跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 799 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持安徽水利开发股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”和“16皖水利MTN002”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月八日

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

安徽水利开发股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15皖水利MTN001	1.95亿元	2015/12/09	3年	AA	AA
16皖水利MTN001	2.00亿元	2016/08/19	3+N[1]	AA	AA
16皖水利MTN002	6.00亿元	2016/11/24	3+N	AA	AA

跟踪评级时间：2017年6月8日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	2017年3月
现金类资产(亿元)	7.87	12.83	25.21	32.90
资产总额(亿元)	123.40	135.74	173.01	184.70
所有者权益(亿元)	20.26	28.81	42.45	42.98
短期债务(亿元)	28.75	24.08	22.55	32.37
长期债务(亿元)	22.00	17.86	20.82	23.05
全部债务(亿元)	50.74	41.93	43.37	55.42
营业收入(亿元)	84.09	91.50	114.77	21.25
利润总额(亿元)	3.83	3.45	4.70	0.66
EBITDA(亿元)	7.36	6.93	7.86	--
经营性净现金流(亿元)	-9.43	6.20	3.32	-3.01
营业利润率(%)	10.30	7.85	7.93	10.24
净资产收益率(%)	11.48	8.97	7.31	--
资产负债率(%)	83.58	78.77	75.46	76.73
全部债务资本化比率	71.46	59.27	50.53	56.32
流动比率(%)	119.14	127.43	126.75	125.22
全部债务/EBITDA(倍)	6.89	6.05	5.52	--
经营现金流动负债比	-11.65	6.98	3.02	--

注：2017年1-3月财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏　朱 煜
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：01085679696
传真：01085679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

安徽水利开发股份有限公司（以下简称“安徽水利”或“公司”）是安徽省建筑施工领域的龙头企业，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。跟踪期内，公司业务稳步发展，营业收入较快增长，项目储备充足，受房地产市场回暖影响房地产销售状况大幅转好，去库存效果显著；中国证监会批复核准公司发行股份吸收合并安徽建工集团有限公司（以下简称“建工集团”）并募集配套资金，建工集团主要业务和资产将全部并入公司，公司业务规模和实力预计大幅扩张，行业地位以及市场竞争能力有望增强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，建筑行业竞争剧烈，流动资金压力大，整体盈利能力较弱以及跟踪期内公司业务毛利率有所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等都为建筑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，未来，随着安徽省经济的持续发展、国家加大水利投资及安徽省加速推进引江济淮工程建设，公司作为安徽省水利建设的龙头企业，外部发展环境良好，公司营业收入有望继续保持稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信确定维持安徽水利开发股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”和“16皖水利MTN002”AA的信用等级。

优势

1. 公司作为安徽省水利建设的龙头企业，跟踪期内业务规模持续扩大，营业收入增长较快，项目储备充足，公司业绩有望获得

[1] N为续期数，下同。

进一步提升。

2. 跟踪期内，中国证监会批复核准公司发行股份吸收合并建工集团并募集配套资金，建工集团主要业务和资产将全部并入公司，公司业务规模和实力预计大幅扩张，行业地位以及市场竞争能力有望增强。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据待偿还本金的保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，建筑行业仍然竞争激烈，对流动资金管理要求较高，行业盈利能力依然较弱。
2. 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。
3. 跟踪期内，公司业务毛利率水平有所下滑。
4. 公司工程施工量持续增长，未来资金需求将进一步加大，存在一定融资压力。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券项到期兑付日有效；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。

安徽水利开发股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于安徽水利开发股份有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。

2016 年 4 月，根据公司 2015 年度的股东大会决定，以公司 2015 年 12 月 31 日总股本 53191 万股为基数，以未分配利润和资本公积转增股本，向全体股东每 10 股送 2 股、转增 5 股，共计增加了 37234 万股。变更后公司总股本为 90425 万股。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。2016 年 12 月 29 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核发的《关于核准安徽水利开发股份有限公司吸收合并安徽建工集团有限公司并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]3191 号），中国证监会批复核准了该重组。截至 2017 年 3 月底，公司的总股本为 90425 万股，注册资本为 9.04 亿元。

截至 2017 年 3 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 3.00%。公司股东中除安徽建工集团有限公司外，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。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司合并范围增加 5 家子公司，截至 2017 年 3 月底，公司合并范围子公司共 34 家，其中直接持股公司 25 家，间接支持公司 9 家。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 2016 年底，公司（合并）资产总额 173.01 亿元，所有者权益 42.45 亿元（含少数股东权益 5.68 亿元）；2016 年公司实现营业收入 114.77 亿元，利润总额 4.70 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 184.70 亿元，所有者权益合计 42.98 亿元（含少数股东权益 6.06 亿元）。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 21.25 亿元，利润总额 0.66 亿元。

跟踪期内，公司注册地址为安徽省蚌埠市东海大道张公山南侧，未发生变更；法定代表人：张晓林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续期债券有“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”和“16皖水利MTN002”，债券余额合计9.95亿元，跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。目前，公司存续债券相关募集资金均已全部使用完毕。公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15皖水利MTN001	1.95	2015/12/08	3年	1.95	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
16皖水利MTN001	2.00	2016/08/19	3+N年	2.00	在每3个计息年度末，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
16皖水利MTN002	6.00	2016/11/24	3+N年	6.00	在每3个计息年度末，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
合计	**9.95**	--	--	**9.95**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。

2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

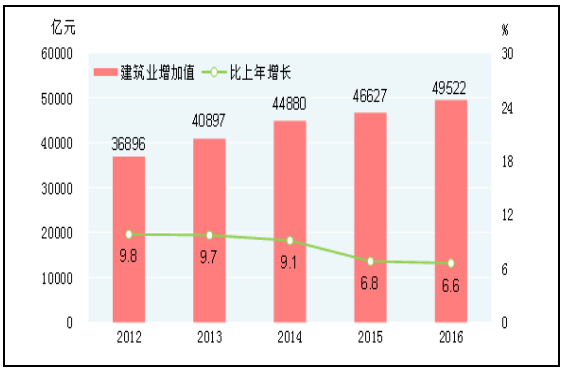
1. 建筑行业分析

（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。2016 年，全社会建筑业增加值 49522 亿元，比上年增长 6.6%。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 6745 亿元，同比增长 4.6%，其中国有及国有控股企业 1879 亿元，同比增长 6.8%。

