信用等级公告

联合[2018] 1108 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，维持“15 皖水利 MTN001”、“16 皖水利 MTN001”、“16 皖水利 MTN002”和“18 皖水利 MTN001”信用等级为 AA^+,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十日

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

安徽水利开发股份有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 皖水利 MTN001	1.95 亿元	2018/12/09	AA+	AA+
16 皖水利 MTN001	2.00 亿元	2019/08/19[1]	AA+	AA+
16 皖水利 MTN002	6.00 亿元	2019/11/24	AA+	AA+
18 皖水利 MTN001	5.00 亿元	2021/02/14	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 20 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.42	25.21	90.91	100.01
资产总额(亿元)	135.74	173.01	635.07	619.30
所有者权益(亿元)	28.81	42.45	88.38	93.38
短期债务（亿元）	24.08	22.55	115.21	102.92
长期债务(亿元)	17.86	17.82	106.08	130.30
全部债务(亿元)	41.93	40.37	221.29	233.23
营业收入(亿元)	91.50	114.77	354.57	73.83
利润总额(亿元)	3.45	4.70	11.42	1.56
EBITDA(亿元)	6.93	7.86	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	6.20	3.32	-92.31	-1.62
营业利润率(%)	7.85	7.93	9.51	6.99
净资产收益率(%)	8.97	7.31	8.84	--
资产负债率(%)	78.77	75.46	86.08	84.92
全部债务资本化比率(%)	59.27	48.74	71.46	71.41
流动比率(%)	127.43	126.75	116.24	124.71
经营现金流动负债比(%)	6.98	3.02	-21.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.05	5.14	10.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	3.35	2.08	--

注：2018 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：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，安徽水利开发股份有限公司（以下简称“公司”）完成对安徽建工集团有限公司（以下简称“建工集团”）的合并，公司业务规模大幅增长，资本实力显著增强，行业地位以及市场竞争实力大幅提升。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模大幅增长，债务负担加重，整体盈利能力偏弱，应收类款项规模大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。随着公司在手项目合同规模的大幅增长，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，并维持“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”、“16皖水利MTN002”和“18皖水利MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司完成对建工集团的合并，业务规模大幅增长，资本实力显著增强，行业地位以及市场竞争实力大幅提升。
2. 公司业务主要集中在安徽省内，跟踪期内，安徽省经济稳步发展，固定资产投资增速较高，为公司发展提供了良好的外部环境。
3. 公司目前整体项目储备充足，为未来发展奠定了良好基础。

关注

1. 建筑行业竞争激烈，对流动资金管理要求较高，公司盈利能力较弱。
2. 公司资产中应收类款项规模大，对资金形成较大占用；受限资产规模较大，整体资产流动性一般。
3. 合并建工集团后，公司债务负担有所加重，存在一定的短期偿债压力，考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模相对较大，

[1] “16 皖水利 MTN001”及“16 皖水利 MTN002”均为永续中票，到期兑付日按首次兑付日计算，

公司实际债务负担更重。

4. 公司依靠大规模的对外融资来满足自身经营活动的正常运行，考虑到公司目前在建项目未来投资支出大，公司存在一定的融资压力。

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项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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

根据有关法规要求，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（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

截至 2017 年 5 月 31 日，公司通过向安徽建工集团有限公司（以下简称“建工集团”）股东安徽省水利建筑工程总公司（以下简称“水建总公司”）发行股份方式吸收合并建工集团的资产重组工作顺利完成，公司控股股东由建工集团变更为水建总公司，本次吸收合并新增公司资本 31825 万元，公司的总股本增长至 122249.60 万股。2017 年 8 月 1 日，公司完成向 7 名投资者非公开发行普通股 21180.43 万股，发行完成后公司总股本增至 143430.12 万股。截至 2018 年 3 月底，公司总股本为 143430.02 万股，控股股东为水建总公司；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”）持有水建总公司 100%股权，为公司实际控制人。

由于公司吸收合并建工集团，公司经营范围变更为：水利水电工程、建筑工程、公路工程、港口与航道工程、市政公用工程、机电工程、城市园林绿化工程的施工；桥梁工程专业施工；工程勘察、规划、设计、咨询服务；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、销售。

2018 年 3 月底，公司合并范围子公司 95 家，公司内部设立财务部、人力资源部、法律事务部、市场经营部、工程管理部、房地产事业部、证券部、投资管理部等 16 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 635.07 亿元，所有者权益 88.38 亿元；2017 年，公司实现营业收入 354.57 亿元，利润总额 11.42 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 619.30 亿元，所有者权益 93.38 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.83 亿元，利润总额 1.56 亿元。

公司注册地址为安徽省蚌埠市东海大道张公山南侧；法定代表人：张晓林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”、“16皖水利MTN002”和“18皖水利MTN001”尚需偿还债券余额14.95亿元；上述债券募集资金均已按募集资金用途使用完全。跟踪期内，“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”、“16皖水利MTN002”已按期足额支付债券利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 皖水利 MTN001	1.95	1.95	2015/12/9	3
16 皖水利 MTN001	2.00	2.00	2016/8/19	3
16 皖水利 MTN002	6.00	6.00	2016/11/24	3
18 皖水利 MTN001	5.00	5.00	2018/2/14	3
合计	**14.95**	**14.95**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　建筑行业分析

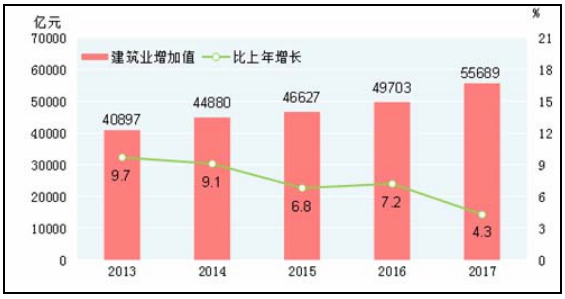
（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展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

