

信用等级公告

联合[2015] 135 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 2015 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

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
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。



安徽水利开发股份有限公司

2015 年度第一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: 1.95 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次偿付本金

发行目的: 置换金融机构借款

评级时间: 2015 年 10 月 23 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	81.63	94.16	123.40	134.60
所有者权益(亿元)	14.76	15.71	20.26	27.15
长期债务(亿元)	5.33	10.77	22.00	21.02
全部债务(亿元)	26.09	33.65	50.74	53.53
营业收入(亿元)	64.90	68.12	84.09	45.04
利润总额(亿元)	3.76	3.39	3.83	1.56
EBITDA(亿元)	6.56	6.53	7.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.92	-2.22	-9.43	-2.97
营业利润率(%)	13.69	12.33	10.30	7.94
净资产收益率(%)	17.44	13.03	11.48	--
资产负债率(%)	81.92	83.32	83.58	79.83
全部债务资本化比率(%)	63.87	68.17	71.46	66.35
流动比率(%)	103.11	105.34	119.14	124.73
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	5.15	6.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.76	2.48	--
EBITDA/本期中期票据额 度(倍)	3.36	3.35	3.77	--

注: 1.2015 年上半年财务数据未经审计;

2.计入“其他流动负债”中的短期融资券已调整至短期债务;

3.“长期应付款”中融资租赁及 2014 年度“其他非流动负债”中的信托融资已计入长期债务;

4.2012 年股权融资 2.74 亿元已从“少数股东权益”中调入“一年内到期的非流动负债”, 计入短期债务; 2013 年股权融资 4.00 亿元已从“少数股东权益”中调出, 其中 1.00 亿元调入“一年内到期的非流动负债”, 计入短期债务, 其中 3.00 亿元调入“其他非流动负债”, 计入长期债务。

分析师

熊睿哲 韩家麒

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)

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, 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降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。同时公司业务规模不断扩张, 公司营业收入保持稳定增长, 新签合同金额大、项目储备充足, 整体发展态势良好。2015 年 6 月, 公司非公开发行股份有效充实了公司资本实力, 改善了公司资本结构。联合资信对公司评级展望为稳定。

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, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 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保持稳定增长, 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. 受 BT 项目工程投入及购地支出增加影响，2014 年公司经营性净流出规模进一步加大。
4. 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。

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 2015 年度第一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2014年底，公司总股本为50193万股，注册资本为5.02亿元。2015年6月，依据中国证监会核发《关于核准安徽水利开发股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2015】1001号）的批复，公司非公开发行股份2998万股，公司总股本增加到53191万股，注册资本为5.32亿元。

2011年5月，经安徽省人民政府同意，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）将水建总公司的全部国有产权整体划拨给其下属的安徽建工集团有限公司（以下简称“建工集团”）。2013年3月根据公司公告“水建总公司已按照安徽省国资委相关文件要求完成了其国有产权整体划拨工作，公司控股股东水建总公司变更为建工集团的全资子公司”。

截至2015年6月底，公司控股股东为水建总公司（持股16.07%），凤台县永幸河灌区管理总站为其第二大股东，持股2.63%。公司股东中除水建总公司外，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

和董事许克顺均由公司控股股东水建总公司委派，公司控股股东水建总公司对公司董事会具有控制权。水建总公司为国有独资企业，2013年由安徽省国资委划归为建工集团，安徽省国资委持有建工集团100%的权益。公司实际控制人仍为安徽省国资委。

公司经营范围：水利水电工程总承包（壹级），房屋建筑工程施工总承包（壹级），公路工程施工总承包（壹级），土石方工程专业承包（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），港口与航道工程施工总承包（贰级），市政公用工程施工总承包（壹级）；水利水电资源开发；金属结构加工、制作、安装；机电设备安装；房地产开发；建筑机械、材料租赁、销售。建筑装饰装修专业承包（贰级）、城市园林绿化施工。

截至2015年6月底，公司内部设立办公室、财务部、稽查审计部、人力资源部、市场经营部、工程管理部、BT管理项目部、安全监察局、技术信息中心、机电设备管理部、房地产事业部、招标办等16个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额123.40亿元，所有者权益合计20.26亿元（含少数股东权益2.64亿元）。2014年公司实现营业收入84.09亿元，利润总额3.83亿元。

截至2015年6月底，公司资产总额134.60亿元，所有者权益合计27.15亿元（含少数股东权益2.68亿元）。2015年1~6月公司实现营业收入45.04亿元，利润总额1.56亿元。

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

公司已于2013年注册中期票据3.95亿元，并于2014年5月发行第一期中期票据2亿元，剩余1.95亿元计划拟于2015年一次性发行（以下简称“本期中期票据”），期限为3年。本期中期票据所募集资金1.95亿元将全部用于偿还金融

机构贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共

财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

公司所属行业主要包括建筑施工行业和房地产开发行业，主要业务涉及水利建设、市政设施建设以及房地产开发。

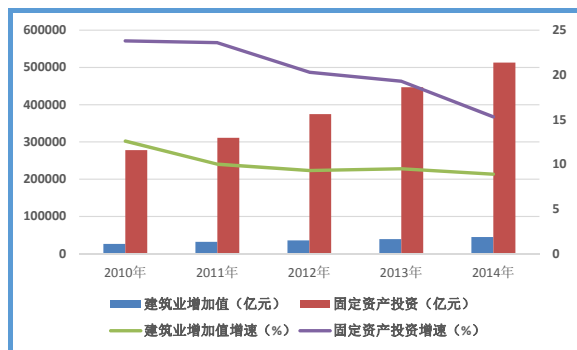
1. 建筑行业

(1) 建筑行业发展概况

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。2014 年，全社会建筑业增加值 44725 亿元，比上年增长 8.9%。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 6913 亿元，增长 13.7%，其中国有及国有控股企业 1639 亿元，增长 11.7%。2015 年上半年全国建筑业增加值 18796 亿元，同比增长 7.0%，同 GDP 增速持平，全国建筑业总产值 72374 亿元，同比增长 4.3%，增速自 2013 年以来持续下滑，为 24 年来最低增幅。

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。2014 年全社会固定资产投资 512761 亿元，比上年增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%，固定资产投资增长较快。2015 年上半年全国固定资产投资（不含农户）237132 亿元，同比名义增长 11.40%，扣除价格因素实际增长 12.50%。

图 1 2010~2014 年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



资料来源：国家统计局

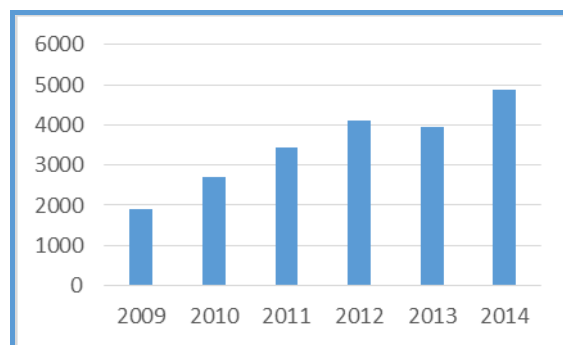
同时 2014 年房地产市场持续低迷，城市住宅市场成交量同比下降较快，住宅、办公

