

信用等级公告

联合〔2019〕3691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拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定庐江县城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，庐江县城市建设投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月三十日



庐江县城市建设投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA_{pi}

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2019 年 12 月 30 日

债项概况：

本期中期票据发行规模：3.5 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：归还公司本部及子公司的
金融机构借款

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	3
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
---				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，其业务集中在庐江县，具有一定的区域垄断优势，公司持续获得庐江县政府在资产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、资产流动性较弱、债务规模大幅扩张以及项目建设后续投资压力大等因素对其信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模实际影响不大，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对其保障能力较强。

本期中期票据由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”）提供全额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，其担保可有效提升本期中期票据的按期偿付的安全性。

庐江县是合肥市副中心城区，近年来区域经济不断发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好；公司整理完成待出让的土地储备充足，是未来业务发展的重要保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 庐江县是合肥市副中心城区，在合肥市整体发展规划中地位较高。同时，庐江县经济持续发展、财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。
2. 公司是庐江县主要的土地开发整理、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。近年来，庐江县政府在资产划拨以及政府补助上给予公司有力的支持。
3. 公司可供出让土地较为充足，是未来业务发展的重要

分析师：张 勇 胡元杰

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

保障。

4. 本期中期票据由兴泰控股提供全额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，可有效提升本期中期票据按期偿付的安全性。

关注

1. 公司土地开发整理收入受当地土地市场行情影响大。
2. 近年来，随着土地整理开发、安置房及基础设施项目持续推进，公司债务规模大幅扩张，未来仍将面临较大的投资支出压力。
3. 公司资产中存货和应收类款项占比大，受政府项目结算和支付进度影响，存货变现及应收类款项回收周期较长，公司资产流动性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.12	8.25	22.92	12.91
资产总额(亿元)	94.19	96.09	146.30	151.55
所有者权益(亿元)	66.99	71.58	89.81	95.38
短期债务(亿元)	2.50	5.90	13.47	3.46
长期债务(亿元)	20.93	13.46	36.34	45.50
全部债务(亿元)	23.43	19.37	49.81	48.96
营业收入(亿元)	6.16	6.32	8.93	11.55
利润总额(亿元)	3.78	4.61	4.54	5.04
EBITDA(亿元)	4.55	5.37	5.75	--
经营性净现金流(亿元)	0.83	6.53	2.26	-3.64
现金收入比(%)	81.76	83.92	84.61	0.05
营业利润率(%)	77.93	91.05	72.29	45.20
净资产收益率(%)	5.63	6.40	5.03	--
资产负债率(%)	28.87	25.51	38.61	37.07
全部债务资本化比率(%)	25.91	21.30	35.68	33.92
流动比率(%)	1453.66	905.13	728.86	1449.03
速动比率(%)	467.24	255.82	308.57	562.13
经营现金流动负债比(%)	13.24	63.64	11.69	--
现金短期债务比(倍)	2.45	1.40	1.70	3.73
EBITDA 利息倍数(倍)	6.44	7.64	5.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	3.60	8.66	--
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	93.75	95.74	118.61	124.89
所有者权益(亿元)	66.95	71.57	89.46	94.75
全部债务(亿元)	23.15	14.70	27.87	30.23
营业收入(亿元)	6.00	6.23	8.16	9.60
利润总额(亿元)	3.79	4.62	4.40	4.51
资产负债率(%)	28.59	25.25	24.58	24.13

全部债务资本化比率(%)	25.70	17.04	23.75	24.19
流动比率(%)	1555.96	940.58	1256.91	3166.39
经营现金流动负债比(%)	13.81	66.36	20.92	--

注：1.2019 年三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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019.7.23	张勇、胡元杰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018） 城投行业企业主体信用评级模型（2016）	阅读全文
AA	稳定	2018.10.15	崔俊凯、张勇	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017） 城投行业企业主体信用评级模型（2016）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”），系经庐江县人民政府批准、由庐江县财政局出资于2006年4月设立，初始注册资本3.00亿元，后经多次增资，截至2019年9月底，公司注册资本20.49亿元，实收资本20.00亿元¹，其中庐江县财政局持股97.89%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股2.11%，公司实际控制人为庐江县财政局。

公司经营范围：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。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）

截至2019年9月底，公司本部设办公室、资产运营部、项目前期部、项目工程部、资金管理部及融资部共6个职能部门；纳入公司合并范围的二级公司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9月底，公司资产总额151.55亿元，所有者权益95.38亿元（含少数股东权益252.87万元）；2019年1—9月，公司实现营业收入11.55亿元，利润总额5.04亿元。

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。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2019年1月注册了总额度为8亿元的中期票据（中市协注〔2019〕MTN44号），并于2019年3月发行“19庐江城投MTN001”4.5亿元。本期计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）3.5亿元，期限为5年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金拟全部用于归还公司本部及子公司的金融机构借款。

本期中期票据由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、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。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年
GDP (万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续

放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对

进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。

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年以来与城投企业相关的主要政策

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》国办发〔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）	严格按照要求规范的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

资料来源：联合资信综合整理

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

公司是合肥市庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，其经营范围、投资方向及融资能力直接受合肥市和庐江县经济发展状况及财政实力的影响，并与当地发展规划密切相关。

合肥市区域经济

合肥市是安徽省省会，地处中国华东地区，位于长江、淮河之间，环抱巢湖。全市总面积 11445.1 平方公里（含巢湖水面 770 平方

公里），下辖 4 个市辖区（蜀山区、瑶海区、庐阳区、包河区）、1 个县级市（巢湖市）和 4 个县（长丰县、肥东县、肥西县、庐江县）。截至 2018 年底，全市户籍人口 798.0 万人，常住人口 808.7 万人，常住人口城镇化率达到 74.97%。

近年来，合肥市经济持续较快发展。根据 2016—2018 年《合肥市国民经济和社会发展统计公报》，近三年合肥市分别实现地区生产总值 6274.3 亿元、7213.45 亿元和 7822.91 亿元，按可比价格计算，较上年增速分别为 9.8%、8.5% 和 8.5%。2018 年，合肥市第一产业增加值 277.59 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值 3612.25 亿元，同比增长 9.5%；第三产业增加值 3933.07 亿元，同比增长 8.0%；三次产业结构由 2016 年的 4.3:50.7:45.0 调整为 2018 年的 3.9:49.0:47.1，第三产业比重持续提高，产业结构不断优化。2018 年，合肥市人均地区生产总值 97470 元，同比增长 10.19%。

2016—2018 年，合肥市规模以上工业增加值较上年分别增长 9.9%、9.4% 和 11.3%；全市固定资产投资较上年分别增长 11.1%、5.0% 和 7.1%；基础设施投资较上年分别增长 21.1%、25.0% 和 22.9%。

根据合肥市《2019 年 10 月统计月报》，2019 年 1—10 月，合肥市规模以上工业增加值同比增长 8.2%；固定资产投资额同比增长 8.8%。

合肥市财政实力

根据《合肥市财政预算执行情况和财政预算(草案)的报告》，2016—2018 年，合肥市一般公共预算收入逐年增长，2018 年为 1378.33 亿元，同比增长 10.17%；从构成看，税收收

入占比 88.34%，一般预算收入质量好。2018 年，受经营性用地成交量下降影响，合肥市政府性基金收入下降至 659.89 亿元。根据合肥市《2019 年第三季度全市经济运行情况》，2019 年 1—9 月，合肥市财政收入 1178.16 亿元，同比增长 6.6%，其中税收收入 1033.73 亿元，占财政收入的比重为 87.7%。

合肥市近三年政府债务余额均控制在限额内。2018 年地方政府债务限额 1145.80 亿元，其中一般债务 578.31 亿元，专项债务 567.49 亿元。截至 2018 年底，合肥市政府债务余额 836.38 亿元，其中一般债务 390.57 亿元，专项债务 445.81 亿元，政府债务负担较轻。

庐江县区域经济

庐江县位于合肥市南部，全市总面积 2343.7 平方公里，下辖 17 个镇以及 1 个省级经济开发区（庐江经济开发区）。截至 2018 年底，全县户籍人口 120.86 万人，常住人口 100.86 万人，城镇化率达到 49.23%。

2011 年 8 月，经国务院批准，安徽省撤销地级巢湖市，原属地级巢湖市的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。

近年来，庐江县经济持续发展。根据 2016—2018 年《庐江县国民经济和社会发展统计公报》，庐江县近三年分别实现地区生产总值 245.3 亿元、284.9 亿元和 317.7 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 10.1%、7.0%和 8.1%。2018 年，庐江县第一产业增加值 52.2 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 125.2 亿元，同比增长 12.4%；第三产业增加值 140.3 亿元，同比增长 5.1%。三次产业结构由 2016