加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1　2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



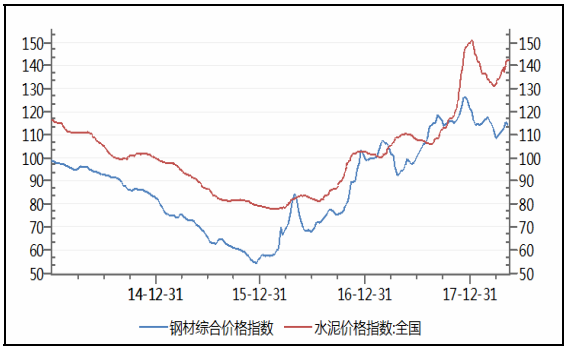
资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2　近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：　中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

（3）建筑行业竞争格局

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 中国铁建 中国中铁 中国中冶 中国交通建设集团	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。
地方性国企	浦东建设 上海建工 北京建工 其他省属建工企业	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。
大型民营企业	中天建设 南通二建 龙信建设	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。
外资企业	Shimizu 日本清水 Skanska 瑞典斯堪斯卡	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。
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在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）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形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，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。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施

工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 区域经济

公司工程施工业务主要集中在安徽省内，2017 年，安徽省固定资产投资增速仍然较高，为公司业务的发展提拱了良好的外部环境与机遇。

近年来安徽省经济增长较快，根据《安徽省 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017，安徽省全年生产总值（GDP）27518.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.5%。分产业看，第一产业增加值 2611.7 亿元，增长 4%；第二产业增加值 13486.6 亿元，增长 8.6%；第三产业增加值 11420.4 亿元，增长 9.7%。三次产业结构由上年的 10.5：48.4：41.1 调整为 9.5:49:41.5，其中工业增加值占 GDP 比重为 41.8%。

安徽省 2017 年全年固定资产投资 29186.0 亿元，按可比口径计算，比上年增长 11.0%。其中，工业技术改造投资 7352.9 亿元，增长 18.0%；基础设施投资 6534.9 亿元，增长 24.2%；民间投资 19233.4 亿元，增长 7.1%。分区域看，皖江示范区投资 19689.4 亿元，增长 9.5%；皖北六市投资 8092.9 亿元，增长 15.4%。分产业看，第一产业投资下降 4.6%，第二产业增长 12.0%，第三产业增长 11.0%。分行业看，工业投资增长 12.7%，其中制造业增长 11.5%，制造业中装备制造业增长 13.8%。六大高耗能行业投资增长 14.4%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司控股股东由建工集团变更为水建总公司，水建总公司持有公司 32.32%股份，安徽省国资委为公司实际控制人。

2. 公司规模与竞争优势

跟踪期内，公司新增建筑工程、公路工程、市政工程等五个总承包特级资质，业务资质水平显著提高。

公司吸收合并建工集团后，成为安徽省内建筑施工龙头企业，拥有建筑工程、公路工程、市政工程等总承包特级资质、工程设计甲级以及工程咨询甲级资质、房建与市政工程监理甲级资质等主要高级资质，资产总额和所有者权益均大幅上升，资本实力大幅充实，同时，行业地位以及市场竞争能力也大幅提升。目前公司已形成包括工程总承包、房地产开发、水力发电、酒店经营和工程技术等在内的多个经营板块。其中工程施工业务收入占比 80%以上，具体包括工业与民用建筑工程、水利水电工程、市政公用工程、公路工程以及港航工程、桥梁隧道工程等，业务范围主要集中在安徽省内，并向广东、陕西、重庆、黑龙江、湖南等地区拓展。

截至 2018 年 3 月底，公司在职员工总数 14857 人。从学历看，本科及以上占 46.95%、

大专占学历占 28.16%、中专及以下占 24.89%；从专业构成来看，销售人员占 4.45%、财务人员占 5.78%、行政人员占 4.99%、工程管理与技术人员占 63.98%、管理人员占 8.45%、其他人员占 12.36%。总体来看，公司员工结构合理，能够满足日常经营需要。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良或关注类信贷记录，债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

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 2018 年 6 月 1 日，公司无未结清不良或关注类信贷记录，但有 2 笔关注类已结清贷款记录和 2 笔已结清次级垫款记录。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，被划分为次级垫款是由于徽商银行蚌埠禹会支行系统原因造成。上述 4 笔记录均为以前年度产生，跟踪期内未有新增不良或关注类信贷记录。

截至 2018 年 6 月 6 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司完成对建工集团的吸收合并，业务规模迅速扩大，主营业务收入大幅增长，业务收入构成仍主要来自工程施工业务，整体业务毛利率基本保持稳定。

2017 年，公司实现主营业务收入 353.92 亿元，同比增长 208.56%。其中工程施工业务收入占比 84.52%、房地产开发业务收入占比 8.56%，主营业务收入构成未发生明显变化。毛利率方面，公司工程施工业务毛利率较 2016 年小幅增长，房地产开发业务毛利率有所下降，整体业务毛利率为 10.25%，基本保持稳定。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 73.75 亿元，相当于 2017 年全年的 20.84%，整体业务毛利率为 7.64%，较 2017 年有所下降。