图 1　2012~2016 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

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。2016 年全社会固定资产投资 596501 亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，固定资产投资仍保持较快增长。分产业看，第一产业投资 18838 亿元，比上年增长 21.1%；第二产业投资 231826 亿元，

增长 3.5%；第三产业投资 345837 亿元，增长 10.9%。

2016 年，全国基础设施总投资 118878 亿元，较上年增长 17.4%，占全部固定资产投资（不含农户）的 19.9%。基础设施投资仍保持高位运行，但增速略有放缓。

2016 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，比上年名义增长 6.9%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

（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，才能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

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、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	
地方性国企	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	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
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：联合资信根据公开资料整理

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 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业工程管控及成本控制方面是其较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（3）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

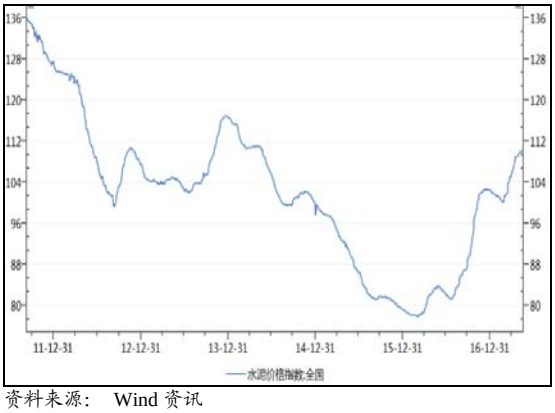
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

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。2016 年之前，钢材和水泥价格波动下降，有利

于建筑企业的成本控制；2016 年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成一定影响。

图 2 近年全国水泥价格指数



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。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年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，整体价格累计同比涨幅已经超过 30%。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。2017 年 1~3 月，受煤炭价格止跌反弹影响，水泥价格整体继续推涨。截至 2017 年 3 月底，全国水泥价格指数 105.22，同比增长 33.71%。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。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

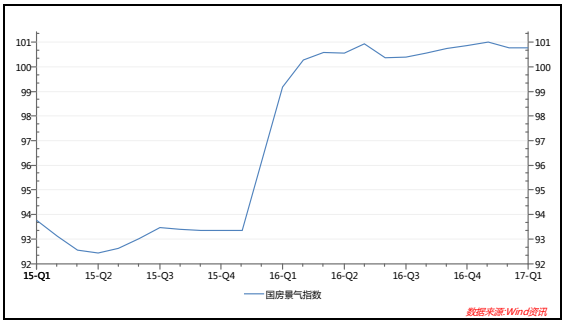
联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

2. 房地产行业分析

房地产行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 3　2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73

亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市 1-11 月房价累计涨幅达 22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市 1-11 月房价累计涨幅 13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）

限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能继续小幅下降，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间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。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。

3. 区域经济概况

近年来安徽省经济增长较快，根据《安徽省 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，

2016 年，安徽省全年生产总值（GDP）24117.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.7%。分产业看，第一产业增加值 2567.7 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 11666.6 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 9883.6 亿元，增长 10.9%。三次产业结构由上年的 11.2:49.7:39.1 调整为 10.6:48.4:41。

安徽省固定资产投资增长较快，2016 年全年固定资产投资 26758.1 亿元，比上年增长 11.7%，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 6363.2 亿元，增长 10.5%；基础设施投资 5285.9 亿元，增长 26%；民间投资 18375.4 亿元，增长 6.5%。分区域看，皖江示范区投资 18438.4 亿元，增长 11.7%；皖北六市投资 7017.8 亿元，增长 13%。分产业看，第一产业投资增长 6.6%，第二产业增长 9.7%，第三产业增长 13.6%。分行业看，工业投资增长 9.6%，其中制造业增长 9.4%，制造业中装备制造业增长 16.8%。六大高耗能行业投资增长 8.1%。

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拱了良好的外部环境与机遇。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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年 3 月底，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。跟踪期内，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，建工集团成为公司第一大股东，公司实际控制人仍为安徽省国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，因个人工作变动原因，公司职工代表监事汪乐生先生和程腾先生分别于 2016 年 7 月 12 日和 2016 年 12 月 13 日辞去公司职工代表监事职务，新任职工代表监事到任前，汪乐生先生和程腾先生继续履行公司职工代表监事的职责。除上述变化外，跟踪期内公司主要人事未发生其他变化。

从员工结构来看，截至 2017 年 3 月底，公司在职员工总数 5499 人。从学历看，本科及以上占 31.19%，大专占学历占 26.53%，中专及以下占 42.28%。从年龄结构看，35 岁以下占 55.97%，36-45 岁占 26.77%，46 岁~55 岁占 13.40%，55 岁以上占 3.86。跟踪期内，公司员工学历比例和年龄结构均未发生显著变化。

3. 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 2017 年 3 月 29 日，公司无未结清不良或关注类信贷记录，但有 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理方面无重大变化。

八、重大事项

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公司董事会审议通过，2016 年 12 月 29 日，公司收到中国证监会核发的《关于核准安徽水利开发股份有限公司吸收合并安徽建工集团有限公司并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]3191 号），中国证监会批复核准了该重组。2017 年 2 月 7 日，公司完成了关于吸收合并建工集团并募集配套资金暨关联交易异议股东现金选择权申报事宜，没有异议股东申报行使现金选择权。截至目前，本次重组涉及的标的资产交割过户手续均在办理过程中，公司将进一步完成股份发行相关的后续工作。

建工集团及所属安徽三建拥有建筑工程施工总承包特级资质和建筑行业甲级设计资质，所属安徽路桥拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质，同时建工集团及所属子公司拥有市政、公路、桥梁、隧道、港航、设计、安装、监理、对外工程承包等多种类业务资质。重组后，主要资质将全部注入公司，未来将全面提升公司的资质和技术水平，增强公司承接业务的能力。2015 年底，建工集团资产总额 382.98 亿元，所有者权益 44.06 亿元，全年实现营业收入 332.12 亿元。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。

九、经营分析

跟踪期内，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，主营业务仍以建筑工程施工、房地产开发和水力发电业务为主。2016 年，公司新取得桥梁工程专业承包二级和机电工程总承包三级资质，资质长期有效。

