

信用等级公告

联合[2016] 2436 号

联合资信评估有限公司通过对安徽水利开发股份有限公司及其拟发行的 2016 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

安徽水利开发股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

安徽水利开发股份有限公司

2016 年度第二期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十月二十日



安徽水利开发股份有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 6 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 按年付息, 在第 3 个和其后每个付息日, 附第 3 年末及其后各年末提前赎回权

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 10 月 20 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
现金类资产(亿元)	7.63	7.87	12.83	17.23
资产总额(亿元)	94.16	123.40	135.74	146.07
所有者权益(亿元)	15.71	20.26	28.81	31.49
短期债务(亿元)	20.88	27.75	24.08	25.28
长期债务(亿元)	7.30	18.78	17.85	21.55
全部债务(亿元)	28.18	46.53	41.93	46.83
营业收入(亿元)	68.12	84.09	91.50	53.88
利润总额(亿元)	3.39	3.83	3.45	1.41
EBITDA(亿元)	6.53	7.36	6.93	--
经营性净现金流(亿元)	-2.22	-9.43	6.20	-2.38
营业利润率(%)	12.33	10.30	7.85	7.60
净资产收益率(%)	13.03	11.48	8.97	--
资产负债率(%)	83.32	83.58	78.77	78.44
全部债务资本化比率(%)	64.21	69.66	59.27	59.79
流动比率(%)	105.34	119.14	127.43	128.60
经营现金流动负债比(%)	-3.29	-11.65	6.98	-10.25
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	6.32	6.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.76	2.48	2.36	--

注: 2016 年上半年财务数据未经审计

分析师

李 嘉 刘艳婷

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: [Http: //www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

安徽水利开发股份有限公司(以下简称“安徽水利”或“公司”)是安徽省水利建设的龙头企业, 公司具备较强的区域竞争实力和知名度, 在省内稳步发展的同时, 省外市场得到有效开拓, 市场结构不断优化。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在施工专业资质、项目储备、施工管理等方面所具备的显著优势。联合资信也关注到, 建筑施工行业竞争激烈、公司债务规模快速增长以及应收款项占比大、近年来房地产市场景气度下滑等因素对公司信用水平的不利影响。

从长期看, 区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设步伐加快等背景都为建筑业企业提供了广阔的市场空间, 建筑行业保持良好的发展前景。同时公司业务规模不断扩张, 公司营业收入保持稳定增长, 新签合约金额大、项目储备充足, 整体发展态势良好。公司目前拟向安徽建工集团有限公司(以下简称“建工集团”)的控股股东安徽省水利建筑工程总公司(以下简称“水建总公司”)发行股份 4.64 亿股, 吸收合并建工集团, 预计本次重大资产重组工作完成后, 公司资本实力将得到充实。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强, 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, 公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险低, 安全性

高。

优势

1. 公司作为安徽省水利建设龙头企业，各类专业经营资质较好，区域竞争优势明显。
2. 近年来公司营业收入稳定增长，新签合同额大幅增长，项目储备充足。
3. 2015年6月，公司非公开发行股票，公司资本实力进一步增强。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司存货和应收款项占比大，资产流动性较弱，对公司资金周转形成一定的压力。
2. 近年来房地产市场景气度减弱对公司房地产板块经营产生一定影响。
3. 公司债务规模快速增长，债务负担重，且未来资金需求较大，存在一定的融资压力。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，与普通中期票据有所差别。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与安徽水利开发股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与安徽水利开发股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因安徽水利开发股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由安徽水利开发股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、安徽水利开发股份有限公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

安徽水利开发股份有限公司（以下简称“安徽水利”或“公司”）前身为安徽水建建设股份有限公司，系经原安徽省体改委皖体改函【1998】40号批准，由安徽省水利建筑工程总公司（以下简称“水建总公司”）、金寨县小水电总站（现改制为金寨水电开发有限责任公司）、凤台县永幸河灌区管理总站、蚌埠市建设投资有限公司、安徽省水利水电勘测设计院等五家单位，于1998年共同发起设立，原注册资本1100万元。2000年增资扩股完成后，安徽水建建设股份有限公司更名为现名。2003年，经中国证券监督管理委员会证监发行字【2003】25号文核准，公司首次公开发行人民币普通股5800万股并在上海证券交易所上市，股票简称“安徽水利”，股票代码600502。经过数次分红扩股，截至2016年6月底，公司总股本为9.04亿股，注册资本为9.04亿元。

2016年5月6日，根据公司发布的《关于收到国务院国资委关于本公司国有股东所持股份无偿划转有关问题批复的公告》（公告编号：2016-069），国务院国资委同意将水建总公司所持安徽水利8547.38万股股份无偿划转给建工集团持有。5月13日，水建总公司和建工集团在中国证券登记结算有限公司上海分公司完成了上述股权的过户登记手续。过户登记完成后，水建总公司不再持有安徽水利的任何股份，建工集团持有安徽水利8547.38万股股份，占公司总股本的16.07%，成为公司的第一大股东。公司实际控制人仍为安徽省国资委。

截至2016年6月底，公司控股股东为建工集团（持股16.07%），凤台县永幸河灌区管理处为其第二大股东，持股2.92%。公司股东中除建工集团外，无其他持股在百分之十以上的法人股东，公司股权结构较为分散。公司9名董事会成员中董事长、2名副董事长和总经理均由公司控股股东建工集团委派，公司控股股东建工集团对公司董事会具有控制权。

公司经营范围：水利水电工程施工、建筑工程施工、公路工程施工、市政公用工程施工、港口与航道工程施工、机电工程施工、城市园林绿化工程施工、桥梁工程专业承包；工程勘察、规划、设计、咨询等服务；基础设施及环保项目投资、运营；水利水电资源开发；房地产开发；金属结构加工、制作、安装；建筑机械、材料租赁与销售（以上经营范围中需要许可证的一律凭证经营）。

截至2016年6月底，公司内部设立办公室、党委工作部、投资发展部、人力资源部、财务部、工程管理部、安全监察局、总工办/研发中心/信息管理中心/体系办、市场经营部、物资设备管理部、招标中心、资产运营管理部、法律事务部、证券部、内控审计部、纪检监察室、保卫部/信访办等17个职能部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额135.74亿元，所有者权益28.81亿元（含少数股东权益2.66亿元）；2015年公司实现营业收入91.50亿元，利润总额3.45亿元。

截至2016年6月底，公司资产总额146.07亿元，所有者权益合计31.49亿元（含少数股东权益4.88亿元）。2016年1~6月公司实现营业收入53.88亿元，利润总额1.41亿元。

公司注册地址：安徽省蚌埠市东海大道张公山南侧；法定代表人：赵时运。

二、本期中期票据概况

公司于2016年注册总额度为8亿元的中期票据，已于2016年8月18日发行了2016年度第一期中期票据2亿元，本期计划发行2016年度第二期中期票据6亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。

公司计划将募集资金用于偿还银行借款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息

（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如果公司不行使赎回权，从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定，如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照相关条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围子公司）向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。同时公司（含合并范围子公司）存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，

或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

公司为上市公司，自 2007 年起，每年均进行利润分配，向股东分红，公司强制付息条款生效有保障，利息递延支付风险小。

表 1 2007 年以来公司分红情况

报告期	净利润(万元)	现金分红总额(万元)
2016/06/30	8365.95	--
2015/12/31	25,856.15	3,191.46
2014/12/31	23,270.43	2,509.65
2013/12/31	20,469.29	2,007.72
2012/12/31	25,740.58	2,676.96
2011/12/31	25,021.51	3,346.20
2010/12/31	20,578.75	1,561.56
2009/12/31	4,430.69	669.24
2008/12/31	2,567.64	446.16

资料来源：Wind 资讯公开资料

总体看，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政

策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016年1~6月份，中国国内生产总值(GDP)34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格(CPI)指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI)自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1-6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济

增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1-6月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1~6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1~6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1~6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，

尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业概况

(1) 建筑行业总体概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6508 亿元，同比增长 1.6%，其中国有及国有控股企业 1676 亿元，同比增长 6.0%。

图 1 2011~2015 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)



资料来源：国家统计局

2016 年 1~6 月，全国建筑业总产值 77462 亿元，同比增长 7.0%；全国建筑业企业完成房屋建筑施工面积为 93.7 亿平方米，同比增长 2.0%。建筑业总产值增速反弹回涨。

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015 年，全国固定资产投资（不含农户）562000 亿元，同比名义增长 9.8%。分产业看，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，比上年增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，比上年增长 10.6%，其中基础设施投资 101271 亿元，比上年增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。2016 年 1~6 月份，全国固定资产投资（不含农户）258360 亿元，同比名义增长 9.0%。

2015 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 95979 亿元，比上年名义增长 1.0%，其中住宅投资增长 0.4%。房屋新开工面积 154454 万平方米，比上年下降 14.0%，其中住宅新开工面积下降 14.6%。全国商品房销售面积 128495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中住宅销售面积增长 6.9%。全国商品房销售额 87281 亿元，比上年增长 14.4%，其中住宅销售额增长 16.6%。2016 年 1~6 月份，全国房地产

开发投资 46631 亿元，同比名义增长 6.1%；房屋新开工面积 77537 万平方米，同比增长 14.9%；全国商品房销售面积 64302 万平方米，同比增长 27.9%。