表 3 2016~2018 年 3 月公司主营业务收入变动情况 （单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	**98.03**	**85.46**	**6.63**	**299.13**	**84.52**	**8.74**	**65.02**	**88.17**	**6.81**
房屋建筑工程施工	41.83	36.47	2.79	132.52	37.44	5.76	33.30	45.16	5.07
水利工程施工	22.52	19.64	6.87	27.18	7.68	11.55	5.42	7.35	8.01
市政工程施工	33.67	29.36	11.24	76.54	21.63	13.75	14.31	19.40	9.66
路桥工程施工	--	--	--	58.50	16.53	7.76	10.56	14.32	8.00
港航工程施工	--	--	--	4.38	1.24	6.76	1.43	1.94	5.26
B.房地产开发业务	**13.46**	**11.74**	**31.88**	**30.31**	**8.56**	**24.25**	**2.33**	**3.16**	**20.25**
C.其他业务	**3.21**	**2.80**	**28.67**	**24.49**	**6.92**	**11.41**	**6.39**	**8.67**	**11.47**
合计	**114.70**	**100.00**	**10.21**	**353.92**	**100.00**	**10.25**	**73.75**	**100.00**	**7.64**

资料来源：公司提供

1. 工程施工

跟踪期内，公司工程施工业务规模大幅扩大，业务范围有所增长，业务模式依然为单一施工模式、融资合同模式和交钥匙工程合同模式（EPC）；公司在手施工合同规模大幅增长，PPP 项目未来投资支出很大，存在一定的资金压力。

2017 年 5 月底，公司完成对建工集团的吸收合并，业务规模大幅扩大，业务范围新增路桥工程施工和港航工程施工，公司目前业务已经覆盖房建工程、水利工程、市政工程、路桥工程、港航工程等主要工程施工业务领域。

2017，公司工程施工业务收入 299.13 亿元，业务毛利率为 8.74%，较 2016 年增长 2.11 个百分点。工程施工业务收入中单一施工模式营业收入 271.37 亿元，同比增长 206.98%；融资合同模式营业收入 21.11 亿元；EPC 模式营业收入 6.65 亿元。2017 年，公司工程施工业务实际回款 255.10 亿元，业务回款情况良好。

2017 年，公司新签合同 687.87 亿元，较 2016 年的 138.22 亿元大幅增长，增长主要来自房建工程、路桥工程和市政工程。公司新签合同项目主要集中在安徽省内，2017 年公司在安徽省内新签合同占比提升至 71.18%，较 2016 年大幅增长。

2018 年 1~3 月，公司实现工程施工业务收入 65.02 亿元，业务毛利率 6.81%，新签合同 109.32 亿元。

表4　2016~2018年3月公司工程施工业务新签合同统计（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房建工程	41.04	226.68	33.60
市政工程	35.03	149.98	19.06
水利工程	39.08	41.47	14.10
路桥工程	21.57	230.23	38.37
港航工程	--	5.20	0.00
其他工程	1.5	34.31	4.19
合计	**138.22**	**687.87**	**109.32**

资料来源：公司提供

表5　公司新签合同地区分布情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
安徽省内	75.22	54.42	489.61	71.18	78.72	72.01
安徽省外	34.99	25.31	176.87	25.71	30.5	27.90
海外	28.01	20.27	21.39	3.11	0.10	0.09
合计	**138.22**	**100.00**	**687.87**	**100.00**	**109.32**	**100.00**

资料来源：公司提供

2018 年 3 月底，公司未完工项目个数合计 667 个，未完工施工合同金额合计 1061.43 亿元，未完工项目剩余合同金额合计 554.56 亿元。其中单一施工模式未完工项目施工合同总金额 851.79 亿元，剩余施工合同合计 392.51 亿元；融资合同模式未完工项目施工合同总金额 180.21 亿元，剩余施工合同合计 145.64 亿元；EPC 模式未完工项目施工合同总金额 29.43 亿元，剩余施工合同合计 16.41 亿元。公司主要在建施工项目（包含 PPP 项目施工合同和 EPC 项目施工合同）情况见下表。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司主要在建施工项目明细（单位：万元）

项目名称	项目类型	合同金额	已完成投资	2018 年 4~12 月预计投资
滨湖卓越城文华园一期项目建设工程	房建工程	44639	22953	21686
新馨苑住宅区 666 地块住宅项目，668 地块配套教育项目		93202	58675	34527
日新家园回迁房住宅 C 区建设项目		25673	5630	20043
蒙城县文教及客运枢纽站建设项目 PPP 项目包		141175	18727	109630
康斯坦丁 AADL-6000 套住宅		165646	143701	21946
房建工程小计	-	**470335**	**249686**	**207832**
肥西县产城融合示范区综合管廊及道路工程 03 标段	市政工程	36300	14168	22132
灵璧县路网 PPP 项目一期工程		167553	8999	82889
合肥市轨道交通 4 号线土建施工 1 标		50784	14767	21125
集贤路		43164	15263	24000
阜阳北路二标（魏武路-北外环高速）工程		65713	33633	32080
富平县城区市政道路工程		85000	12134	50000
市政工程小计	-	**448514**	**98964**	**232226**
合安高速改扩建工程 01 标	路桥工程	60685	17238	22604
合宁高速改建 05 标		40468	17248	23220
舒城县环万佛湖旅游扶贫公路 02 标段		52692	26693	23000
济洛高速土建工程 2 标		78724	17845	25000
京台国家高速公路安徽省方兴大道至马堰段改扩建工程第 HA-02 标		74810	27053	22443
*G206 小关至桐城段公路改（扩）建工程 PPP 项目		60890	11759	20000
*宿州市 S404 宿城至皖苏界改建工程 PPP 项目		73997	26420	20000
路桥工程小计	-	**442266**	**144256**	**156267**
涝河渎陂湖水系生态修复	水利工程	76240	30985	20000
S214 郎溪段改建五期工程（含 G235 十字至七塔段规划线位）		47075	16453	20000
博望区新博山河防洪备水项目 EPC 总承包招标		50000	14007	20000
水利工程小计	-	**173315**	**61445**	**60000**
合计	-	**1534430**	**554351**	**656325**