楼及商品房销售面积同时下降。2015 年上半年房地产市场有所回暖，除办公楼销售面积持续下降外，住宅，商业营业用房及商品房销售面积出现增长。考虑到房地产市场有所回暖，水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，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。“十一五”期间全国共落实水利建设投资约 7000 亿元，与“十五”相比接近翻了一番。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%。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%。若 2015 年投资增速持平，中央投资将超过 1800 亿元，总投资超过 5300 亿元。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 2014 年底，中国水电装机容量 3.02 亿千瓦，同比增长 7.9%。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。于发达国家 60%-70% 的平均水平，中国水电项目建设发展空间巨大。

图 2 2009 年以来中国水利建设投资情况
(单位：亿元)



资料来源：水利发展统计公报

“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，并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。在讨论下一步工作打算时，报告指出要支持加快水利重点领域改革。2011 年以来，财政水利资金投入稳定增长机制逐步建立。2012~2014 年，全国财政水利资金累计投入 12952 亿元，年均增长 19%。主要包括一般公共预算和政府性基金预算两个渠道。

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。

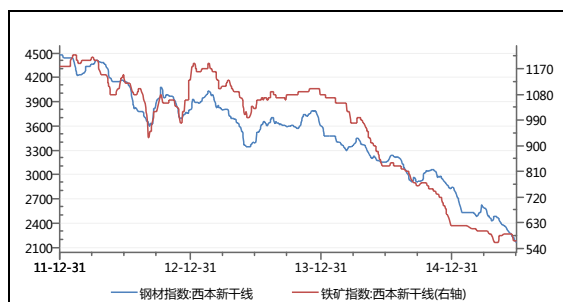
原材料价格波动对成本影响大

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较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

钢材价格方面，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 年以来，钢材价格指数均延续了震荡走低的态势，钢材价格下跌速度快于铁矿石价格下跌速度。2015 年上半年钢材价格指数，铁矿石价格指数仍保持下行走势。总体看，2015 年上半年钢铁行业产能过剩情况仍较严重，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2014 年，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。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。

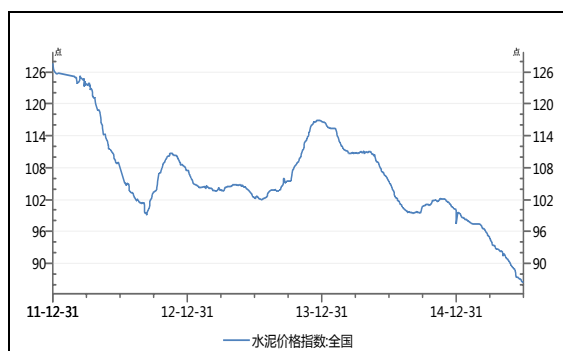
图3 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：wind资讯

从区域水泥价格方面看，对全国利润贡献最大的华东和中南地区2014年价格表现活跃，走势与全国一致，整体价位而言，中南地区尤其是两广地区好于华东各省，但年底两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低，进入需求期后，市场需求表现乏力，区域间低价水泥交叉销售频繁，企业竞争激烈，尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势，在产能严重过剩的背景下，企业间竞争越发激烈，行业自律依旧不显著，水泥价格是六大区最低区域。西南地区整体表现震荡走低，四川和贵州，高位回调；尤其是贵州，虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一，但过快的产能增长，使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异，新疆和陕西市场价格整体低迷，甘肃、青海表现较为稳定。2015年1~6月，全国水泥市场景气度延续了2014年下行态势，价格持续走低。

图4 近年水泥价格指数



资料来源：wind资讯

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；此外，近几年建筑原材料的持续上涨，建筑公司的成本转嫁能力不强，导致其利润率的降低。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。

（3） 建筑行业发展趋势

区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

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。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

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。

2. 房地产行业

（1）行业分析

房地产行业在国民经济中具有重要地位。

房地产行业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2014 年，房地产开发投资 95035.61 亿元，同比增长 10.49%。其中，住宅投资 64352.15 亿元，增长 9.16%；办公楼投资 5641.19 亿元，增长 21.25%；商业营业用房投资 14346.25 亿元，增长 20.10%。2015 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 43955 亿元，同比名义增长 4.6%（扣除价格因素实际增长 5.7%），增速比 1-5 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 29506 亿元，增长 2.8%，增速回落 0.1 个百分点。

2014 年房地产市场遇冷，商品房销售面积 120648.54 万平方米，同比下降 7.58%；商品房新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.74 个百分点；商品房竣工面积累计 107459.05 万平方米，同比增长 5.94 个百分点，增速增长 3.93 个百分点；商品房施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.15 个百分点，增速回落 6.75 个百分点。2015 年 1-6 月份，商品房销售面积 50264 万平方米，同比增长 3.9%，1-5 月份为下降 0.2%。其中，住宅销售面积增长 4.5%，办公楼销售面积下降 2.4%，商业营业用房销售面积增长 3.5%。商品房销售额 34259 亿元，增长 10.0%，增速提高 6.9 个百分点。其中，住宅销售额增长 12.9%，办公楼销售额下降 1.8%，商业营业用房销售额下降 1.2%。

需求结构方面，2014 年住宅和办公楼销售遇冷，销售面积同比均负增长，商业营业用房销售面积同比增长 7.15%，增速同比下降 2.00

个百分点。

2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33383 万平方米，同比下降 13.99%；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 1.03%，增速大幅回落 32.87 个百分点。2015 年 1-6 月份，房地产开发企业土地购置面积 9800 万平方米，同比下降 33.8%，降幅比 1-5 月份扩大 2.8 个百分点；土地成交价款 2866 亿元，下降 28.9%，降幅扩大 3.1 个百分点。

总体看，2014 年由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，房地产行业进入调整期，市场信心减弱，房地产企业投资增速减缓，全年住宅新开工等指标有明显弱化，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

（2）行业发展

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展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。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡规划建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、

黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》；该通知放松了二套房认定标准，将有效提高购房群体数量，通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时，为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力，提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续 5 个月环比负增长和今年以来房地产投资增速持续回落的背景下，体现了政府定向稳增长控风险的决心，有利于推动购房刚需和改善性需求入市，促使房地产市场交投活跃，缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧，改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

2015年3月30日,中国人民银行、住建部、银监会联合下发通知,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房,最低首付款比例调整为不低于40%;使用住房公积金贷款购买首套普通自住房,最低首付20%;拥有一套住房并已结清贷款的家庭,再次申请住房公积金购房,最低首付30%。同日,财政部和国家税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》,规定个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征营业税。

此次住房金融政策出台在百城房价连续5个月环比负增长和房地产投资增速持续回落的背景下,体现了政府定向稳增长控风险的决心,有利于推动购房刚需和改善性需求入市,促使房地产市场交投活跃,缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧,改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响,房贷新政策效果有待观察。

3. 区域经济环境

公司位于安徽省,安徽地跨长江、淮河南北,与江苏、浙江、湖北、河南、江西、山东接壤,东西宽约450公里,南北长约570公里,土地面积13.94万平方公里,占全国的1.45%。

2014年,安徽省全年地区生产总值20848.8亿元,按可比价格计算,比上年增长9.2%。分产业看,第一产业增加值2392.4亿元,增长4.6%;第二产业增加值11204亿元,增长10.3%;第三产业增加值7252.4亿元,增长8.8%。三次产业结构为11.5:53.7:34.8,其中工业增加值占GDP比重为46%。全社会劳动生产率48559元/人,比上年增加3221元/人。人均GDP34427元(折合5604美元),比上年增加2426元。全年民营经济增加值11946.3亿元,比上年增长9.2%,占GDP比重由上年的57%提高到57.3%。