年的 19.4:45.1:35.5 调整为 2018 年的 16.4:39.4:44.2，第三产业比重持续提高，产业结构不断优化。2018 年庐江县人均地区生产总值 26285 元，按可比价格计算，同比增长 7.8%。

2016—2018 年，庐江县规模以上工业总产值较上年分别增长 12.2%、1.2%和 13.5%；全市固定资产投资较上年分别增长 16.7%、11.1%和 20.8%。

根据《庐江县 2019 年上半年经济运行情况》，2019 年 1—6 月，庐江县实现生产总值 161.6 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.6%。其中，第一产业增加值 18.2 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 58.0 亿元，增长 13.5%；第三产业增加值 85.4 亿元，增长 4.4%。2019 年 1—6 月，庐江县实现固定资产投资 125.17 亿元，同比增长 14.2%，经济运行情况稳中有升。

庐江县财政实力

根据《庐江县财政预算执行情况和财政预算(草案)的报告》，2016—2018 年，庐江县一般公共预算收入逐年增长，2018 年为 33.8 亿元，同比增长 9.9%；从构成看，税收收入占比 94.38%，一般预算收入质量好。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。根据《2019 年 1—11 月份庐江县财政收支运行情况》，2019 年 1—11 月，庐江县一般公共预算收入 34.36 亿元，同比增长 7.3%，其中税收收入 31.04 亿元，占一般公共预算收入的 90.34%。

庐江县近三年政府债务余额均控制在限额内。2018 年底，庐江县政府债务余额 63.76 亿元，其中一般债务 29.55 亿元，专项债务 34.21 亿元；2019 年 6 月底，庐江县政府债务余额 69.65 亿元。整体看，庐江县政府债务负担较轻。

总体看，近年来合肥市及庐江县区域经济持续发展，产业结构不断优化，地方财政实力不断增强，一般公共预算收入保持增长且质量好，公司发展的外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 20.49 亿元，实收资本 20.00 亿元。庐江县财政局持股 97.89%，农发基金持股 2.11%。公司实际控制人为庐江县财政局。

2. 企业规模及竞争力

公司作为庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，主要负责庐江县土地开发整理、安置房、基础设施建设和供水及管道工程业务，在庐江县基础设施投资建设领域具有重要地位。

公司重要子公司为庐江县美江建设有限公司（以下简称“美江公司”）。美江公司主要从事农村基础设施建设业务，其子公司庐江县供水集团有限责任公司（以下简称“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。

除公司外，庐江县另有 3 家重要的县级投资建设主体，各公司职能定位详见下表。

表 3 庐江县其他投资建设主体情况(单位: 亿元)

名称	注册资本	职能定位
庐江县交通投资有限公司	1.00	主要负责庐江县交通基础设施建设
庐江县产业投资有限公司	5.00	主要负责庐江高新区产业类项目投资
庐江县旅游投资发展有限公司	0.50	主要负责庐江县旅游资源的发展、经营和管理

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

总体看，公司在职能定位上与其他投资建设主体区分明确，在业务获取上具有一定的区域垄断优势。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司高级管理人员 4 人，包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 2 人、总经济师 1 人。

夏俊先生，1970 年出生，中共党员，大专

学历。历任庐江县住房和城乡建设局党组副书记、庐江县供水集团有限责任公司董事长，现任公司董事长兼总经理。

高勇先生，1971 年出生，中共党员，本科学历。历任柯坦镇财政所总预算会计、庐江县会计中心核算会计、庐江县财政局人秘科从事财政信息管理和文字材料工作、庐江县财政局人秘科副科长、庐江县财政局人秘科副科长（主持工作）。现任公司总经济师。

截至 2019 年 9 月底，公司本部在职职工 40 人。按教育程度划分，高中及以下 7 人，大专 12 人，本科 21 人；按年龄划分，30 岁以下 10 人，30~50 岁 24 人，50 岁以上 6 人。

总体看，公司高级管理人员相关管理经验丰富，员工综合素质能满足公司现阶段经营发展需求。

4. 外部支持

公司作为庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，在资产划拨和政府补助等方面得到了庐江县人民政府有力支持。

资产划拨

2017 年 5 月，根据《关于对县城市建设投资有限公司资产注入事项的说明》，庐江县人民政府自 2018 年起陆续将账面价值 15.00 亿元的门面房等经营性资产无偿划转给公司。截至 2019 年 9 月底，已划转给公司的经营性资产账面价值 2.10 亿元，计入公司“投资性房地产”科目。

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》，庐江县人民政府将庐江县财政局持有的庐江县美江建设有限公司（以下简称“美江公司”）9.00 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”）2.10 亿元股权（占股 67.74%）无偿划转给公司，计入公司资本公积。同时，庐江县人民政府将金泉公司持有的美江

公司 1.00 亿元股权（占股 9.86%）无偿划转给公司，计入公司“资本公积”科目。

政府补贴

2016—2018 年，公司分别收到庐江县政府补贴 0.32 万元、7818.70 万元、153.30 万元，计入公司“营业外收入”或“递延收益”科目。

总体看，庐江县政府通过资产注入和政府补贴等方式给予了公司有力支持，提升了公司资本实力。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1034012400015780M），截至 2019 年 12 月 9 日，公司本部无未结清的不良以及关注类信贷记录；已结清的信贷记录中，无欠息和不良类贷款记录；近三年有 1 笔关注类贷款，授信机构为国家开发银行。根据国家开发银行股份有限公司安徽省分行出具的说明，该笔贷款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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1034012400055420G），截至 2019 年 12 月 9 日，子公司美江公司无未结清和已结清的欠息、关注类和不良类信贷记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律法规规定制定了《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东会，主要行使决定公司重大事项的职权，但公司合并、分立、解散、增减注册资本以及发行公司债券的决定权在庐江县人民政府。

公司设董事会，由 5 名董事组成，董事会

成员由庐江县人民政府委派或更换。董事会设董事长 1 名，由庐江县人民政府从董事会成员中指派，董事长为公司法定代表人。董事会行使执行股东会的决定、制定公司经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中 3 名监事由庐江县人民政府委派或更换，2 名监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 名，由庐江县人民政府从监事会成员中指派。监事会主要行使检查公司财务、对所有董事和高级管理人员行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘。总经理对董事会负责，主要行使主持公司的经营管理工作、组织实施年度经营计划和投资方案等职权。副总经理及财务负责人由总经理提名，经董事会审议同意后由总经理聘用。

总体看，公司的法人治理结构健全清晰，能够满足经营与管理需要。

2. 管理水平

内部管理方面，本部设办公室、资产运营部、项目前期部、项目工程部、资金管理部和融资部共 6 个职能部门，各司其职，分工协作。公司根据现行的《企业内部控制基本规范》及相关规定建立健全了内部控制制度以符合公司经营管理的需要。

财务管理方面，为加强内部财务管理和会计核算，规范公司内部财务行为，保证公司各项资产的安全，公司制定了《县城投公司财务管理制度》，对货币资金管理、材料及固定资产管理、利润及其分配管理、票据管理、财务审批等方面进行了详细规定，并会根据公司经营管理发展变化的情况进行修订或调整。

工程建设管理方面，为加强公司工程建设管理，严格规范基本建设程序，建立有效的支持、服务和监督、管理机制，确保工程质量、安全、进度、投资等建设目标的实现，公司制定了一系列涉及工程建设的管理办法，对前期工作、设计、进度、质量、工程变更、安全、

工程投资、信息等工程建设各环节做出明确规定。

“三重一大”事项方面，公司制定了《县城投公司落实“三重一大”事项实施办法》，明确了“三重一大”事项的内容和范围，对于重大事项决策、重要人士任免、重要项目安排、大额资金使用与管理等重大事项须集体决策，由董事会、党组会或联席会议研究做出决策，并提前一天报告县第二纪工委。

总体看，公司内部管理制度基本满足公司日常运行与管理的需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，主要负责庐江县土地开发整理、安置房建设、基础设施建设和供水及管道工程业务。

2016—2018年，公司营业收入持续增长，2018年为8.93亿元，较2017年增长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。收入构成方面，2016—2018年，土地开发整理业务收入是公司营业收入的主要来源，土地开发整理业务收入占营业收入比重在90%以上。2016—2018年，受庐江县土地出让面积较多影响，公司土地开发整理收入持续增长，2018年为8.11亿元；受项目结算进度影响，公司基础设施建设业务收入波动较大，2018年为1067.72万元；公司房产租售收入快速下滑，主要系自2015年7栋商住楼销售完成并结转收入后，剩余写字楼售价低，且销售较少所致，2018年公司未确认房产租售收入；2018年，公司新增供水及管道工程收入6456.54万元，来自当年纳入公司合并范围的美江建设子公司供水集团。公司其他业务包括物业管理等业务，2018年实现收入619.37万元。

