土地开发整理收入受当地土地市场行情影响大、资产流动性弱等因素对公司信用水平带来不利影响。

“19 庐江城投 MTN001”由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，兴泰控股主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。兴泰控股担保实力极强，其担保有效增强了“19 庐江城投 MTN001”本息偿付的安全性。

近年来，庐江县持续发展的区域经济和不断增强的财政实力，以及庐江作为合肥市副中心城区，发展空间广阔等为公司发展提供了良好的外部环境，且公司整理完成待出让的土地储备充足，是未来收入的重要保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19庐江城投MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 庐江县作为合肥市副中心城区，未来发展前景良好，跟踪期内，庐江县经济发展较快，一般公共预算收入进一步增长且质量好，为公司发展营造了良好的外部环境。
2. 公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房和基础设施投资建设以及水务投资运营主体，在业务获取上具有一定的区域垄断优势，跟踪期内，公司持续获得庐江县

政府在股权划拨以及政府补助等方面的有力支持。

3. 公司可供出让土地较为充足，是未来收入的重要保障。
4. “19庐江城投MTN001”由兴泰控股提供无条件不可撤销连带责任保证担保，兴泰控股担保实力极强，其担保有效增强了“19庐江城投MTN001”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司在建及拟建项目未来投资规模大，存在较大的投资支出压力。
2. 公司土地开发整理收入受当地土地市场行情影响大，存在一定不确定性。
3. 公司资产中变现能力弱的存货和应收政府类款项占比高，对资金占用明显；同时，公司资产受限比例较高，资产流动性弱。
4. 跟踪期内，公司债务规模大幅上升，债务负担有所上升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由庐江县城市建设投资有限公司（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。

庐江县城市建设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”）关于庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及其存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2019 年 4 月，庐江县财政局按照投资协议[1]约定向中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）支付 600.00 万元股权转让对价款，截至 2019 年 4 月底，公司注册资本 20.49 亿元，实收资本 20.00 亿元，其中庐江县财政局持股 97.89%，农发基金持股 2.11%，公司实际控制人仍为庐江县人民政府。

跟踪期内，公司经营范围变更为：组织或参与实施县本级政府性投资的城市建设项目；土地的整理与开发；筹集和管理城市建设资金；开展资本运营，支持和配合国企改革；PPP项目合作及其他股权投资。（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）

跟踪期内，公司组织架构未发生变化，截至2019年3月底，公司拥有纳入合并范围二级子公司共5家。

截至2018年底，公司资产总额146.30亿元，所有者权益89.81亿元（含少数股东权益252.87万元）；2018年，公司实现营业收入8.93亿元，利润总额4.54亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额148.93亿元，所有者权益89.92亿元（含少数股东权益252.87万元）；2019年1—3月，公司实现营业收入0.28亿元，利润总额0.14亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市庐江县庐城镇晨光路 17 号东方水岸写字楼 13-14 层；法定代表人：夏俊。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评“19庐江城投MTN001”债券余额4.50亿元，尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 庐江城投 MTN001	4.50	2019/03/12	5	5.05

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于2019年3月12日发行了“19庐江城投MTN001”，发行规模为4.50亿元，期限为5年，募集资金全部用于偿还金融机构债务。截至2019年6月底，“19庐江城投MTN001”募集资金已按规定使用0.35亿元。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性

[1] 公司、庐江县人民政府、庐江县财政局和农发基金于 2016 年 2 月签订了《中国农发重点建设基金投资协议》，协议约定农发基金向公司出资 4920.00 万元，但不直接参与公司日常经营活动，从 2019 年起公司分 8 年按照股权转让或减资等方式退出，年投资收益率为 1.2%。按照相关会计准则，公司将上述投资计入“长期应付款”科目。

和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边

主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见　　下表。

表2　2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2.　区域经济环境

公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房和基础设施投资建设以及水务投资运营主体，其目前经营与投资建设的项目主要在庐江县，公司发展直接受庐江县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

2011年8月，经国务院批准，撤销地级巢湖市，庐江县划归合肥市管辖，随后合肥市将庐江县定位为合肥市副中心城区。根据《庐江

县城总体规划（2015~2030 年）》（以下简称“总体规划”），未来庐江县将优先发展庐江中心城区（庐城）以作为合肥市南部综合服务中心、皖中生态宜居文化旅游城市、合肥南部交通枢纽和合肥先进制造业基地，同时带动庐北、庐中及庐南地区的滨湖生态旅游、大庐城新型城镇及庐南循环经济共同发展。

2018 年，庐江县实现地区生产总值 317.7 亿元，按可比价计算，同比增长 8.1%；三次产业结构由 2017 年的 16.8∶39.7∶43.5 调整为 16.4∶39.4∶44.2，第二、三产业仍是庐江县经济发展的主要推动力量；人均 GDP 为 26285 元（折合 3972 美元），比上年人均提高 2657 元，按可比价计算，增长 7.8%。

2018 年，庐江县固定资产投资增长 20.8%。分产业看，第一产业投资下降 78.7%，第二产业投资增长 8.7%，第三产业投资增长 27.6%。其中：工业投资增长 7.6%，工业技改投资增长 15.7%，民间投资增长 21.7%。

2018 年，庐江县房地产开发投资 66.01 亿元，下降 6.4%，其中住宅投资 47.76 亿元，下降 7.7%。商品房销售面积 99.98 万平方米，增长 10.1%；商品房销售额 75.09 亿元，增长 3.2%；商品房待售面积 8.52 万平方米，下降 25.8%。

2018 年，庐江县一般公共预算收入为 19.27 亿元，同比增长 9.36%；其中税收收入 16.03 亿元，占比 83.19%，一般公共预算收入质量好。2018 年，庐江县转移支付和税收返还收入 55.50 亿元；国有土地使用权出让收入 33.27 亿元。2018 年，庐江县综合财力为 108.57 亿元。

截至 2018 年底，庐江县政府债务余额 63.76 亿元，全部为政府一类债务，债务率为 58.73%（（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%），整体债务负担一般。

总体看，庐江县作为合肥市副中心城区，未来发展前景良好，跟踪期内，庐江县经济发展较快，一般公共预算收入进一步增长且质量好，为公司发展营造了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是庐江县重要的土地开发整理、安置房和基础设施投资建设以及水务投资运营主体，在业务获取上具有一定的区域垄断优势。

跟踪期内，公司持续获得庐江县政府在股权划拨以及政府补助等方面的有力支持。

2018 年 6 月，根据《关于同意划转县美江公司和县金泉公司为县城投公司控股子公司有关事项的批复》，庐江县人民政府将县财政持有的庐江县美江建设有限公司（以下简称“美江公司”）9 亿元股权（占股 88.76%）和安徽省庐江县金泉旅游投资发展有限公司（以下简称“金泉公司”）持有的美江公司 1 亿元（占股 9.86%）股权无偿划转给公司，将县财政持有的金泉公司 2.1 亿元股权（占股 67.74%）无偿划转给公司，计入公司资本公积。

美江公司主要从事农村基础设施建设业务，截至 2018 年 6 月底，美江公司资产总额 33.16 亿元，负债总额 22.92 亿元，所有者权益 10.24 亿元；2018 年 1—6 月，美江公司未实现营业收入，净利润为 63.78 万元。金泉公司主要从事旅游开发业务，截至 2018 年 6 月底，金泉公司资产总额 3.11 亿元，负债总额 1.01 亿元，所有者权益 2.10 亿元；2018 年 1—6 月，金泉公司未实现营业收入，净利润为 25.75 万元。

2018 年，公司获得政府补助 153.30 万元，计入“营业外收入”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1034012400015780M），截至 2019 年 5 月 8 日，公司本部有 3 笔已结清关注类贷款，授信机构均为国家开发银行，无其他已结清和未结清的不良信贷信息记录。根据国家开发银行股份有限公司安徽省分行出具的说明，公司有 1 笔 2 亿元的应急贷款（抗洪救灾资金）被列示为关注类贷款，系国家开发银行认为该笔贷款无抵押所致，该笔贷款未发生违约或延迟支付本息的情况。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 41.27%，主要系土地开发整理收入增长以及新增供水及管道工程收入所致。2018 年，公司土地开发整理收入 8.11 亿元，同比增长 30.82%，主要系土地出让面积增长所致；土地开发整理收入占营业收入的比重为 90.88%，仍为公司最主要的收入来源。2018 年，公司新增供水及管道工程收入 0.65 亿元，占营业收入的比重为 7.23%；同期，公司实现基础设施建设收入 0.11 亿元，其他业务收入 0.06 亿元，占营业收入的比重很低。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 72.37%，同比下降 18.86 个百分点，主要系土地开发整理业务毛利率下降所致。2018 年，公司土地开发整理业务毛利率为 77.16%，同比下降 15.81 个百分点，主要系 2018 年出让的土地拆迁成本较高所致；基础设施建设业务仅确认管理费收入，毛利率维持在 100%；供水及管道工程毛利率为 16.52%。