2014年,安徽省全社会固定资产投资21256.3亿元,比上年增长16.5%。其中,工业

及信息化产业技术改造投资5031亿元,增长16.5%;民间投资14681亿元,增长20.9%。分产业看,第一产业投资增长39.2%,第二产业增长13.9%,第三产业增长17.7%。分行业看,工业投资增长13.2%,其中制造业增长14.6%,制造业中装备制造业增长17%。六大高耗能行业投资增长6.5%。

房地产开发投资方面,2014年,安徽省全年房地产开发投资4339亿元,比上年增长10%。商品房销售面积6202.2万平方米,下降1%;商品房销售额3345.2亿元,增长5.1%。全年开工建设城镇保障性安居工程住房46.64万套,基本建成27.49万套。

总体看,安徽省是长江三角洲城市群的重要组成部分,是长江经济带的重要先导。安徽省经济的持续快速发展为公司的发展创造了良好的宏观环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司控股股东为水建总公司,除水建总公司外,无其他持股在百分之十以上的法人股东。公司9名董事会成员中董事长、2名副董事长和1名董事均由公司控股股东水建总公司委派。水建总公司为国有独资企业,2013年由安徽省国资委划归为建工集团,安徽省国资委持有建工集团100%的权益,公司实际控制人仍为安徽省国资委。

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，目前相关工作已经取得较大进展，未来一年内该资质申报有望实现突破。目前公司拥有资质具体情况如下表所示。

表 1 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

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

公司董事长赵时运先生，1962 年生，硕士学历，正高级工程师，享受国务院特殊津贴。曾任中煤矿山建设集团公司副董事长、总经理、党委副书记。2010 年 3 月起任安徽省水利建筑工程总公司总经理、党委书记。2010 年 5 月 29 日起任公司董事长。

公司副董事长兼总经理杨广亮先生，1964 年生，本科学历，正高级工程师。历任水建总公司四分公司施工员、工程股长、副经理、常务副总经理。现任公司副董事长、总经理，兼任蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司董事长。

截至 2015 年 6 月底，公司在职工总数 4640 人。从学历看，本科及以上学历占 24.91%，大专学历占 38.41%，中专及以下占 36.68%。从年龄结构看，35 岁以下占 63.54%，36~45 岁占 24.84%，46 岁~55 岁占 10.16%，其余为 55 岁以上。

总体看，公司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。

4. 技术水平

公司重视技术研发与创新，经过数年的发展，已经形成了一支专业的工程施工技术人才队伍，建立了专门的科研开发机构，并且通过研究和实践拥有了多项关键技术。

为更好引进和吸收水资源利用方面的新技术、新成果，研究和开发各项重点技术，公司设立了安徽水利二级实验室，并且通过了 CMA 计量认证。该实验室检测与试验能力主

要包括土工试验、砼及水泥试验、钢结构焊接检测、土建施工原材料及半成品试验等；主要设备包括万能试验机、筛分析仪、土工试验机具、电工试验专用机具等。

项目研发方面，公司采取自行研发、与科研院所合作开发及与兄弟单位联营等方式进行技术课题研究。通过上述合作提高其核心竞争力和整体技术水平。目前公司拥有的已注册专利 24 项，其中发明专利 3 项，实用新型 18 项，外观设计 3 项；正在申请的专利 18 项。公司使用的无比钢房屋建筑系统建造中低层住宅技术已经应用于国内外多个建筑施工项目。

公司先后颁布实施了《科研项目管理规定》和《科技成果奖励管理规定》两个科技创新机制，采取给予奖金、晋升职称等方式，激励公司研发人员和技术人员进行技术开发的积极性和创造性。

整体看，公司科研实力较强，施工技术水平较高。

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，其中独立董事 3 名；监事会由 4 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、财务部、纪查审计部、人力资源部、市场经营部、工程管理部、BT 项目管理部、安全监察局、技术信息中心、机电设备管理部、房地产事业部、招标办等 16 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，确保工程按合同履约；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

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 2 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。

本次非公开发行完成后，公司资本实力得到充实，公司整体竞争实力将得到提升；募投项目完成后，公司水电板块经营规模也将进一步扩大进而提升公司盈利水平，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

2012~2014 年公司收入规模逐年增长，2014 年公司实现营业收入 84.09 亿元，较 2013 年增长 23.45%，主要系公司不断加大省外市场开拓力度，工程量增大所致。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 45.04 亿元，同比增长 12.94%，为 2014 年全年 53.56%。

表 5 为公司主营业务收入构成情况。可以看出，工程施工业务是公司主要收入来源，近三年该板块占公司主营业务收入比重不断上升，2014 年公司工程业务收入占公司主营业务收入比重达 86.50%，较 2013 年持续上升；房地产业务是公司收入的重要来源之一，受房地产市场下行影响，2014 年房地产收入为 8.39 亿元，较上年下降 6.21%，占公司主营业务收入比重为 9.98%，较上年下降 3.15 个百分点。2015 年 1~6 月，公司主营业务收入仍以工程施

工为主，占 88.88%，房地产业务收入占比 8.82%，公司经营保持稳定态势。

从毛利率来看，施工业务板块毛利率有所波动，2014 年为 11.36%，较上年上升 0.61 个百分点。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；但公司房地产业务拿地较早，土地成本低，使得 2014 年该业务毛利率依然能维持在 35.50%，较 2013 年下降 7.81 个百分点。由于房地产业务利润占比大，房地产业务毛利率下降对综合毛利影响较

大，综上近三年公司综合毛利率持续下降，分别为 17.83%、16.25%和 14.10%。2015 年 1~6 月公司工程施工业务毛利率下降，为 8.78%，主要是不同施工项目毛利率存在差异，公司当期确认收入的项目构成不同，使得公司该业务毛利率具有一定的波动性；公司房地产开发业务毛利率为 33.45%，保持相对稳定；当期公司主营业务毛利率较 2014 年有所下滑，为 11.74%。

表3 公司主营业务收入及毛利率构成表（单位：亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	53.75	83.23	12.36	56.71	83.29	10.75	72.69	86.50	11.36	40.01	88.88	8.78
水利工程施工	15.08	23.35	9.30	13.86	20.36	9.81	16.46	19.59	10.27	9.67	21.48	6.69
工民建工程施工	17.59	27.24	7.48	18.30	26.87	7.42	30.00	35.70	8.60	16.48	36.60	6.28
市政工程施工	21.08	32.64	18.62	24.55	36.06	13.77	26.23	31.21	15.19	13.86	30.80	13.22
B.房地产开发业务	8.51	13.18	45.25	8.94	13.13	43.31	8.39	9.98	35.50	3.97	8.82	33.45
C.其他业务	2.32	3.60	44.02	2.44	3.58	44.89	2.95	3.52	20.96	1.04	2.30	42.67
合计	64.58	100.00	17.83	68.09	100.00	16.25	84.03	100.00	14.10	45.01	100.00	11.74

资料来源：公司审计报告

注：2015 年 1~6 月公司财务数据未经审计

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，近年来公司水利工程和市政工程施工量整体保持稳定，工民建工程施工业务量增长较快。

公司具有水利工程建设的专业施工资质，在水利工程承揽方面具有较大优势。近年来公司承建的水利工程项目数量较多，但合同金额大多在 1 亿元以下。2013 年公司完成的项目主要有张家港通洲沙西水道河道整治二期工程施工 II 标、普宁市白坑湖水库综合整治工程等项目，其中张家港通洲沙西水道河道整治二期工程施工 II 标合同金额达 2.26 亿元。2013 年，公司水利工程施工业务收入 13.86 亿元，较上年有所下降。2014 年，公司水利工程施工业务收入 16.46 亿元，较上年增加 2.60 亿元。毛利率方面，近年来公司不断强化成本控制，提高管理效率，水利工程毛利率水平有所提升，