1. 经营概况

2016 年公司实现营业收入 114.70 亿元，同比增长 25.42%，主要系工程施工业务收入和房地产开发业务收入大幅增长所致，其中工程施工业务收入占 85.46%，较 2015 年的 90.71%有所下降，房地产开发业务收入占 11.74%，较 2015 年的 6.21%大幅增长，其他业务收入占 2.80%。跟踪期内，公司各业务板块收入占比除房地产开发业务收入大幅增长外，其余板块业务收入较 2015 年变化不大，仍然以工程施工业务收入为主，工程施工业务收入中水利工程施工、工民建工程施工和市政工程施工收入占比较 2015 年变化也不大，公司经营保持稳定态势。

毛利率方面，2016 年公司整体业务毛利率为 10.21%，较 2015 年下滑 1.40 个百分点，主要系工程施工业务毛利率下滑所致，公司房地产开发业务毛利率较 2015 年略有下滑，整体变化不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.23 亿元，各板块业务收入占比较 2016 年有所波动，但变化不大，公司仍然延续以前发展态势，整体毛利率为 10.95%，较 2016 年略有增长，主要系工程施工业务毛利率有所回升所致。

表 3　公司主营业务收入及毛利率构成表（单位：亿元，%）

项目	2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
A.工程施工业务	**82.95**	**90.71**	**9.66**	**98.03**	**85.46**	**6.63**	**18.88**	**88.95**	**8.65**
水利工程施工	20.02	21.89	9.00	22.52	19.64	6.87	5.77	27.20	7.53
工民建工程施工	34.88	38.14	5.47	41.83	36.47	2.79	9.13	43.01	7.27
市政工程施工	28.05	30.67	15.35	33.67	29.36	11.24	3.98	18.74	12.49
B.房地产开发业务	**5.68**	**6.21**	**33.49**	**13.46**	**11.74**	**31.88**	**1.74**	**8.19**	**0.37**
C.其他业务	**2.82**	**3.08**	**24.27**	**3.21**	**2.80**	**28.67**	**0.61**	**2.86**	**8.63**
合计	**91.45**	**100.00**	**11.61**	**114.70**	**100.00**	**10.21**	**21.23**	**100.00**	**10.95**

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。跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，公司水利工程、市政工程施工和工民建工程业务量均实现增长，公司 2016 年实现工程施工业务收入 98.03 亿元，同比增长 18.18%，毛利率有所下滑，由 2015 年的 9.66%下降至 6.63%，主要原因是 2016 年 5 月实行营改增，由于营业税是价内税，增值税是价外税，“营改增”前营业收入以价税合计为基础确认，“营改增”后营业收入不包含增值税部分，相同合同确认收入有所减少，项目成本不变，导致施工业务毛利率下降。

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。2016 年，公司水利工程施工业务收入 22.52 亿元，同比增长 12.49%。毛利率方面，2016 年水利工程毛利率水平由 2015 年的 9.00%下降至 6.87%，2017 年 1~3 月水利工程施工板块毛利率回升至 7.53%。

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，2016 年为 41.83 亿元，同比增长 19.93%，该业务板块毛利率由 5.47%下降至 2.79%。2017 年 1~3 月该业务板块毛利率回升至 7.27%。

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。跟踪期内，公司实现市政工程收入 33.67 亿元，同比增长 20.04%，市政工程施工毛利率有所下滑，由 2015 年的 15.35%下降至 11.24%，2017 年 1~3 月该业务板块毛利率回升至 12.49%。

公司建筑工程施工目前主要由三种经营模式：单一施工模式、融资合同模式、交钥匙工程合同模式（EPC）。单一施工模式：公司在拥有的工程承包资质范围内向建设单位提供施工总承包服务以及向其他工程施工总承包方提供工程专业承包服务，公司根据建设单位或者其他工程施工承包单位就工程施工总承包或者专业分包的招标要求进行投标，确定中标后，公司预付投标保证金和履约保证金，而后组建项目部，在合同工期内开展工程施工（包括项目融资、施工组织设计、工程进度、质量、安全、核算、工程分包等），项目部根据工程建设进度确认收入，建设单位或者其他工程施工承包单位根据工程完工量向项目部支付工程价款，工程完工后，建设单位保留一定比例的工程质保金。

融资合同模式分 BT 和 PPP 两种模式，BT 为前期取得的存量在建项目，该模式下，公司向建设单位提供工程施工和融资服务，公司负责工程建设施工，同时为建设方提供项目融资，项目前期建设单位不支付工程款，工程建设完成后，建设单位按照合同向公司一次性或者分期支付工程回购款，工程回购款包括工程施工

合同款和合同约定的投资收益以及利息，目前该模式已被政策限制，未来将被逐步替代，目前公司的 BT 存量项目主要位于安徽省和陕西省。PPP 为近年来新兴的业务模式，目前，公司的 PPP 项目经营模式为，公司与项目招标公共单位签署 PPP 项目合作协议，根据协议与政府授权出资方合资成立项目公司，项目公司由公司控股，项目公司全面继承协议项下的特许经营权，负责项目的投融资、建设和运营，政府方根据协议按期向项目公司支付购买本项公共服务的服务费，项目公司可同时取得运营收益，项目基本纳入省级以上政府 PPP 项目库，项目购买服务费用纳入地方政府财政预算，以保证项目收益。

交钥匙工程合同模式（EPC）：公司根据建设单位的招标要求投标，由公司或者公司与设计单位组成联合体承接工程，中标签订合同后，组建项目部。公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工等实行全过程或若干阶段的承包，对所承包工程的质量、安全、费用和进度负责。项目部根据工程建设进度确认收入，建设单位根据合同约定向项目部支付工程价款。

2016 年，公司工程施工业务收入为 98.03 亿元，其中单一施工模式营业收入为 88.40 亿元，融资合同模式营业收入为 8.15 亿元，EPC 模式营业收入 1.47 亿元。

跟踪期内，公司账务处理没有发生变化，项目回款进度按照具体签订的合同执行。

跟踪期内，公司中标工程共计 184 项，总金额 138.22 亿元，其中水利工程 39.08 亿元（占 28.27%）、市政工程 35.03 亿元（占 25.34%）、路桥工程 21.57 亿元（占 15.61%），房建工程 41.04 亿元（占 29.69%）。2017 年 1~3 月公司新签合同额 26.01 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 4　近年来公司项目新中标项目合同额情况（单位：亿元）