表 3　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	62014.26	98.14	92.97	81126.23	90.88	77.16	--	--	--
基础设施建设	--	--	--	1067.72	1.20	100.00	--	--	--
房产销售	575.41	0.91	19.96	--	--	--	--	--	--
供水及管道工程	--	--	--	6456.54	7.23	16.52	2751.71	97.55	17.88
其他业务	601.31	0.95	-20.35	619.37	0.69	-20.48	69.25	2.45	47.37
合计	**63190.98**	**100.00**	**91.22**	**89269.85**	**100.00**	**72.37**	**2820.96**	**100.00**	**48.04**

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司实现营业收入0.28亿元，相当于2018年全年收入的3.14%，主要为供水及管道工程收入。

2. 业务经营分析

（1）土地开发整理

公司土地开发整理业务包含中心城区的土地整理和安置房建设，由公司本部负责运营。根据庐江县人民政府出具的《关于土地收储有关事项的通知》庐证秘〔2010〕5号文件，公司按有关规定审核支付庐江县城区新增建设用地和存量土地的征地、拆迁、安置等费用；同时，庐江县政府将整理完成的土地收储后进行挂牌出让，出让后的土地出让金由财政部门在提取有关费用后，一次性全部拨给公司，作为公司的经营收入。

但公司实际操作过程中，庐江县政府将公司整理完成土地挂牌出让，出让金全额返还至公司，用以平衡公司的土地开发整理、安置房以及代建基础设施建设的成本，公司未缴纳的相关规费暂由庐江县财政代为支付，截至本评级报告出具日，公司应支付庐江县财政的土地出让金的相关规费未在账面上体现。

土地开发整理

2018 年，公司整理并由庐江县政府完成出让的土地面积为180.28亩，土地出让均价为450万元/亩，确认土地开发整理收入 8.11 亿元，同比均有所增长；但公司 2018 年出让的土地拆迁成本较高，导致当年毛利率同比明显下降。2018 年，公司收到土地开发整理回款 6.79 亿元。

表 4　2016—2018 年公司土地出让情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

年度	出让面积	用地类型	出让均价	土地出让金返还
2016 年	219.11	住宅、商业	273.00	59749.48
2017 年	143.22	住宅、商业	423.00	62014.26
2018 年	180.28	住宅	450.00	81126.23

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司累计整理土地 8181 亩（其中包含了不可出让的公益性用地），累计投资 44.36 亿元，累计收到土地整理回款 19.55 亿元；公司整理完成并出让的土地合计 908.45 亩，剩余可出让土地储备 5281 亩。

安置房建设

公司作为安置房建设的项目业主，其建设所需资金自公司自有资金和外部融资，安置房建成后将定向分配给待安置的棚户区拆迁户，资金平衡主要来自土地出让金返还。

截至 2019 年 3 月底，公司已完工安置房项目包括三里片区安置房、城东片区安置房建设项目、白岗安置房项目、龙桥安置房等，已完工安置房项目累计投资 25.43 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建安置房项目共 5 个，预算总投资 36.35 亿元，已完成投资 17.51 亿元，未来尚需投资 18.84 亿元；拟建安置房项目为高建新村一期和二期项目，计划总投资合计 19.55 亿元。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司主要在建安置房情况（单位：万元）

项　目	预算总投资	建设期间	已投资额	未来投资计划		
				2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
越城南路片区安置房	83200.00	2013.2—2019.12	50110.09	16000.00	16000.00	--
三中片区安置房	63000.00	2012.12—2018.12	56458.42	6500.00	--	--
城西新区三期安置房	115600.00	2017.6—2020.12	32174.80	50000.00	33600.00	--
汤池双墩安置房	64633.00	2015.12—2019.12	30144.18	35000.00	--	--
朱墩三期	37043.00	2018.11—2021.4	6167.40	10000.00	15000.00	5000.00
合计	**363476.00**	--	**175054.89**	**117500.00**	**64600.00**	**5000.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司土地开发整理收入有所增长，可供出让土地储备充足，是未来业务发展的重要保障，在建及拟建安置房项目投资规模较大，存在较大的投资支出压力。同时，联合资信也关注到，公司土地开发整理收入受当地土地市场行业影响大，存在一定不确定性。

（2）基础设施建设

根据公司与庐江县人民政府签订的《庐江县大建设项目投资建设与回购协议书》（以下简称“回购协议书”），庐江县政府将庐江县重点的市政基础设施工程委托公司进行建设，所需资金由公司自行融资，项目完工后移交给庐江县政府，庐江县政府按建设投资额加上项目管理费的总金额进行回购，项目管理费按建设投资额的 5%计算。庐江县政府于项目移交后分 7 期（年）平均支付，各期（年）末分别按照总回购金额的 15%的比例进行支付（总计 105%）。公司将项目管理费确认为基础设施建设收入，毛利率为 100%。

2018 年，公司负责建设的南外环道路、申山安置点征地拆迁项目、气象局附属工程、移湖北路等项目完成竣工决算，按项目总成本的 5%计算管理费，共确认基础设施建设收入 1067.72 万元，收到项目回购款 0.22 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建基础设施项目主要由新纳入合并范围内的子公司美江公司和金泉公司负责建设，共计 10 个，总投资 12.58 亿元，已完成投资 4.55 亿元，未来尚需投资 8.03 亿元；拟建基础设施项目为城西医院和周瑜大

道外环北路，计划总投资合计 8.20 亿元。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
沙溪东路（内环东路-经五路）新建工程	3600.00	3500.00
湖岗路建设工程	3258.00	2900.00
兆河路（北纬一路-文昌路）改建工程	1922.00	1642.00
北纬一路	6030.00	5892.00
碌桥路	4183.00	3904.00
内环北路	13762.10	3986.00
矾矿矿区服务设施及路网项目	5000.00	4800.00
邓湖路道路建设工程项目	1300.00	1100.00
沙溪路工程项目	1200.00	1000.00
新二中项目	85500.00	16736.00
合计	**125755.10**	**45460.00**

资料来源：公司提供
注：内环北路的后续工程已由市级平台承接，未来无需公司新增投入

总体看，公司基础设施建设项目回款周期较长，对公司资金占用较为明显，在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的投资支出压力。

（3）房地产开发

公司的房地产开发业务主要由子公司庐江置业负责，东方水岸商住小区项目是目前庐江置业开发的唯一一个商业地产项目，且已于 2017 年销售完毕，2018 年公司未确认房产销售收入。

截至 2019 年 3 月底，公司拟建的商品房开发项目为庐江县人才公寓项目，预计总投资 5.00 亿元。

总体看，公司无在售及在建房地产项目，该业务未来发展存在较大不确定性。

（4）供水及管道工程

跟踪期内，由于美江建设及其下属庐江县供水集团有限责任公司（以下简称“供水集团”）纳入公司合并范围，公司新增供水业务。供水集团是庐江县唯一的供水企业，承担庐江县全县范围内的自来水生产、泵站运管维等职责，具有很强的区域专营优势。

截至 2019 年 3 月底，公司共有水厂 3 座，包括庐江县水厂、张院水厂和虎洞水厂。其中，庐江县水厂对城区供水覆盖范围 26.6 平方公里，服务人口 24.5 万人；张院水厂和虎洞水厂供水覆盖范围为泥河镇、罗河镇、矾山镇以及柯坦镇、乐桥镇，供水人口 7.9 万人。庐江县水厂设计供水能力 4.50 万立方米/日，管网总长度为 255.66 公里，2018 年实际供水量为 1816 万立方米，售水量 1315 万立方米，管网漏损率为 11.50%。

水价方面，根据《关于调整庐城居民污水处理费、水资源费、水价及实行阶梯水价的通知》（庐价字〔2016〕18 号），从 2016 年 6 月 1 日起，庐江县针对居民用水将实行阶梯价格，根据用水量分为 1.63 元/立方米、2.45 元/立方米、4.89 元/立方米三个阶梯。2018 年，公司供水及管道工程收入为 0.65 亿元，毛利率为 16.52%。