2014 年为 10.27%，较 2013 年的 9.81%提升了 0.46 个百分点。2015 年 1~6 月该业务板块毛利率下降至 6.69%。

工民建工程施工方面，近年来随该板块业务规模扩张，工民建工程收入持续增长，2014 年为 30.00 亿元，较 2013 年的 18.30 亿元大幅增加 11.70 亿元，占公司主营业务收入比重也波动上升，2014 年为 35.70%。毛利率方面，近三年公司工民建施工业务毛利率波动上升，2014 年该业务毛利率大幅上升，为 8.60%，较上年上升 1.18 个百分点。2015 年 1~6 月该业务板块毛利率为 6.28%。

市政工程方面，近年来随公司承接的市政项目量增加，市政工程收入稳定增长，2014 年达 26.23 亿元，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，2014 年达 31.21%。毛利率方面，近三年市政施工毛利率波动下降，2014 年为

15.19%，较 2013 上升 1.42 个百分点。2015 年 1~6 月该业务板块毛利率为 13.22%。

2012~2014 年，公司新中标项目合同额分别为 75.77 亿元、90.90 亿元和 122.76 亿元，呈快速增长态势。2015 年 1~6 月公司新签合同额 68.28 亿元。总体看，公司业务量饱满，为未来业绩的持续增长提供了有力基础。

表 4 近年来公司项目中标情况

年 份	中标项目合同金额 (亿元)
2012 年	75.77

2013 年	90.90
2014 年	122.76
2015 年 1~6 月	68.28

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司合同金额两亿元以上在建及拟建项目共有 25 项，合同总金额合计 66.33 亿元，以工民建工程项目为主。重大工民建工程主要有戴湖村农民安置房小区、阿尔及利亚康斯坦丁省 AADL6000 套住房项目、涡阳县城西保障性安居工程等，合同额共计 50.17 亿元。

表 5 截至 2015 年 6 月底公司在建及拟建的合同额较大工程明细（单位：万元）

项目名称	项目类型	合同金额	工期
芜湖市漕港闸（桥）工程	水利工程	29999.99	2014.02-2016.5
蚌埠和顺名都城 1 期 2 标	工民建工程	25000.00	23 个月（工期延后）
戴湖村农民安置房小区（戴湖翠微园）1、2 标	工民建	42546.21	2014.01-2016.01
徐桥安置房	工民建	21448.68	2014.11-2016.11
安徽科技学院一期工程	工民建	28424.10	2015.03-2016.09
怀远县邵圩安置区 3 期建设工程	工民建	33720.19	2014.12-2016.6
大圩金葡萄家园二标段	工民建	31283.09	2013.01-2015.07
马鞍山荷塘月色住宅小区工程	工民建	23215.54	2013.08-（工期延后）
合肥市第十中学新校区二标段工程	工民建	21045.00	2014.06-2015.06（工期延后）
和顺新视界 G1、G3、3#、5-8#、地下室及幼儿园	工民建	26280.18	2014.07-2015.12
和顺第九街区 2#、3#、5#、6#、7#住宅，S3#、S5#、S6#、S9#、S10#、S11# 商业及地下室	工民建	20273.33	2015.04-2016.10
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程	市政交通	36626.00	2014.10-2016.10
G206 南段（上洪村三岔路口-淮南界）一级公路建设工程二标段	市政交通	22842.38	2014.12-2016.03
涡阳县城西保障性安居工程	工民建	35689.95	2013.12-2015.06（工期延后）
S306 解放路至沫河口改造工程	市政交通	22107.50	2015.03-2016.06
铜南宣路面 02 标	市政交通	27075.03	2014.07-2016.01
铜陵—南陵—宣城高速公路路基工程（复工）5 标	市政交通	22952.19	2013.01-2014.09（工期延后）
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	工民建	20002.40	2014.09-2016.02
阿尔及利亚 1500 套住房项目	工民建	33600.00	2014.07-2016.11
海星广场	工民建	20088.00	2012.11-2015.07
华冠花园一期	工民建	25059.72	2013.09-2015.09
华冠花园二期	工民建	24677.61	2013.09-2015.09
中旅西岸酒店装修工程	工民建	21920.20	2014.08-2015.03（工期延后）
国立凯旋花园二期项目	工民建	25254.06	2015.04-2018.01
鱼嘴安置房项目	工民建	22133.70	2013.03-2014.08（工期延后）
合计	--	663265.05	--

资料来源：公司提供

公司主要通过参加安徽、上海、广东等地的工程招标来获取工程施工合同，工程施工业务市场以安徽、上海、广东为主，并拓展了重庆、西安、海南、浙江、福建等省市的市场。

海外工程承包业务方面，公司于 2003 年取得商务部颁发的对外承包经营资格，2006 年起开始承接阿联酋国际工程承包业务。公司在阿联酋实施的项目为阿联酋工人住宅城施

工项目，合同总额折算为人民币是 8.42 亿元。该项目建筑面积近 40 万平方米，采用无比钢建筑体系，均为三层，且房型相同。阿联酋工人住宅城项目由阿联酋当地公司总承包，由阿拉贝斯特综合工程承包有限责任公司分包，并转由公司实施。公司主要负责在国内加工制作房屋结构件、内外墙板并采购部分墙体材料，出口到阿联酋后，再由公司外派劳务组成项目部在现场负责安装施工，该工程 2007 年开工，于 2009 年底全部完工。2009 年，受汇率波动、原材料价格上涨影响，公司来自阿联酋工人住宅城项目的施工收入为 4.40 亿元，净利润为 -5584.46 万元。2010~2012 年，由于业主拖欠项目回款影响，使得该项目持续呈亏损状态，但经公司与业主方有效沟通，业主已按合同陆续支付项目回款，2012 年底已累计回款 5.64 亿元，剩余款项已于 2012 年计提完全部坏账损失。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 3.36 亿元。

近年来公司施工业务的快速增长，主要是以“BT 带动施工”的发展战略取得良好效果所致，BT 项目毛利率较高，为公司利润提供重大贡献，目前公司已完成南陵水资源综合治理与开发 BT 项目、蚌埠路南出口公路改造工程 BT 项目、陕西咸阳渭河治理 BT 项目、滁州城北及城东道路 BT 工程、马鞍山 205 国道 BT 建设项目，目前上述完工项目已进入回购期，公司获得相应的 BT 工程收入，即包括与业主分期确认的工程建设管理费、投资利息和投资回报，上述收入均包括在工程施工业务收入中。

公司签订的 BT 项目业务模式为：公司获得相应的 BT 工程收入，包括与业主分期确认的工程建设管理费、投资利息和投资回报，上述收入均包括在工程施工业务收入中，公司工程施工业务均按完工进度确认收入，已确认收入但尚未收到款项的工程建设管理费及投资