资料来源：公司提供

公司目前 PPP 项目在建情况见下表，公司 PPP 项目全部并表，签订的 PPP 合同金额合计 362.22 亿元，项目已投合计 68.32 亿元。PPP 项目投资支出计入“长期应收款”科目，收到回款后冲减该科目，差额部分确认利息收入，在财务费用中体现。公司在建 PPP 项目未来投资支出大，运营年限普遍较长，项目资金回流较慢。

表 7　公司目前主要在建 PPP 项目情况（单位：万元、年）

项目名称	公司股权占比	政府方	合同签署日期	合同金额	项目已投资金额	工期	运营年限	预计项目总收
彬县红岩河水库 PPP 项目	51%	49%	2016/4/23	109217	68650	2	15	174300
G107 耒阳市绕城公路、耒阳市竹市至哲桥公路建设项目	70%	30%	2016/6/25	100000	26524	3	4	116000
S214 郎溪段(含 G235 十字至七塔段规划线位)改建工程 PPP 项目	80%	20%	2016/4/28	102600	51143	3	9	172000
G206 小关至桐城段公路改（扩）建工程 PPP 项目	80%	20%	2017/3/8	115448	20000	2	10	159244
S215 皖苏省界至广德凤桥段公路改建工程 PPP 项目	70%	30%	2016/1/8	146177	87034	2	10	264680

淮北中湖矿山地质环境治理 PPP 项目	80%	20%	2016/3/30	222498	223279	1.5	10	354900
太和县经开区现代医药及发艺产业项目	90%	10%	2016/5/3	103004	66393	2	10	146000
淮北市 S101 合相路改建及 S254 古毛路（宋疃至古饶段）工程 PPP	80%	20%	2017/11/23	110020	11779	2	18	175955
蒙城县文教及客运枢纽站建设项目包 PPP 项目	90%	10%	2017/9/7	126052	404	3	14	191370
福建省南平市延平区小流域综合治理 PPP 项目	70%	30%	2017/8/30	143552	6667	2	22	253684
蒙城县市政设施和标准化厂房及周转房建设 PPP 项目	99%	1%	2017/9/19	152300	0	2	13	249368
灵璧县城市路网 PPP 项目一期工程	90%	10%	2017/10/31	167552	133	2	13	253596
泾县红色旅游交通路网工程建设 PPP 项目	100%	0%	2017/12/25	202720	5882	3	15	348736
泾县生态文明提升基础设施建设 PPP 项目	100%	0%	2017/11/28	205983	1000	3	15	370331
萧县经开区东部片区建设 PPP 项目	90%	10%	2018/1/28	112544	0	2	15	180068
G329 蚌埠长淮卫淮河大桥至怀远县卞河路段一级公路、城市中	80%	20%	2017/12/29	339631	0	3	10	456106
利辛县城市基础设施建设 PPP 项目	45.9%	10%	2018/2/27	127890	0	3	12	214339
图们石岘浆纸木质素化工循环工业园 PPP	80%	20%	2018/3/26	208408	0	3	14	429964
合计	--	--	--	**2795596**	**568888**	--	--	**4510641**

资料来源：公司提供

整体看，公司目前在手施工合同充足，PPP 项目未来投资支出大，资金回流较慢，存在一定的资金压力。

2. 房地产开发

跟踪期内，公司房地产开发业务规模大幅扩大，开工面积和销售规模大幅提升，业务收入大幅增长，新增土地储备规模大，为未来业务稳定发展奠定基础。

2017 年公司房地产开发业务新开工面积快速增长至 213.71 万平方米，全年签约销售金额为 58.22 亿元，确认房地产开发收入 30.31 亿元，较 2016 年均大幅增长。2017 年房地产开发业务毛利率为 24.45%，较 2016 年有所下降。

2018 年 1~3 月，公司房地产开发业务签约销售金额 25.75 亿元，确认业务收入 2.33 亿元。

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	2016年	2017年	2018年1~3月
开工面积	38.60	213.71	41.35
签约销售面积	48.02	112.9	52.45
签约销售收入	23.70	58.22	25.75

截至 2018 年 3 月底，公司房地产在建及拟建项目总投合计 316.31 亿元，已投资 172.77 亿元，主要为住宅项目。下表列示了主要在建房地产项目。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司房地产主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目类别	项目所在地	总投资金额	已投资	未来三年计划投资支出
蚌埠和顺名都城	住宅	蚌埠	22.50	10.76	12.07
蚌埠沁园春	住宅	蚌埠	12.20	8.56	3.14
六安沁园春	住宅	六安	9.22	7.53	1.70
滁州东方花园	住宅	滁州	14.10	6.64	6.11
临泉名都城	住宅	临泉	14.40	6.44	7.96
蚌埠静天府	住宅	蚌埠	16.29	8.27	8.02

涡阳静天府	住宅	涡阳	17.54	2.19	15.35
瑶海翰林天筑	住宅	合肥	28.92	23.84	5.08
沛县汉城源筑	住宅	徐州	14.94	3.34	11.6
九坊世家	住宅	阜阳	10.64	7.07	3.57
枫林源筑	住宅	阜阳	23.59	11.82	11.77
淮畔世家	住宅	阜阳	9.7	3.78	5.92
合计	--	--	**194.04**	**100.24**	**92.29**