根据《庐江县城乡一体化供水专项规划（2017-2030）》，庐江县分为六大供水片区，将新建六座区域性水厂，全部由供水集团负责建设运营。截至 2019 年 3 月底，公司在建水厂 3 座，设计供水能力合计 12.5 万立方米/日，总投资合计 8.30 亿元，已投资 2.68 亿元，未来尚需投资 5.62 亿元；拟建水厂 3 座，设计供水能力合计 7 万立方米/日，总投资合计 7.16 亿元。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建水厂情况（单位：万立方米/日、万人、万元）

项目名称	供水区域	设计供水能力	服务人口	总投资	已投资
庐城新水厂（一期）	庐城、白湖、汤池、石头等镇	10.00	49.50	28900.00	14500.00
张院水厂二期	泥河、罗河等镇	1.50	14.50	31130.00	6550.00
虎洞水厂二期	柯坦、乐桥等镇	1.00	12.50	23000.00	5700.00
榆墩水厂	郭河、同大、金牛等镇	3.00	18.00	31781.62	--

缺口水厂	龙桥、矾山等镇	2.00	12.50	18660.79	--
鸡鸣水厂	白山、盛桥等镇	2.00	13.00	21147.68	--
合计		**19.50**	**120.00**	**154620.09**	**26750.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司供水及管道工程业务具有很强的区域专营优势，在建及拟建水厂投资规模较大，存在较大投资支出压力；同时，随着公司在建水厂逐步完工投产，公司供水及管道工程业务收入有望进一步增长。

3. 未来发展

未来，公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房和基础设施投资建设以及水务投资运营主体，仍将按照庐江县政府的规划对中心城区内土地以及县域内重点市政工程进行投资开发建设。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围二级子公司共5家；2018年，公司合并范围新增美江公司和金泉公司2家二级子公司；2019年1—3月，公司合并范围无变化。总体看，跟踪期内，公司合并范围新增的子公司规模相对较大，对财务数据可比性影响较大。

截至2018年底，公司资产总额146.30亿元，所有者权益89.81亿元（含少数股东权益252.87万元）；2018年，公司实现营业收入8.93亿元，利润总额4.54亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额148.93亿元，所有者权益89.92亿元（含少数股东权益252.87万元）；2019年1—3月，公司实现营业收入0.28亿元，利润总额0.14亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额146.30亿元，同比增长52.25%，主要系合并美江公司和金泉公司所致；流动资产和非流动资产分别占96.49%和3.51%，同比变化不大。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.25	8.58	22.92	15.67	20.38	13.68
应收账款	6.79	7.06	8.66	5.92	8.66	5.82
其他应收款	11.22	11.68	27.90	19.07	30.66	20.59
存货	66.67	69.38	81.40	55.64	83.65	56.17
流动资产	**92.93**	**96.71**	**141.16**	**96.49**	**143.63**	**96.44**
非流动资产	**3.16**	**3.29**	**5.14**	**3.51**	**5.30**	**3.56**
资产总额	**96.09**	**100.00**	**146.30**	**100.00**	**148.93**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表

流动资产

2018 年底，公司流动资产 141.16 亿元，同比增长 51.89%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。

2018 年底，公司货币资金 22.92 亿元，同比增长 177.91%，主要系合并范围扩大以及发

行 13.00 亿元企业债券所致；其中银行存款 13.06 亿元，其他货币资金 9.86 亿元。其他货币资金全部为定期存款，其中 2.00 亿元用于长期借款质押。

2018 年底，公司应收账款 8.66 亿元，同比增长 27.62%，主要为应收庐江县财政局的款项（占 94.64%），该部分款项未计提坏账准备。

2018 年底，公司其他应收款 27.90 亿元，同比增长 148.64%，主要系应收庐江县财政局的往来款大幅增长所致。从集中度看，其他应收款前 5 名余额合计 28.05 亿元，占其他应收款总额的 95.18%，集中度高。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 2.33 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 21.40%，1~2 年的占 7.96%，2~3 年的占 22.41%，3 年以上的占 48.24%；共计提坏账准备 1.16 亿元，计提比例为 49.79%。总体看，公司其他应收款主要为应收政府及国有企业款项，回收风险不大，但对公司资金占用明显。

表9　2018年底公司前5大其他应收款情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
庐江县财政局	26.73	90.70
安徽省庐江县人民医院	0.48	1.64
合肥银联文化投资有限公司	0.30	1.02
庐江县城市房屋改造开发有限公司	0.28	0.95
庐江县土地储备中心	0.26	0.88
合计	**28.05**	**95.18**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 81.40 亿元，同比增长 22.10%，主要系土地开发整理成本增长所致。存货中土地使用权 32.06 亿元，土地开发整理成本 37.47 亿元，受托建设项目成本 11.39 亿元。公司存货未计提跌价准备，期末存货中有账面价值 19.07 亿元的土地使用权用于抵押。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 5.14 亿元，同比增长 62.75%，主要系长期股权投资、在建工程和固定资产增长所致。

2018 年底，公司可供出售金融资产 1.11 亿元，为持有的庐江徽银城镇化一号基金（有限合伙）[2]、安徽国融融资担保有限公司和庐江县惠民村镇银行有限责任公司股权。其中，由于安徽国融融资担保有限公司目前已被列为失信被执行人，因此对该项可供出售金融资产全额计提减值准备，导致可供出售金融资产同比有所减少。

2018 年底，公司投资性房地产 1.78 亿元，同比增长 6.66%，主要系合并范围扩大所致，投资性房地产全部为房屋和建筑物。

2018 年底，公司受限资产合计 57.98 亿元，包括货币资金 2.00 亿元、土地使用权 19.07 亿元、应收类款项 36.13 亿元、投资性房地产 0.78 亿元，受限资产占总资产的比重为 39.63%，资产受限比例较高。

2019 年 3 月底，公司资产总额 148.93 亿元，较上年底变化不大；其中流动资产占 96.44%，非流动资产占 3.56%。

跟踪期内，受益于合并范围扩大，公司资产规模大幅增长，资产构成仍以流动资产为主；但公司资产中变现能力弱的存货和应收政府类款项占比高，对资金占用明显；同时，公司资产受限比例较高。总体看，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益89.81亿元，同比增长25.47%，主要系资本公积增长所致。所有者权益主要由实收资本（占22.27%）、资本公积（占46.04%）和未分配利润（占28.52%）构成。

[2] 庐江徽银城镇化一号基金（有限合伙）（以下简称“基金”）设立于 2016 年，规模为 5.00 亿元，深圳平安大华汇通财富管理有限公司代表“平安汇通徽银庐江一号专项资产管理计划”出资 4.00 亿元作为优先级 LP，公司出资 1.00 亿元作为劣后级 LP。公司从基金获得借款 4.90 亿元，年利率为 6.5%，协议约定从 2018 年起，每半年偿还 25%的本金。2018 年 9 月，优先级 LP 减资导致公司股权比例上升至 36.02%。

2018年底，公司资本公积41.35亿元，同比增长49.60%，系政府无偿划拨金泉公司、美江公司股权所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 89.92 亿元，较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受益于股权划拨，公司所有者权益大幅增长，所有者权益稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 56.49 亿元，同比增长 130.45%，其中流动负债占 34.28%，非流动负债占 65.72%，非流动负债占比有所上升。

2018 年底，公司流动负债 19.37 亿元，同比增长 88.63%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，2018 年底公司流动负债主要以应付账款（占 17.77%）、其他应付款（占 10.14%）和一年内到期的非流动负债（占 69.54%）为主。

2018 年底，公司应付账款 3.44 亿元，同比增长 35.12%，主要系应付工程款增长所致。

2018 年底，公司其他应付款 1.96 亿元，其中应付利息 0.89 亿元，其他应付款主要为应付安徽省国元建工集团有限公司、合肥市瑶海市政建设有限公司等单位的往来款。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.47 亿元，同比增长 128.17%，主要为一年内到期的长期借款（8.90 亿元）、一年内到期的长期应付款（2.57 亿元）和一年内到期的应付债券（2.00 亿元）。

2018 年底，公司非流动负债 37.12 亿元，同比增长 160.59%，主要系长期借款、应付债券增长所致。从构成看，主要以长期借款（14.06 亿元）、应付债券（18.90 亿元）和长期应付款（3.38 亿元）为主。