表4 2016—2018年及2019年1—9月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	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	59749.48	97.07	80.60	62014.26	98.14	92.97	81126.23	90.88	77.16	96083.13	83.15	50.30
基础设施建设	11.73	0.02	100.00	--	--	--	1067.72	1.20	100.00	--	--	--
房产租售	1356.69	2.20	17.17	575.41	0.91	19.96	--	--	--	249.09	0.22	36.26
供水及管道工程	--	--	--	--	--	--	6456.54	7.23	16.52	19089.00	16.52	20.01
其他业务	433.93	0.70	-59.58	601.31	0.95	-20.35	619.37	0.69	-20.48	128.07	0.11	55.65
合计	61551.83	100.00	78.22	63190.98	100.00	91.22	89269.85	100.00	72.37	115549.29	100.00	45.27

注：分项加总不等于合计数系四舍五入造成

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018年，受出让的土地拆迁成本波动影响，公司土地开发整理业务毛利率有所波动，分别为80.60%、92.97%和77.16%；基础设施项目建设业务将项目管理费确认为当期收入，因此毛利率维持在100.00%；2017—2018年，房产租售业务毛利率变化不大，2018年为19.96%；2018年，供水及管道工程业务毛利率为16.52%。同期，公司综合毛利率有所波动，分别为78.22%、91.22%和72.37%。

2019年1—9月，公司实现营业收入11.55亿元，相当于2018年全年营业收入的129.44%，其中，土地开发整理和供水及管道工程为公司主要收入来源。2019年1—9月，受出让的土地拆迁成本升高影响，公司土地开发整理业务毛利率下降至50.30%；供水及管道工程业务毛利率小幅增长至20.01%。受到上述因素综合影响，2019年1—9月，公司综合毛利率下降至45.27%。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地开发整理

公司土地开发整理业务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），公司按有关规定审核支付庐江县城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。

在实际操作中，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2019年9月底，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。

2016—2018年以及2019年1—9月，公司整理并由庐江县政府完成出让的土地面积分别为219.11亩、143.22亩、180.28亩和246.46亩，分别确认土地整理收入5.97亿元、6.20亿元、8.11亿元和9.61亿元。

表5 2016—2018年及2019年1—9月公司土地出让情况（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
2019年1—9月	246.46	住宅	390.00	96083.13

截至2019年9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2900亩），累计投资46.61亿元，累计收到土地整理回款21.47亿元；公司整理完成并出让的土地合计1154.91亩，剩余可出让土地储备4126.09亩。

总体看，公司可供出让用地储备充足，是未来业务发展的重要保障，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，且公司整理完成后的土地未缴纳相关规费，均由庐江县财政代为垫付，导致公司实际土地整理收入及利润将小于其报表值。

安置房建设

安置房建设由公司本部负责。公司作为安置房建设的项目业主，通过自有资金和外部融资筹措建设所需资金，在安置房建成后，公司负责将安置房定向分配给待安置的棚户区拆迁户。安置房的建设资金平衡主要来自土地出让金返还及未来安置房销售收入。

截至2019年9月底，公司在建的安置房共计5个，预算总投资36.35亿元，已完成投资19.20亿元，其中越城南路片区安置房和三中片区安置房项目为公司发行的“15庐江城投债/15庐江债”的募投项目，城西新区三期安置房为公司发行的“18庐江城投债/18庐江债”的募投项目；公司未来拟建的安置房项目为高建新村二期项目，预计总投资17.00亿元。公司在建及拟建的安置房项目未来需投资34.15亿元，存在一定的对外融资压力。

表6 截至2019年9月底公司主要建设安置房情况（单位：万元、%）

项 目	建设期间	预算总投资	已投资额	未来投资计划		
				2019年10—12月	2020年	2021年
越城南路片区安置房	2013.2—2019.12	83200.00	50110.09	--	16000.00	17090.00
三中片区安置房	2012.12—2018.12	63000.00	56458.42	--	6500.00	--
城西新区三期安置房	2017.6—2020.12	115600.00	39144.30	5000.00	60000.00	11456.00
汤池双墩安置房	2015.12—2019.12	64633.00	31803.09	2000.00	31830.00	--
朱墩三期安置房	2018.11—2021.4	37043.00	14475.98	2000.00	10000.00	10568.00
合计	--	363476.00	191991.88	9000.00	124330.00	39114.00

注：受征地拆迁进度影响，公司安置房建设进度未按预期推进

资料来源：公司提供

基础设施项目建设业务

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%。

2016—2017年，由于公司代建的基础设施

未能达到与政府结算标准，基础设施建设收入处于低水平。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。2019年1—9月，公司未确认基础设施建设收入。截至2019年9月底，公司存货中已完工但未结算的基础设施项目账面价值1.69亿元。

截至2019年9月底，公司主要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，总投资11.20亿元，已完成投资4.47亿元，未来尚需投资6.73亿元；拟建基础设施项目为文昌路二期（兆河路-邓湖路）项目，计划总投资3.25亿元。

表7 截至2019年9月底公司主要在建基础设施项目情况（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10—12月	2020年	2021年
沙溪东路（内环东路-经五路）新建工程	3600.00	2017.1-2019.12	252.00	200.00	2788.00	360.00
湖岗路建设工程	3258.00	2017.5-2019.1	1127.00	200.00	1611.00	320.00
兆河路（北纬一路-文昌路）改建工程	1922.00	2016.6-2019.2	242.00	200.00	1290.00	190.00
北纬一路	6030.00	2016.7-2018.11	1092.00	400.00	3938.00	600.00
礞桥路	4183.00	2016.2-2018.12	504.00	300.00	2979.00	400.00
矾矿矿区服务设施及路网项目	5000.00	2016.1-2018.12	4076.00	--	934.00	--
邓湖路道路建设工程项目	1300.00	2017.5-2018.12	1237.00	--	63.00	--
沙溪路工程项目	1200.00	2017.8-2018.12	377.00	200.00	623.00	--
新二中项目	85500.00	2018.8-2020.5	35800.00	2000.00	45000.00	2700.00
合计	111993.00	--	44707.00	3500.00	59226.00	4570.00

注：受征地拆迁进度影响，公司部分基础设施建设进度未按预期推进

资料来源：公司提供

总体看，公司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。

房地产开发

公司的房地产开发业务主要由子公司庐江县城置业业有限公司（以下简称“庐江置业”）负责。庐江置业开发的唯一一个商业地产项目是东方水岸商住小区，该项目已于2017年销售完毕，2016—2017年，公司房产销售业务结转收入分别为0.14亿元和0.06亿元，2018年公

司未确认房产租售收入。2019年，公司将东方水岸商住小区部分写字间用于出租，可租赁面积2.36万平方米，单位面积租金15.00元/平方米·月。2019年1—9月，写字间出租率达到89.74%，公司收到租金249.09万元，确认为房产租售收入。

截至2019年9月底，公司无在建的商品房项目；拟建的房地产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，公司房地产业务规模较小，拟建项目将存在一定投资支出压力。

供水及管道工程

公司供水及管道工程业务由子公司庐江县供水集团有限责任公司（以下简称“供水集团”）负责。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、泵站运维等职责，具有很强的区域专营优势。

截至2019年9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，设计供水能力4.50万立方米/日，管网总长度为255.66公里，2019年1—9月实际供水量为1495.10万立方米，售水量1121.33万立方米，管网漏损率为12.10%。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，总面积693.7平方公里，供水人口8.0万人。其中，张院水厂设计供水能力2.50万立方米/日，管网总长度为165.35公里，2019年1—9月实际供水量为229.50万立方米，售水量126.20万立方米，

管网漏损率为33.20%；虎洞水厂设计供水能力0.50万立方米/日，管网总长度为126.50公里，2019年1—9月实际供水量为216.00万立方米，售水量118.80万立方米，管网漏损率为36.00%。

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（其中水费收入0.27亿元，管道工程费用0.38亿元），毛利率为16.52%。

根据《庐江县城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9月底，公司在建水厂3座，设计供水能力合计12.50万立方米/日，总投资合计8.30亿元，已投资5.35亿元，未来尚需投资2.95亿元；拟建水厂3座，设计供水能力合计7.00万立方米/日，总投资合计7.16亿元。

表8 截至2019年9月底公司在建及拟建水厂情况（单位：万立方米、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	截至2019年9月底已投资
在建项目					
庐城新水厂（一期）	庐城、白湖、汤池、石头等镇	10.00	49.50	28900.00	21000.00
张院水厂二期	泥河、罗河等镇	1.50	14.50	31130.00	19000.00
虎洞水厂二期	柯坦、乐桥等镇	1.00	12.50	23000.00	13500.00
拟建项目					
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	53500.00