回报回收期在一年以内的计入“应收账款”及一年以上的“长期应收款”，尚未支付的投资利息不确认收入，待收到后直接冲减利息费用。公司对工程施工业务较多采用分包方式，一般由分包商自带设备进行施工，同时对部分现场施工所需的零星设备采取租赁方式。BT 项目回购期限一般不超过 3 年，在 BT 项目进入回购期限前一个月由 BT 项目管理部负责进行回购。2012 年~2015 年 6 月底公司 BT 项目合同额合计 76.39 亿元。截至 2015 年 6 月，应收的 BT 项目款项，5.02 亿元体现在“长期应收款”科目，10.02 亿元体现在“一年内到期的非流动资产”科目，剩余体现在“应收账款”科目。

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。

目前公司拥有 6 家从事房地产开发业务的子公司。近三年房地产业务营业收入主要来源于龙湖春天项目、东方花园项目、和顺名都城项目以及和顺阳光城市等项目。受房地产市场下行影响，2014 年公司房地产板块业务收入小幅下降，实现业务收入 8.39 亿元，较上年下降 6.15%。2015 年 1~6 月，公司房地产收入 3.97 亿元，为 2014 年的 47.32%。

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，2012~2014 年公司房地产销售均价分别为 4869 元/平方米、5043 元/平方米和 4906 元/平方米。2015 年 1~6 月公司房地产销售价格波动不大，

为 5233 元/平方米。

表 6 公司房地产开工、签约销售情况

(单位: 万平方米、亿元)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
开工面积	20.9	24.5	33.0	25.5

签约销售面积	17.6	20.8	17.1	8.6
签约销售收入	8.6	10.5	8.2	4.5

资料来源: 公司提供

截至 2015 年 6 月底, 公司主要在建房地产项目基本情况如下表所示。

表 7 截至 2015 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 m ²)	规划建筑面积 (万 m ²)	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)	
							15 年	16 年
安徽蚌埠	龙湖春天 4.4 期	3.88	11.61	3.85	2.19	17	1.36	0.30
安徽蚌埠	龙湖春天 4.3 期	5.26	9.17	2.90	2.90	79	--	--
安徽合肥	东方花园商业街、香墅湖	5.55	3.25	1.41	0.07	--	--	1.34
安徽庐江	和顺新天地	7.00	20.10	8.64	3.10	--	3.11	2.64
安徽六安	六安沁园春	9.22	17.75	7.62	5.75	70	--	1.32
安徽蚌埠	和顺新里程 1 期	9.28	20.40	8.00	2.28	54	3.00	1.00
安徽蚌埠	和顺新视界	4.92	11.80	5.50	1.91	40	3.00	1.50
安徽蚌埠	和顺第九街	3.45	10.00	6.20	2.33	98	0.65	1.50
安徽南陵	南陵和顺 3 期	33.87	46.38	13.31	2.04	30	2.16	5.00
安徽马鞍山	马鞍山和顺荷塘月色	7.93	19.05	5.72	1.65	4	1.57	0.60
合计		90.36	169.51	63.15	24.22	--	14.85	15.20

资料来源: 公司提供

土地储备方面, 截至 2015 年 6 月底, 公司土地储备约 674.77 亩, 总成本为 13.13 亿元, 其中 2014 年公司新增土地储备 440.17 亩, 2015 年 1~6 月末新增土地储备, 新增土地大多位于安徽省境内公司承建项目附近。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, 公司通过承建省内部分城市工程建设, 优先获取当地土地储备, 形成“建筑+地产”双轮驱动的发展模式。房地产业务毛利率较高, 对公司业绩贡献较大。同时联合资信也关注到近期房地产市场景气度下降, 房地产业务可能存在一定的不确定性。

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收入持续增长。2014 年公司其他业务收入为 2.95 亿元, 较上年增长 20.90%。

公司水力发电收入来自安徽白莲崖水库

开发有限责任公司和安徽金寨流波水力发电有限公司。2014 年, 公司下属 2 个水电站全年发电量 2.19 亿度, 较上年发电量持续增加, 实现营业收入 0.66 亿元, 同比增长 37.62%。2015 年 1~6 月水力发电收入 0.33 亿元。2014 年公司成功收购云南贡山县恒远水电开发有限公司 60% 的股权, 依据规划恒远水电完全建成后将拥有 5 座电站, 规划总装机容量 17.11 万 KW, 设计年发电量 8.2 亿度, 目前已基本投资完成。未来公司水电装机规模将进一步提高。2015 年 4 月, 依据安徽省物价局的相关通知, 安徽白莲崖水库开发有限责任公司上网电价由 0.338 元/度上调至 0.3949 元/度, 安徽金寨流波水力发电有限公司上网电价由 0.35 元/度上调至 0.4069 元/度, 此次上调预计将增加公司 2015 年营业收入 533.21 万元, 净利润 375.79 万元。未来公司水力发电业务将进一步增厚公司利润。

酒店业务方面, 公司目前经营的酒店为蚌

埠锦江大酒店（持股 100%）、六安沃尔特大酒店和合肥东方国际会议中心。其中合肥东方国际会议中心于 2013 年建成并营业，总投资额为 2.53 亿元。受国家政策影响，2014 年公司酒店收入实现 0.38 亿元，同比减少 30.52%。2015 年 1~6 月公司酒店经营收入合计 0.19 亿元。

5. 原材料采购

对于工程施工业务所需钢材、商品砼等大宗原材料，公司采用公开招标采购的方式。具体流程为：对于中标承建的工程项目，由项目实施主体（项目部或分公司）根据工程项目对于原材料标准、规范及工程设计和合同要求等，制定并向项目管理部门提交施工材料采购计划，项目管理部门对于招标文件和招标控制价审定后提交资产管理部的招标中心予以核准，招标中心按照《招标管理办法》规定的流程和要求进行公开招标。为提高公司的议价能力，降低成本，钢材、水泥等大宗原材料采购均纳入招标中心集中采购。

对于房地产业务的施工，公司全部采用招标方式总包给施工单位，原材料由施工单位自行采购。

6. 经营效率

2012~2014 年，受公司营业规模持续增长影响，公司存货周转次数持续上升，但受存货规模较大影响，整体指标偏低，2014 年公司存货周转次数为 2.62 次；2014 年公司销售债权周转次数较 2013 年指标有所增长，为 2.70 次；总资产周转次数较 2013 年略微下降，为 0.77 次。整体看，公司资产经营效率一般。

7. 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

公司提供的 2012~2014 年度财务报表经普华天健会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年上半年财务数据未经审计。

合并范围：2011 年公司合并范围增加了新设成立的安徽水利顺安起重设备安装有限公司、马鞍山和顺工程建设有限公司、南陵和顺建设工程有限公司等 3 家子公司，同时取得安徽人防设备厂 100.00%的股权，且更名为安徽人防设备有限公司，纳入合并范围。2012 年公司合并范围新增吉林省皖顺建筑工程有限公司和安徽江河工程试验检测有限公司 2 家子公司，同时减少了该年度注销的子公司安徽九华山沃尔特酒店有限公司。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。总体看，公司并表范围子公司 26 家，合并范围变化不大，财务报表可比性较强。

截至 2014 年底，公司资产总额 123.40 亿元，所有者权益合计 20.26 亿元（含少数股东权益 2.64 亿元）。2014 年公司实现营业收入 84.09 亿元，利润总额 3.83 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 134.60 亿元，所有者权益合计 27.15 亿元（含少数股东权益 2.68 亿元）。2015 年 1~6 月公司实现营