年　份	新中标项目合同金额
2014 年	122.76
2015 年	130.66
2016 年	138.22
2017 年 1~3 月	26.01

资料来源：公司提供

公司目前不同业务模式的未完工项目情况见下表。

表 5　分业务模式未完工项目情况（单位：万元）

	单一施工模式	融资合同模式	交钥匙工程合同模式（EPC）	总计
项目数（个）	273	11	4	285
未完工项目合同总金额	2563399	584760	205000	3353159
其中：未完工项目剩余合同总金额	1137723	479961	177433	1795117

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建及拟建重大项目合同金额共计 222.14 亿元，已完成投资 103.77 亿元，2017 年全年预计投资额度为 33.28 亿元，由于项目过多，主要项目情况如下表所示，公司在建及拟建项目中房建项目合同金额占比较大。

表 6　截至 2017 年 3 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	截至 2017 年 3 月底已完成投资	2017 年预计投资
太和县苗原河综合治理工程	水利工程	30000.00	18118.00	13453.35
芜湖市澛港闸（桥）工程	水利工程	30000.00	25932.49	5281.70
蚌埠和顺名都城 1 期 2 标	房建工程	22706.40	15520.76	8499.77

阜阳颍河水岸一期、二期住宅楼及配电室工程	房建工程	13424.60	12776.78	297.86
305 省道阜阳王店至阜南长安段改建工程 01 标	公路工程	22513.00	300.00	22473.00
山西省朔州市七里河治理工程	水利工程	13800.00	9900.00	4180.00
*陕西省西咸新区秦汉新城正阳渭河大桥工程	市政路桥	78510.80	67387.38	2668.66
西咸新区秦汉新城沣径大道市政道路工程施工Ⅰ标	市政路桥	18989.20	7689.83	4482.30
*沣西新城咸户路市政道路工程	市政路桥	24582.70	7420.00	5903.00
桃源·九点阳光二期 B 区商住小区	房建工程	22710.00	19203.00	3507.00
陕西省西咸新区秦汉新城正阳大道市政工程施工招标一标段	市政路桥	24552.10	5641.92	15211.00
涝河渼陂湖水系生态修复	水利工程	76239.80	20100.00	15900.00
引汉济渭工程黄金峡水利枢纽库区汉江平川段洋县防护工程施工 I 标项	水利工程	23171.50	3527.6	10890.66
蚌埠市监管中心（女子看守所等单体）工程二期工程	房建工程	14736.40	12381.63	1290.00
蚌埠市马场湖路（烟墩村）安置小区工程	房建工程	11745.00	10429.34	595.00
蚌埠市徐桥安置房小区 5#楼、6#楼、9#-12#楼、16#-19#楼及地下室工程	房建工程	21448.70	18908.80	1396.00
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	28424.10	23388.51	2573.00
蚌埠和顺名都城一期工程Ⅰ标段	房建工程	26908.00	21565.67	7899.20
淮滨新村四期 1 标段	房建工程	23882.00	13789.79	11839.00
和顺.东方花园一期工程	房建工程	15218.00	2033.85	13000.00
界首市出口企业培育基地工程施工总承包一期工程	房建工程	40912.20	12286.12	20000.00
界首市市政工程施工总承包一期	市政路桥	23889.50	20862.28	1000.00
界首市市政工程施工总承包二期*	市政路桥	17247.70	11163.80	7063.94
怀远县健康花园工程施工 I 标	房建工程	15384.20	21110.53	15412.33
怀远县健康花园工程第二阶段Ⅱ标	房建工程	18900.50		
淮河干流蚌埠~浮山段行洪区调整和建设工程施工 X 标-花园湖退洪闸建筑安装工程*	水利工程	12597.50	10409.83	1641.00
怀远县邵圩安置区 3 期二阶段	房建工程	33720.20	28647.68	300.00
大龙经济开发区大龙堡 2 号地块棚户区改造建设项目第三标段	房建工程	10083.50	3143.48	3500.00
光明之家二标段	房建工程	33367.20	16923.13	10555.00

资料来源：公司提供

目前公司主要在建 PPP 项目有陕西省彬县红沿河水库 PPP 项目、安徽省 S214 省道郎溪段改建工程 PPP 项目、湖南省 G107 耒阳市绕城公路耒阳市竹市至哲桥公路建设 PPP 项目和安徽省宿州市 S404 宿城至皖苏界改建工程 PPP 项目（二标段），项目合同金额分别为 10.92 亿元、11.00 亿元、10.00 亿元和 9.51 亿元。

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。跟踪期内，因合同变更，工程合同金额有所下降，截至 2016 年底，该项目合同金额为 2.42 亿元，已投资 1.32 亿元。公司目前无其他海外项目。

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。

跟踪期内，房地产市场回暖，公司房地产销售状况较好，2016 年，公司房地产销售面积为 48.02 万平方米，较 2015 年的 17.20 万平方米大幅增长，产生销售收入 23.70 亿元，确认收入 13.46 亿元。2017 年 1~3 月，公司房地产销售面积为 16.22 万平方米，产生房地产销售收入 8.78 亿元，确认房地产开发业务收入 1.74 亿元。

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，2016 年公司新开工面积为 38.60 万平方米，较 2015 年的 46.70 万平方米有所下降，但 2017 年一季度公司开工面积较大，达到 31.60 万平方米，预计公司未来房地产销售收入持续性较强。

表 7　公司房地产开工、签约销售情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
开工面积	33.0	46.7	38.60	31.6
签约销售面积	17.1	17.2	48.02	16.22
签约销售收入	8.2	8.6	23.70	8.78