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，存在一定投资支出压力；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规划对中心城区内土地以及县域内重点市政工程项目进行投资开发建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内二级公司共 5 家。2017 年，公司合并范围无变化；2018 年，公司合并范围新增美江公司和金泉公司 2 家二级公司，系股权划拨获得；2019 年 1—9 月，公司合并范围无变化。近年来，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，以下财务分析以 2018 年度数据为主。

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 9 月底，公司资产总额 151.55 亿元，所有者权益 95.38 亿元（含少数股东权益 252.87 万元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 11.55 亿元，利润总额 5.04 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 24.63%。2018 年底，公司资产总额 141.16 亿元，较 2017 年底增长 52.25%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。近年来，公司流动资产比重基本保持稳定，2018 年底为 96.49%，资产结构以流动资产为主。公司主要资产构成详见下表。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.12	6.50	8.25	8.58	22.92	15.67	12.91	8.52
应收账款	5.79	6.14	6.79	7.06	8.66	5.92	15.10	9.96
其他应收款	17.30	18.37	11.22	11.68	27.90	19.07	27.41	18.09
存货	61.75	65.56	66.67	69.38	81.40	55.64	87.78	57.92
流动资产	91.00	96.61	92.93	96.71	141.16	96.49	143.41	94.63
非流动资产	3.19	3.39	3.16	3.29	5.14	3.51	8.14	5.37
资产总额	94.19	100.00	96.09	100.00	146.30	100.00	151.55	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 24.55%。2018 年底，公司流动资产 141.16 亿元，较 2017 年底增长 51.89%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2016—2018 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 93.51%。2018 年底，公司货币资金 22.92 亿元，较 2017 年底增长 177.91%，主要系公司合并范围扩大以及发行 13.00 亿元企业债券所致。公司货币资金包括银行存款 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。

2016—2018 年，公司应收账款年均复合增长 22.36%。2018 年底，公司应收账款 8.66 亿元，较 2017 年底增长 27.62%，主要系应收庐江县财政局的款项增长所致。公司应收账款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。

2016—2018 年，公司其他应收款波动中有所增长。2018 年底，公司其他应收款 27.90 亿元，较 2017 年底增长 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 10 2018 年底公司其他应收款前五名明细
(单位：亿元、%)

债务人名称	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

公司存货主要由土地使用权、土地开发整理成本和受托建设项目成本构成。2016—2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长 14.81%。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。2018 年底，公司存货由土地使用权（32.06 亿元），土地开发整理成本（37.47 亿元）和受托建设项目成本（11.39 亿元）构成，未计提跌价准备。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

2016—2018 年，公司非流动资产有所波动。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。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产持续下降，年均复合下降 12.71%。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（4000.00 万元）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。

2016—2018 年，公司投资性房地产基本保持稳定。2018 年底，公司投资性房地产 1.78 亿元，较 2017 年底增长 6.66%，主要系庐江县人民政府将经营性资产无偿划转给公司所致，投资性房地产全部为房屋和建筑物。

2019 年 9 月底，公司资产总额 151.55 亿元，较 2018 年底变化不大，其中流动资产占 94.63%，非流动资产占 5.37%。2019 年 9 月底，公司流动资产 143.41 亿元，较 2018 年底变化不大，其中货币资金 12.91 亿元，较 2018 年底下降 43.66%，主要系支付建设资金以及偿还债务所致；应收账款 15.10 亿元，较 2018 年底增长 74.33%，主要系应收庐江县财政局的土地出让回款增加所致；存货 87.78 亿元，较 2018 年底增长 7.84%，主要系土地开发整理和受托建设项目成本增长所致。2019 年 9 月底，公司非流动资产 8.14 亿元，较 2018 年底增长 58.33%，主要系在建工程增长所致。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月底，公司受限资产合计 19.51 亿元，包括货币资金 1.00 亿元、土地使用权 17.67 亿元、投资性房地产 0.84 亿元，受限资产占总资产的比重为 12.87%，资产受限比例一般。

总体看，近年来公司资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大。受政府回购和支付进度影响，存货变现及应收类款项回收周期较长，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.76%。2018 年底，公司所有者

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%。

权益 89.81 亿元，同比增长 25.47%，主要系资本公积增长所致；公司所有者权益中，实收资本占 22.28%，资本公积占 46.06%，盈余公积占 3.15%，未分配利润占 28.52%。

2016—2018 年，公司实收资本均为 20.00 亿元；2018 年底资本公积由 27.64 亿元增至 41.35 亿元，主要系金泉公司和美江公司股权于 2018 年被无偿划拨给公司所致；公司未分配利润有所增长，年均复合增长 21.20%，2018 年为 25.61 亿元。

2019 年 9 月底，公司所有者权益 95.35 亿元，规模及构成较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益近年来保持增长，其中资本公积与实收资本占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 44.13%。2018 年底，公司负债总额 56.49 亿元，较 2017 年底增长 130.45%，主要系长期借款和应付债券增长所致。从构成上看，公司负债以非流动负债为主，2018 年底，公司流动负债占 34.28%，非流动负债占 65.72%。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 75.89%。2018 年底，公司流动负债 19.37 亿元，较 2017 年底增长 88.63%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款（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%）构成。

2016—2018 年，公司应付账款有所波动，2018 年底为 3.44 亿元，较 2017 年底增长 35.12%，主要系应付工程款增长所致。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 191.02%。2018 年底，公司其他应付款为 1.96 亿元，较 2017 年底增长 14.43%，主要系应付往来款增长所致。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。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动

负债持续增长，年均复合增长 418.98%，2018 年底为 13.47 亿元，较 2017 年底增长 128.17%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。2018 年底，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、一年内到期的应付债券 2.00 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债波动中有所增长，2018 年底为 37.12 亿元，较 2017 年底增长 160.59%，主要系长期借款、应付债券增长所致。从构成上看，公司非流动负债主要由长期借款（占 37.88%）、应付债券（占 50.91%）和长期应付款（占 9.10%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动中有所增长。2018 年底，公司长期借款为 14.06 亿元，较 2017 年底增加 11.52 亿元，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。

2016—2018 年，公司应付债券波动中有所增长。2018 年底，公司应付债券 18.90 亿元，较 2017 年底增长 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。

2016—2018 年，公司长期应付款有所波动。2018 年底，公司长期应付款 3.38 亿元，较 2017 年底增长 14.79%，长期应付款全部为中国农发重点建设基金，已纳入长期债务核算。

2019 年 9 月底，公司负债总额 56.17 亿元，较 2018 年底变化不大，从构成上看，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占比上升至 82.38%。2019 年 9 月底，公司流动负债 9.90 亿元，较 2018 年底下降 48.90%，主要系一年内到期的非流动负债下降导致。公司其他应付款 2.81 亿元，较 2018 年底增长 43.25%，主要系往来款增长所致；一年内到期非流动负债 3.46 亿元，较 2018 年底减少 10.01 亿元，主要系偿还一年内到期的长期借款所致。2019 年 9 月底，公司非流动负债 46.28 亿元，较 2018 年底增长 24.66%，其中，长期借款 18.53 亿元，较 2018 年底增长 31.74%；应付债券 23.38 亿元，

较 2018 年底增长 23.69%，主要系 2019 年 3 月公司发行“19 庐江城投 MTN001”所致。2019 年 9 月底，公司存续债券情况详见下表。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司存续债券情况
(单位: 亿元、%)

债券名称	债券余额	票面利率	到期日
15 庐江城投债	6.00	6.70	2022/4/26
18 庐江城投债	13.00	5.89	2025/5/2
19 庐江城投 MTN001	4.50	5.05	2024/3/12

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动中有所增长。2018 年底，受长期借款和应付债券明显增长影响，公司全部债务 49.81 亿元，较 2017 年底增长 157.19%；公司有息债务结构以长期债务为主，2018 年底占全部债务的比重为 72.96%。2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均波动中有所上升，2018 年底分别为 38.61%、35.68%和 28.81%。

2019 年 9 月底，公司全部债务 48.96 亿元，较 2018 年底略有下降，其中短期债务和长期债务分别占 35.38%和 64.62%。2019 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 37.07%和 33.92%，较 2018 年底均略有下降；长期债务资本化比率为 32.30%，较 2018 年底有所上升。

表 12 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	2.50	5.90	13.47	3.46
长期债务	20.93	13.46	36.34	45.50
全部债务	23.43	19.37	49.81	48.96
长期债务资本化比率	23.81	15.83	28.81	32.30
全部债务资本化比率	25.91	21.30	35.68	33.92
资产负债率	28.87	25.51	38.61	37.07