2018 年底，公司长期借款 14.06 亿元，同比大幅增长，主要系合并范围扩大所致；长期借款主要由抵押借款（0.92 亿元）、质押借款（10.78 亿元）和信用借款（2.26 亿元）构成。

2018 年底，公司应付债券 18.90 亿元，同比增长 136.85%，主要系公司于 2018 年 4 月发行 13 亿元“18 庐江城投债”所致。

2018 年底，公司长期应付款 3.38 亿元，同比增长 14.79%，全部为中国农发重点建设基金，已纳入长期债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 59.01 亿元，较上年底增长 4.46%，主要系应付债券增长所致。负债结构方面，流动负债占 29.47%，非流动负债占 70.53%，非流动负债占比较上年底有所上升。2019 年 3 月底，公司一年内到期的非流动负债 11.01 亿元，较上年底下降 18.24%；应付债券 23.40 亿元，较上年底增加 4.50 亿元，系 2019 年 3 月发行的“19 庐江城投 MTN001”。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务为 49.81 亿元，同比大幅增长 157.19%，主要系合并范围扩大及发行 13 亿元“18 庐江城投债”所致；从构成看，长期债务占 72.96%，短期债务占 27.04%。2019 年 3 月底，公司全部债务 51.85 亿元，较上年底增长 4.10%，主要系 2019 年 3 月发行 4.50 亿元“19 庐江城投 MTN001”所致；其中长期债务占 78.76%，较上年底有所上升。

从有息债务期限结构看，2019 年 4—12 月、2020 年以及 2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 11.01 亿元、8.79 亿元和 7.46 亿元。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	5.90	13.47	11.01
长期债务	13.46	36.34	40.84
全部债务	19.37	49.81	51.85
长期债务资本化比率	15.83	28.81	31.23
全部债务资本化比率	21.30	35.68	36.57
资产负债率	25.51	38.61	39.62

资料来源：公司审计报告和财务报表

从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 38.61%、35.68%和 28.81%，同比均

大幅上升；2019 年 3 月底，上述指标分别为 39.62、36.57%和 31.23%，较上年底均略有上升。

总体看，跟踪期内，受合并范围扩大以及新发行债券影响，公司债务规模大幅上升，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 41.27%，主要系土地开发整理收入增长以及新增供水及管道工程收入所致；同期，公司营业成本为 2.47 亿元，同比增长 344.74%。2018 年，公司营业利润率为 72.29%，同比有所下降，主要系土地开发整理业务毛利率下降所致。

公司期间费用主要由财务费用构成，2018 年为 1.16 亿元，占营业收入的比重为 12.96%，同比有所上升。

2018 年，公司资产减值损失 0.79 亿元，主要为计提的其他应收款坏账准备和可供出售金融资产减值准备。2018 年，公司利润总额为 4.54 亿元。

表 11　2017—2018 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	6.32	8.93
营业成本	0.55	2.47
财务费用	0.67	1.05
资产减值损失	0.42	0.79
利润总额	4.61	4.54
营业利润率	91.05	72.29
总资本收益率	5.81	4.04
净资产收益率	6.40	5.03

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.04%和 5.03%，同比均有所下降。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.28 亿元，相当于 2018 年全年的 3.14%；营业利润率为 27.52%，较 2018 年大幅下降，主要系当期未确认土地开发整理收入所致；利润总额为 0.14 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，但盈利水平有所下降，期间费用和资产减值损失对利润总额造成一定侵蚀，整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入 9.11 亿元，同比下降 30.88%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 7.55 亿元，同比增长 42.44%；收到其他与经营活动有关的现金 1.56 亿元，同比下降 80.25%，主要系收到的往来款减少所致。2018 年，公司经营活动现金流出 6.85 亿元，同比变化不大；其中购买商品、接受劳务支付的现金 3.95 亿元，同比下降 36.40%；支付其他与投资活动有关的现金 2.78 亿元，同比大幅增长，主要系支付的往来款增加所致。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 2.26 亿元。从现金收入质量看，2018 年，公司现金收入比为 84.61%，收入实现质量一般。

表 12　2017—2018 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	13.18	9.11
经营活动现金流出量	6.65	6.85
经营活动产生的现金流量净额	6.53	2.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	4.61
筹资活动产生的现金流量净额	-4.38	5.95
现金收入比	83.92	84.61

资料来源：公司审计报告

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流入 5.79 亿元，主要系公司合并美江公司和金泉公司所取得的现金净额；投资活动现金流出 1.18 亿元，主要为投资合肥建庐建设投资有限公司和智慧时代（庐江）投资管理有限公司产生的现金流出。2018 年，公司投资活动现金流量净额为 4.61 亿元。

筹资活动现金流方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 13.26 亿元，主要为发行债券收

到的现金；筹资活动现金流出 7.30 亿元，主要为偿还债务和偿付利息支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 5.95 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 1.25 亿元，经营活动现金流量净额为-4.02 亿元，筹资活动现金流量净额为 1.84 亿元。

总体看，2018 年公司收入实现质量一般，经营活动现金净流入规模大幅下降；受益于合并范围扩大，投资活动现金净流入规模较大；受益于债券成功发行，筹资活动现金净流入规模较大。考虑到未来的项目投入及债务偿还，公司仍存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 728.86%和 308.57%，同比分别下降 176.27 个和上升 52.75 个百分点；2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 826.02%和 344.94%，较上年底有所上升。2018 年，公司经营现金流动负债比为 11.69%，经营活动产生的现金净流量对公司流动负债的保障能力较弱。2019 年 3 月底，公司现金类资产为 20.38 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.85 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.75 亿元，全部债务/EBITDA 为 8.66 倍，EBITDA 利息倍数为 5.16 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各银行授信总额 95.13 亿元，已使用额度 64.48 亿元，尚未使用额度 30.65 亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司地位及庐江县政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额118.61亿元，同比增长23.89%，其中流动资产102.18亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为89.46亿元，同比增长25.00%；其中实收资本占22.36%，资本公积占45.99%，母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债总额29.15亿元，同比增长20.60%，主要由非流动负债构成。其中，流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由应付债券构成。母公司2018年底资产负债率为24.58%，同比变化不大，整体债务负担较轻。

2018年，母公司营业收入为8.16亿元，营业成本为1.89亿元，利润总额为4.40亿元。

十、存续债券偿还能力分析

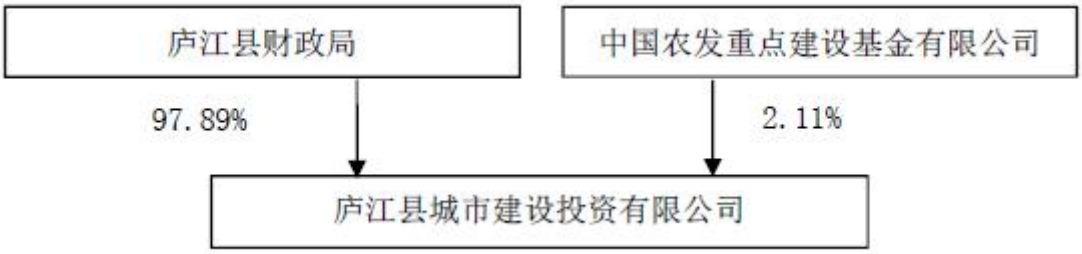
截至评级报告出具日，联合资信所评“19 庐江城投 MTN001”债券余额 4.50 亿元，2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 5.75 亿元、9.11 亿元和 2.26 亿元，对“19 庐江城投 MTN001”债券余额的覆盖倍数分别为 1.28 倍、2.02 倍和 0.50 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“19 庐江城投 MTN001”债券余额的保障能力较强。

“19 庐江城投 MTN001”由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，兴泰控股主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。兴泰控股担保实力极强，其担保有效增强了“19 庐江城投 MTN001”本息偿付的安全性。（兴泰控股评级报告见附件 3）