业收入 45.04 亿元，利润总额 1.56 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 22.95%。截至 2014 年底，公司资产总额 123.40 亿元，同比上涨 31.05%。公司资产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，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 78.19%，资产结构以流动资产为主，较上年末变化不大。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 23.53%，增长主要来自应收账款、存货和其他应收款。截至 2014 年底，公司流动资产构成以货币资金（占 11.20%）、应收账款（占 32.65%）、其他应收款（占 8.78%）、存货（占 32.47%）和一年内到期的非流动资产（占 11.35%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金有所增长。截至 2014 年底，公司货币资金为 10.81 亿元，其中，银行存款 7.50 亿元；其他货币资金 3.29 亿元（主要是银行保函保证金、银行承兑汇票的保证金、按揭保证金和农民工保障保证金），为受限资金。

公司应收账款主要是应收工程款。2012~2014 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。截至 2014 年底，应收账款账面净值 31.51 亿元，同比增长 3.98%。从账龄上看，一年以内的占 73.96%，一至二年的占 19.87%，少量应收账款账龄较长；从欠款单位来看，欠款单位主要是政府部门，工程款回款有保障；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，公司已计提坏账准备 3.18 亿元，计提较为充分。2015 年 9 月，公司将蚌埠市经济开发区管委会 3 亿元应收账款

转让给工商银行蚌埠涂山路支行，转让价格 3 亿元，转让完成后，由蚌埠市经济开发区管委会承担偿还债务本金及融资费用的义务。本次转让后，有效降低了应收账款回款风险，改善公司现金流状况。

表 8 截至 2014 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	年限	占比
蚌埠市经济开发区管委会	10.27	两年以内	27.66
陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会	5.39	一年以内	14.99
长江勘测规划设计研究有限责任公司	1.92	一年以内	7.61
滁州市重点工程管理局	1.38	三年以内	4.53
五河县交通运输局	1.25	一年以内	3.25
合计	20.21	--	58.04

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司预付款项波动增长，复合增长率为 77.02%；截至 2014 年底，公司预付款项合计 2.93 亿元。主要为子公司预付土地款。

公司其他应收款主要是工程投标保证金、履约保证金和其他保证金。截至 2014 年底为 8.47 亿元，主要是由于施工业务量增长，缴纳工程投标保证金、履约保证金增加所致。公司其他应收款综合账龄较短以一年以内的为主（占 47.32%），公司已计提其他应收账款坏账准备 0.49 亿元。

公司存货以开发成本、建筑合同形成的未结算资产为主。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 2014 年底，公司存货余额 31.33 亿元，其中开发成本占 43.74%、建筑合同形成的未结算资产占 44.79%，其他各类存货占 11.47%。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动资产大幅增长，为 10.95 亿元，为未来一年内应收的 BT 项目回购款。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，主要来自在建工程的增长。截至 2014 年底，公司非流动资产为 26.92 亿元，较上年末增长 16.90%，非流动资产主要由长期应收款

(占 16.89%)、固定资产(占 31.20%)和在建工程(占 38.09%)构成。

公司长期应收款为应收的三年以上 BT 工程款。截至 2014 年底公司长期应收款余额为 4.54 亿元,较 2013 年底大幅下降 53.72%,主要系应收马鞍山市公路管理局 205 国道项目 BT 工程款将于一年内到期,重分类为一年内到期的非流动资产。

2012~2014 年,公司固定资产波动中有所增长,复合增长率为 10.77%。截至 2014 年底,固定资产账面净值为 8.40 亿元,较上年底减少 1.08%。公司固定资产主要为发电设备(占 11.00%)、机器设备(占 12.78%)和房屋建筑物(占 71.50%)。

近三年公司在建工程波动增长。截至 2014 年底,公司在建工程 10.25 亿元,较 2013 年大幅上涨,主要系投资恒远水电站,将其 10.24 亿元在建水电站投资纳入报表所致。

公司无形资产主要为土地使用权。近三年快速下降,截至 2014 年底,公司无形资产 0.59 亿元,同比下降 70.23%,主要是公司房地产持续开发,储备土地转入存货所致。

截至 2015 年 6 月底,公司资产总额 134.60 亿元,流动资产和非流动资产分别占 79.96%、20.04%,流动资产占比略有上升。其中货币资金 14.44 亿元,较 2014 年底增长 33.58%,主要系非公开发行新股募集配套资金所致;应收账款 30.99 亿元,较 2014 年底降低 1.65%;存货 36.88 亿元,较 2014 年底增长 17.71%;一年内到期的非流动资产 10.02 亿元,较 2014 年底下降 8.49%;在建工程 10.54 亿元,较 2014 年底增长 2.83%。

总体来看,近年来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

2012~2014 年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长 17.18%,截至 2014 年底,公司所有者权益合计 20.26 亿元(其中少数股东权益 2.64 亿元)。归属母公司所有者权益以实收资本(28.47%)、盈余公积(9.78%)和未分配利润(54.73%)为主。近年来,随着业务规模的扩大和业绩的稳步增长,公司保持持续盈利,导致盈余公积及未分配利润逐年增长,截至 2014 年底分别为 1.72 亿元和 9.65 亿元。公司少数股东权益截至 2014 年底为 2.64 亿元,主要是公司并购的云南贡山县恒远水电开发有限公司纳入合并报表(安徽水利持股比例 60%)导致少数股东权益增加。

截至 2015 年 6 月底,公司所有者权益合计 27.15 亿元,较上年末增加 34.01%,主要系公司非公开发行股份导致资本公积大幅增长所致。

负债

2012~2014 年,公司负债总额年均复合增长 24.19%,主要系业务规模增长,融资规模扩大所致。截至 2014 年底,公司负债合计 103.14 亿元,同比增长 31.46%,其中流动负债占 78.52%,非流动负债占 21.48%。

2012~2014 年,公司流动负债年均复合增长 14.93%。截至 2014 年底,公司流动负债合计 80.99 亿元,同比增长 19.92%,主要系其他应付款、短期借款、长期借款增长所致。从构成上看,以短期借款(占 22.90%)、应付账款(占 34.27%)、预收款项(13.28%)和其他应付款(占 11.26%)为主。

2012~2014 年,随着公司承包的施工业务增加,为了保证大量工程项目的顺利实施,公司对流动资金的需求增加,导致公司短期借款逐年增长。截至 2014 年底,公司短期借款 18.55 亿元,年均复合增长 26.89%。

2012~2014 年,公司应付票据规模波动下降,应付票据主要是以票据结算方式支付工程

款。截至 2014 年底，公司应付票据 1.21 亿元。

公司应付账款主要是应付的工程款和未结算材料款。2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长 8.66%，主要系公司经营规模扩大导致年末尚未支付工程款增加所致。截至 2014 年底，公司应付账款 27.75 亿元，同比增加 10.59%。

2012~2014 年，公司预收款项波动中有所增长，复合增长率为 9.25%。截至 2014 年底公司预收款项 10.75 亿元，预收款项主要为工程款和房地产销售款。

2012~2014 年，公司其他应付款年均复合增长 41.94%，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。截至 2014 年底，公司其他应付款 9.12 亿元，较上年大幅增长 80.72%，主要是新纳入报表的子公司恒远电站应付云南瑞能投资有限公司 2.09 亿元。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 7.99 亿元，主要为 3.00 亿元的一年内到期的信托融资和 4.99 亿元的一年内到期的长期借款。一年到期的信托融资为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，在 2013 年及以前的审计报告中，公司将该类信托融资计入少数股东权益，本报告将这类明股实债调整入有息债务里。在 2014 年审计报告中，已将其调整到负债中。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 1.00 亿元，为 2014 年 5 月发行的 2014 年第一期 1 亿元短期融资券，本报告将其调至短期债务。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 99.72%，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 22.15 亿元，主要为长期借款，占比 75.78%。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 90.40%。2014 年底，公司长期借款合计 16.79 亿元，同比增长 129.90%，公司长期借款由质押借款（6.35 亿元）、抵押借款（10.31 亿元）和保证借款（0.13 亿元）构