资料来源：公司年报

2017 年，公司新增土地储备 1341.2 亩，成本为 31.81 亿元，新增土地主要位于合肥、阜阳、淮北、徐州沛县等地区。2018 年一季度公司未新增土地储备，2018 年 3 月底，公司土地储备规模为 743 亩，总成本为 16.72 亿元，均为商住用地。2018 年公司计划开发土地面积 424 亩。公司在建房地产项目和储备土地充足，房地产开发业务有望保持稳定发展。

3. 其他业务

跟踪期内，公司新增工程技术和建材建机业务，其余业务稳步发展。

吸收合并建工集团后，公司新增工程技术和建材建机业务收入，公司水利发电业务和酒店经营业务规模未发生变化。2017 年，公司其他业务收入为 24.49 亿元，主要为水利发电收入、酒店经营收入、工程技术收入和建材建机收入。

2017 年，公司共运营 7 座水电站，总装机容量 24.61 万 KW，年发电量 66599.64 万 KW·H，同比增长 55.86%，增长的主要原因系丹珠河三级站和东岳各河一二级站并网发电，导致发电量增加。2017 年，水力发电板块实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 20.08%。2018 年 1~3 月，公司水电站发电量为 1119.61 万 KW·H，实现发电收入 0.1 亿元。

酒店业务方面，公司目前经营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）三家酒店。2017 年公司酒店收入实现 0.53 亿元，2018 年 1~3 月实现酒店收入 0.15 亿元。

公司工程技术业务主要服务于公司建筑工程板块内的子公司，提供工程设计、咨询、监理、检测等工程技术服务，收取服务费。安徽建科院为公司工程技术业务的主要经营实体，该院拥有建筑、市政、电力、人防等工程设计、城市规划、工程项目咨询能力和资质。此外，其所属单位拥有房屋建筑和市政公用工程监理甲级等资质，可承担建筑工程与材料的检测与咨询、安全鉴定和司法鉴定等业务，并拥有工程造价和招标代理业务和资质，该院已成为安徽省建筑行业唯一集建筑科研、建筑设计、工程检测、监理与咨询、项目管理、特种加固等为一体的综合性科研单位，区域竞争实力较强。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司工程技术业务分别实现收入 2.95 亿元和 0.99 亿元。

公司建材建机业务主要包括建筑工业化和建材购销等业务。其中建筑工业化业务，主要为生产预制混凝土外墙板、内墙板、叠合楼板、楼梯、阳台等高品质 PC 预制构件，并包含设计、研发、装备、物流销售、施工管理等全产业链一体化服务，建材购销业务主要为公司内部统一集中采购钢材、商砼、水泥、沥青等大宗建筑主材，并在安徽省内向公司内部各工程单位及集团兄弟单位统一供应，部分向外部单位供应。此外，相关业务单位生产建筑机械、人防设备以及提供设备租赁等服务。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司建材业务分别实现收入 37.64 亿元和 8.54 亿元，分别收到回款 34.74 亿元和 14.76 亿元，由于建材公司的业务主要是销售给集团内部单位，在合并报表中对该部分收入进行了合并抵销，抵销金额分别为 21.81 亿元和 3.15 亿元，公司合并范围建材业务实际确认收入分别为 15.83 亿元和 5.39 亿元。

4. 未来发展

随着吸收合并建工集团的完成，公司已形成了以建筑工程为基础、覆盖上下游的全产业链，重组后施工业务实现了业务范围扩大、能力提升和市场拓展。公司未来将继续延伸产业链条，拓展发展空间，做强施工主业的同时稳健发展 PPP 项目投资和房地产业务，并加大对建材物流、小水电业务的支持力度，把物业管理、PPP 后期运营管理作为重要转型业务加以培育。2018~2020 年，公司三年规划投资总额大约为 841 亿元，投资分类主要为固定资产、股权投资、房地产、基础设施等四类，公司未来投资支出大。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年，公司合并范围变动很大，主要是同一控制下吸收合并建工集团所致；2018 年 1~3 月，公司合并范围未发生变动。跟踪期内，公司合并范围变化很大，公司财务数据可比性较差。

1. 资产质量

跟踪期内，由于完成了对建工集团的吸收合并，公司资产规模大幅增长。资产中应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用，存货占比较高，受限资产规模较大，整体资产流动性一般，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 635.07 亿元，同比增长 267.08%，其中货币资金、应收账款、存货、长期应收款、固定资产等主要资产科目均大幅增长。资产结构仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.03	14.47	86.79	13.67	95.85	15.48
应收账款	50.81	29.37	161.17	25.38	136.00	21.96
其他应收款	7.28	4.21	26.42	4.16	23.97	3.87
存货	52.70	30.46	207.39	32.66	200.53	32.38
流动资产	**139.08**	**80.39**	**505.86**	**79.65**	**486.58**	**78.57**
固定资产	15.32	8.85	29.35	4.62	29.18	4.71
长期应收款	3.92	2.27	81.98	12.91	85.27	13.77
非流动资产	**33.93**	**19.61**	**129.22**	**20.35**	**132.72**	**21.43**
资产总额	**173.01**	**100.00**	**635.07**	**100.00**	**619.30**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 505.86 亿元，同比增长 263.73%，受吸收合并建工集团影响，公司流动资产中主要科目均大幅增长。2017 年底，公司货币资金 86.79 亿元，同比增长 246.76%，其中受限货币资金为 22.54 亿元；应收账款 161.17 亿元，同比增长 217.21%，其中账龄 1 年以内占 64.40%、1~2 年占 22.85%、2 年以上占 12.75%，账龄偏短，应收账款前五名单位账面价值合计 18.31 亿元，主要为政府单位及国有企业；其他应收款 26.42 亿元，同比增长 263.01%，主要为投标保证金、履约保证金、其他保证金和农民工工资支付保障金；存货 207.39 亿元，同比增长 293.55%，其中开发产品 20.12 亿元、开发成本 106.20 亿元、建造合同形成的未结算资产为 70.43 亿元。