考虑到基础设施投资规模持续增长，以及房地产行业有所回暖等因素，建筑业发展环境仍较好。

水利建设方面，近年来国家大力推进水利建设，不断加大水利资金投入，带动了水利水电建设工程的快速发展。“十二五”期间全国水利建设完成总投资额约 20000 亿元，与“十一五”相比翻了两番。2013 年，全社会共落实水利建设投资计划 3954 亿元，较上年上升 23.42%，其中中央投资 1258.2 亿元。2014 年中国水利建设投资达到 4881 亿元，其中中央投资 1627 亿元，分别较上年增长 11%、15.6%。2015 年政府工作报告中披露，未来水利建设重大项目投资将达到 8000 亿元，对水利建设行业的未来发展带来了积极的影响。截至 2016 年 8 月底，共落实中央水利建设投资 1104.4 亿元。

截至 2015 年底，中国水电装机容量 3.2 亿千瓦，同比增长 5.96%。水电技术迈入世界先进行列，进入大电站、大机组、高电压、自动化、信息化的新时代。在当前风电、核电、太阳能等新能源还无法实现大规模发展的情况下，水电正成为实现节能减排目标的关键。与发达国家 60%-70% 的平均水平相比，中国水电项目建设发展空间巨大。

“十二五”期间是水电开发的高峰期，以三峡开发总公司、五大发电公司、二滩水电开发公司为主导的多项水电建设项目相继开工建设。而未来 5~10 年的水利行业的建设重点将放在防洪工程建设、水资源工程、农田水利工程上，由此将带来大量的建筑工程需求。水电行业的发展带动水电建设项目快速推进，为水利施工企业收入和利润增长带来契机。

2011 年 1 月 29 日《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》正式出台，根据该决定，提出力争今后 10 年全社会年水利平均投

入比 2010 年高出一倍，照此测算，预计未来 10 年中国将投入 4 万亿元用于水利建设；为保证资金投入，还规定将从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。

此后，各地区响应中央的号召，陆续出台了地区性的水利建设“十二五”规划。2011 年 10 月 12 号，国务院新闻办召开了新闻发布会，就水利形势和“十二五”规划情况进行了介绍，会议提出“十二五”期间将投入 1.8 万亿元用于水利建设。预计未来在政策的持续推动下，逐渐放出的订单及投资额的较快增长将进一步推动中国水利建设发展。2014 年 12 月 24 日财政部发布《国务院关于国家财政水利资金投入和使用工作情况的报告》，报告指出了近年来财政水利资金投入情况。在讨论下一步工作计划时，报告指出要支持加快水利重点领域改革。

综合而言，水利建设是现代经济社会发展的基础和支持；中央及地方政府关注水利，水利成为国家基础设施建设的优先领域，水利行业有着重大的发展机遇。

（2）建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界 500 强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	

	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

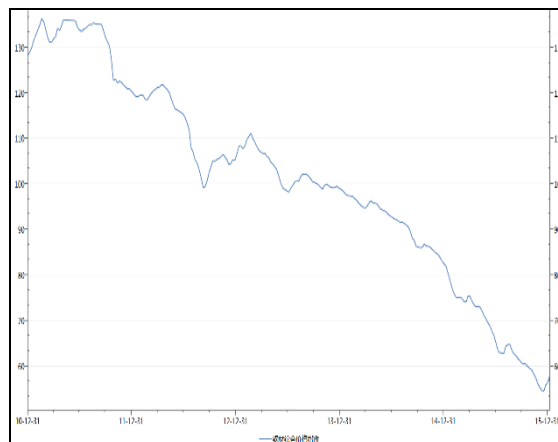
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制。

图 2 2010 年以来钢材综合价格指数



资料来源：wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行；2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势；2016 年 1~4 月，全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨；2016 年 5 月之后，随着钢铁产能不断释放，钢材价格出现明显回落。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机后的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个

月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。2015 年 1~6 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年底降至 79.25；同期，全国水泥均价降至 266.60 元/吨，同比下降 18.91%。进入 2016 年以来，1-2 月由于处于季节性淡季，价格继续下滑，但进入 3 月份以来，价格开始反弹，水泥均价从 3 月初的 233.58 元/吨上涨到 6 月上旬的 257.92 元/吨，上涨幅度为 10%，到目前为止依然低于去年同期价格水平。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点。其主要原因如下：一方面，因工程业主的资金紧张，造成了工程欠款的增加，同时，BT 和 BOT 等资本运营项目的增多不断加大建筑企业的资金压力，从而导致建筑企业资产负债率普遍偏高；另一方面，建筑行业竞争激烈，建筑企业相对于业主的议价能力相对较弱，其利润空间被压缩。总体而言，建筑企业的利润率偏低和工程项目对资金的需求加大导致了其较大的对外融资需求，较高的资产负债率也导致建筑企业内部流动性压力。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（4）建筑行业发展趋势

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快

推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012 年 1 月国家财政部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投 60% 提升至 70%。2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造，截至 2015 年底，全国已累计开工建设保障房 3973 套。

根据财政部综合司发布的《2015 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2015 年全年保障性安居工程建设共支出 4881.01 亿元，同比增长 11.3%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 783 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 2548.31 亿元，比上年增长 14.7%。

由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，此

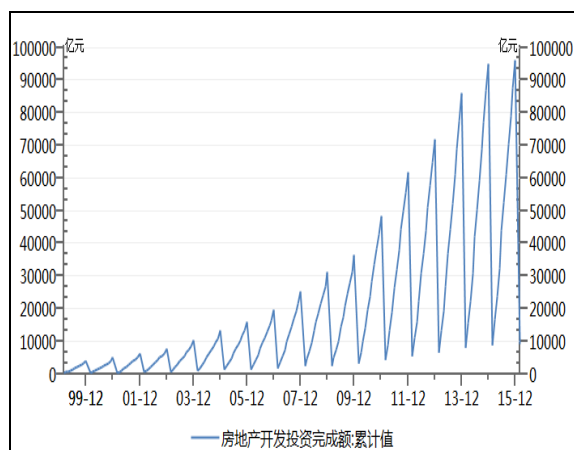
外，以北京为例，推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

2. 房地产行业概况

2015 年以来，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，国房景气指数低位震荡。随着大量利好政策逐步出台，市场出现缓慢回暖迹象；但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，市场难以呈现爆发式增长。

房地产开发方面，2015 年，全国房地产开发投资额增速较上年继续回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，较上年增长 1.0%。其中，住宅投资 6.46 万亿元，占房地产开发投资总额的 67.3%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中，住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

图 3 房地产开发投资完成额（单位：亿元）

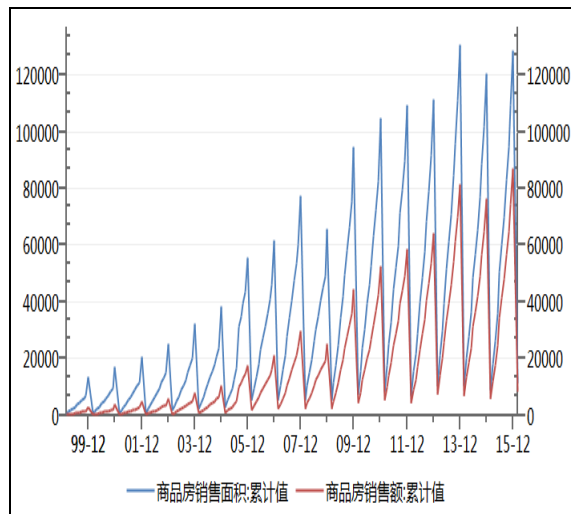


资料来源：wind 资讯

房地产销售方面，在政策不断利好的刺激下，全国整体的房地产销售情况温和回暖。2015 年，全国商品房销售面积和销售额同比均有所增长。全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增

长 14.4%。房地产供求对比方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价下行压力较大。

图 4 商品房销售面积与销售额（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

宏观调控政策方面，2015 年国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套房首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及

存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。从相关数据来看，2016 年 1~6 月，全年房地产开发投资完成额 46631 亿元，同比名义增长 6.10%；2016 年 1~6 月，房屋新开工面积 77537 万平方米，同比增长 14.90%；2016 年 1~6 月，全国商品房销售面积为 64302 万平方米，同比增长 27.90%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来中国房地产市场有所回暖。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三

线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 区域经济概况

近年来安徽省经济增长较快，根据《2015 年安徽省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，安徽省全年实现地区生产总值 (GDP) 22005.6 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.7%。分产业看，第一产业增加值 2456.7 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 11342.3 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 8206.6 亿元，增长 10.6%。三次产业结构由上年的 11.5 : 53.1 : 35.4 调整为 11.2 : 51.5 : 37.3。

安徽省固定资产投资增长较快，2015 年全年固定资产投资 23965.6 亿元，比上年增长 12.7%，增速略有所回落，但仍处于较快水平。其中，工业及信息化产业技术改造投资 5757.7 亿元，增长 14.4%；民间投资 17260.4 亿元，增长 17.6%。分区域看，皖江示范区投资 16504.7 亿元，增长 12.2%；皖北六市投资 6088.6 亿元，增长 15.8%。分产业看，第一产业投资增长 40.8%，第二产业增长 13.6%，第三产业增长 10.7%。分行业看，工业投资增长 14.1%，其中制造业增长 13.1%，制造业中装备制造业增长 11.2%。六大高耗能行业投资增长 17.5%。

整体看，近年来以高速增长的固定资产投资为驱动力的发展模式使安徽省地区生产总值增速保持在较高水平，为公司的进一步发展提供了良好的外部环境机遇。但联合资信也关

注到目前中国整体宏观经济增速放缓对区域外部环境的影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 6 月底，建工集团持有公司 16.07% 股份，为公司第一大股东，公司实际控制人仍为安徽省国资委。