注: 长期应付款中有息部分调至长期债务核算

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

根据公司提供资料，2019 年 10—12 月、2020 年、2021 年和 2022 年公司到期债务规模

分别为 2.21 亿元、8.78 亿元、7.66 亿元和 8.27 亿元，未来三年到期债务规模相对稳定。

整体看，近年来公司债务规模波动中有所增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 20.43%，2018 年为 8.93 亿元，较 2017 年底增长 41.27%，主要系土地开发整理业务收入和供水及管道工程业务收入增长所致。2016—2018 年，公司营业成本有所波动，2018 为 2.47 亿元。2016—2018 年，公司营业利润率有所波动，分别为 77.93%、91.05% 和 72.29%。

公司期间费用以财务费用为主，2016—2018 年保持增长，主要系财务费用（利息支出）增长所致。2018 年底，公司期间费用为 1.16 亿元。同期，期间费用占营业收入的比重变化不大，分别为 11.43%、11.38%和 12.96%。2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.32 亿元、0.42 亿元和 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；公司利润总额分别为 3.78 亿元、4.61 亿元和 4.53 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动中有所下降，2018 年分别为 4.04%和 5.03%。

表 13 2016—2018 年公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	6.16	6.32	8.93
营业利润	3.78	4.61	4.53
期间费用	0.70	0.72	1.16
利润总额	3.78	4.61	4.54
营业利润率	77.93	91.05	72.29
总资产收益率	4.95	5.81	4.04
净资产收益率	5.63	6.40	5.03

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 11.55 亿元，相当于 2018 年全年的 129.44%；利润总

额 5.04 亿元；营业利润率为 45.20%。

总体看，近年来受土地开发整理业务收入和供水及管道工程业务收入增长的影响，公司营业收入持续增长，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。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量持续下降，分别为 13.89 亿元、13.18 亿元和 9.11 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.03 亿元、5.30 亿元和 7.55 亿元；2016—2018 年，公司现金收入比分别为 81.76%、83.92%和 84.61%，收入实现质量一般。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金持续下降，分别为 8.77 亿元、6.20 亿元和 3.95 亿元。此外，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要是与政府部门和关联方之间往来款，近年来规模有所波动。2016—2018 年，公司经营性活动现金流量净额分别为 0.83 亿元、6.53 亿元和 2.26 亿元。

表 14 2016—2018 年公司现金流情况(单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	13.89	13.18	9.11
经营活动现金流出量	13.06	6.65	6.85
经营活动净现金流	0.83	6.53	2.26
投资活动净现金流	0.01	-0.03	4.61
筹资活动净现金流	2.52	-4.38	5.95
现金收入比	81.76	83.92	84.61

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动主要体现为收回投资收到的现金和投资支付的现金。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。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.01 亿元、-0.03 亿元和 4.61 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动较大，主要来自取得借款和发行债券收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出有所波动，2018 年为 7.30 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额波动较大，分别为 2.52 亿元、-4.38 亿元和 5.95 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额-3.64 亿元，现金收入比为 0.05%；投资活动现金流量净额-2.40 亿元；筹资活动现金流量净额-3.96 亿元。

总体看，近年来公司收入实现质量一般，经营活动现金持续净流入；2018 年，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。公司未来在建及拟建项目投资规模较大，并存在偿付债务本息的资金需求，公司仍存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016—2018 年，公司流动比率持续下降，速动比率有所波动，2018 年底分别为 728.86%和 308.57%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比率分别为 13.24%、63.64%和 11.69%，对流动负债的保障能力较差。2019 年 9 月底，公司现金类资产为 12.91 亿元，相当于短期债务的 3.73 倍，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 4.55 亿元、5.37 亿元和 5.75 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 5.16 倍、3.60 倍和 8.66 倍；EBITDA 利息倍数分别为 6.44 倍、7.64 倍和 5.16 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 9 月底，公司在各家金融机构获得综合授信额度 52.44 亿元，未使用额度为 19.38 亿元，公司间接融资渠道比较畅通。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

考虑到公司在庐江县基础设施投资建设

领域具有重要地位并持续获得地方政府有力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额118.61亿元，较2017年底增长23.89%。其中，流动资产102.18亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产16.43亿元，主要由长期股权投资构成。2019年9月底，母公司资产总额124.89亿元，规模及构成较2018年底变化不大。

2018年底，母公司所有者权益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%，母公司所有者权益稳定性较强。2019年9月底，母公司所有者权益94.75亿元，规模及构成较2018年底基本保持稳定。

2018年底，母公司负债总额29.15亿元，同比增长20.61%。其中，流动负债8.13亿元，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21.02亿元，主要由应付债券构成。母公司2018年底资产负债率24.58%，较2017年底变化不大。2019年9月底，母公司负债总额30.14亿元，较2018年底增长3.39%。其中，流动负债3.42亿元，较2018年底下降57.99%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致；非流动负债26.72亿元，较2018年底增长27.13%，主要系应付债券增长所致。母公司资产负债率较2018年底小幅下降至24.13%。

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。2019年1—9月，母公司实现营业收入9.60亿元；营业成本为4.78亿元；利润总额为4.51亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模3.5亿元，相当于2019年9月底公司长期债务的7.69%，全部债务的7.15%。考虑到本期中期票据募集资金

将全部用于归还公司本部及子公司的金融机构借款，其发行对公司的债务规模实际影响不大，对公司的债务结构将产生一定影响。

2019年9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37.07%、33.92%和32.30%。以2019年9月底的财务数据为基础，不考虑其他因素影响，本期中期票据发行后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至38.49%、35.48%和33.94%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于归还公司本部及子公司的金融机构借款，预计在其发行后公司债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模的3.97倍、3.77倍和2.60倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模的0.24倍、1.87倍和0.65倍，公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模的1.30倍、1.54倍和1.64倍。总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

3. 增信措施

本期中期票据由兴泰控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具体为到本期中期票据兑付日，如公司不能全部履行本期中期票据责任，兴泰控股承担担保责任，担保范围包括本期中期票据本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。担保期限为本期中期票据的存续期及到期日起两年。

2016—2018年，兴泰控股经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模的36.83倍、25.56倍和21.23倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模的6.17倍、1.49倍和4.93倍；EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模的3.87倍、5.53倍和6.52倍。总体看，兴泰控股经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力极强，经营活动现金流量净额及EBITDA对本

期中期票据的保障能力强。

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，其担保实力极强，可有效增强本期中期票据的偿付保障能力。（详情请见附件 7）

十、结论

公司是庐江县主要的土地开发整理、安置房及基础设施建设和水务投资运营主体，在庐江县基础设施投资建设领域具有重要地位。庐江县作为合肥市城市副中心城区，近年来经济持续发展，产业结构不断优化，地方财政实力不断增强，公司外部发展环境良好；地方政府在资产注入和政府补贴方面给予公司有力支持。

近年来，公司资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大。受政府回购和支付进度影响，存货变现及应收类款项回收周期较长，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。公司所有者权益近年来保持增长，所有者权益稳定性较好。公司债务规模波动中有所增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻。公司营业收入持续增长，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。考虑到公司在庐江县基础设施投资建设领域具有重要地位并持续获得地方政府有力支持，公司整体偿债能力很强。