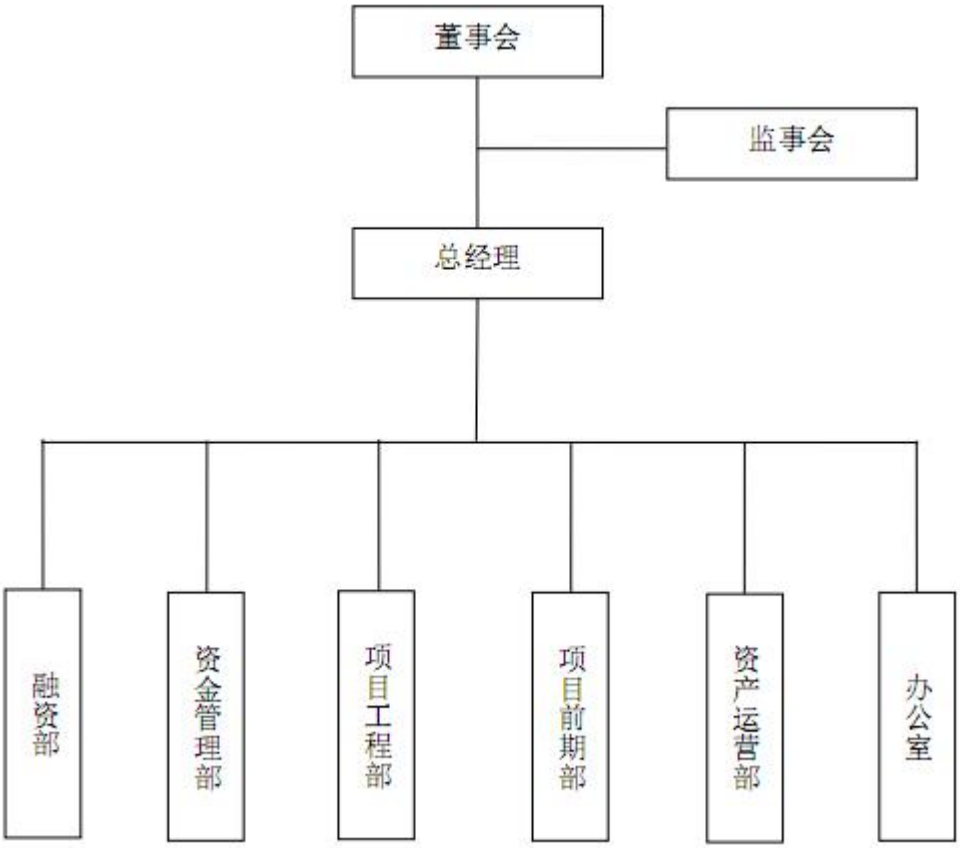
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19庐江城投MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围二级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例(%)
1	庐江顺安机关公共服务有限公司	县政府机关车辆服务	300.00	100.00
2	庐江县潜城物业服务有限公司	物业服务	300.00	100.00
3	庐江县城投置业有限公司	房地产开发	1000.00	100.00
4	庐江县美江建设有限公司	基础设施建设	101400.00	98.62
5	安徽省庐江县金泉旅游投资发展有限公司	旅游开发	31000.00	67.74

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.12	8.25	22.92	20.38
资产总额(亿元)	94.19	96.09	146.30	148.93
所有者权益(亿元)	66.99	71.58	89.81	89.92
短期债务(亿元)	2.50	5.90	13.47	11.01
长期债务(亿元)	20.93	13.46	36.34	40.84
全部债务(亿元)	23.43	19.37	49.81	51.85
营业收入(亿元)	6.16	6.32	8.93	0.28
利润总额(亿元)	3.78	4.61	4.54	0.14
EBITDA(亿元)	4.55	5.37	5.75	--
经营性净现金流(亿元)	0.83	6.53	2.26	-4.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.06	1.01	1.16	--
存货周转次数(次)	0.02	0.01	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	81.76	83.92	84.61	0.00
营业利润率(%)	77.93	91.05	72.29	27.52
总资本收益率(%)	4.95	5.81	4.04	--
净资产收益率(%)	5.63	6.40	5.03	--
长期债务资本化比率(%)	23.81	15.83	28.81	31.23
全部债务资本化比率(%)	25.91	21.30	35.68	36.57
资产负债率(%)	28.87	25.51	38.61	39.62
流动比率(%)	1453.66	905.13	728.86	826.02
速动比率(%)	467.24	255.82	308.57	344.94
经营现金流动负债比(%)	13.24	63.64	11.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	3.60	8.66	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	7.64	5.16	--

注：1.2019 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算

附件 3　担保方评级报告

附件 4　有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于合肥兴泰金融控股（集团）有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”）是经合肥市国有资产管理委员会（以下简称“合肥市国资委”）批准设立的合肥市属国有独资有限责任公司。兴泰控股前身为合肥兴泰投资有限责任公司，经合肥市国有资产管理委员会办公室合国办[1998]23 号文批准，于 1999 年 1 月 18 日成立，注册资本为人民币 3.92 亿元。后经历次重组、增资，截至 2019 年 3 月底，兴泰控股注册资本为 60.00 亿元，实收资本 60.00 亿元，实际控制人为合肥市国资委。

兴泰控股经营范围：对授权范围内的国有资产进行经营以及从事企业策划、管理咨询、财务顾问、公司理财、产业投资以及经批准的其他经营活动。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股纳入合并范围的子公司共 62 家。

截至 2018 年底，兴泰控股（合并）资产总额为 486.79 亿元，所有者权益合计为 175.43 亿元（其中少数股东权益 25.48 亿元）。2018 年，兴泰控股合并口径实现营业总收入 37.75 亿元，利润总额 15.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股（合并）资产总额为 484.83 亿元，所有者权益合计为 180.34 亿元（其中少数股东权益 26.90 亿元）。2019 年 1-3 月，兴泰控股合并口径实现营业总收入 12.87 亿元，利润总额 5.75 亿元。

兴泰控股注册地址：安徽省合肥市蜀山区祁门路 1688 号；法定代表人：程儒林。

三、基础素质分析

兴泰控股是经合肥市国资委批准设立的合肥市属国有独资有限责任公司。作为合肥市唯一金融控股平台，得到了当地政府在资本金注入、股权划拨等多方面的支持。

根据《合肥市国有资本营运体系总体方案》（合发[2002]19 号），合肥市委、市政府于 2002 年 5 月 24 日决定将合肥市政府、市财政持有的国元证券股份有限公司、合肥城市商业银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、太平洋保险股份有限公司等地方金融机构的国有股权对兴泰控股增资，增资完成后，兴泰控股注册资本由 3.92 亿元增至人民币 8.72 亿元。根据合肥市国资国企改革的整体部署，2015 年，合肥市财政局和商务局对兴泰控股划拨子公司增资款 10.47 亿元；2015-2017 年，合肥市国资委先后将合肥国控建设融资担保有限公司（以下简称“国控担保”）、合肥兴泰科技小额贷款有限公司（以下简称“国控小贷”）、合肥城建发展股份有限公司（以下简称“合肥城建”）和合肥力澜置业有限公司（以下简称“力澜置业”）股权无偿划拨转入兴泰控股，并于 2017 年向兴泰控股无偿划入合肥市产业投资引导基金有限公司全部股权以及划拨子公司增资款 3.79 亿元。2017 年 8 月，经合肥市国资委批复同意，兴泰控股将资本公积 34.19 亿元和未分配利润 5.81 亿元转增资本，兴泰控股注册资本由人民币 20.00 亿元增加至 60.00 亿元，上述转增资本事项已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审验并出具会验字[2018]0052 号验资报告，兴泰控股已于 2018 年 7 月完成工商变更登记手续。2018 年上半年，根据合肥市国企改革要求，兴泰控股接受合肥市国资委无偿划拨转入建信信托增资款 6.27 亿元和财政拨付的产业引导基金增资款 3.08 亿元，均计入资本公积。

四、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，兴泰控股总经理由程儒林变更为郑晓静。郑晓静女士曾任合肥市财政局预算处处长、合肥市金融办担保与保险处处长、市金融办资本市场处处长，2014 年 8 月至 2018 年 9 月，任兴泰控股董事、副总裁。董事会成员中，倪敬东由于外调不再担任公司董事，公司聘任陈锐为新的董事。同时，合肥市国资委委派崔世平任公司监事会主席，其他高级管理人员未发生重大变化。

五、经营分析

经营状况

兴泰控股作为合肥市唯一金融控股平台，以金融为主业，承担建立和完善合肥市地方金融服务体系的责任，主营业务包括房地产开发业务、金融服务业务、保安服务业务、招投标服务及其他主营业务等；其中金融服务业务收入包括租赁收入、典当业务收入、咨询费收入、委托贷款理财收入、贷款利息收入、融资性担保费收入等。

2018年，兴泰控股实现主营业务收入37.39亿元，同比下降15.45%，主要系合肥城建合同销售收入同比增长，但当年转结营业收入规模较小，造成公司营业收入整体下滑所致。