2015 年度公司股东大会决定以总股本 53,191 万股为基数，向全体股东每 10 股送 2 股、转增 5 股，共计增加了 37,234 万股，2016 年 6 月，公司实施完成了 2015 年度利润分配及资本公积金转增股本，完成后公司总股本为 90,425 万股。截至 2016 年 6 月底，公司股本总数由 5.32 亿股变更为 9.04 亿股，注册资本由 5.32 亿元变更为 9.04 亿元。

2. 公司竞争力

作为安徽省水利建设的龙头企业，安徽省内淮河流域的水利工程施工基本上由公司承包建设。目前公司已形成包括工程总承包、房地产开发、水力发电和酒店经营在内的多个经营板块，其中工程施工业务收入占比 60% 以上，具体包括水利水电工程、工业与民用建筑工程、市政公用工程以及公路工程，业务市场以安徽、上海、广东为主，并拓展了重庆、西安、海南、浙江、福建等市场。

公司专业经营资质较为齐全，主项资质等级为水利水电工程总承包壹级，同时具有工民建工程施工、市政工程施工、公路工程施工、港口与航道工程施工多个总承包壹级或贰级资质。此外，近年来公司正努力推进水利水电工程总承包特级资质的申报。目前公司拥有资质具体情况如下表所示。

表 3 公司经营资质情况

施工类别	资质数量(项)		相应资质
	壹级	贰级	
水利工程施工	1	--	水利水电工程总承包壹级

工民建工程施工	2	--	房屋建筑工程施工总承包壹级；建筑装饰装修工程专业承包壹级
市政工程施工	1	1	市政公用工程施工总承包壹级；园林工程施工贰级
公路工程	4	--	公路工程施工总承包壹级；公路路面工程专业承包壹级；公路路基工程专业承包壹级；土石方工程专业承包壹级
港口与航道工程	--	1	港口与航道工程施工总承包贰级
其他	--	--	桥梁专业承包叁级；机电工程施工总承包叁级

资料来源：公司提供

公司长期从事水利水电、工民建、市政等工程建设，积累了丰富的工程建设和项目管理经验。先后承建了淮河蚌埠闸扩建工程、安徽临淮岗洪水控制工程、六武高速公路、合肥金寨路高架桥等国家级、省市级水利、交通、工民建、市政重点项目，工程合格率 100%。公司曾荣获“全国质量管理先进企业”、“全国先进建筑施工企业”等荣誉称号，并连续多年被评为“安徽省优秀建筑企业”。2012 年公司建设项目新获建筑奖项 19 个，其中省优(或相当于省优) 5 项、市优(或相当于市优) 7 项；新申报省级工法 14 项，通过 11 项。2013 年公司建设工程共获三项国优奖项，鲁班奖一项、中国电力优质奖一项，中国市政金奖一项。公司过往施工项目多次获得国家级奖项，其中临淮岗洪水控制工程获得 2007 年度中国建筑工程鲁班奖和第八届中国土木工程詹天佑奖，蚌埠闸扩建工程荣获 2006 年度国家优质工程银质奖，合肥市金寨路高架桥工程荣获 2009 年度国家优质工程银质奖。

整体看，公司拥有较全面的建筑资质，行业经验丰富，施工质量高，综合实力较强。

3. 人员素质

公司董事长赵时运，中国国籍，1962 年生，研究生学历，正高级工程师。历任中煤特殊工

程公司二处技术员,五公司技术员,五公司副经理,五公司经理,中煤特殊工程公司副经理,中煤特殊工程公司经理,中煤特殊凿井(集团)有限责任公司董事长,中煤矿山建设集团有限公司副董事长,中煤矿山集团副董事长兼总经理,安徽省水利建筑工程总公司总经理。2010年至今任公司董事长,兼任建工集团有限公司董事长和安徽省水利建筑工程总公司总经理。

2015年,公司总经理杨广亮先生、副总经理陈修翔先生、张键先生和干戈先生、财务总监朱元林先生、总策划师黄丽春女士因工作变动原因辞去相应职位,同时公司聘任了张晓林先生为公司总经理,聘任程鹏先生、杨海飞先生、叶明林先生、徐少华先生和成安发先生为公司副总经理,聘任徐亮先生为公司财务总监。

公司总经理张晓林,1964年生,高级工程师,一级建造师(水利水电)。历任安徽省水利建筑工程总公司(以下简称“水建总公司”)政治处职员,党委办公室副主任,水建总公司机械施工处副经理,党支部副书记,水建总公司机械施工处经理,本公司金属结构总厂厂长,械施分公司经理,水利分公司经理,工程管理部部长,BT项目管理部部长,副总经理。2015年至今任公司总经理,兼任本公司全资子公司咸阳泾渭投资有限公司董事长。

截至2016年6月底,公司在职员工总数5366人。从学历看,本科及以上学历占24.67%,大专学历占36.66%,中专及以下占38.67%。从年龄结构看,35岁以下占63.52%,36岁~45岁占24.83%,46岁~55岁占10.18%,55岁及以上占1.47%。

2015年,因公司内部调整,高层管理人员变动较大,现有高层管理人员从业经验丰富,具有较高的学历和技术职称;公司员工学历及年龄结构符合行业特点。公司领导及员工整体素质较高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》及《上市公司章程指引》、《上市公司股东大会规则》等有关法律、法规和规范性文件的规定制定了公司章程。

目前公司已建立了股东大会、董事会、监事会、独立董事以及董事会秘书制度。战略、审计、提名、薪酬与考核专门委员会也已经配备相应制度并运作良好。其中,股东大会为公司的权力机构,董事会是股东大会的执行机构,监事会为监督机构,总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会由9名董事组成,设董事长1名;监事会由5名监事组成,其中监事会主席1名。

公司设总经理1名,由董事会聘任或解聘,主持公司日常生产经营管理工作,组织实施董事会决议,并向董事会报告工作。

2. 管理水平

目前,公司内部设立办公室、投资发展部、人力资源部、财务部、工程管理部、安全监察局、市场经营部、物资设备管理部、招标中心、资产运营管理部、证券部、内控审计部等17个职能部门。各部门之间分工明确,能较好地满足业务运营的实际需要。

公司重视内部控制体系的建设。公司内部控制制度核心内容包括财务管理、资产管理、内部审计、企业经营管理、人力资源管理及行为规范管理,主要控制对象是各部门及各业务环节,切实保障公司持续健康运行。

针对不同业务板块,公司采取不同的管理模式,其中施工业务主要以项目部或分公司为基础,分公司及公司本部的职能部门对项目安全、质量、环境、合同、成本、器材、财务、信息等进行监督、检查、考核、指导,确保工程按合同履行;房地产项目则由当地子公司或新设立项目公司进行开发,项目公司的管理服从本部的相关管理制度规定,同时由本部职能部门房地产管理部门进行统一监督管理。

公司于2004年通过了ISO9001质量管理体系认证,并于2007年通过上海质量体系审核中心审核,获得“三位一体”质量管理体系认证。坚持“贯彻国标、内抓管理、外拓市场、精心施工、优质服务”的质量方针,确保工程质量。对每项工程严格进行图纸审核、测量定位、原材料实验、关键环节结构检测,认真编制施工方案及施工组织设计,在施工过程中严格执行图纸规范标准,坚持初检、复检、终检的“三检制”;在工程施工中如发现问题,及时向业主、设计部门、监理提出设计变更,以满足工程质量要求;在质量管理中,坚决贯彻国家施工质量标准,层层落实,责任到人,实行质量终身负责制;同时按照公司《施工质量管理办法》及《创优夺杯奖励办法》实行奖优罚劣,以充分调动职工的创优积极性。

总体来看,公司法人治理结构完善,组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求,整体管理风险较低。

七、重大事项

(一) 非公开发行股票事项

公司于2014年8月董事会决议通过,并于2014年9月经股东大会审议批准了向特定对象非公开发行股票的议案,并于2015年6月25日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司完成新增股份登记托管手续。此次非公开发行股票募集资金总额为60260.00万元人民币,发行数量2998万股。发行募集资金计划投向以下两个项目:

表4 项目具体情况(单位:万元)

项目	项目总投资额	募集资金投入额
向恒远水电增资 用于东月各河一二级电站建设项目	36818.89	30000.00
施工机械设备购置项目	35180.00	30260.00
合计	71998.89	60260.00

资料来源:公司提供

东月各河一二级电站

东月各河梯级(一级)电站装机3台,总容量21.0MW,年发电量9782万KW·h,建设总工期3年,生产期采用30年,计算期为33年,预计电站年总收入2383.66万元,单位千瓦投资8958元/kW,单位电能投资1.93元每KW·h。经可研测算,东月各河梯级(一级)电站投资回收期10.91年,财务内部收益率为7.91%,财务净现值546.72万元。资本金净利润率5.77%,资本金财务内部收益率为8.34%。

东月各河梯级(二级)电站装机3台,总容量21.0MW,年发电量10190万KW·h,建设总工期3年,生产期采用30年,计算期为33年,预计电站年总收入2483.08万元,单位千瓦投资9070元/KW,单位电能投资1.87元每KW·h。经可研测算,东月各河梯级(二级)电站投资回收期10.55年,财务内部收益率为8.30%,财务净现值1127.78万元。资本金净利润率5.93%,资本金财务内部收益率为9.12%。