2017 年底，公司非流动资产 129.22 亿元，同比增长 280.83%，主要系吸收合并建工集团所致。非流动资产中主要科目均大幅增长。其

中长期应收款 81.98 亿元，同比增加 78.06 亿元，主要系 PPP 项目投资支出大幅增长所致；固定资产 29.35 亿元，同比增长 91.50%，主要为房屋建筑物及机械设备；公司在建工程 1.00 亿元，同比下降 90.80%，主要系 PPP 项目重分类调整至长期应收款科目核算所致。

2017 年底，公司受限资产规模合计 91.35 亿元。其中货币资金中受限资产合计 22.54 亿元、固定资产中用地与担保抵押借款的账面价值为 7.56 亿元、应收账款中用于质押借款的账面价值为 3.86 亿元、长期应收款中用于质押借款的账面价值为 41.18 亿元、存货—开发成本中用于抵押借款的账面价值为 12.58 亿元、长期股权投资中用于抵押借款的账面价值为 3.63 亿元。公司受限资产规模较大，资产流动性一般。

2018 年 3 月底，公司资产合计 619.30 亿元，较 2017 年底下降 2.48%，资产结构较 2017 年底变化较小。2018 年 3 月底，公司应收账款 136.00 亿元，较 2017 年底下降 15.62%；公司其他应收款 23.97 亿元，较 2017 年底下降 9.26%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司完成了对建工集团的吸收合并，所有者权益及债务规模均大幅增长，由于债务规模增速更快，公司债务负担有所加重，公司存在一定的短期偿债压力。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模相对较大，公司实际债务负担更重。

2017 年底，公司所有者权益合计 88.38 亿元，同比增长 108.19%，所有者权益结构较 2016 年变化不大。2017 年底，公司实收资本 14.34 亿元，同比增长 58.62%，主要系发行新股所致；公司资本公积 16.46 亿元，同比增长 409.05%，增长部分主要为公司非公开发行股票实际出资额超过认缴注册资本的部分；公司未分配利润 25.55 亿元，同比增长 95.65%；公司其他权益工具 14.99 亿元，较 2016 年底增长 7.00 亿元，系公司 2017 年发行的西北信托永续债一期和西北信托永续债二期，该永续债约定赎回之前长期存续，并无偿还本金或支付任何利息的合约义务，每 2 年对利率进行重置。公司所有者权益中未分配利润、其他权益工具和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 93.38 亿元，较 2017 年底增长 5.65%，所有者权益结构较 2017 年底变化较小。2018 年 3 月底，公司其他权益工具 17.99 亿元，较 2017 年底增长 3.00 亿元，系公司取得的 3 亿元可续期信托贷款。

2017 年底，公司负债总额 546.69 亿元，同比增长 318.75%，流动负债占比有所下降。

表11 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.40	11.80	66.76	12.21	59.52	11.32
应付账款	49.31	37.77	191.60	35.05	144.23	27.42
预收款项	23.44	17.95	66.78	12.22	83.31	15.84
其他应付款	9.96	7.63	43.47	7.95	44.50	8.46
一年内到期的非流动负债	6.15	4.71	27.08	4.95	21.46	4.08
流动负债	**109.72**	**84.04**	**435.19**	**79.60**	**390.18**	**74.19**
长期借款	13.37	10.24	103.58	18.95	122.80	23.35
应付债券	4.45	3.41	2.50	0.46	7.50	1.43
非流动负债	**20.83**	**15.96**	**111.50**	**20.40**	**135.74**	**25.81**
负债总额	**130.55**	**100.00**	**546.69**	**100.00**	**525.92**	**100.00**
实收资本	9.04	21.30	14.34	16.23	14.34	15.36

资本公积	3.23	7.61	16.46	18.62	16.46	17.63
未分配利润	13.06	30.77	25.55	28.91	26.50	28.38
其他权益工具	7.99	18.82	14.99	16.96	17.99	19.27
所有者权益合计	**42.45**	**100.00**	**88.38**	**100.00**	**93.38**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债合计 435.19 亿元，同比增长 296.63%，主要系短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。2017 年底，公司短期借款 66.76 亿元，同比增长 333.52%，其中保证借款 41.76 亿元、信用借款 21.76 亿元；公司应付账款 191.60 亿元，同比增长 288.58%，主要为应付工程款；公司预收款项 66.78 亿元，同比增长 184.86%，主要为预售房产款及建造合同形成的已结算未完工项目；公司其他应付款 43.47 亿元，同比增长 336.50%，主要为保证金和往来款；公司一年内到期的非流动负债 27.08 亿元，同比增长 340.29%，其中 1 年内到期的长期借款为 21.16 亿元、1 年内到期的长期应付款为 1.47 亿元、1 年内到期的应付债券为 4.45 亿元。

2017 年底，公司非流动负债合计 111.50 亿元，主要为长期借款大幅增长。2017 年底，公司长期借款 103.58 亿元，同比增长 674.68%，其中质押借款 34.76 亿元、抵押借款 13.24 亿元、保证借款 35.79 亿元、信用借款 19.78 亿元；公司应付债券 2.50 亿元，为存续债“17 皖水利 PPN001”；公司 2017 年长期应付款增长 3.13 亿元，主要为融资租赁款。

2018 年 3 月底，公司负债总额 525.92 亿元，较 2017 年底下降 3.80%，主要系应付账款下降所致，公司负债结构较 2017 年变化不大。2018 年 3 月底，公司应付账款 144.23 亿元，较 2017 年底下降 24.72%；公司预收款项 83.31 亿元，较 2017 年底增长 24.76%，主要系预售房产款增长；公司长期借款 122.80 亿元，较 2017 年底增长 18.56%；公司应付债券 7.50 亿元，较 2017 年底增长 5.00 亿元，为公司 2018 年 2 月发行的“18 皖水利 MTN001”。