资料来源：公司年报

表 8　截至 2017 年 3 月底公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元、%）

地区	项目名称	预计房屋面积	总投资	累计完成投资	销售比例	累计收到销售款	未来两年投资计划		预计未来还可收到销售金额
							2017 年	2018 年	
蚌埠	和顺第九街	10.00	5.60	4.40	80%	4.23	0.6	0.2	1.25
蚌埠	和顺新里程	24.00	7.70	4.80	44%	4.28	0.9	0.8	6.32
蚌埠	和顺名都城	64.00	22.80	8.70	21%	5.97	3.2	4.0	24.54
蚌埠	和顺新视界	12.30	5.10	5.00	79%	4.81	0.8	0	1.45
蚌埠	龙湖春天	70.00	4.00	3.80	80%	25.64	0.2	0	3.26
蚌埠	蚌埠沁园春	26.00	11.60	4.90	12%	2.08	2.8	2.2	14.7
六安	六安沁园春	13.50	9.20	6.90	86%	6.82	0.8	0.5	1.28
六安	壹玖壹壹	6.00	2.60	0.10	0%	0.00	1.5	0.3	--
合肥	东方花园	42.00	1.30	1.30	85%	13.53	0.4	0	1.57
合肥	叶语溪	2.30	5.40	3.90	0%	0.00	0.5	0.6	--
庐江	庐江新天地	19.90	8.80	5.20	33%	3.93	1.5	1.2	8.03
芜湖	南陵阳光城市	68.00	4.80	4.30	64%	14.69	0.6	0.8	9.56
芜湖	南陵新视界	19.00	6.10	0.60	0%	0.00	0.4	1.2	--
马鞍山	荷塘月色	12.80	5.90	1.30	26%	1.19	0.6	0.8	3.49
滁州	东方花园	38.00	12.70	4.50	7%	1.57	3	2.2	19.05
	沁园春	11.30	5.30	1.10	0%	0.00	2.2	1.5	--
合计		**439.10**	**119.60**	**61.40**	**47%**	**88.74**	**20**	**22**	**94.49**

资料来源：公司提供

公司目前主要在建房地产项目见上表，总投资额度为 119.60 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 61.40 亿元，房地产项目未来投资支出较大。

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 2017 年 3 月底，公司土地储备约 600 亩，总成本为 16.1 亿元，全部为商

住用地，其中2016年公司新增土地储备307亩，新增土地储备主要位于蚌埠、合肥、滁州、南陵，新增土地成本为 11.54 亿元，跟踪期内拿地平均成本较以前有所增长。2017 年 1~3 月没有新增土地储备。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，跟踪期内，房地产市场回暖，公司销售面积大幅增长，导致收入快速增长，毛利率水平较 2015 年略有下滑，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。跟踪期内，公司其他业务收入为 3.21 亿元，较 2015 年的 2.82 亿元有所增长。

2016 年，公司共运营 7 个水电站，总装机容量 24.61 万 KW，年发电量 4.34 万 KW*H，同比增长 57.82%，公司发电量同比大幅增加，主要原因是，2015 年受云南贡山地区电网输电能力的限制，恒远水电所属丹珠河电站、丹珠河二级电站产能无法充分发挥，难以满负荷运行；2016 年，贡山地区输电线路基本完成，输电能力大幅提高，电站发电负荷增加，此外上述电站上年同期有两个月未发电。2016 年，水力发电板块实现营业收入 1.09 亿元，同比增长 67.69%。

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，2016 年上述三家酒店分别更名为安徽水利和顺大酒店（蚌埠店）、安徽水利和顺大酒店（六安店）和安徽水利和顺大酒店（合肥店）。受国家政策及经济增速下行压力影响，2016 年公司酒店收入实现 0.48 亿元。

5. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.50 次、2.29 次和 0.74 次，除总资产周转次数略有增长，其余均较 2015 年略有下降。整体看，跟踪期内，公司资产经营效率尚可。

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。

目前，公司正在实施重大资产重组，吸收合并建工集团。重组完成后，公司主业仍为建筑业，未来公司业务规模将大幅扩大。

十、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）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。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，公司并表范围子公司 34 家；从变化来看，2016 年公司新设控股子公司 5 家，新设控股子公司规模较小。跟踪期内，公司合并范围变化不大，财务报表可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 173.01 亿元，所有者权益 42.45 亿元（含少数股东权益 5.68 亿元）；2016 年公司实现营业收入 114.77 亿元，利润总额 4.70 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 184.70 亿元，所有者权益合计 42.98 亿元（含少数股东权益 6.06 亿元）。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 21.25 亿元，利润总额 0.66 亿元。

1. 资产质量

流动资产

截至 2016 年底，公司资产总额 173.01 亿

元，同比增长 27.45%，其中流动资产占 80.39%，非流动资产占 19.61%。跟踪期内，公司资产结构仍以流动资产为主，较 2015 年变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产 139.08 亿元，同比增长 22.72%，其中货币资金占 18.00%，应收账款占 36.53%，其他应收款占 5.23%，存货占 37.89%。

截至 2016 年底，公司货币资金为 25.03 亿元，同比增长 55.02%，主要系公司预收商品房预收款较多所致，其中受限货币资金为 6.81 亿元。

截至 2016 年底，公司应收账款为 50.81 亿元，同比增长 25.82%，主要系公司施工业务规模增长所致。应收账款中以账龄作为信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 54.29 亿元，其中账龄 1 年以内的占 67.52%，1~2 年占 19.01%，2~3 年占 11.56%，3 年以上占 1.91%，这部分应收账款公司共计提坏账准备 3.80 亿元，账面价值为 50.48 亿元，跟踪期内，公司应收账款账龄仍然偏短。公司应收账款前五名欠款单位主要为政府部门和城投企业，具体情况见下表，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，由于应收账款存在回收风险，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 4.69 亿元，计提较为充分。

表 9　截至 2016 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	10.81	19.48	龙子湖周边治理 BT 工程应收款
合肥鑫城国有资产经营有限公司	1.81	3.26	
陕西省西咸新区秦汉新城管理委员会	1.70	3.06	咸阳 BT 工程应收款
蚌埠经济开发区投资有限公司	1.69	3.05	保障房项目，付款比例较低
兰州瑞建投资发展有限公司	1.62	2.91	
合 计	**15.30**	**38.75**	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司存货 52.70 亿元，同比增长 41.27%，主要系本年公司房地产开发项目开工较多，导致开发成本年末余额较年初大幅增加，其中开发成本为 34.88 亿元，开发成品为 6.71 亿元，建造合同形成的未结算资产为 9.97 亿元。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 7.28 亿元，同比下降 0.34%，其中投标保证金、履约保证金为 5.58 亿元，其他保证金为 1.01 亿元，公司计提坏账准备 0.35 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 33.93 亿元，同比增长 51.38%，其中长期应收款占 11.57%，固定资产占 45.16%，在建工程占 32.05%。