施工机械设备购置项目

施工机械设备投资项目总投资额35180万元,其中港口治理、围海造地施工设备19920万元,路面施工设备4000万元,起重吊装设备7660万元,混凝土设备3600万元。经可行性研究分析,港口治理、围海造地施工设备的年产值为16250万元,净利润为2591.53万元,净利润率为15.95%,动态投资回收期为8.65年(含建设期);购买路面施工设备、起重吊装设备和混凝土设备相对于租赁取得方式,其折旧额将从4976.40万元降至2235.85万元。

(二) 重大资产重组事项

2016年5月6日,公司发布了《关于收到国务院国资委关于本公司国有股东所持股份无偿划转有关问题批复的公告》(公告编号:2016-069),国务院国资委同意将水建总公司所持公司8547.38万股股份无偿划转给建工集团持有。5月13日,水建总公司和建工集团在中国证券登记结算有限公司上海分公司完成了上述股权的过户登记手续。过户登记完成后,水建总公司不再持有公司的任何股份,建工集

团持有公司 8547.38 万股股份，占公司总股本的 16.07%，成为公司的第一大股东。

公司目前正在进行重大资产重组工作，拟向控股股东建工集团发行股份 4.64 亿股吸收合并建工集团（鉴于本次交易后建工集团届时持有的安徽水利 16.07% 的股份将注销，本次吸收合并实际新增股份约为 3.18 亿股，并募集配套资金的金额不超过 17.88 亿元，不超过本次拟购买资产交易金额的 100%，按照本次发行价格 6.54 元/股计算，本次募集配套资金的发行股份数预计不超过 2.73 亿股）。目前，该重大资产重组预案已经中国证券监督管理委员会受理。预计本次重大资产重组工作完成后，公司资本实力将得到充实，公司整体竞争实力大幅提升，公司的行业地位以及市场竞争能力有望得以巩固。

八、经营分析

公司坚持以“工程施工为基础、房地产开发为重点”的发展战略，主营业务包括工程施工、房地产业务、水力发电业务及酒店经营等板块。

1. 经营概况

2013~2015 年，公司收入规模逐年增长，2015 年公司实现主营业务收入 91.45 亿元，较 2014 年增长 8.83%，主要系公司不断加大市场开拓力度，整体工程量增大所致。2016 年 1~6 月公司实现主营业务收入 53.03 亿元，为 2015 年全年 57.99%。

建筑工程施工作为公司的传统主营业务，是公司最主要的收入来源，近三年该板块占公司营业收入比重不断上升，2015 年公司工程业务收入占公司主营业务收入比重达 90.71%，较 2014 年持续上升；房地产业务方面，受市场景气度不佳影响，2015 年房地产收入为 5.68 亿元，较上年下降 32.30%，占公司主营业务收入比重为 6.21%，较上年下降 3.77 个百分点。2016 年 1~6 月，公司主营业务收入仍以工程施工为主，占 89.74%，房地产业务收入占比 8.92%，公司经营保持稳定态势。

从毛利率来看，施工业务板块综合毛利率有所下降，2015 年为 9.66%，较上年下降 1.70 个百分点，主要系毛利率较高的 BT 工程项目占比有所下降。受房地产市场下行影响，近三年公司房地产业务毛利率持续下降。但由于公司房地产业务拿地较早，土地成本低，使得 2015 年该业务毛利率依然能维持在 33.49% 的较高水平。目前公司土地主要以招拍挂方式取得，土地成本较以前年度取得的土地储备成本大幅提升，因此房地产板块未来毛利率将进一步下降。其他业务的毛利率水平有所提升，但由于收入规模占比较小，对公司整体毛利率水平影响不大。综上，近三年公司主营业务综合毛利率水平持续下降。受上述因素影响，公司 2016 年 1~6 月各经营板块毛利率呈进一步下降趋势，工程施工业务毛利率进一步下至 6.72%；房地产开发业务毛利率为 26.21%；当期综合主营业务毛利率为 9.00%，较 2015 年有所下滑。

表 5 公司主营业务收入及毛利率构成表（单位：亿元，%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1~6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
A.工程施工业务	56.71	83.29	10.75	72.69	86.50	11.36	82.95	90.71	9.66	47.59	89.74	6.72
水利工程施工	13.86	20.36	9.81	16.46	19.59	10.27	20.02	21.89	9.00	9.97	18.80	6.01
工民建工程施工	18.30	26.87	7.42	30.00	35.70	8.60	34.88	38.14	5.47	22.02	41.52	5.93
市政工程施工	24.55	36.06	13.77	26.23	31.21	15.19	28.05	30.67	15.35	15.60	29.42	8.27

B.房地产开发业务	8.94	13.13	43.31	8.39	9.98	35.50	5.68	6.21	33.49	4.73	8.92	26.21
C.其他业务	2.44	3.58	44.89	2.95	3.52	20.96	2.82	3.08	24.27	0.71	1.34	46.99
合计	68.09	100.00	16.25	84.03	100.00	14.10	91.45	100.00	11.61	53.03	100.00	9.00

资料来源：公司提供

2. 工程施工

公司工程施工业务主要包括水利工程、工民建工程和市政工程三大板块。公司水利工程和市政工程施工量整体保持稳定，工民建工程业务量增长较快。

水利工程施工方面，公司具有水利水电工程施工总承包一级资质，在水利工程承揽方面具有较大优势。2015 年，公司水利工程施工业务收入 20.02 亿元，较上年增长 3.56 亿元。毛利率方面，2015 年水利工程毛利率水平由 2014 年的 10.27% 下降至 9.00%，主要由于近年来安徽省内水利工程市场萎缩，公司为抢占省外业务，在工程投标中采取低报价方式以保证中标率，因此毛利水平有所下降。在该因素影响下，2016 年 1~6 月水利工程施工板块毛利率进一步下降至 6.01%。

工民建工程施工方面，随该板块业务规模扩张，工民建工程收入迅速增长，2015 年为 34.88 亿元，同比增长 16.27%，占公司主营业务收入比重也上升至 38.14%，该业务板块毛利率由 8.60% 下降至 5.47%，主要系由于 2015 年公司工民建 BT 业务量下降，承接利润较低的政府保障房项目有所增多所致。2016 年 1~6 月该业务板块毛利率为 5.93%。

市政工程方面，公司于 2016 年 3 月 1 日取得国家住房和城乡建设部颁发的桥梁工程专业承包三级资质，在桥梁工程承揽方面的竞争力有所提升。2015 年，公司实现市政工程收入 28.05 亿元，同比增长 6.94%。但由于工民建工程收入增长更快，市政工程占公司主营业务收入比重有所下降，2015 年为 30.67%。毛利率方面，近三年市政施工毛利率持续上升，2015 年

为 15.35%，较 2014 上升 0.16 个百分点。2016 年 1~6 月该业务板块毛利率为 8.27%，较 2015 年大幅下降，主要系由于 2016 年以来结转的项目中，毛利率水平较高的 BT 业务大幅减少所致。

2013~2015 年，公司新中标项目合同额呈增长态势，但受固定资产投资增速下降的影响，2015 年新中标项目总金额增速放缓。2015 年公司中标工程共计 184 项，总金额 130.66 亿元，其中水利工程 27.50 亿元（占 21.05%）、市政工程 19.83 亿元（占 15.18%）、路桥工程 14.74 亿元（占 11.28%），房建工程 64.19 亿元（占 49.13%）。2016 年 1~6 月公司新签合同额 62.97 亿元。总体看，公司业务量充足，为未来业绩的持续增长提供了有力基础。

表 6 近年来公司项目新中标项目合同额情况

年 份	新中标项目合同金额（亿元）
2013 年	90.90
2014 年	122.76
2015 年	130.66
2016 年 1~6 月	62.97

资料来源：公司提供

由于 2014~2015 年公司中标施工合同中，房建工程比重较大，且房建工程毛利水平低于其他工程项目，导致公司工程施工业务总体毛利率水平有所下降；此外，BT 业务承接量有所减少，也降低了综合毛利率水平。