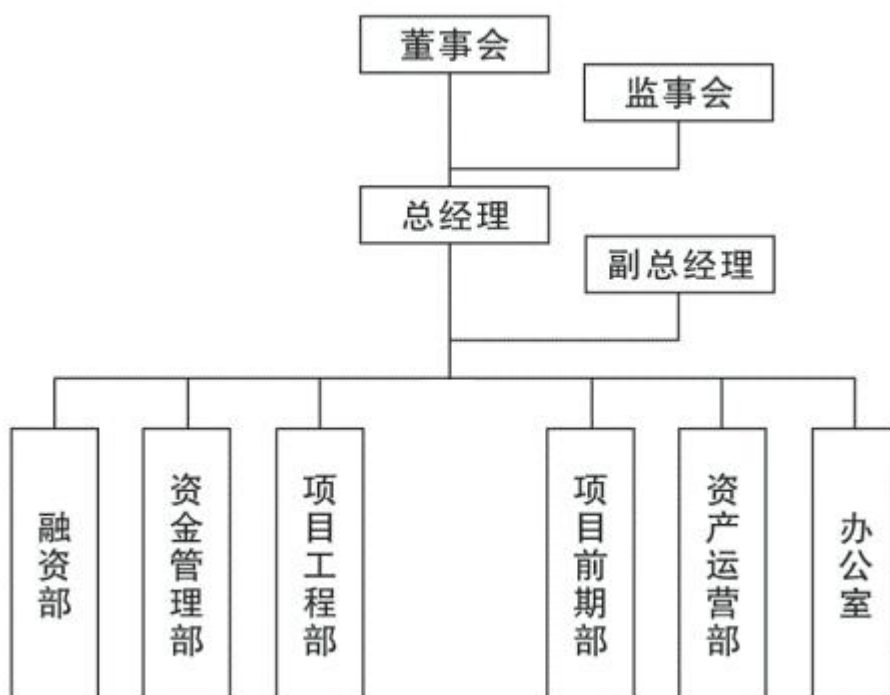
本期中期票据由兴泰控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效保障了本期中期票据的按期偿付。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内二级公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司全称	主要业务	注册资本	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 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.12	8.25	22.92	12.91
资产总额（亿元）	94.19	96.09	146.30	151.55
所有者权益（亿元）	66.99	71.58	89.81	95.38
短期债务（亿元）	2.50	5.90	13.47	3.46
长期债务（亿元）	20.93	13.46	36.34	45.50
全部债务（亿元）	23.43	19.37	49.81	48.96
营业收入（亿元）	6.16	6.32	8.93	11.55
利润总额（亿元）	3.78	4.61	4.54	5.04
EBITDA（亿元）	4.55	5.37	5.75	--
经营性净现金流（亿元）	0.83	6.53	2.26	-3.64
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	0.05
营业利润率（%）	77.93	91.05	72.29	45.20
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	32.30
全部债务资本化比率（%）	25.91	21.30	35.68	33.92
资产负债率（%）	28.87	25.51	38.61	37.07
流动比率（%）	1453.66	905.13	728.86	1449.03
速动比率（%）	467.24	255.82	308.57	562.13
经营现金流动负债比（%）	13.24	63.64	11.69	--
现金短期债务比（倍）	2.45	1.40	1.70	3.73
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 年三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 4 主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.90	8.10	15.83	7.33
资产总额（亿元）	93.75	95.74	118.61	124.89
所有者权益（亿元）	66.95	71.57	89.46	94.75
短期债务（亿元）	2.22	1.23	4.68	1.27
长期债务（亿元）	20.93	13.46	23.18	28.95
全部债务（亿元）	23.15	14.70	27.87	30.23
营业收入（亿元）	6.00	6.23	8.16	9.60
利润总额（亿元）	3.79	4.62	4.40	4.51
EBITDA（亿元）	4.52	5.34	5.66	--
经营性净现金流（亿元）	0.81	6.59	1.70	-8.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.04	0.99	1.09	--
存货周转次数（次）	0.02	0.01	0.03	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.08	--
现金收入比（%）	80.95	83.74	82.54	0.00
营业利润率（%）	79.97	92.44	76.86	50.26
总资本收益率（%）	4.94	6.13	4.33	--
净资产收益率（%）	5.65	6.45	4.92	--
长期债务资本化比率（%）	23.82	15.83	20.58	23.41
全部债务资本化比率（%）	25.70	17.04	23.75	24.19
资产负债率（%）	28.59	25.25	24.58	24.13
流动比率（%）	1555.96	940.58	1256.91	3166.39
速动比率（%）	504.38	268.84	422.99	1007.54
经营现金流动负债比（%）	13.81	66.36	20.92	--
现金短期债务比（倍）	2.66	6.58	3.38	5.76
全部债务/EBITDA（倍）	5.13	2.75	4.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.74	7.97	8.45	--

注：1.公司 2019 年三季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算

附件 5 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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 7 担保方兴泰控股主动评级报告

联合资信评估有限公司关于 庐江县城市建设投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

庐江县城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

庐江县城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，庐江县城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注庐江县城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现庐江县城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如庐江县城市建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与庐江县城市建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

一、担保方主体信用风险分析

1. 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，经根据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。2002年5月24日，合肥市委、市政府印发《合肥市国有资本营运体系总体方案》（合发〔2002〕19号），决定在合肥市兴泰投资有限公司的基础上组建以金融资本运作为特征的合肥兴泰投资控股有限公司，并将合肥市政府、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授予其经营，同期注册资本增至人民币8.72亿元。2004年2月25日，经一届四次董事会决议通过和合肥市国资委同意更名为“合肥兴泰控股集团有限公司”，并于2004年3月16日完成相关工商变更登记手续。2012年7月，根据第一届董事会第十三次会议决议，经合肥市国资委批复同意和修改后的章程规定，兴泰控股将资本公积和未分配利润转增实收资本，注册资本增至人民币20.00亿元。2015年3月，合肥市委、市政府办公厅印发《合肥市国有资本营运机构调整方案》，根据合肥市国资国企改革的整体部署，对合肥市国有资本运营机构进行调整，形成基础设施建设、产业及地方金融三大控股集团，以提升国有资产的整体水平和综合实力；公司作为地方金融控股集团将注册名称变更为现名；同期，合肥市财政局和商务局划拨子公司增资款10.47亿元；合肥市国资委将合肥国控建设融资担保有限公司（以下简称“国控担保”）和合肥国控小额贷款

有限公司（以下简称“国控小贷”）无偿划拨转入兴泰控股。2016年1月，根据合肥市国企改革要求，合肥市国资委将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，分别增加资本公积8.97亿元和2.10亿元。2017年，合肥市国资委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，分别增加资本公积24.26亿元和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5.81亿元转增实收资本，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，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股份有限公司增资款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。截至2019年9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（100%持股）。

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9月底，兴泰控股设有办公室、投资发展部、计划财务部、人力资源部、审计稽核部、信息管理部、金融研究所、驻京招商联络处和专家委员会9个职能部门。

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9月底，兴泰控股（合并）

资产总额为 490.97 亿元，所有者权益合计为 184.21 亿元（其中少数股东权益 27.15 亿元）。2019 年 1—9 月，兴泰控股合并口径实现营业收入 24.26 亿元，利润总额 11.99 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。

2. 政府支持

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国控担保、国控小贷、合肥城建和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。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。

3. 法人治理结构

兴泰控股是经合肥市国资委批准组建的

国有独资公司，是国家授权的控股经营公司，合肥市国资委作为兴泰控股的唯一出资者，以其出资额为限承担有限责任。兴泰控股不设股东会，由合肥市国资委授权董事会行使股东会部分职权，决定重大事项。兴泰控股设董事会，董事会由 5 名董事组成，每届任期 3 年，可以连任。董事会成员由合肥市国资委委派和更换。董事会设董事长 1 名，由合肥市国资委从董事会成员中指定。董事会在国资委授权范围内行使股东会部分职权，依法审议和决定重大事项。

兴泰控股监事会由 3 名监事组成，其中职工代表 1 名；职工代表按照有关法律、行政法规的规定由职工民主选举产生。其余监事由授权方委派，监事会主席由授权方指定。监事每届任期 3 年。

兴泰控股设总经理 1 名，副总经理 3 名，经合肥市国资委批准同意，董事会成员可以兼任经理。经理对董事会负责，负责日常经营管理工作，组织实施董事会决议并向董事会报告工作。

4. 管理体制

兴泰控股根据自身实际情况，在财务管理、资金管理、投资管理和担保管理等方面建立了较规范的内部管理制度。

财务和资金管理方面，兴泰控股制定了《公司资金管理和财务开支审批暂行办法》《公司财务处理程序规定》《公司会计政策》《公司临时资金调度暂行办法》等具体财务管理规定，并在经营过程中严格执行，以强化业务规范和内部管理，严格控制成本支出，提高整体经济效益水平。

投资管理方面，兴泰控股制定了《投资管理制度》和《合肥兴泰控股集团有限公司成员企业短期投资暂行规定》等，重点做好投资管理的制度制定、机构设置、人员管理、原作流程和监督考核。

担保管理方面，兴泰控股制定了《合肥

兴泰控股集团有限公司对外担保暂行办法》，规范担保申请审核手续、担保合同审查和担保履行期间管理，实行较为严格的担保审批管理。

总体看，兴泰控股作为合肥市国资委直接管理的国有企业，内部管理严格，管理风险较低。

5. 经营分析

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、招投标服务等业务；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，是公司主业毛利润的主要构成。

2016—2018年，兴泰控股营业收入波动下降，2018年的下降主要系合肥城建结转收

入规模较小所致。2018年，兴泰控股实现营业收入37.75亿元，同比下降14.63%；从构成看，房地产开发业务、金融服务业务、保安服务业务、招投标服务收入和其他主营业务分别占营业收入的52.19%、20.03%、12.50%、10.91%和3.42%；其中房地产开发业务收入规模同比下降28.10%；金融服务业务收入同比下降8.25%。