截至 2016 年底，公司长期应收款为 3.92 亿元，同比增长 341.72%，主要系 BT 项目应收款大幅增长所致，其中应收郎溪县交通运输局郎溪 S214 改建 BT 工程款 2.91 亿元，应收太和县水务局太和苗原河项目 BT 工程款 1.01 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产为 15.32 亿元，同比下降 1.60%，其中房屋及建筑物年末账面价值为 12.49 亿元，发电设备年末账面价值为 1.80 亿元，机械设备年末账面价值为 0.73 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程为 10.88 亿元，较 2015 年的 2.24 亿元大幅增长，其中恒远电站工程账面价值为 5.92 亿元，较年初的 2.23 亿元大幅增长，2016 年新建的红沿河水库项目账面价值为 4.91 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 184.70 亿元，较 2016 年底增长 6.76%，主要系货币资金、在建工程增长所致，其中流动资产占 78.41%，非流动资产占 21.59%，资产结构较 2016 年底变化较小。截至 2017 年 3 月底，公司货币资金为 32.50 亿元，较 2016 年底增长 29.87%，主要系公司房地产销售状况良好，回笼资金增加所致；公司在建工程为 15.20 亿元，较 2016 年底增长 39.79%，主要系在建 PPP 项

目投资增加所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款及存货占比较高，对资金形成了一定的占用，公司资产流动性一般，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计42.45亿元，同比增长47.35%，主要系股本、未分配利润和新增其他权益工具所致，其中股本占21.30%、资本公积占7.62%，盈余公积占5.26%，未分配利润占30.76%，少数股东权益占13.39%，其他权益工具占21.68%。截至2016年底，公司股本为9.04亿元，同比增长70.00%，主要系未分配利润和资本公积转增股本所致，其中资本公积转增2.66亿元，未分配利润转增1.06亿元；公司新增其他权益工具7.99亿元，主要为公司2016年发行的两期可续期中期票据；公司未分配利润为13.06亿元，同比增长11.55%。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计42.98亿元，较2016年底增长1.24%，主要是未分配利润增长所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，但主要来源于其他权益工具及少数股东权益的增长，股本和资本公积占比有所下滑，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2016年底，公司负债合计130.55亿元，同比增长22.09%，其中流动负债占84.05%，非流动负债占15.95%，跟踪期内，公司负债结构较2015年变化较小，仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至2016年底，公司流动负债合计109.72亿元，同比增长23.38%，其中短期借款占14.04%，应付账款占44.94%，预收款项占21.36%，其他应付款占9.08%，一年内到期的非流动负债占5.61%。

截至2016年底，公司短期借款为15.40亿元，同比下降8.07%。

截至2016年底，公司应付账款为49.31亿元，同比增长42.27%，主要系工程施工项目应付劳务费大幅增长所致，其中应付劳务费为44.93亿元，应付货款4.33亿元。

截至2016年底，公司预收款项为23.44亿元，同比增长43.13%，主要系预收商品房款项大幅增长所致，其中建造合同形成的已结算未完工项目为8.42亿元，预收商品房款14.23亿元，施工劳务款0.75亿元。

截至2016年底，公司其他应付款为9.96亿元，同比增长5.10%，其中应付保证金为6.74亿元，往来款为1.99亿元。

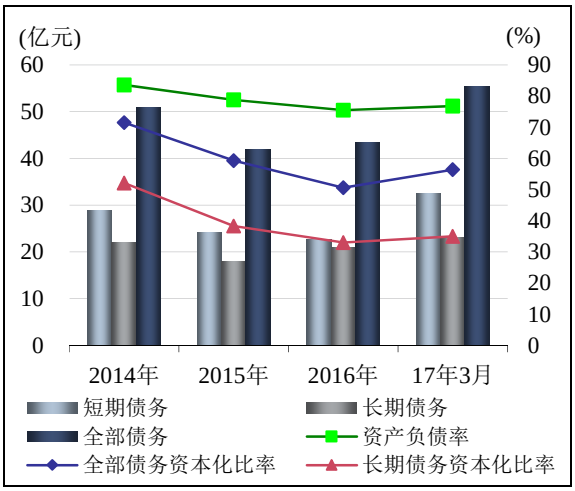
截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为6.15亿元，同比下降6.25%，其中一年内到期的长期借款为4.15亿元，一年内到期的应付债券为2.00亿元。公司一年内到期的应付债券为“14皖水利MTN001”。

非流动负债方面，截至2016年底，公司非流动负债合计20.83亿元，同比增长15.75%，其中长期借款占64.19%，应付债券占21.36%，其他非流动负债占14.40%。

截至2016年底，公司长期借款为13.37亿元，同比增长17.23%；公司应付债券为4.45亿元，同比下降31.01%，主要系“14皖水利MTN001”转入“一年内到期的非流动负债”所致。

截至2016年底，公司新增3亿元其他非流动负债，主要系公司向中国国际证券有限公司转让应收蚌埠经济开发区管委会工程款，取得借款20000.00万元，向安建商业保理有限公司转让应收蚌埠经济开发区管委会工程款，取得借款10000.00万元。

图 4　2014~2017 年 3 月底公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司全部债务为 43.37 亿元，同比增长 3.42%，其中短期债务为 22.55 亿元，占 51.99%，长期债务为 20.82 亿元，占 48.01%，公司短期债务占比较 2015 年有所下降。从债务指标看，2016 年底，受所有者权益增长较大影响，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均有所下降，分别为 75.46%、50.53%和 32.90%。跟踪期内，公司有息债务规模增长较小，受所有者权益增幅较大影响，公司债务负担有所下滑。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 141.72 亿元，较 2016 年底增长 8.55%，主要系短期借款、预收款项和长期借款增长所致，其中流动负债占 81.61%，非流动负债占 18.39%，流动负债占比较 2016 年底变化不大，仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司短期借款为 25.53 亿元，较 2016 年底增长 65.75%；公司预收款项为 28.82 亿元，较 2016 年底增长 22.96%，主要系房地产预售房款增加所致；公司长期借款为 18.60 亿元，较 2016 年底增长 39.12%。2017 年 3 月底，公司全部债务为 55.42 亿元，其中短期债务占 58.41%，长期债务占 41.59%，受公司债务增长影响，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均略有增长，分别为 76.73%、56.32%和 34.91%。