截至 2016 年 6 月底，公司主要在建及拟建重大项目如下表所示，其中房建项目占比较大，合同额共计 64.22 亿元。

表 7 截至 2016 年 6 月底公司在建及拟建的合同额较大工程明细（单位：亿元）

项目名称	项目类型	合同金额	工期
水利工程			
太和县苗原河综合治理工程	水利工程	6.47	2015.10.1~2016.4.30
芜湖市澧港闸（桥）工程	水利工程	3.00	2014.2.21~2016.5.31
彬县红岩河水库	水利工程	4.50	2016.04.25-2018.04.25
房建工程			
蚌埠和顺名都城 1 期 2 标	房建工程	2.27	2015.8 月开工根据业主要求
蚌埠市戴湖村农民安置小区	房建工程	4.25	730 个日历天
蚌埠市徐桥安置房小区	房建工程	2.14	720 个日历天
安徽科技学院产学研人才培养基地一期建设工程	房建工程	2.84	555 个日历天
蚌埠和顺名都城一期工程 I 标段	房建工程	2.69	780 个日历天
桃源·九点阳光二期 B 区商住小区	房建工程	2.27	2015.08.08~2017.08.31
怀远县邵圩安置区 3 期建设工程	房建工程	3.37	主体工程 18 个月
光明之家二标段	房建工程	3.34	680
马鞍山荷塘月色住宅小区工程	房建工程	2.32	业主要求
光明之家一标段	房建工程	2.83	680
和顺第九街区	房建工程	2.03	2015.04.26-2016.10.17
涡阳县城西保障性安居工程（农民工创业园内五栋楼）	房建工程	3.57	540 天
九龙社区二期农民安置房	房建工程	3.23	2015.10.20 开工
蚌埠产城一体化（中小企业产业园）一期项目厂房及地下车库工程	房建工程	2.00	2014.9.28~2016.2.10
阿尔及利亚 1500 套住房项目	房建工程	3.36	2014.7.1~2016.11.1
七台河商贸博览城（A、B、C 地块）工程	房建工程	2.34	2015.10.15~2016.8.20
国立凯旋花园二期项目	房建工程	2.53	910 天
德州中心城二三期工程	房建工程	3.50	1095 天
茂名文才小区项目	房建工程	5.70	1327 天
国富文化创意产业厂区	房建工程	2.82	738 天
喜苑 2 号楼、3 号楼工程	房建工程	2.43	760 天
淮滨新村四期 1 标段	房建工程	2.39	670 天
市政路桥			
陕西省西咸新区秦汉新城正阳渭河大桥工程	市政路桥	7.85	2013.12.31~2016.12.31
沅西新城咸户路市政道路工程	市政路桥	2.46	660 天
兰州新区区域中心服务组团土地开发项目一标段	市政路桥	4.51	6 个月
界首市市政工程施工总承包一期	市政路桥	2.39	360 天
公路工程			
省道 214 郎溪段改建工程四期工程	公路工程	4.91	26 个月
S307 蚌埠市解放路淮河公路大桥至蒙城县交界段一级公路改建工	公路工程	3.66	720 天
G206 南段（上洪村三岔路口-淮南界）一级公路建设工程二标段	公路工程	2.28	450 天
S306 解放路至沫河口改造工程	公路工程	2.21	15 个月
汕头市东部城市经济带工程第六合同段沥青砼路面工程	公路工程	2.55	60 个月
中旅西岸酒店装修工程	其它	2.32	210 天
合计	--	113.33	--

资料来源：公司提供

海外承包业务方面，2014 年建工集团将其总包的“阿尔及利亚康斯坦丁省 AADL6000 套住房项目”通过招标分包给公司，公司承担其中

1500 套住宅的建设任务，合同金额为 3.72 亿元。2015 年公司未承接其他海外业务。

目前，国家大力推进公共工程的 PPP 业务

模式，公司在稳步运营传统 BT 工程项目的基
础上，紧跟国家政策走向，积极参与承接 PPP
业务项目。2015 年，公司已与安徽省宣城市郎
溪县人民政府签署了《S214 工程 PPP 项目投资
建设合作框架协议》，合作项目工程投资总金
额 11.76 亿元。

3. 房地产

目前公司房地产业务主要为安徽省内城市
的住宅和配套商业用房销售。公司凭借在房屋
建筑工程领域的经验，以“和顺”为主要品牌，
充分利用其对所在区域市场的深入了解以及与
地方政府的良好合作关系，在安徽省内房地产
市场上形成了一定的影响力。公司区别于其他
房地产企业，主要采取“承接重点市政工程建
设、改善周边环境→建设过程中在周边地段低
价购地→开发房地产、实现商业价值”的复合地
产开发模式。

2015 年，公司新设子公司安徽水利和顺地

产有限公司，并以此为平台整合下属的房地产
开发业务，以加强房地产业务板块的统一管理，
控制管理成本，提升品牌影响力。受房地产市场
下行影响，2015 年公司房地产板块业务收入
大幅下降，实现业务收入 5.68 亿元，较上年下
降 32.30%。2016 年 1~6 月，公司房地产收入
4.73 元，为 2015 年的 82.37%。

公司房地产项目均位于安徽省内二三线城
市，价格相对较低且比较稳定，近年来公司房
地产项目销售价格基本保持稳定，2013 年~
2015 年公司房地产销售均价分别为 5043 元/平
方米、4906 元/平方米和 4963 元/平方米。

表 8 公司房地产开工、签约销售情况

(单位: 万平方米、亿元)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
开工面积	24.5	33.0	46.7	9.20
签约销售面积	20.8	17.1	17.2	22.66
签约销售收入	10.5	8.2	8.6	10.63

资料来源: 公司年报

表 9 截至 2016 年 6 月底公司主要在建房地产项目

地区	项目名称	占地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	累计完成投资 (亿元)	销售比例 (%)	未来两年投资计划 (亿元)	
							16 年	17 年
蚌埠	龙湖春天 4.4 期	3.88	11.61	3.85	3.85	85.04	0.03	0.00
蚌埠	名都城	18.92	70.09	26.16	6.27	2.25	2.86	3.50
肥东	东方花园商业街、香墅湖	5.55	3.25	1.34	0.92	87.50	0.94	0.00
庐江	和顺新天地	7.00	201.0	8.63	4.30	4.50	2.17	2.30
六安	六安和顺沁园春	9.22	17.75	7.62	6.93	42.80	1.25	0.37
蚌埠	和顺新里程	9.28	20.40	8.00	3.60	30.05	1.12	3.50
蚌埠	和顺新视界	4.92	11.80	5.50	3.62	44.13	1.22	1.76
蚌埠	和顺第九街	3.45	10.00	6.20	3.69	54.15	1.28	2.03
南陵	南陵和顺 3 期	33.87	46.38	4.86	3.17	70.26	1.60	0.50
马鞍山	和顺荷塘月色	7.93	19.05	5.72	0.91	8.19	0.47	0.70
滁州	东方花园	14.42	33.88	16.26	4.92	--	3.15	3.56
合计		118.44	264.31	94.14	42.18	--	16.09	18.22

资料来源: 公司提供

土地储备方面，目前公司土地主要以招拍挂方式取得，土地成本较以前年度取得的土地储备大幅提升。截至 2015 年底，公司土地储备约 856.64 亩，总成本为 11.47 亿元，其中 2015 年公司新增土地储备 216.37 亩，位于安徽省滁州市，成本为 3.46 亿元。2016 年 1~6 月公司新增土地储备 106.71 亩，土地购置成本为 4.10 亿元。土地储备为公司房地产业务的持续发展奠定了一定基础。

总体看，受房地产市场下行压力影响，公司房地产业务去化压力较大，毛利率水平持续下降但仍处于较高水平。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括水力发电、材料销售和酒店经营等。近三年公司其他业务规模波动下降，2015 年，公司其他业务收入为 2.82 亿元，较 2014 年有所下降。

2015 年，公司共运营 4 个水电站，总装机容量 17.21 万 KW，年发电量 27475 万 KW*H，同比增长 25.65%，主要得益于水资源较去年同期更为充沛。2015 年，水力发电板块实现营业收入 0.65 亿元，同比增长 30.67%，主要由于发电量的增加和电价上调。

酒店业务方面，公司目前分别在蚌埠、六安、肥东经营蚌埠锦江大酒店、六安沃尔特大酒店和合肥东方国际会议中心。受国家政策及经济增速下行压力影响，2015 年公司酒店实现收入 0.43 亿元，同比小幅增长。

5. 经营效率

2013 年~2015 年，公司存货周转次数有所下降。2015 年，受公司房地产业务板块去化压力增大影响，公司存货周转次数由 2.62 次下降至 2.36 次；销售债权周转次数和总资产周转次数较 2014 年均有所下降，分别为 2.52 次和 0.71 次。整体看，公司资产经营效率一般。

6. 未来发展

公司发展战略为：公司主业定位于工程施工、房地产开发和水电投资建设与运营。为实现规模和效益同步快速增长，公司确立了“水利为本，协同发展”的整体发展战略，继续推进工程施工和房地产业务的发展壮大，加快发展水电业，同时明确“稳定建材业，收缩酒店业”的辅业发展思路。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013 年~2015 年合并财务报告，华普天健会计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年上半年财务数据未经审计。

从合并报表范围看，公司并表范围子公司 29 家；从变化来看，2013 年公司新设子公司安徽水利（蚌埠）和顺地产有限公司、安徽水利路面工程公司并将其纳入合并范围；注销子公司芜湖和顺置业有限公司、贝斯（蚌埠）科技发展有限公司。2014 年公司新设子公司芜湖长戈建设工程有限公司、安徽水利（庐江）和顺地产有限公司，取得贡山县恒远水电开发有限公司控制权，公司将上述三家公司纳入合并范围，同时将转让出的安徽东升建筑设计咨询有限公司移出并表范围。2015 年公司新设全资子公司安徽水利市政园林建设有限公司、安徽水利合盛物业有限公司和安徽水利和顺地产有限公司，公司将上述三家公司纳入合并范围。总体看，公司合并范围变化不大，财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 135.74 亿元，所有者权益 28.81 亿元（含少数股东权益 2.66 亿元）；2015 年公司实现营业收入 91.50 亿元，利润总额 3.45 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 146.07 亿元，所有者权益合计 31.49 亿元（含少数股东权益 4.88 亿元）。2016 年 1~6 月公司实现营业收入 53.88 亿元，利润总额 1.41 亿元。

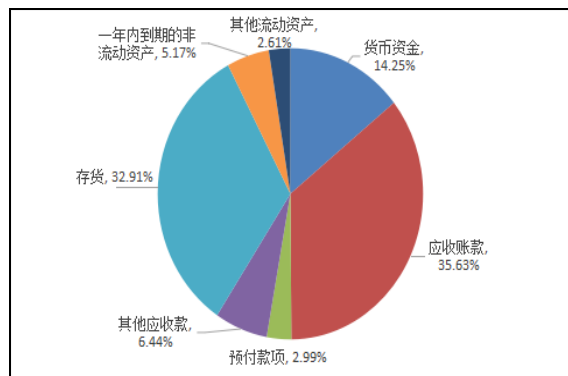
2. 资产质量

2013 年~2015 年，公司资产总额年均复合增长 20.06%。截至 2015 年底，公司资产总额 135.74 亿元，同比增长 10.00%。公司规模的大幅提升一方面是因为随着加大房地产业务土地储备公司存货的增加，公司应收账款增加以及 BT 项目进入回购期部分 BT 回购款计入一年内到期的非流动资产导致流动资产规模显著上升；另一方面，是在建工程增长导致的非流动资产增长。从资产结构看，流动资产占比 83.49%，资产结构以流动资产为主，较上年末相比流动资产比例上升 5.30 个百分点。