由于公司长期应付款和其他非流动负债均为有息债务，将其调入长期债务和全部债务核算。2017 年底，公司调整后全部债务 226.25 亿元，同比增长 421.69%。其中短期债务占 50.92%、调整后长期债务占 49.08%，有息债务结构较 2016 年变化较小。随着有息债务规模大幅增长，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率快速上升至 86.08%、71.91%和 55.68%。2018 年 3 月底，公司调整后全部债务为 238.16 亿元，较 2017 年底增长 5.26%，调整后长期债务占比上升至 56.78%，债务规模略有增长，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率变化为 84.92%、71.84%和 59.15%，债务负担较 2017 年底变化较小。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均大幅增长，受营改增影响，营业利润率略有上升，期间费用增长相对较快，费用控制能力有所下滑，盈利能力仍然偏弱。

2017 年，公司实现营业收入 354.57 亿元，同比增长 208.93%，同期公司营业成本同比增长 208.72%，公司营业税及附加增长幅度较小，主要系营改增影响，公司营业利润率由 2016 年的 7.93%上升至 9.51%。

期间费用方面，公司 2017 年期间费用合计 18.71 亿元，较 2016 年的 3.76 亿元大幅增长。其中管理费用为 12.35 亿元，同比增长至 365.52%；财务费用为 5.29 亿元，同比增长 647.41%。公司 2017 年期间费用占营业收入的比重为 5.28%，较 2016 年上升 2 个百分点，期间费用控制力有所下滑。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本

收益率为 4.75%，较 2016 年有所下降；净资产收益率为 8.84%，较 2016 年有所增长，公司盈利能力仍然偏弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.83 亿元，相当于 2017 年全年的 20.82%，营业利润率为 6.99%，利润总额 1.56 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入无法覆盖当期工程项目建设支出，经营活动现金流由净流入转为大幅净流出，投资活动现金流维持净流出态势，公司依靠大规模的对外融资来满足公司自身经营活动的正常运行，考虑到公司目前在建项目未来投资支出大，公司有一定的融资压力。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、公司与其他单位之间的往来款、管理费用及投标履约保证金等。2017年公司经营活动现金流入329.70亿元，同比增长184.91%，主要系公司业务规模大幅扩增所致；同期，工程建设支出大幅增长，公司经营活动现金流出422.02亿元，同比增长269.62%；公司经营活动现金流由净流入转为大幅净流出。2017年公司经营活动现金流量净额-92.31亿元，公司现金收入比由2016年的99.74%下降至91.99%，收入实现质量有所下滑，整体收现质量尚可。

2017年，公司投资活动现金流入和流出规模相对较小，全年投资活动现金流入12.95亿元，投资活动现金流出17.78亿元，投资活动现金流净流出4.83亿元。

2017年，公司为满足自身经营活动的正常运行，筹资活动现金流规模大幅增长。公司筹资活动现金流入205.94亿元，同比增长426.61%，其中取得借款收到的现金为164.82亿元，吸收投资收到的现金为33.61亿元，主要为增发股票及发行永续债获得的资金；筹资活动现金流出101.85亿元，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017年，公司筹资活动现金流净流入104.09亿元，较2016年的5.89亿元大幅增长。

2018年1~3月，公司经营活动仍主要以项目回款和项目建设支出为主，经营活动现金流净流出1.62亿元；公司现金收入比增长至184.61%，主要系公司一季度应收账款回款规模较大；公司投资活动现金流净流出7.57亿元；公司筹资活动主要为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流净流入12.84亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模较大，现金类资产相对不够充裕，考虑到公司间接融资渠道畅通，短期债务支付能力尚可；跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力有所下滑，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为116.24%和68.58%，2018年3月底上述指标分别上升至124.71%和73.31%。2017年公司经营活动现金流由净流入转为净流出，经营活动现金流净额对公司流动负债无保障能力。2017年底公司现金类资产为90.91亿元，短期债务为115.21亿元，公司现金类资产对公司短期债务的保障能力偏弱。

2017年，公司EBITDA为20.62亿元；由于同期有息债务规模快速增长，公司调整后全部债务/EBITDA上升至10.97倍，长期偿债能力有所下降。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额 532.93 亿元，未使用额度 291.85 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围对外担保余额合计 7.36 亿元，担保比率 7.88%，担保比率较低，被担保企业主要为安徽一建工程有限公司和安徽二建工程有限公司，上述两家公司均为水建总公司全资子公司，目前经营状况正常，公司或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额19.95亿元，一年内到期的应付债券余额为4.45亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿付的压力较低。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券为“15皖水利MTN001”和“15皖水利PPN001”，余额合计4.45亿元，2019年将达到存续债券待偿本金峰值8.00亿元。2017年底，公司现金类资产90.91亿元；经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为329.70亿元、-92.31亿元和20.62亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	4.45
未来待偿债券本金峰值	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	20.43
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	41.21
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-11.54
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.58