公司 2016 年发行了“16 皖水利 MTN001”和“16 皖水利 MTN002”，本金合计 8 亿元，均为可续期债券，计入公司所有者权益-其他权益工具，仍属于有息债务，将这部分可续期债券调入应付债券科目后，公司实际有息债务规模和相关债务指标均高于 2015 年底数值。

整体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，其中有息债务增长幅度较小，受所有者权益增长幅度较大影响，公司债务负担有所下降，但考虑到公司 2016 年发行的可续期中票计入所有者权益-其他权益工具中，公司实际债务负担有所加重。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 114.77 亿元，同比增长 25.43%，主要系工民建工程、市政工程和商品房销售收入大幅增长所致，同期，公司营业成本为 103.02 亿元，同比增长 27.37%，公司营业利润率为 7.93%，较 2015 年变化较小。

跟踪期内，公司期间费用为 3.76 亿元，较 2015 年略有增长，其中销售费用占 10.60%，管理费用张 70.57%，财务费用占 18.82%，期间费用结构较 2015 年变化不大，仍以管理费用为主；受营业收入增幅较大影响，公司期间费用占营业收入的比重由 2015 年的 4.04%下降至 3.28%，公司期间费用控制能力有所增强。

跟踪期内，公司实现营业利润 4.56 亿元，同比增长 31.71%，公司期间费用控制能力有所增强使得公司营业利润增长较大。2016 年，公司营业外收入为 0.15 亿元，同比增长 253.55%，主要为政府补助大幅增长所致，利润总额为 4.70 亿元，同比增长 36.15%。

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率较 2015 年变化较小，受公司所有者权益增长较大影响，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下滑，其中总资本收益率由 2015 年的 7.61%下降至 6.34%，净资产收益率由 2015 年的 8.97%下降至 7.31%。跟踪期内，公司盈利能力有所下滑，但仍属于行业正常水平。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.25

亿元，营业成本为 18.92 亿元，营业利润率回升至 10.24%，主要系结转的工民建工程施工项目毛利率有所增长所致；公司利润总额为 0.66 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅增长，期间费用控制能力有所增强，受公司工程施工业务毛利率下降影响，公司整体盈利能力有所下滑，但仍属于行业正常水平。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入117.49亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为114.48亿元，同比增长19.85%，收到其他与经营活动有关的现金为3.02亿元，主要为公司与其他企业单位及个人的往来款；公司经营活动现金流出114.18亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为97.21亿元，同比增长29.51%，支付其他与经营活动有关的现金为5.27亿元，主要为支付的按揭贷款保证金。跟踪期内，公司经营活动现金流净流入3.32亿元，依然保持净流入状态。

收入实现质量方面，2016年，公司现金收入比为99.74%，较2015年的104.39%有所下滑，公司收入实现质量整体处于较好状态。

从投资活动看，2016年投资活动现金流出和流入规模依然较小，公司投资活动现金流流入2.58亿元，其中收回投资收到的现金为2.00亿元，主要为收回的理财产品；公司投资活动现金流出6.13亿元，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金。跟踪期内，公司投资活动现金流净流出3.55亿元，由2015年的净流入转为净流出。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流入39.11亿元，其中吸收投资收到的现金为8.82亿元，主要为公司发行其他权益工具-可续期中期票据收到的现金，取得借款收到的现金为30.29亿元，同比增长38.42%；公司筹资活动现金流出33.22亿元，其中偿还债务支付的现金为29.09亿元，同比增长3.08%，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为2.70亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为1.43亿元，主要为公司对其他单位的借款。跟踪期内，公司筹资活动现金流净流入5.89亿元，由2015年的净流出转为净流入。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入36.77亿元，其中销售商品、接受劳务收到的现金为34.63亿元；经营活动现金流出39.78亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为33.08亿元，公司经营活动现金流净流出3.01亿元；公司投资活动流出4.22亿元，其中投资支付的现金为3.00亿元，主要为购买理财产品支付的现金，构建固定资产、无形资产等支付的现金为1.22亿元，公司投资活动现金流净流出4.08亿元；公司筹资活动现金流流入21.89亿元，其中取得借款收到的现金为21.51亿元，公司筹资活动现金流流出8.02亿元，其中偿还债务支付的现金为6.98亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为0.86亿元，公司筹资活动现金流净流入13.87亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量较好，经营活动现金流依然保持净流入状态，投资活动现金流由净流入转为净流出，使得公司筹资活动前净现金流由净流入转为净流出，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入，公司整体现金流较为充裕，但考虑到公司业务规模的持续扩大以及在建项目规模较大，公司存在一定的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年公司流动比率和速动比率均有所下滑，流动比率由 2015 年的 127.43%下降至 126.75%，速动比率由 2015 年的 85.49%下降至 78.73%；同期，受经营活动现金流净流入规模下降影响，公司经营现金流动负债比有所减小，由 2015 年的 6.98%下降至 3.02%；公司现金类资产为 25.21 亿元，扣除 6.81 亿元的受限货币资金，非受限现金类资产为 18.40 亿元，短期债务规模为 22.55 亿元，公司

非受限现金类资产对短期债务的保障能力偏弱，公司有一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 为 7.86 亿元，同比增长 13.41%，公司全部债务/EBITDA 为 5.52 倍，较 2015 年有所下降，EBITDA 对全部债务的保护能力有所增强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 96.05 亿元，尚未使用额度为 48.53 亿元。跟踪期内，公司间接融资渠道仍然较畅通。同时，公司为 A 股上市公司，仍然具有畅通直接融资渠道。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额为 6.00 亿元，担保比率为 13.96%。