流动资产

2013 年~2015 年，公司流动资产年均复合增长 26.22%，主要来自应收账款、存货和其他应收款的增长。截至 2015 年底，公司流动资产构成以货币资金(占 14.25%)、应收账款(占 35.63%)、其他应收款(占 6.44%)、存货(占 32.91%)和一年内到期的非流动资产(占 5.17%)为主。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司货币资金增长较快，年均复合增长 25.71%。截至 2015 年底，公司货币资金为 16.15 亿元，同比增长 49.37%，主要系收到马鞍山市公路管理局 G205 国道 BT 项目回购工程款 9.72 亿元及非公开发行股份收到募集资金 5.92 亿元所致。其中，库存现金与银行存款合计 12.56 亿元(占比 77.79%)；其他货币资金 3.59 亿元(占比 22.21%)，全

部为受限资金，主要是开具银行承兑汇票或工程保函存入的保证金，以及按揭贷款存入的保证金，受限比例 22.23%。

公司应收账款主要是应收工程款。2013 年~2015 年，随着公司项目承建规模的逐年增长，公司应收账款不断增长，年均复合增长 15.45%。截至 2015 年底，公司应收账款为 40.38 亿元，同比增长 28.18%，主要为应收工程款。从账龄看，一年以内的占 70.15%，一至二年的占 24.86%，少量应收账款账龄较长。从欠款单位来看，主要为相关政府部门，其中蚌埠经济开发区管委会欠款金额 9.82 亿元。由于政府财政收入增速放缓，财政偿债能力下降，政府投资基建类工程结算和投资回收期限有所增长。针对此情况，公司加紧 BT 项目款项回收工作，持续加强应收账款的清收工作。此外，针对海外 Arabest 公司项目，由于账款存在回收风险，已将全部 0.78 亿元应收账款计提坏账准备。公司目前项目数量较多，应收账款合计数额较大，公司累计计提坏账准备 2.90 亿元，计提较为充分。

表 10 截至 2015 年底应收账款欠款前五名单位情况
(单位：亿元、%)

单位名称	年末余额	占比	欠款原因
蚌埠市经济开发区管委会	9.15	23.18	龙子湖周边治理 BT 工程应收款
陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会	3.31	8.39	咸阳 BT 工程应收款
长江勘测规划设计研究有限责任公司	1.15	2.90	合同约定 4 年内付清
蚌埠高新投资集团有限公司	0.90	2.28	保障房项目，付款比例较低
蚌埠经济开发区投资有限公司	0.78	1.98	保障房项目，付款比例较低
合计	15.30	38.73	--

资料来源：公司提供

2013 年~2015 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 151.32%；截至 2015 年底，公司预付款项合计 3.39 亿元，从账龄来看，一年以内的预付款占 88.86%，1~2 年占 10.14%，2 年以上占 1.00%。预付款项前五名客户金额累计占比 90.16%。

公司其他应收款主要是工程投保保证金、

履约保证金和其他保证金。2013 年~2015 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 13.26%。截至 2015 年底，公司其他应收款 7.30 亿元，同比下降 13.79%，主要系回收贵州大龙项目投标保证金 0.5 亿元和咸阳正阳大桥投标保证金 0.5 亿元所致。从账龄来看，一年以内的其他应收款占 30.60%，1~2 年占 32.02%，2~3 年占 15.50%，3 年以上占 21.88%。公司累计计提坏账准备 0.28 亿元，综合计提比例为 14.26%。

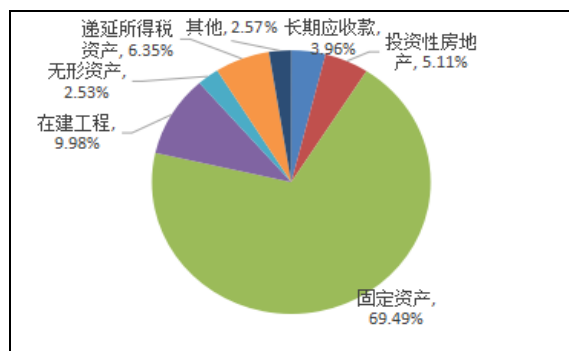
2013 年~2015 年，公司存货快速增长，年均复合增长 25.20%。近年来随工程施工量及房地产项目投入增加，存货增长较快。截至 2015 年底，公司存货 37.30 亿元，同比增长 19.06%，主要系由于 2015 年房地产去化压力较大，销售不理想但施工进度并未减缓所致。公司存货主要系房地产开发项目，以开发成本（占 64.16%）和建筑合同形成的未结算资产（占 26.35%）为主。

公司一年内到期的非流动资产主要为未来一年内应收的 BT 项目回购款。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动资产为 5.86 亿元。

非流动资产

2013 年~2015 年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降 1.34%。截至 2015 年底，公司非流动资产 22.41 亿元，同比下降 16.73%，主要系由于长期应收款的减少。非流动资产主要由固定资产（占 69.49%）和在建工程（占 9.98%）构成。

图 6 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 35.45%。截至 2015 年底，公司固定资产 15.57 亿元，同比增长 85.47%；在建工程 2.24 亿元，同比下降 78.19%，主要系原计入在建工程的恒远水电站丹珠河发电站达到预计可使用状态转入固定资产 7.96 亿元所致。

2013 年~2015 年，公司长期应收款快速下降，年均复合下降 69.92%。公司长期应收款为应收的三年以上 BT 工程款。截至 2015 年底，公司长期应收款 0.89 亿元，同比下降 80.45%，主要系由于收到马鞍山市公路管理局 205 国道项目 BT 工程款所致，现存长期应收款主要系应收郎溪县交通运输局郎溪 S214 改建 BT 工程款。

公司无形资产主要为土地使用权。2013 年~2015 年，公司无形资产快速下降，年均复合下降 46.36%。截至 2015 年底，公司无形资产 0.57 亿元，同比下降 3.34%。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 146.07 亿元，流动资产和非流动资产分别占 81.89%、18.11%，流动资产占比略有下降。流动资产仍以货币资金（占 14.33%）、应收账款（占 35.20%）和存货（占 35.49%）为主。其他流动资产金额为 1.13 亿元，较 2015 年底下降 57.84%，主要系理财产品减少所致；存货金额为 42.46 亿元，较 2015 年底增长 13.83%，主要系开发产品和开发成本增长所致。非流动资产仍以固定资产为主，占比为 51.47%。随着工程施工量的持续扩大，在建工程有所增长，金额为 6.01 亿元，较 2015 年底增长 168.30%，主要系增加对红岩河水库 PPP 项目投资所致。

总体来看，公司资产规模扩张较快，以流动资产为主，但应收款项及存货占比较大，对资金形成了一定的占用，资产流动性较弱，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013 年~2015 年, 公司所有者权益快速增长, 年均复合增长 35.42%, 截至 2015 年底, 公司所有者权益合计 28.81 亿元(其中少数股东权益 2.66 亿元)。归属母公司所有者权益以实收资本(占 20.34%)、资本公积(占 22.54%)和未分配利润(占 44.76%)为主。2015 年 6 月 16 日, 公司非公开发行股票 0.30 亿股, 募集资金净额 5.92 亿元, 其中 0.30 亿元计入股本, 剩余 5.62 亿元计入资本公积, 致使 2015 年公司的股本和资本公积有所增加。同时, 随着业绩的稳步增长, 公司未分配利润持续增加, 截至 2015 年底, 未分配利润金额为 11.71 亿元, 同比增长 21.33%。

截至 2016 年 6 月底, 公司所有者权益合计 31.49 亿元, 较上年底增长 9.30%, 主要是实收资本增加所致。截至 2016 年 6 月底, 公司实收资本为 9.04 亿元, 较上年底增长 70.00%, 主要系公司 2015 年度股东大会决定以总股本 53,191 万股为基数, 向全体股东每 10 股送 2 股、转增 5 股, 共计增加了 37,234 万股, 2016 年 6 月, 公司实施完成了 2015 年度利润分配及资本公积金转增股本, 完成后公司总股本为 90,425 万股。

负债

2013 年~2015 年, 公司负债总额年均复合增长 16.75%, 主要系业务规模增长、融资规模扩大所致。截至 2015 年底公司负债总额为 106.93 亿元, 同比增长 3.68%, 主要是系应付账款和预收款项的增长所致。从负债结构看, 流动负债占 83.17%, 非流动负债占 16.83%, 公司负债以流动负债为主。

2013 年~2015 年, 公司流动负债年均复合增长 14.75%。截至 2015 年底, 公司流动负债金额为 88.93 亿元, 以短期借款(占 18.84%)、应付账款(占 38.97%)、预收款项(占 18.42%)和其他应付款(占 10.65%)为主。

2013 年~2015 年, 公司短期借款波动中

有所增长, 年均复合增长 3.58%。截至 2015 年底, 公司短期借款为 16.75 亿元, 同比下降 9.68%, 主要以保证借款(占 90.48%)为主。短期借款的减少, 使公司短期偿债压力减少。