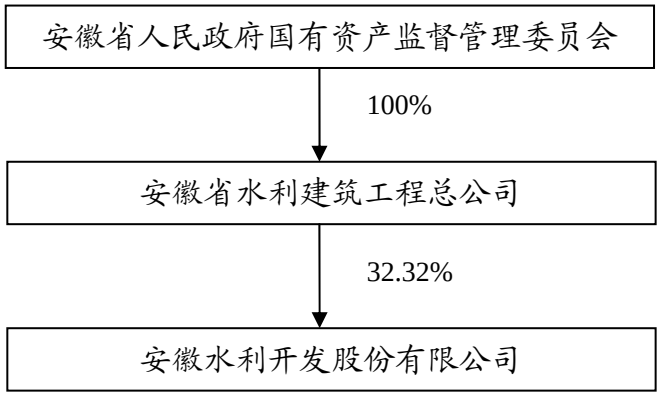
资料来源：联合资信整理

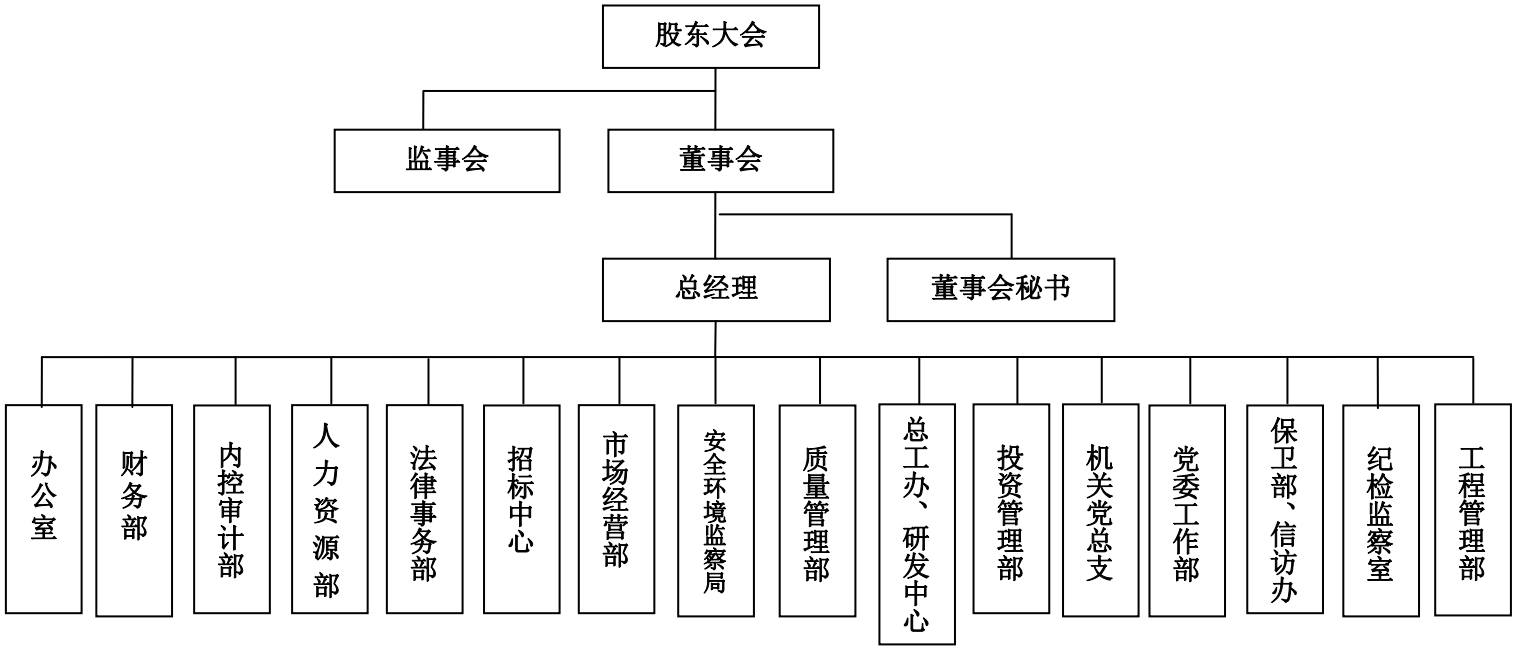
整体看，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿付的压力较低。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“15皖水利MTN001”、“16皖水利MTN001”、“16皖水利MTN002”和“18皖水利MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.42	25.21	90.91	100.01
资产总额(亿元)	135.74	173.01	635.07	619.30
所有者权益(亿元)	28.81	42.45	88.38	93.38
短期债务(亿元)	24.08	22.55	115.21	102.92
长期债务(亿元)	17.86	17.82	106.08	130.30
调整后长期债务(亿元)	17.86	20.82	111.04	135.23
全部债务(亿元)	41.93	40.37	221.29	233.23
调整后全部债务(亿元)	41.93	43.37	226.25	238.16
营业收入(亿元)	91.50	114.77	354.57	73.83
利润总额(亿元)	3.45	4.70	11.42	1.56
EBITDA(亿元)	6.93	7.86	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	6.20	3.32	-92.31	-1.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.25	2.50	3.28	--
存货周转次数(次)	2.17	2.29	2.45	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.74	0.88	--
现金收入比(%)	104.39	99.74	91.99	184.61
营业利润率(%)	7.85	7.93	9.51	6.99
总资本收益率(%)	7.61	6.57	4.83	--
调整后总资本收益率(%)	7.61	6.34	4.75	--
净资产收益率(%)	8.97	7.31	8.84	--
长期债务资本化比率(%)	38.26	29.57	54.55	58.25
调整后长期债务资本化比率(%)	38.26	32.90	55.68	59.15
全部债务资本化比率(%)	59.27	48.74	71.46	71.41
调整后全部债务资本化比率(%)	59.27	50.53	71.91	71.84
资产负债率(%)	78.77	75.46	86.08	84.92
流动比率(%)	127.43	126.75	116.24	124.71
速动比率(%)	85.49	78.73	68.58	73.31
经营现金流动负债比(%)	6.98	3.02	-21.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.05	5.14	10.73	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.05	5.52	10.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.40	3.35	2.08	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。