表 10　截至 2017 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
咸阳泾渭投资有限公司	5000	2016/5/25-2017/5/25
咸阳泾渭投资有限公司	5000	2015/9/25-2017/9/24
安徽水利（庐江）和顺地产有限公司	10000	2016/11/15-2019/11/14
安徽水利（庐江）和顺地产有限公司	20000	2017/1/20-2020/1/20
蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司	1500	2016/5/29-2017/5/29
蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司	1000	2016/4/18-2017/4/17
蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司	2500	2016/8/22-2017/8/21
蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司	5000	2017/3/28-2018/3/28
蚌埠龙子湖水资源治理开发有限公司	10000	2016/7/12-2017/7/11
合计	**60000**	--

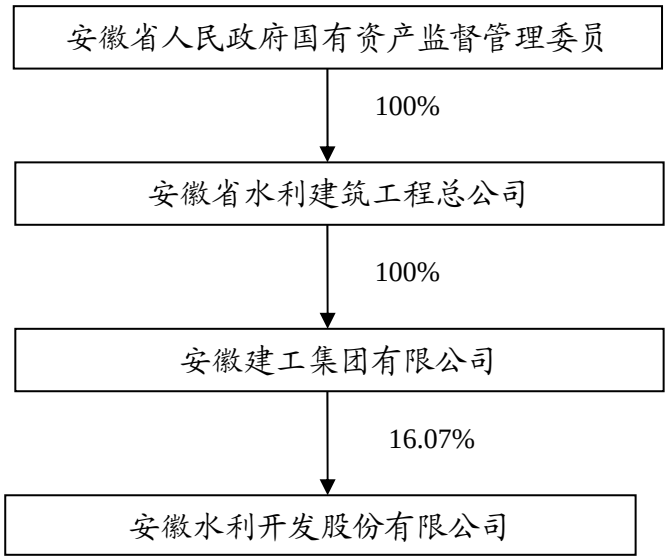
十、存续期内债券偿债能力

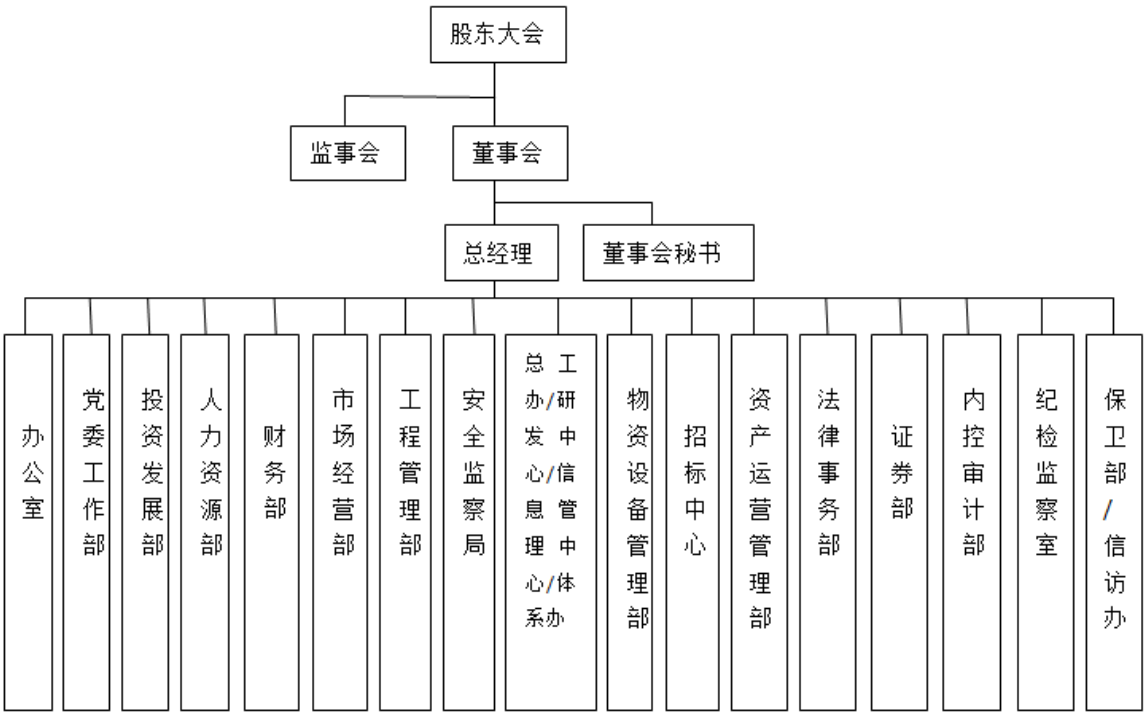
公司通过存续期内债券共募集资金9.95亿元，其中待偿还本金合计9.95亿元。2016年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为7.86亿元、117.49亿元和3.32亿元，分别为待偿还债券本金的0.79倍、11.81倍和0.33倍。整体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用级别为AA，评级展望为稳定，并维持“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”和“16皖水利MTN002”的信用等级为AA。

附件 1　截至 2017 年 3 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.87	12.83	25.21	32.90
资产总额(亿元)	123.40	135.74	173.01	184.70
所有者权益(亿元)	20.26	28.81	42.45	42.98
短期债务(亿元)	28.75	24.08	22.55	32.37
长期债务(亿元)	22.00	17.86	20.82	23.05
全部债务(亿元)	50.74	41.93	43.37	55.42
营业收入(亿元)	84.09	91.50	114.77	21.25
利润总额(亿元)	3.83	3.45	4.70	0.66
EBITDA(亿元)	7.36	6.93	7.86	--
经营性净现金流(亿元)	-9.43	6.20	3.32	-3.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.70	2.52	2.50	--
存货周转次数(次)	2.62	2.36	2.29	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.71	0.74	--
现金收入比(%)	90.95	104.39	99.74	162.93
营业利润率(%)	10.30	7.85	7.93	10.24
总资本收益率(%)	7.17	7.61	6.34	--
净资产收益率(%)	11.48	8.97	7.31	--
长期债务资本化比率(%)	52.05	38.26	32.90	34.91
全部债务资本化比率(%)	71.46	59.27	50.53	56.32
资产负债率(%)	83.58	78.77	75.46	76.73
流动比率(%)	119.14	127.43	126.75	125.22
速动比率(%)	80.45	85.49	78.73	81.47
经营现金流动负债比(%)	-11.65	6.98	3.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.89	6.05	5.52	--

注：1.2017 年 1-3 月财务数据未经审计。

2. 2014 年计入“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“其他非流动负债”信托融资已计入长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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