公司应付账款主要是应付的工程款和未结算材料款。2013 年~2015 年, 公司应付账款年均复合增长 17.52%, 随着承接的工程总量持续增加, 公司应付账款持续增长, 截至 2015 年底为 34.66 亿元, 同比增长 24.88%, 应付账款主要为应付劳务分包款和货款。

2013 年~2015 年, 公司预收款项波动中有所增长, 年均复合增长 21.32%。截至 2015 年底, 公司预收款项金额为 16.38 亿元, 同比增长 52.32%, 主要系商品房收到预付款增加和预收施工劳务款增加所致。

2013 年~2015 年, 公司其他应付款年均复合增长 37.01%, 主要系近年来随公司业务规模不断扩大, 分包方缴纳保证金增加较多所致。公司其他应付款主要由往来款和未结算保证金构成。截至 2015 年底, 公司其他应付款金额为 9.47 亿元, 同比增长 3.87%, 主要系保证金的增加所致。

截至 2015 年底, 公司一年内到期的非流动负债为 6.56 亿元, 主要为 6.56 亿元的一年内到期的长期借款。在 2013 年及以前的审计报告中, 公司将 3.00 亿元信托融资(公司承诺向安徽国元信托有限责任公司回购的子公司股权)计入少数股东权益, 本报告将其调整为有息债务; 在 2014 年审计报告中, 公司已将其计入报表的负债中“其他流动负债”科目; 该项信托融资已于 2015 年偿还。

截至 2015 年底, 公司其他流动负债金额为零, 于 2014 年 5 月发行的 2014 年第一期 1 亿元短期融资券已偿还。

2013 年~2015 年, 公司非流动负债年均复合增长 28.38%, 截至 2015 年底, 公司非流动负债金额为 18.00 亿元, 同比下降 18.75%, 主要由长期借款(占 63.38%)和应付债券(35.84%)构成。

2013 年~2015 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 24.98%。截至 2015 年底，公司长期借款 11.41 亿元，同比下降 32.05%，由抵押借款（占 51.97%）和保证借款（占 49.03%）构成。2015 年公司减少了长期借款的规模，更多采取发行中期债券的方式融资。

2013 年~2015 年，公司有息债务年均复合增长 21.98%，将公司其他流动负债以及长期应付款的有息部分调整入有息债务后，2013 年及 2014 年的短期债务由 20.88 亿元和 27.75 亿元升至 22.88 亿元和 28.75 亿元；长期债务由 7.30 亿元和 18.78 亿元升至 10.77 亿元和 22.00 亿元；全部债务分别升至 33.65 亿元和 50.75 亿元，2015 年无需调整项。截至 2015 年底，公司全部债务为 41.93 亿元，其中短期债务 24.07 亿元，占比 57.42%；长期债务 17.85 亿元，占比 42.58%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均有所下降，三年均值分别为 81.12%、63.38%和 39.91%，2015 年分别为 78.77%、59.27%和 38.26%。总体看，公司债务负担尚可。

截至 2016 年 6 月底，公司负债总额 114.58 亿元，较 2015 年底增长 7.16%，其中应付债券较 2015 年底减少了 2 亿元，主要为 14 皖 MTN001 将于 2017 年 5 月到期，重分类到一年内到期的非流动负债中。全部债务金额为 46.83 亿元，短期债务占全部债务比重由 57.42%下降至 53.97%；同期资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.44%、59.79%和 40.63%，资产负债率较 2015 年底略有下降，但全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2015 年底有所上升。

总体看，公司所有者权益快速增长，所有者权益稳定性增强；负债以流动负债为主，债务负担尚可。

4. 盈利能力

2013 年~2015 年，随业务规模扩张，公司营业收入年均复合增长 15.90%。2015 年公司实现营业收入 91.50 亿元，同比增长 8.81%。公司营业收入主要包括工程施工业务收入、房地产开发业务收入、水力发电收入和其他业务收入。其中工程施工业务收入为 82.95 亿元，占比 90.71%，是公司收入的主要来源。毛利率方面，建筑施工行业特性决定了公司工程施工业务的毛利率不高，2015 年公司工程施工毛利率为 9.66%，较 2014 年下降 1.70 个百分点。受房地产市场下行影响，2015 年房地产开发业务毛利率为 33.49%，较 2014 年下降 2.01 个百分点。2013 年~2015 年，公司营业利润率持续下降，三年分别为 12.33%、10.30%和 7.85%，主要系由于市场竞争激烈、人工成本持续上升及国家房地产调控持续影响所致。随公司业务规模增长，期间费用规模较大，一定程度上影响了公司营业利润的实现。

图 7 2013 年~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2013 年~2015 年，公司期间费用分别为 4.20 亿元、4.20 亿元和 3.70 亿元。2015 年公司期间费用有所下降，其中财务费用 0.95 亿元，较上年下降 42.34%，管理费用 2.45 亿元，占期间费用的 65.33%，从期间费用结构看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，主要原因系项目多且分散、从业人数多等特性，导致公司管理费用一直占期间

费用的比重较大。三年期间费用率分别为 6.17%、4.99%和 4.04%。

近三年公司资产减值损失分别为 1.02 亿元、0.67 亿元和 0.05 亿元，呈逐年下降趋势。同时，公司每年均有一定的营业外收入，三年分别为 0.17 亿元、0.07 亿元和 0.04 亿元。2013 年~2015 年，公司利润总额分别为 3.39 亿元、3.83 亿元和 3.45 亿元。

从整体盈利指标看，2013 年~2015 年，随着全部债务增加，公司总资本收益率有所下降，三年分别为 10.05%、7.63%和 7.61%。同期公司净资产收益率持续下降，分别为 13.03%、11.48%和 8.97%。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 53.88 亿元，同比增长 19.63%；营业利润 1.27 亿元，利润总额为 1.41 亿元。

总体看，近年来公司收入规模稳定增长，近期由于受承接工程种类变化、房地产市场下行等因素影响，建筑施工和房地产板块综合毛利率均有所下滑，公司盈利能力有所下降，但整体仍保持行业较高水平。

5. 现金流分析

从经营活动看，2013年~2015年，公司经营现金流入持续上升，2015年公司经营活动现金流入合计为95.87亿元，同比增长25.28%，其中销售商品、提供劳务收到的现金占99.63%，为95.52亿元，主要为公司收到的工程款。2015年公司现金收入比为104.39%，较上年有所上升，收入实现质量提高。2015年公司经营活动现金流出合计89.67亿元，同比增长4.32%，其中购买商品、接受劳务支付的现金占83.71%，为75.06亿元，主要是支付的工程款和支付的土地出让金。整体看，近三年随公司业务规模扩张，经营活动现金支出增长较快，加之同期BT业务回款存在滞后性，导致经营活动现金流量净额2013年及2014年持续为负，2015年公司经营活动现金流量净额为6.20亿元。2013年~2015年公司经营活动现金净流量

分别为-2.22亿元、-9.43亿元和6.20亿元。

投资活动方面，2013 年~2015 年，公司投资活动现金流入波动下降，2015 年投资活动现金流入为 3.29 亿元，同比增长 35.31%，其中收到其他与投资活动有关的现金为 2.86 亿元。2015 年公司投资活动现金流出合计 2.15 亿元，同比下降 52.16%。2015 年，公司投资活动现金流量净额为 1.14 亿元，体现为净流入。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流入主要为取得借款收到的现金。2013 年~2015 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 13.35%。2015 年公司筹资活动现金流入为 32.25 亿元，同比下降 25.03%，其中取得借款收到的现金有所下降，降至 21.88 亿元；筹资活动现金流出为 37.84 亿元，同比增长 22.33%，主要系偿还到期银行借款增加所致。整体看，随公司业务扩张，对外筹资规模波动增长，2013 年~2015 年，公司筹资活动现金净流量分别为 3.02 亿元、12.08 亿元和 -5.59 亿元。

2016 年 1~6 月，受公司大规模进行工程建设所致，经营活动净现金流延续了净流出状态，为-2.38 亿元，现金收入比为 102.12%，指标较 2015 年有所下降。投资活动中，现金流入规模仍较小，投资活动产生的现金流量净额为 0.83 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 1.62 亿元。

总体来看，随着 BT 业务逐步进入回购期，2015 年公司经营活动现金流情况转好，但随着工程施工的持续投入，现金支出规模也将扩大，经营活动现金流量净额存在较大波动，公司为满足业务规模扩大的需要，存在一定外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年~2015 年公司流动比率分别为 105.34%、119.14%和 127.43%，呈持续上升态势；公司速动比率近

三年也持续上升，2013 年~2015 年分别为 70.10%、80.45%和 85.49%；2016 年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为 136.12%和 88.49%。2015 年公司经营现金流动负债比为 6.98%。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013 年~2015 年公司 EBITDA 规模波动增长，三年分别为 6.53 亿元、7.36 亿元和 6.93 亿元。同期有息债务规模不断扩张，利息支出增加，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，2015 年降至 2.36 倍；2013 年~2015 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.32 倍、6.32 倍和 6.05 倍，呈波动上升态势。总体看，公司 EBITDA 对全部债务保护能力一般，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 6 月底，公司对外担保余额 5.56 亿元，对外担保比率为 17.66%，被担保公司主要为蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司、马鞍山和顺工程建设有限公司和咸阳泾渭投资有限公司，目前被担保公司经营良好，偿还或有负债的风险不大。