表 1　近年来公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
房地产开发业务	26.59	65.20	17.79	27.40	61.96	26.72	19.70	52.69	46.33	8.05	62.94	52.55
金融服务业务	7.83	19.20	97.96	8.24	18.63	95.39	7.56	20.22	98.46	1.83	14.31	97.81
保安服务业务	2.95	7.23	32.20	3.99	9.02	26.32	4.72	12.62	22.62	1.27	9.93	29.13
招投标服务业务	2.64	6.47	57.58	3.48	7.88	58.17	4.12	11.02	63.36	1.19	9.30	78.99
其他主营业务	0.77	1.90	66.23	1.11	2.51	62.16	1.29	3.52	62.45	0.45	3.52	75.56
合计	**40.78**	**100.00**	**37.74**	**44.22**	**100.00**	**42.85**	**37.39**	**100.00**	**56.32**	**12.79**	**100.00**	**59.97**

资料来源：公司审计报告

（1） 房地产开发业务

兴泰控股的房地产业务板块经营主体为子公司合肥城建（兴泰控股持股 57.90%，无质押）。合肥城建主要从事房地产开发业务，业务区域集中于安徽省合肥、蚌埠、广德等城市，产品开发以普通商品住宅为主，商业地产为辅，在区域房地产市场积累了较丰富的经验。截至 2018 年底，合肥城建资产总额 128.13 亿元，所有者权益 19.97 亿元；2018 年实现营业收入 19.71 亿元，净利润 2.94 亿元。截至 2019 年 3 月底，合肥城建资产总额 128.10 亿元，所有者权益 21.77 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 8.05 亿元，净利润 1.80 亿元。

截至 2019 年 3 月底，合肥城建在建项目合计 8 个，包括合肥在建项目 6 个、宣城在建项目 1 个以及海南三亚在建项目 1 个；在售项目主要为合肥琥珀名城（和园）、合肥琥珀五环城、合肥瑞安家园、广德琥珀新天地合肥东琥珀庄园等 5 个。截至 2019 年 3 月底，合肥城建在建项目概算总投资 181 亿元，已累计投资 116.89 亿元，后续将利用房地产项目预售回笼资金实现滚动开发。

表2　截至2019年3月底合肥城建房地产开发项目情况

（单位：万平方米、%、亿元）

项目	项目状态	权益比例	可售面积	销售进度	计划投资金额
合肥琥珀名城（和园）	竣工	100.00	27.12	99.85	10.30
合肥琥珀五环城	竣工	100.00	44.48	93.75	28.34
合肥瑞安家园	竣工	100.00	24.60	98.74	16.47
肥东琥珀名郡	在建	65.00	39.03	94.00	24.00
肥东琥珀庄园	在建	100.00	13.63	99.85	6.56
蚌埠琥珀新天地	在建	100.00	48.64	95.00	24.00
广德琥珀新天地	竣工	100.00	15.24	98.03	3.33
宣城琥珀新天地	在建	100.00	22.46	98.00	12.00
巢湖琥珀新天地	在建	80.00	25.25	95.00	10.00
三亚琥珀假日天地	在建	51.00	10.44	26.00	15.00
琥珀蜀熙府	在建	100.00	12.80	80.00	21.00
琥珀御宾府	在建	100.00	25.86	25.00	44.00
琥珀东华府	在建	100.00	19.36	5.00	31.00
合计	--	--	**328.91**	--	**246.00**

数据来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年 1 季度，合肥城建拟非公开定向增发股票购买合肥市工业投资控股有限公司所持合肥工投工业科技发展有限公司（以下简称“工业科技”）100%股权，其中募集配套资金总额不超过 10 亿元，不影响兴泰控股对合肥城建的控制权。工业科技主要从事工业地产项目建设和销售、租赁等业务，为企、产业园区、政府等提供涵盖物业租售及配套管理在内的工业地产综合服务。截至报告出具日，该项重大资产重组尚未完成审计及评估工作。

（2）　金融服务业务

融资租赁板块

兴泰控股融资租赁业务板块的运营实体为子公司安徽兴泰融资租赁有限责任公司（以下简称“兴泰租赁”）。截至 2019 年 3 月底，兴泰租赁的注册资本为 10 亿元，兴泰控股持有其 75%股份。2018 年，兴泰租赁新增业务 38 笔，放款金额合计 16.84 亿元，同比增长 33.97%，且新增业务以省外项目为主。2018 年，兴泰租赁的客户集中度显著下降，截至 2019 年 3 月底前五大客户应收融资租赁款余额为 7.23 亿元，占比 15.99%，较上年末下降 10.07 个百分点。

截至 2018 年底，兴泰租赁资产总计 49.39 亿元，较上年底减少 4.62%；其中应收融资租赁款本金余额为 44.82 亿元，较上年底减少 16.88%，应收保理款余额为 1.38 亿元，较上年底减少 3.09%，委托贷款余额为 0.22 亿元，较上年底减少 63.91%。截至 2018 年底债权类资产中正常类占比 76.49%，较上年底下降 4.98 个百分点，关注类及不良类资产占比分别为 9.25%和 14.26%。截至 2019 年 3 月底，兴泰租赁关注类及不良类资产占比分别为 10.49%和 14.46%，较上年底均有所上升，清收压力仍较大。未来随着金融市场去杠杆、监管的加强，以及部分行业政策的调整，企业融资压力上升，或将催生更多信用风险事件，兴泰租赁风险管控方面仍面临较大压力。

表3　截至2019年3月底兴泰租赁债权类资产质量变化情况

（单位：亿元、%）

类别	2017 年底		2018 年底		2019 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	34.78	81.47	31.32	76.49	30.28	75.04
关注类	3.31	7.76	3.79	9.25	4.23	10.49
不良类	4.60	10.77	5.84	14.26	5.84	14.46
合计	**42.69**	**100.00**	**40.94**	**100.00**	**40.35**	**100.00**

数据来源：联合资信根据公开资料整理

从盈利能力看，2018 年，兴泰租赁实现营业收入 2.74 亿元，同比减少 14.98 %；实现净利润 0.39 亿元，同比减少 0.19 亿元，主要系资产减值损失上升所致。截至 2018 年底，兴泰租赁长期借款（不含一年内到期）余额为 11.06 亿元，长期应付款余额为 5.25 亿元，资产负债率为 69.77%，与上年底基本持平。2019 年 1-3 月，兴泰租赁实现营业收入 0.63 亿元，净利润 0.18 亿元；截至 2019 年 3 月底兴泰租赁资产负债率为 68.96%，与上年底基本持平。

担保板块

兴泰控股担保业务板块的运营实体主要为子公司合肥市兴泰融资担保集团有限公司（以

下简称“兴泰担保”）和全资子公司国控担保。其中兴泰担保系市属规模最大的担保公司，主要从事中小企业融资担保、住房置业及诉讼保全等。

2018 年，兴泰担保实现营业总收入 1.23 亿元，同比减少 36.60%，实现净利润 0.65 亿元，同比增长 182.61%，主要来自于投资收益。截至 2019 年 3 月底，兴泰担保资产总计 56.56 亿元，所有者权益 30.29 亿元；2019 年 1-3 月，兴泰担保实现营业总收入 0.33 亿元，净利润 0.18 亿元。2018 年，兴泰担保累计新增业务 19049 笔，新增担保金额 173.80 亿元，同比增长 25.75%，增加部分主要为公积金贷款担保。其中，融资性担保金额新增 2574 笔，合计 94.11 亿元，诉讼保全担保业务新增 22 笔，合计 6.54 亿元，公积金贷款担保业务新增 16453 笔，合计 73.15 亿元。2019 年 1-3 月，兴泰担保新增担保金额 40.18 亿元。从融资性担保客户的行业分布来看，制造业、建筑业、批发及零售业在保余额占比较高，建筑业受房地产市场调控影响较大。近年来随着宏观经济增速的放缓，兴泰担保出现了一定规模的代偿，2018 年新增 30 笔代偿，金额合计 1.30 亿元，同比下降 27.24%，2018 年底应收代偿款余额为 3.92 亿元，较上年底略有增加。2019 年 1-3 月新增 15 笔代偿，金额合计 0.44 亿元，应收代偿款余额为 4.25 亿元。