毛利率方面看，2016—2018年，兴泰控股综合毛利率持续上升，分别为37.74%、42.85%和55.79%。2018年，公司房地产开发业务毛利率同比增加19.63个百分点，其他主营业务毛利率为负。

2019年1—9月，兴泰控股实现营业收入24.26亿元，毛利率为62.40%。

整体看，近年来，受金融服务和房地产开发业务影响，兴泰控股营业收入规模呈现波动态势，盈利水平不断上升，整体盈利能力强。

表1 兴泰控股营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	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	52.19	46.35
金融服务业务	7.83	19.20	97.96	8.24	18.63	95.39	7.56	20.03	98.41
保安服务业务	2.95	7.23	32.20	3.99	9.02	26.32	4.72	12.50	22.67
招投标服务业务	2.64	6.47	57.58	3.48	7.88	58.17	4.12	10.91	63.35
其他主营业务	0.77	1.90	66.23	1.11	2.51	62.16	1.29	3.42	-10.08
合计	40.78	100.00	37.74	44.22	100.00	42.85	37.75	100.00	55.79

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（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。合肥城建成立于1999年，注册资本3.20亿元，原第一大股东为合肥市国有资产控股有限公司（以下简称“合肥国控”，原持有合肥城建57.89%股份），于2008年在深圳证券交易所上市（股票代码：002208.SZ）。根据合肥市国资调整计划，兴泰

控股通过从合肥国控处无偿划入合肥城建57.89%的股份（2016年3月18日，在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理过户登记手续）和在二级市场增持合肥城建0.01%的股份，共计持有合肥城建57.90%的股份（无质押），对合肥城建形成实际控制。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9月底，合肥城建资产总额155.69亿元，所有者权益20.40亿元；2019年1—9月实现营业收入9.80亿元，净利润1.75亿元。

2017年以来，受合肥市房地产政策调控影响，楼市呈现量缩价稳的特征；合肥城建在售项目所在地中，蚌埠市及宣城市房产交易较为活跃，市区商品房成交价格同比增长近20%。2018年，受房地产市场调控及房企资金收紧影响，合肥城建新增投资金额有所回落，开工面积较上年也有较大幅度下降。截至2019年3月底，合肥城建在建项目总投资合计195.41亿元，已累计投资99.66亿元。未来其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、%)

项目	项目状态	权益比例	可售面积	销售进度	投资进度
合肥琥珀名城(和园)	竣工	100.00	27.12	99.85	100
合肥琥珀五环城	竣工	100.00	44.48	93.75	100
合肥瑞安家园	竣工	100.00	24.60	98.74	100
肥东琥珀庄园	竣工	100.00	13.63	99.85	100
广德琥珀新天地	竣工	100.00	15.24	98.03	100
肥东琥珀名郡	在建	65.00	39.03	94	60
蚌埠琥珀新天地	在建	100.00	48.64	95	73
宣城琥珀新天地	在建	100.00	22.46	98	57
巢湖琥珀新天地	在建	80.00	25.25	95	68
三亚琥珀假日天地	在建	51.00	10.44	26	24
琥珀蜀熙府	在建	100.00	12.80	80	74
琥珀御宾府	在建	100.00	25.86	25	67
琥珀东华府	在建	100.00	19.36	5	73

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 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”)。兴泰租赁成立于2004年3月，由兴泰控股作为主发起人出资

设立，是安徽省内首家经商务部、国家税务总局批准的第二批全国内资融资租赁业务试点企业和合肥市国资委重点监管企业；兴泰租赁主要经营范围包括融资性租赁业务、信用担保、资信调查及咨询服务、财务顾问等；服务领域涵盖社会公共事业、装备制造、交通运输、医疗设备、高新技术、印刷传媒和建筑建材等诸多行业，主要服务对象为安徽省内企事业单位。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%，新增业务以省外项目为主。从模式来看，2018年兴泰租赁新增28笔融资租赁业务，包括直租业务0.12亿元和售后回租业务14.76亿元；新增10笔保理业务，投放金额1.96亿元；无新增委托贷款业务。2017年以来，兴泰租赁的客户集中度显著下降。

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，较上年底下降3.09%，委托贷款余额为0.22亿元，较上年底减少63.91%。随着存量中小客户信用风险逐步暴露，兴泰租赁资产质量向下迁徙压力依然较大，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。同期兴泰租赁加强不良资产的催缴力度，部分不良类应收融资租赁款因债务人还款情况好转而转入关注类，但仍存在较大的清收压力。

表3 近三年兴泰租赁债权类资产质量变化情况
(单位: 亿元、%)

类别	2016年底		2017年底		2018年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	41.36	86.42	34.78	81.47	31.32	76.49
关注类	1.15	2.41	3.31	7.76	3.79	9.25
不良类	5.35	11.17	4.60	10.77	5.84	14.26
合计	47.86	100.00	42.69	100.00	40.94	100.00

资料来源：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增加所致。融资方面，兴泰租赁主要通过由兴泰控股担保或应收款项质押的方式取得银行借款，并以资金往来的方式取得外部资金支持（以非关联方为主）。截至 2018 年底，兴泰租赁长期借款（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%，较上年底基本持平。

（3）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，2018 年 10 月，兴泰控股对兴泰担保以货币增资 9.19 亿元，持股比例由 58.62%增至 73.33%，兴泰担保实收资本增至 25.87 亿元，2019 年一季度国控担保注入兴泰担保。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%，增量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。从融资性担保客户的行业分布来看，制造、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%，当年底应收代偿款余额为 3.92 亿元，较上年底略有上升。

表4 近三年兴泰担保业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期担保发生额（亿元）	234.93	138.21	173.80
当期解保金额（亿元）	115.51	115.00	121.08
期末担保余额（亿元）	467.31	490.52	543.24

当期代偿额（亿元）	1.64	1.79	1.30
当期代偿笔数（笔）	39	30	30
当期追偿额（亿元）	1.15	0.72	0.83
累计担保代偿率（%）	1.38	1.45	1.35
担保放大倍数（倍）	6.45	6.57	4.63

资料来源：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 9.17 亿元。2018 年，兴泰担保实现营业收入 1.23 亿元，同比减少 36.60%，实现净利润 0.65 亿元。

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，当年代偿金额为 0.52 亿元，年底在保余额为 79.59 亿元，主要集中于建筑业、工业、批发业等。2018 年，国控担保实现营业收入 0.14 亿元，净利润 0.08 亿元。

（4）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”）。兴泰典当成立于 2006 年 4 月，是经合肥市国资委批准登记的国有综合性典当融资服务机构和合肥市典当行业协会会长单位；业务范围主要包括不动产抵押典当、财产权利质押典当、房地产抵押典当、限额内绝当物品变卖、鉴定评估及咨询服务及商务部批准的其他典当业务。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，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；当年新增逾期贷款 0.93 亿元，清收逾期贷款 630.65 万元。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。

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合肥兴泰科技小额贷款有限公司。2018 年，兴泰资产旗下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，清收成效显著提升。兴泰科技小贷 2018 年发放贷款 921 笔共计 14.87 亿元，2018 年底贷款余额 743 笔共计 10.66 亿元，逾期贷款 20 笔共计 0.57 亿元，2018 年实现利息收入 0.90 亿元。

（5）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。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%，增量主要源自建信信托的股权划转及权益法确认的投资收益；可供出售金融资产合计 40.02 亿元，较上年底增长 4.63%。

表5 近三年股权投资业务余额总体情况

（单位：亿元）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底
长期股权投资余额	29.33	37.25	55.39
可供出售金融资产余额	32.30	38.25	40.02
合计	61.63	75.50	95.41

资料来源：联合资信根据公开资料整理

综合看，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，公司按权益法核算的长期股权投资收益为

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，同比基本持平。

建信信托目前注册资本为 15.27 亿，其中建设银行持股 67%，兴泰控股持股 33%（2018 年上半年，合肥市国资委将合肥国控持有的建信信托 5.5% 股权划转至兴泰控股）。为满足银监会对信托公司净资本与各项业务风险比率的监管要求及建信信托发展规划的需要，建信信托拟由股东按原持比例增资 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，目前兴泰控股已获得用于建信信托增资的合肥市财政注资 10.00 亿元。

（6）创投与基金管理板块

兴泰控股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”）。根据合肥市金融办《2015 年合肥市政府投资引导基金实施方案》，合肥市政府安排专项资金作为引导基金，通过阶段参股、直接投资、设立增信类产品以及其他投资等方式运作，设立产业投资引导基金、创业投资引导基金和天使投资引导基金三只母基金。目前产业投资引导基金由兴泰控股通过兴泰资本进行管理，创业及天使投资引导基金由合肥市三大控股集团中的合肥市产业投资控股（集团）有限公司负责管理。