成。

2012~2014 年，公司有息债务快速增长，年均复合增长 39.47%，截至 2014 年底，公司全部债务为 50.74 亿元，其中短期债务 28.75 亿元，占比 56.65%；长期债务 22.00 亿元，占比 43.35%。

从债务指标来看，2012~2014 年，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呈持续增长趋势；截至 2014 年底分别为 83.58%、71.46%和 52.05%。总体看，公司债务规模快速增长，且债务负担重。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额 107.45 亿元，较 2014 年底上涨 4.18%，主要系应付账款与短期借款上升所致；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 79.83%、66.35%和 43.64%，均较 2014 年底有所下降，主要系公司非公开发行股份导致公司所有者权益快速增长所致。

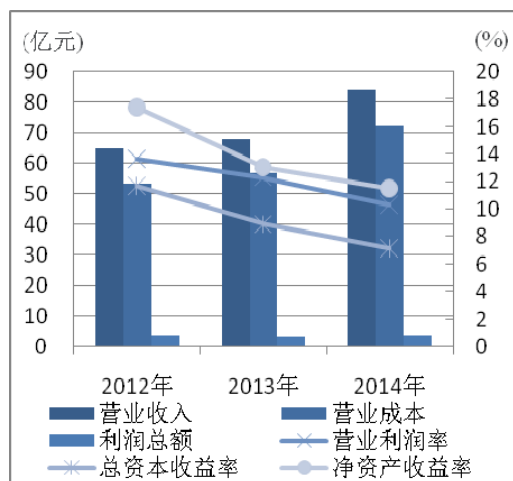
总体看，公司所有者权益快速增长；负债以流动负债为主，近年来公司债务规模快速增长，债务负担较重。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随业务规模扩张，公司营业收入年均复合增长 13.83%。2014 年公司实现营业收入 84.09 亿元，同比增长 23.45%。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 72.69 亿元，占比 86.50%，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，2014 年公司工程施工毛利率为 11.36%，较 2013 年上升 0.61 个百分点。受房地产市场下行影响，2014 年房地产开发业务毛利率为 35.50%，较 2013 年下降 7.81 个百分点。2012~2014 年，公司营业利润率持续下降，三年分别为 13.69%、12.33%和 10.30%。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实现。

图5 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2013年公司期间费用下降6.52%，为4.20亿元，（财务费用1.26亿元，管理费用2.63亿元，销售费用0.31亿元），财务费用较上年减少了34.36%，主要系滁州BT工程项目回购，收到的利息收入直接冲减财务费用所致。2014年，公司期间费用与2013年持平，金额为4.20亿元，期间费用占营业收入比为4.99%。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。财务费用方面，由于业务规模扩大，银行借款增多，相应的利息支出也有所增加。

近三年公司资产减值损失分别为0.82亿元、1.02亿元和0.67亿元，规模较大，主要为应收款项的坏账准备，对公司利润亦有一定侵蚀。同时，公司每年均有一定的营业外收入，三年分别为0.24亿元、0.17亿元和0.07亿元。2012~2014年，公司利润总额分别为3.76亿元、3.39亿元和3.83亿元。

从整体盈利指标看，2012~2014年，随着全部债务增加，公司总资本收益率持续下降，三年分别为11.72%、8.94%和7.17%。同期公司净资产收益率持续下降，分别为17.44%、

13.03%和11.48%。

2015年1~6月，公司实现营业收入45.04亿元，同比增长12.94%；营业利润1.54亿元，利润总额为1.56亿元。

总体看，近年来公司收入规模呈现较好增长，近期由于受成本上涨、房地产市场下行等因素影响，公司盈利能力有所波动。

5. 现金流分析

从经营活动看，2012~2014年，公司经营活动现金流入持续上升，2014年公司经营活动现金流入合计为76.52亿元，同比增长37.31%，其中销售商品、提供劳务收到的现金占99.94%，为76.48亿元，主要为公司收到的工程款。2014年公司现金收入比为90.95%，较上年有所上升，收入实现质量提高。2014年公司经营活动现金流出合计85.96亿元，同比增长54.19%，其中购买商品、接受劳务支付的现金占89.22%，为76.69亿元，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，导致经营活动现金净额持续为负，2012~2014年公司经营活动现金净流量分别为-0.92亿元、-2.22亿元和-9.43亿元。2014年现金净流出大幅增长，主要系公司2014年BT项目工程投入加大且支付大量招拍挂取得土地的相应款项所致。

投资活动方面，公司对外投资规模不大，主要表现为净流出。2013年公司投资活动现金流入3.71亿元，同比增长277.55%，其中取得投资收益收到的现金3.00亿元，系转让子公司股权增加所致。2013年公司投资活动现金流出合计3.60亿元，同比减少20.96%。2014年，公司投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金，为1.65亿元；公司投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，为4.49亿元。

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。近三年公司

筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 40.51%。2014 年公司筹资活动现金流入为 43.02 亿元，同比增长 71.38%。其中取得借款收到的现金为 37.02 亿元，同比增加 60.24%；发行债券收到的现金增加至 3.00 亿元；筹资活动现金流出为 30.94 亿元，同比增长 40.11%，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，使得筹资活动以净流入为主，2012~2014 年，公司筹资活动现金净流量分别为 4.47 亿元、3.02 亿元和 12.08 亿元。

2015 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 -2.97 亿元，现金收入比为 98.77%，指标较 2014 年有所上升。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 -0.44 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 7.04 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流出规模较大，筹资前现金流量净额为负，公司为满足业务规模的扩大，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，2012~2014 年公司流动比率分别为 103.11%、105.34% 和 119.14%，呈持续上升态势；公司速动比率近三年也持续上升，2012~2014 年分别为 64.05%、70.10% 和 80.45%；2015 年 6 月底公司流动比率和速动比率分别为 124.73% 和 81.99%。2014 年公司经营现金流动负债比为 -11.65%。整体看，公司短期偿债能力指标表现较差，有一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 规模波动增长，三年分别为 6.56 亿元、6.53 亿元和 7.36 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，2014 年降至 2.48 倍；近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.98 倍、5.15 倍和 6.89 倍，呈持续上升态势。总体看，

公司对全部债务的保护能力一般，整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得各家商业银行授信额度为 88.64 亿元，已使用额度为 65.58 亿元，间接融资渠道较通畅；同时，公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B201509230098178527），截至 2015 年 9 月 23 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。

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 1.95 亿元，占 2015 年 6 月底公司长期债务的 9.28%，全部债务的 3.64%，对公司现有债务和债务结构影响不大。

2015 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 79.83%、66.35%和 43.64%，以公司 2015 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 80.12%、67.14%和 45.83%，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计算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 值分别为 6.56 亿元、6.53 亿元和 7.36 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 3.36 倍、3.35 倍和 3.77 倍，EBITDA 值对本期中期票据覆盖程度好。

2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 53.99 亿元、56.12 亿元和 76.52 亿元，为本期中期票据发行额度的 27.69 倍、28.78 倍和 39.24 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度好。