表4　截至2019年3月底兴泰担保业务情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
当期担保发生额（亿元）	138.21	173.80	40.18
当期解保金额（亿元）	115.00	121.08	46.76
期末担保余额（亿元）	490.52	543.24	536.66
当期代偿额（亿元）	1.79	1.30	0.44
当期代偿笔数（笔）	30	30	15
当期追偿额（亿元）	0.72	0.83	0.12
累计担保代偿率（%）	1.67	1.35	1.25
担保放大倍数（倍）	6.57	4.63	3.33

数据来源：联合资信根据公开资料整理

资金运用方面，兴泰担保主要投资于理财产品并辅以委托贷款投资和关联方资金往来。截至 2018 年底，兴泰担保投资理财产品余额为 18.61 亿元，委托贷款余额为 2.83 亿元，应收关联方款项余额为 9.17 亿元。2018 年以来资金运用结构与上年基本保持一致，其他流动资产科目年末余额为 20.65 亿元，主要为投资理财产品和委托贷款。

国控担保成立于 2009 年 5 月，注册资本为 5.00 亿元，原为合肥国控的全资子公司；根据合肥市国资调整计划，于 2015 年 10 月无偿划入兴泰控股，成为兴泰控股的全资子公司；国控担保主要从事融资性担保及工程履约担保等业务，2018 年新增担保业务 1394 笔，金额合计 62.57 亿元，代偿金额为 0.52 亿元，年底在保余额为 79.59 亿元，主要集中于建筑业、制造业、批发业等。截至 2019 年 3 月底，国控担保新增融资性担保业务 8.16 亿元，发生代偿金额 0.24 亿元。截至 2019 年 3 月底，国控担保实收资本为 5.00 亿元，资产总计 10.87 亿元，所有者权益合计 7.13 亿元；2018 年实现营业收入 0.05 亿元，净利润 0.02 亿元。

典当及小额贷款业务板块

典当业务板块的运营实体为全资子公司安徽兴泰典当有限责任公司（以下简称“兴泰典当”）。2018 年，兴泰典当全累计新增典当业务 192 笔，投放资金 5.44 亿元，投放资金同比减少 2.38 亿元；期末在当余额 5.14 亿元，其中制造业、建筑业及商贸服务类行业占比较高，分别为 58.91%、14.66%和 10.25%；当年清理逾期贷款 0.93 亿元，清收逾期贷款 630.65 亿元。截至 2018 年底，兴泰典当总资产为 5.73 亿元，所有者权益合计 3.38 亿元；2018 年实现营业收入 0.36 亿元，净利润 0.01 亿元。截至 2019 年 3 月底，兴泰典当在当余额 5.24 亿元，其中制造业、服务业及建筑业占比较高，分别为 57.26%、16.58%和 14.48%；2019 年 1-3 月新增逾期贷款 99.30 万元，清收逾期贷款 294.14 万元。同期，兴泰典当总资产为 5.78 亿元，所有

者权益 3.41 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 0.07 亿元，净利润 0.02 亿元。

兴泰控股旗下小额贷款公司主要包括子公司合肥市兴泰资产管理有限公司（以下简称“兴泰资产”）控股的合肥市兴泰小额贷款有限公司和合肥市兴泰时雨小额贷款有限责任公司以及兴泰控股直接控股的国控小贷。2018 年，兴泰资产小额贷款业务更趋小额分散，当年发放贷款 2109 笔，合计 17.46 亿元， 同比增加 2.18 亿元；同期回收贷款 2204 笔，合计 15.69 亿元，清收成效显著增加。截至 2019 年 3 月底，兴泰资产总资产为 27.73 亿元，小额贷款余额为 10.51 亿元，不良率为 1.87%；所有者权益为 12.57 亿元，负债合计 15.17 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 0.40 亿元，净利润 0.18 亿元。

股权投资板块

兴泰控股作为合肥市唯一金融控股集团，在市政府的支持下从事股权投资业务，其作为主要股东参股了建信信托、徽商银行、国元证券、华富基金、合肥科技农村商业银行、池州九华农村商业银行和国元农业保险等金融机构。截至 2018 年底，兴泰控股长期股权投资合计 55.39 亿元，较上年底增长 48.69%；可供出售金融资产合计 40.02 亿元，较上年底增长 4.63%。截至 2019 年 3 月底，兴泰控股长期股权投资合计 54.44 亿元，较上年底下降 1.72%；可供出售金融资产合计 42.37 亿元，与上年底基本持平。

表5 截至2019年3月底股权投资业务余额总体情况

（单位：亿元）

项目	2017 年底	2018 年底	2019 年 3 月底
长期股权投资余额	37.25	55.39	54.44
可供出售金融资产余额	38.25	40.02	42.37
合计	**75.50**	**95.41**	**96.81**

数据来源：联合资信根据公开资料整理

兴泰控股目前持有的金融资产多为合肥市本地优质金融机构股权，相关机构具备较强的资本实力和较好的盈利能力，在安徽省特别是合肥地区内具备较强的竞争力，能为公司贡献较为稳定的投资收益。2018 年，兴泰控股按权益法核算的长期股投资收益为 6.90 亿元，主要来自建信信托，同比增长 31.89%；持有可供出售金融资产取得的投资收益为 0.54 亿元，与上年基本持平。

建信信托拟由股东按原持股比例增资 60.00 亿元，目前增资事项仍处于报批阶段。若增资计划获批，兴泰控股认缴增资额为 20.00 亿元，目前兴泰控股已获市财政注入 10.00 亿元货币资金；公司尚需自筹资金 10.00 亿元。

创投与基金管理板块

兴泰控股的创投与基金管理业务板块的运营主体为全资子公司合肥兴泰股权投资管理有限公司（以下简称“兴泰股权”）和全资子公司合肥兴泰资本管理有限公司（以下简称“兴泰资本”）。

截至 2018 年底，兴泰资本管理的产业投资引导基金参股 11 支子基金，认缴出资 36.23 亿元，实缴到位 8.06 亿元，并通过协议约定子基金在合肥市的投资额需不低于母基金出资额的两倍，以保障对合肥市产业投资的引导作用。截至 2019 年 3 月底，产业投资引导基金的投资方向总体以战略新兴产业及创新企业为主。此外，产业投资引导基金直投项目合计 4 个，投资总额为 5.50 亿元，系投向合肥通富微电子有限公司、合肥矽迈微电子科技有限公司、安徽星能膜材料科技有限公司以及安徽黑钰颜料新材料有限公司。截至 2019 年 3 月底，产业投资引导基金的股权投资余额合计 39.82 亿元，涉及 96 家标的公司，其中已上市公司 5 家，拟 IPO 项目 20 余个。

表6 截至2019年3月底产业投资引导基金投资情况

（单位：亿元）

子基金名称	成立时间	基金规模	引导基金认缴规模	投资余额
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	2015.4	10.00	2.50	7.84

合肥启兴股权投资合伙企业（有限合伙）	2015.12	2.00	0.50	0.79
安徽同创安元股权投资合伙企业（有限合伙）	2016.1	2.00	0.20	1.99
安徽高新金通安益股权投资基金（有限合伙）	2015.3	35.36	4.20	15.89
合肥和泰产业投资有限公司	2017.12	10.00	5.00	
合肥高新兴泰产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2017.2	50.00	12.38	8.42
合肥同创安元二期股权投资合伙企业（有限合伙）	2017.9	3.00	0.40	1.55
合肥诚兴航空产业投资有限公司	2015.3	1.80	1.20	--
合肥达康怡生健康投资基金一期（有限合伙）	2017.4	5.00	1.25	--
合肥启迪清节技术产业系列基金	2017.5	10.00	5.00	--
安徽安华创新风险投资基金有限公司	2017.11	40.00	3.60	2.84

数据来源：联合资信根据公开资料整理

兴泰股权成立于 1994 年 4 月，为兴泰控股全资子公司，并于 2016 年 1 月取得中国证券投资基金业协会颁发的私募基金管理人资格；兴泰股权管理的基金主要为合肥兴泰新型城镇化发展基金，成立于 2015 年 3 月，主要投资方向为合肥地区新型城镇化基础设施建设项目。截至 2018 年底，兴泰股权总资产为 16.21 亿元，所有者权益为 7.07 亿元；2018 年实现营业收入 1.00 亿元，净利润 0.25 亿元。截至 2019 年 3 月底，兴泰股权总资产为 19.34 亿元，所有者权益为 7.16 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 0.28 亿元，净利润 0.09 亿元。总体来看，兴泰控股的产业投资引导基金及创投基金业务尚处于起步阶段，目前资金使用率较低，投资方向有待进一步明确，退出收益情况仍需观察。