截至 2016 年 6 月底，公司获得各家银行授信总额为 56.75 亿元，已使用额度为 53.34 亿元。公司为 A 股上市公司，具有畅通的直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码为：G1034030300009500E），截至2016年9月30日，公司共有2笔关注类贷款记录和2笔次级垫款记录。根据相关银行出具证明显示，关注类贷款记录：公司于2008年10月30日向兴业银行合肥分行借款2000万元，2009年10月30日到期，公司于2009年10月26日将还款资金足额转入还款账户，但由于银行系统未及时扣划款项产生逾期，已于2009年11月2日结清；公司于2012年1月20日向光大银行借款1100万元，于2012年7月30日到期，由于系统问题造成利息金额未及时入账，已于2012年7月31日结清，同时体现在欠息记录中。次级

垫款记录：公司于2012年5月16日发生2笔银行承兑汇票垫款，金额分别为10.00万元和9.84万元，是由于徽商银行蚌埠禹会支行系统原因造成。根据公司历史征信报告，除上述信息外，公司还有3笔欠息记录，根据相关银行出具证明显示：欠息记录中2009年6月10日欠息经查是在徽商银行蚌埠禹会支行发生，因工作人员未及时通知并转款，故造成公司征信报告系统中反映有欠息记录；2010年7月21日欠息是由于平安银行上海分行采用人工扣款方式还息，误以逾期计入人行系统造成；2012年7月31日欠息是由于光大银行合肥分行系统问题造成利息金额未及时入账。总体看，公司过往债务履约情况较好。

8. 抗风险能力

公司作为安徽省建筑行业龙头企业，施工专业技术实力强，近年来随业务规模不断扩张，营业收入稳定增长，公司新签合同额不断增长，项目储备充足。未来国家水利投资将不断加大，公司面临良好发展机遇。基于上述判断，公司整体抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿债能力分析

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额度为 6 亿元，占 2016 年 6 月底公司长期债务的 27.83%，全部债务的 12.81%，对公司现有债务和债务结构影响较大。

2016 年 6 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 78.44%、59.79%和 40.63%，以公司 2016 年 6 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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 79.29%、62.65%和 46.67%。考虑到公司 2016 年 8 月发行的第一期中期票据 2 亿元，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 79.56%、63.52%和 48.41%，公司债务负担有所加重，但考虑到本期中期票据全部用于偿还金融机构借款，实际债务负担的增加可能低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013 年~2015 年，公司 EBITDA 值分别为 6.53 亿元、7.36 亿元和 6.93 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 1.09 倍、1.23 倍和 1.16 倍。考虑到公司于 2016 年 8 月发行的 2016 年度第一期中期票据 2 亿元，公司近三年 EBITDA 分别为两期中期票据的 0.82 倍、0.92 倍和 0.87 倍，EBITDA 值对两期中期票据的覆盖程度一般。

2013 年~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 56.12 亿元、76.52 亿元和 95.87 亿元，为本期中期票据发行额度的 9.35 倍、12.75 倍和 15.98 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。考虑到公司于 2016 年 8 月发行的 2016 年度第一期中期票据 2 亿元，公司近三年经营活动现金流入量分别为两期中期票据的 7.02 倍、9.57 倍和 11.98 倍，公司经营活动现金流入量对两期中期票据的覆盖程度较好。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

十一、结论

公司是安徽省水利建设的龙头企业，经过多年发展已形成工程总承包、水力发电、房地产开发和酒店经营等多个业务板块，在施工专业资质、项目储备、施工管理等方面拥有明显优势，同时，公司通过承接工程建设优先获取低价土地储备的“建筑+地产”发展模式具有良

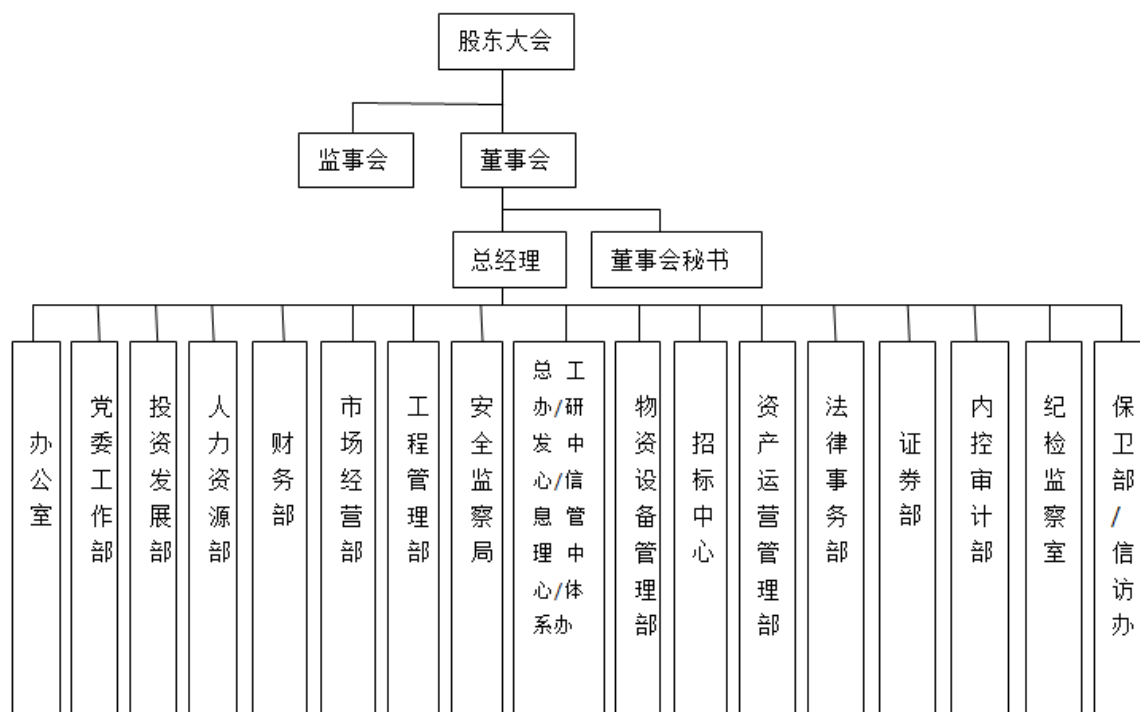
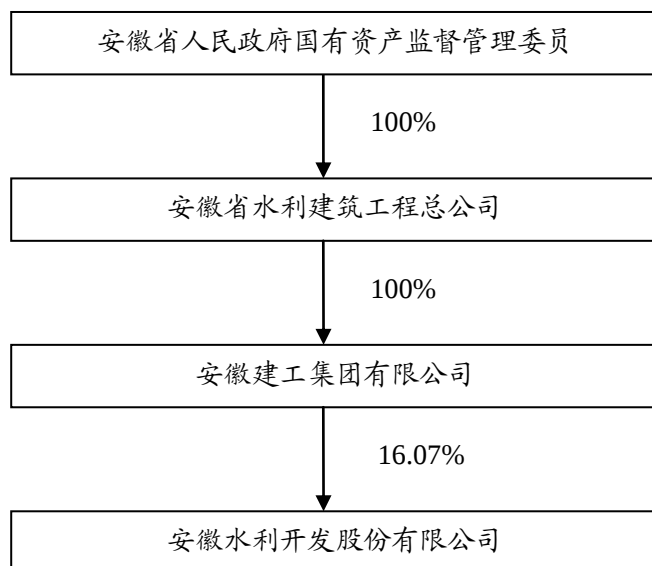
好的协同效应，相比同规模建筑企业抗风险能力较好。

目前公司资产中存货及应收款项等占比较高，有息债务负担逐年快速上升，整体债务负担重。但受益于业务规模不断扩张，公司营业收入稳步增长；现有存量合同金额大，施工项目储备充足，整体发展态势良好。2015 年 6 月，公司定向增发股份，有效充实了公司的资本实力，改善了公司资本结构。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。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，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.63	7.87	12.83	17.23
资产总额(亿元)	94.16	123.40	135.74	146.07
所有者权益(亿元)	15.71	20.26	28.81	31.49
短期债务(亿元)	20.88	27.75	24.08	25.28
长期债务(亿元)	7.30	18.78	17.85	21.55
全部债务(亿元)	28.18	46.53	41.93	46.83
营业收入(亿元)	68.12	84.09	91.50	53.88
利润总额(亿元)	3.39	3.83	3.45	1.41
EBITDA(亿元)	6.53	7.36	6.93	--
经营性净现金流(亿元)	-2.22	-9.43	6.20	-2.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.24	2.70	2.52	--
存货周转次数(次)	2.40	2.62	2.36	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.77	0.71	--
现金收入比(%)	81.76	90.95	104.39	102.12
营业利润率(%)	12.33	10.30	7.85	7.60
总资本收益率(%)	10.05	7.63	7.61	--
净资产收益率(%)	13.03	11.48	8.97	--
长期债务资本化比率(%)	31.73	48.11	38.26	40.63
全部债务资本化比率(%)	64.21	69.66	59.27	59.79
资产负债率(%)	83.32	83.58	78.77	78.44
流动比率(%)	105.34	119.14	127.43	128.60
速动比率(%)	70.10	80.45	85.49	82.96
经营现金流动负债比(%)	-3.29	-11.65	6.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.76	2.48	2.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	6.32	6.05	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 安徽水利开发股份有限公司 2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

安徽水利开发股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。安徽水利开发股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，安徽水利开发股份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安徽水利开发股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现安徽水利开发股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如安徽水利开发股份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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送安徽水利开发股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年十月二十日