产业投资引导基金为公司制基金，主要支持合肥市优势及行业龙头企业，促进产业重点突破和跨越发展。截至 2018 年底，由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 2018 年底，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。

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 2019 年 3 月底，基金规模为 9.20 亿元，其中兴泰控股出资 4.05 亿元，投资余额为 7.20 亿元。截至 2018 年底，兴泰股权总资产 16.21 亿元，所有者权益 7.07 亿元；2018 年实现营业收入 1.00 亿元，净利润 0.25 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。

(7) 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（取得安徽省公安厅颁发的编号为“皖公保服 20100006 号”的保安服务许可证）。2014 年，合肥市公安局与合肥市国资委签订《资产划转移交协议》规定，合肥市公安局将其所属保安集团全部资产及债权、债务、人员整体划转移交至合肥市国资委，合肥市国资委又将其全部划转至兴泰控股旗下。兴泰控股保安服务业务的主要业务有人力防范、武装押运、武装守库、技防设计和安装维护、金融服务外包、城市停车管理等，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。

(8) 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。公共资源集团于 2015 年 10 月由兴泰控股发起设立，主要负责经营管理各类产权交易所，是合肥市市政工程、政府采购及产权交易的最大的平台；2016 年，合肥市政府将安徽诚信项目管理有限公司、合肥市产权交易中心、安徽联合技术产权交易所有限公司、安徽省文化产权交易所有限公司、安徽省环境能源交易所有限公司、安徽省农村综合产权交易所有限公司划转至公共资源集团。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。2018 年，公共资源集团营业收入为 4.12 亿元，净利润 1.99 亿元。

6. 财务分析

兴泰控股 2016—2018 年度审计报告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意见的审计结论。兴泰控股 2019 年前三季度财务数据未经审计。

表 6 兴泰控股主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	97.95	113.75	114.30	102.44
资产总额(亿元)	389.32	452.83	486.79	490.97
所有者权益(亿元)	118.47	156.10	175.43	184.21
短期债务(亿元)	36.26	64.31	69.08	41.76
长期债务(亿元)	82.11	78.03	65.57	100.90
全部债务(亿元)	118.37	142.34	134.65	142.66
营业收入(亿元)	40.83	44.35	37.75	24.26
利润总额(亿元)	9.03	12.84	15.95	11.99
EBITDA(亿元)	13.56	19.36	22.81	--
经营性净现金流(亿元)	21.60	5.21	17.25	-19.28
营业利润率(%)	33.63	38.32	50.31	56.26
净资产收益率(%)	6.71	6.82	7.42	--
资产负债率(%)	69.57	65.53	63.96	62.48
全部债务资本化比率(%)	49.98	47.69	43.42	43.64
流动比率(%)	145.13	142.71	135.23	163.79

经营现金流动负债比率(%)	12.27	2.55	7.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.73	7.35	5.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	3.33	3.65	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理；现金类资产已剔除受限制类货币资金

资产质量方面，2016—2018 年，兴泰控股资产总额分别为 389.32 亿元、452.83 亿元和 486.79 亿元，年均复合增长率为 11.82%。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，兴泰控股货币资金为 117.35 亿元，较上年底下降 3.24%，其中使用受限 3.50 亿元；预付款项 0.05 亿元，较上年底大幅减少 13.77 亿元，系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，较上年底增长 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，较上年底均变化不大；其他流动资产为 56.90 亿元，较上年底增长 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，较上年底变化不大，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，较上年底下降 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，较上年底增长 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，较上年底变化不大，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，较上年底下降 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 9 月底，兴泰控股资产总额 490.97 亿元，流动资产占比 64.25%；其中，货币资金较上年底下降 13.41%至 101.61 亿元；预付款项较上年底增加 17.58 亿元；长期股权投资较上年底增长 13.70%至 62.99 亿元。

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。

2016—2018 年，兴泰控股负债总额持续增长，年均复合增长率为 7.22%。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，兴泰控股短期借款较上年底增长 41.33%至 33.26 亿元；预收款项 68.13 亿元，较上年底增长 52.58%，主要为预收售房款及物业费；其他应付款 84.03 亿元，较上年底变化不大。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。2016—2018 年，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均有所下降，三年平均值分别为 65.55%、46.02%和 31.79%，2018 年底分别为 63.96%、43.42%和 27.21%。

截至 2019 年 9 月底，兴泰控股负债总额为 306.76 亿元，流动负债占比下降至 62.79%；其中，短期借款较上年底下降 29.41%至 23.48 亿元；预收款项较上年底增长 36.41%至 92.94 亿元；其他应付款较上年底下降 43.77%至 47.24 亿元；长期借款较上年底增长 48.77%至 57.10 亿元；应付债券较上年底增长 61.08%至 43.80 亿元；资产负债率较 2018 年底减少 1.48 个百分点至 62.48%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2018 年底增加 0.22 和 8.18 个百分点至 43.64%和 35.39%。

总体看，受金融、类金融等主业拓展和合肥城建开发进度缓慢影响，公司近年来债务规模有所波动。

所有者权益方面，2016—2018 年，兴泰控股所有者权益年均复合增长率为 21.69%。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 9 月底，兴泰控股所有者权益 184.21 亿元，其中未分配利润较上年底增长 22.40%至 43.31 亿元。总体看，兴泰控股近年来连续获得地方政府资产注入，资本实力快速提升，权益稳定性较好。

盈利能力方面，2016—2018 年，兴泰控股营业收入波动下降，2018 年为 37.75 亿元，同比下降 14.88%，主要系地产业务结转收入规模较小所致。2016—2018 年，兴泰控股营业利润率有所增长，分别为 33.63%、38.32%和 50.31%。2016—2018 年，兴泰控股利润总额持续增长，分别为 9.03 亿元、12.84 亿元和 15.95 亿元，综合盈利能力持续上升；投资收益分别为 5.06 亿元、6.34 亿元和 8.96 亿元，主要为权益法核算的对建信信托长期股权投资的损益调整以及参股企业的分红收益，其

中 2018 年建信信托损益调整为 6.77 亿元，金融资产分红为 0.54 亿元。2019 年 1—9 月，兴泰控股实现营业收入 24.26 亿元，同比下降 13.99%；营业利润率为 56.26%，同比略有下降；投资收益为 6.71 亿元，同比增长 2.00%，主要以权益法核算的长期股权投资收益为主；利润总额为 11.99 亿元，同比下降 2.27%。总体看，近三年兴泰控股主业盈利有所波动，投资收益对利润贡献程度高。

现金流方面，2016—2018 年，兴泰控股经营活动现金流量净额分别为 21.60 亿元、5.21 亿元和 17.25 亿元，经营性现金流入分别为 128.90 亿元、89.47 亿元和 74.30 亿元，其中 2016 年金融及类金融板块因接受合肥市财政注入的风险保障金而产生大额现金流入。收入实现方面，2016—2018 年，兴泰控股现金收入比分别为 176.30%、139.47%和 160.08%，收入实现质量有所波动但仍保持良好态势。投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量快速下降，2018 年同比下降 68.49%至 9.59 亿元；随着新增投资规模的大幅下降，投资活动现金流出量也随之下降，2018 年同比下降 60.33%至 19.75 亿元；2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 4.50 亿元、-19.33 亿元和 -10.15 亿元。筹资活动方面，2016—2018 年，兴泰控股筹资活动现金流量净额分别为 30.67 亿元、35.32 亿元和 -12.23 亿元。2019 年 1—9 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 -19.28 亿元、-1.38 亿元和 5.13 亿元。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2016—2019 年 9 月底，兴泰控股流动比率分别为 145.13%、142.71%、135.23%和 163.79%，速动比率分别为 120.51%、108.11%、92.59%和 109.66%；2016—2018 年经营现金流动负债比分别为 12.27%、2.55%和 7.39%。兴泰控股经营活动现金净流量的波动较大，对流动负债的保障能力一般，但考虑兴泰控股到货

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，2016—2018 年，兴泰控股 EBITDA 持续增长，分别为 13.56 亿元、19.36 亿元和 22.81 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 3.41 倍、3.33 倍和 3.65 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力较强；全部债务/EBITDA 分别为 8.73 倍、7.35 倍和 5.90 倍。整体看，兴泰控股长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，兴泰控股对外担保合计 37.44 亿元，包括融资担保 15.00 亿元和贷款担保 22.44 亿元，兴泰控股担保比率为 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，兴泰控股银行授信合计 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。

7. 结论

综合评估，联合资信确定兴泰控股主体长期信用等级为 AA^{Api}，评级展望为稳定。