（3） 保安服务业务

兴泰控股的保安服务业务主要由子公司合肥保安集团有限公司（以下简称“保安集团”）及旗下子公司负责经营，在合肥市押运安保领域占据龙头地位，收入及盈利均较为稳定。2018 年，保安集团实现营业收入 4.72 亿元，净利润 0.56 亿元；2019 年 1-3 月，保安集团实现营业收入 1.27 亿元，净利润 0.17 亿元。

（4） 招投标服务业务

兴泰控股的招投标业务主要由安徽公共资源交易集团有限公司（以下简称“公共资源集团”）及旗下子公司负责经营。2018 年，公共资源集团完成各类项目 9289 个，交易金额合计 1848.55 亿元，成交金额合计 1358.33 亿元，同比分别增长 8.36%、8.36%和下降 6.33%。截至 2018 年底，公共资源集团资产总计 25.65 亿元，其中货币资金 17.46 亿元，其他应付款 18.45 亿元，主要来自招投标保证金，所有者权益为 6.98 亿元；2018 年实现营业收入 4.12 亿元，净利润 1.99 亿元。

六、财务分析

兴泰控股2018年度财务报告已经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审计意见。兴泰控股2019年一季报未经审计。

资产质量方面，截至 2018 年底，兴泰控股资产总额为 486.79 亿元，同比增长 7.50%。从资产结构来看，截至 2018 年底，兴泰控股流动资产和非流动资产分别占总资产的 64.83%和 35.17%，流动资产占比较高。兴泰控股流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产构成，分别占 37.19%、31.35%和 18.03%。截至 2018 年底，兴泰控股货币资金 117.35 亿元，较上年下降 3.24%，其中使用受限 3.50 亿元；预付款项 0.05 亿元，较上年大幅减少 13.77 亿元，合肥城建将预付土地出让金在办理产权证后计入存货所致；存货 99.51 亿元，较上年增长 40.65%，主要系本期开发成本增加所致；存出保证金和应收代偿款分别为 7.87 亿元和 7.03 亿元，同比均变化不大；其他流动资产为 56.90 亿元，同比增长 10.61%，主要包括委托贷款 15.18 亿元和理财产品 31.98 亿元。截至 2018 年底，兴泰控股非流动资产为 171.23 亿元，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和发放贷款及垫款构成，分别占

23.38%、13.75%、32.35%和 14.16%。截至 2018 年底，兴泰控股可供出售金融资产 40.02 亿元，同比变化不大，从构成看为权益类工具，包括合肥通富微电子有限公司（2.70 亿元）、海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）（2.50 亿元）、合肥科技农村商业银行股份有限公司（2.44 亿元）等公司股权；长期应收款 23.55 亿元，同比下降 14.00%，为兴泰租赁形成的应收融资租赁款，在租资产减值准备为 4.59 亿元；长期股权投资 55.39 亿元，同比增长 48.69%，主要为对建信信托（44.43 亿元）、合肥高新兴泰产业投资基金合伙企业（有限合伙）（4.21 亿元）等联营公司的股权投资；发放贷款及垫款 24.25 亿元，同比变化不大，其中一般贷款 19.60 亿元系兴泰小贷、国控小贷、时雨小贷对外发放的小额贷款，其余为抵押和质押贷款，系兴泰典当对外发放；其他非流动资产 12.80 亿元，同比下降 33.49%，其中 10.62 亿元为资产管理计划、1.37 亿元为抵债资产。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股资产总额 484.83 亿元，流动资产占比 64.39%，非流动资产占比 35.61%，资产构成较 2018 年底变化不大。

总体看，兴泰控股货币资金较为充裕，股权投资中虽有较多上市公司股权，但均为战略性持有，受合肥市国资委统筹规划，变现程度低；受外部经济下行、中小企业经营恶化影响，兴泰控股发放贷款及垫款的不良率存在上升风险。

截至 2018 年底，兴泰控股负债总额为 311.36 亿元，较上年增长 4.93%，构成上以流动负债为主（占 74.95%）。截至 2018 年底，兴泰控股流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，分别占 14.25%、29.20%、36.01%和 12.87%。截至 2018 年底，兴泰控股短期借款同比增长 41.33%至 33.26 亿元；预收款项 68.13 亿元，同比增长 52.58%，主要为预收售房款及物业费；其他应付款 84.03 亿元，同比变化不大。截至 2018 年底，兴泰控股非流动负债 78.00 亿元，主要为长期借款 38.38 亿元及应付债券 27.19 亿元。截至 2018 年底，兴泰控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.96%、43.42%和 27.21%，同比均有所下降。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股负债总额 304.49 亿元，流动负债占比下降至 71.34%；其中，短期借款下降至 29.44 亿元，其他应付款下降至 73.13 亿元；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 62.80%、42.96%和 29.29%，分别较 2018 年底减少 1.16 个百分点、0.46 个百分点和增加 2.08 个百分点。

总体看，房地产市场调控导致合肥城建开发进度缓慢，兴泰控股债务规模有所回落。

所有者权益方面，截至 2018 年底，兴泰控股所有者权益为 175.43 亿元，从构成看，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 34.20%、24.90%、20.17%和 14.52%；2018 年，公司接收合肥市国资委无偿划拨转入的建信信托股权以及用于向子公司产业引导基金公司增资的财政拨款，资本公积增至 43.69 亿元。截至 2019 年 3 月底，兴泰控股所有者权益较 2018 年底变化不大。

盈利能力方面，2018 年，兴泰控股营业收入为 37.75 亿元，同比下降 14.88%，主要系结转营业收入规模较小所致。2018 年，兴泰控股营业利润率为 50.31%，同比大幅增长，主要来自于房地产业务的利润增长。2018 年，兴泰控股利润总额为 15.95 亿元，同比增长 24.20%，盈利能力有所提升；2018 年，兴泰控股投资收益为 8.96 亿元，其中建信信托损益调整为 6.77 亿元，金融资产分红为 0.54 亿元，理财收益为 1.46 亿元。2019 年 1-3 月，兴泰控股实现营业收入 12.87 亿元，同比增长 93.56%；营业利润率为 50.70%；投资收益为 1.73 亿元，同比下降

20.02%；利润总额为 5.75 亿元，同比增长 76.34%。总体看，公司盈利同比保持增长，金融股权投资业务贡献了较为稳定的投资收益。

现金流方面，2018 年，兴泰控股经营活动现金流量净额为 17.25 亿元，经营性现金流入为 74.30 亿元。收入实现方面，2018 年，兴泰控股现金收入比为 160.08%，收入实现质量同比有所提高。2018 年，随着新增投资规模的大幅下降，投资活动现金流出也随之下降，2018 年投资支付的现金为 15.76 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-10.15 亿元。筹资活动方面，2018 年，兴泰控股取得借款收到的现金为 69.27 亿元，偿还债务支付现金 78.51 亿元，筹资活动现金流量净额-12.23 亿元。2019 年 1-3 月，兴泰控股经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-3.30 亿元、-9.41 亿元和 0.60 亿元。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2018 年底和 2019 年 3 月底，兴泰控股流动比率分别为 135.23%和 143.72%，速动比率分别为 92.59%和 98.48%；2018 年经营现金流动负债比为 7.39%。兴泰控股经营活动现金净流量同比大幅增长，对流动负债的保障能力强，且考虑到货币资金较为充足，整体看，兴泰控股短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2018 年，兴泰控股 EBITDA 为 15.95 亿元；EBITDA 利息倍数为 3.46 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力强；全部债务/EBITDA 为 8.44 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。整体看，兴泰控股长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股对外担保 37.44 亿元，包括融资担保 15.00 亿元和贷款担保 22.44 亿元，兴泰控股担保比率 20.76%。

未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月底，兴泰资产委托贷款金额 350 万元、科技小贷贷款金额 950 万元、兴泰典当贷款金额 1.14 亿元、兴泰租赁应收融资租赁款 1.65 亿元、国控担保应收代偿款 0.27 亿元、兴泰担保应收代偿款 337.96 万元处于诉讼追偿过程中。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股银行授信 159.02 亿元，已使用 59.27 亿元，未使用 99.75 亿元，间接融资渠道较为畅通。子公司合肥城建为上市公司（股票代码：002208.SZ），具备直接融资渠道。

根据公开信息显示，公司无违约记录。

七、结论

综合评估，联合资信确定维持兴泰控股主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为稳定。