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

建筑行业的发展一直得到政府的高度重

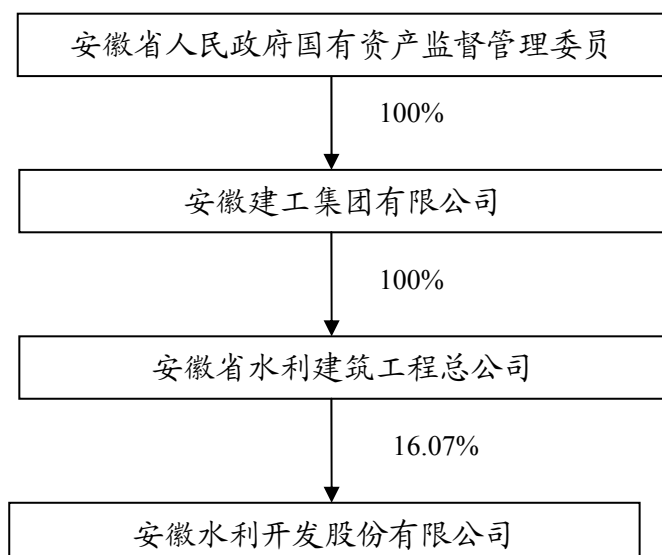
视和国家产业政策的支持，其中水利基础设施建设是国家扩大投资计划的主要投资领域之一，具有较大的发展空间。

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。

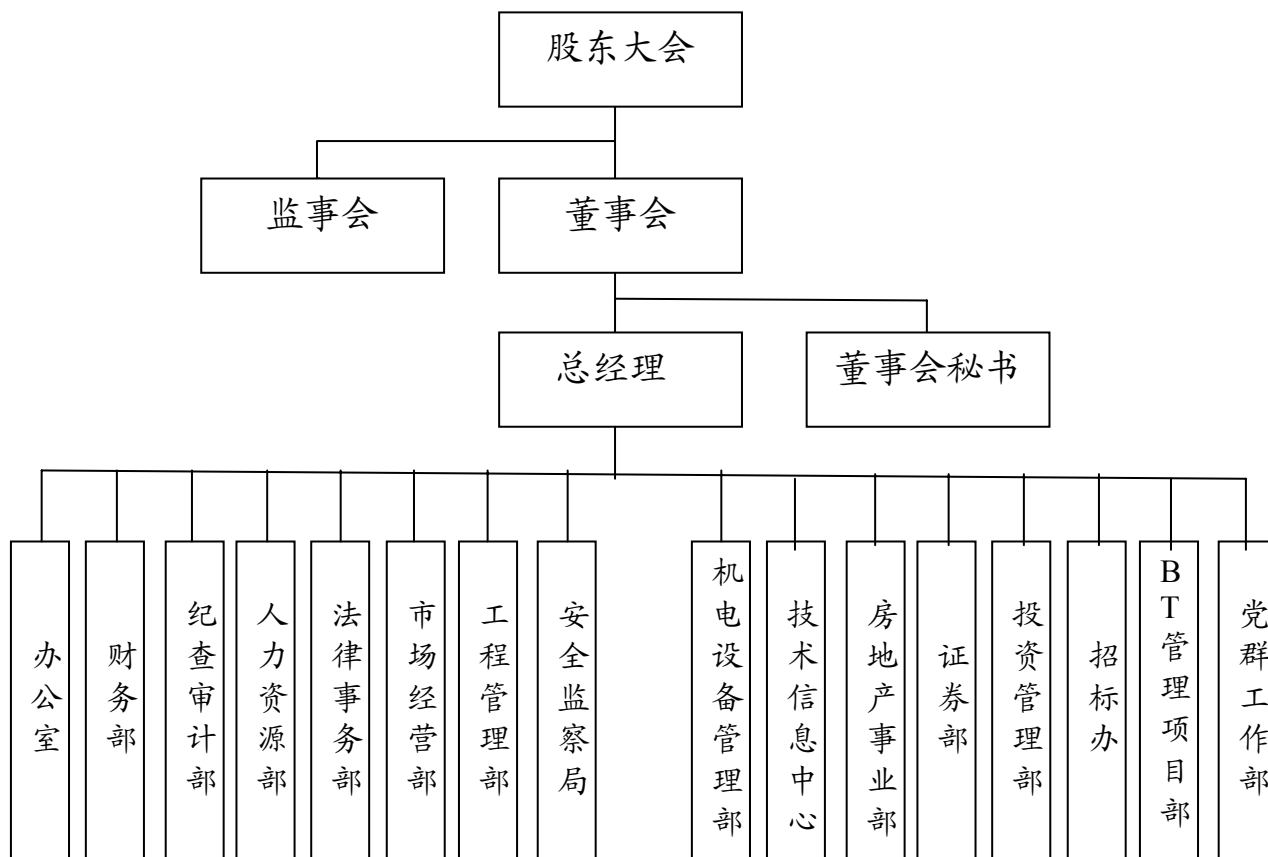
目前公司存货及应收款项等占比较高，有息债务负担逐年快速上升，整体债务负担重。但受益于业务规模不断扩张，公司营业收入稳步增长；现有存量合同金额大，施工项目储备充足，整体发展态势良好。2015 年 6 月，公司定向增发股份，有效充实了公司的资本实力，对公司的信用基本面形成良好支撑。

公司经营活动现金流入及 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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.42	10.33	11.16	14.87
资产总额(亿元)	81.63	94.16	123.40	134.60
所有者权益(亿元)	14.76	15.71	20.26	27.15
短期债务(亿元)	20.76	22.88	28.75	32.51
长期债务(亿元)	5.33	10.77	22.00	21.02
全部债务(亿元)	26.09	33.65	50.74	53.53
营业收入(亿元)	64.90	68.12	84.09	45.04
利润总额(亿元)	3.76	3.39	3.83	1.56
EBITDA(亿元)	6.56	6.53	7.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.92	-2.22	-9.43	-2.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.66	2.49	2.70	--
存货周转次数(次)	2.22	2.39	2.62	--
总资产周转次数(次)	0.80	0.78	0.77	--
现金收入比(%)	82.02	81.76	90.95	98.77
营业利润率(%)	13.69	12.33	10.30	7.94
总资本收益率(%)	11.72	8.94	7.17	--
净资产收益率(%)	17.44	13.03	11.48	--
长期债务资本化比率(%)	26.53	40.66	52.05	43.64
全部债务资本化比率(%)	63.87	68.17	71.46	66.35
资产负债率(%)	81.92	83.32	83.58	79.83
流动比率(%)	103.11	105.34	119.14	124.73
速动比率(%)	64.05	70.10	80.45	81.99
经营现金流动负债比(%)	-1.49	-3.29	-11.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.76	2.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	5.15	6.89	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	27.69	28.78	39.24	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.47	-1.14	-4.84	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	3.36	3.35	3.77	--

注：1.2015 年 1-6 月财务数据未经审计；

2.计入“其他流动负债”中的短期融资券已调整至短期债务；

3.“长期应付款”中融资租赁及 2014 年度“其他非流动负债”信托融资已计入长期债务；

4.2012 年股权融资 2.74 亿元已从“少数股东权益”中调入“一年内到期的非流动负债”，计入短期债务；2013 年股权融资 4.00 亿元已从“少数股东权益”中调出，其中 1.00 亿元调入“一年内到期的非流动负债”，计入短期债务，其中 3.00 亿元调入“其他非流动负债”，计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式(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/主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 安徽水利开发股份有限公司 2015 年度第一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
二零一五年十月二十三日