

跟踪评级公告

联合[2015] 758 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将安徽水利开发股份有限公司主体长期信用等级由AA-调整为AA，评级展望为稳定，并将“14皖水利MTN001”信用等级由AA-调整为AA。

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一五年六月十一日

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

	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 皖 水 利 MTN001	2 亿元	2014/05/16- 2017/05/16	AA	AA ⁻

跟踪评级时间：2015 年 6 月 11 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额 (亿元)	81.63	94.16	123.40	119.40
所有者权益 (亿元)	14.76	15.71	20.26	20.67
长期债务 (亿元)	5.33	10.77	22.00	21.05
全部债务 (亿元)	26.09	33.65	50.74	50.99
营业收入 (亿元)	64.90	68.12	84.09	20.65
利润总额 (亿元)	3.76	3.39	3.83	0.63
EBITDA (亿元)	6.56	6.53	7.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.92	-2.22	-9.43	-3.55
营业利润率 (%)	13.69	12.33	10.30	6.60
净资产收益率 (%)	17.44	13.03	11.48	--
资产负债率 (%)	81.92	83.32	83.58	82.68
全部债务资本化比率 (%)	63.87	68.17	71.46	71.15
流动比率 (%)	103.11	105.34	119.14	118.74
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	5.15	6.89	--

注：1.2015 年 1-3 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。

分析师

熊睿哲 霍 焰

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，建筑行业受宏观经济、房地产投资影响增速有所放缓，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。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，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更强。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。

未来，随着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，对“14 皖水利 MTN001”保障程度进一步加强。

综上，联合资信评估有限公司将公司主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，评级展望为稳定，并将“14 皖水利 MTN001”信用等级由 AA⁻调整为 AA。

优势

1. 2014 年安徽省加速推进引江济淮工程，公司作为安徽省水利建设的龙头企业，公司业绩有望获得进一步提升。
2. 近年来公司业务规模不断扩大，营业收入增长较快，新签合同额大幅增长，项目储备充足。

3. 2015 年 6 月 2 日，中国证监会已核准公司非公开发行股票，公司资本实力有望增强。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“14 皖水利 MTN001”保障较强。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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相关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。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2015年3月底，公司总股本为50193万股，注册资本为5.02亿元。

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3月底，公司控股股东为水建总公司（持股17.03%），凤台县永幸河灌区管理总站为其第二大股东，持股3.43%。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名副董事长和常务副总经理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。

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3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3月底，公司资产总额119.40亿元，所有者权益合计20.67亿元（含少数股东权益2.63亿元）。2015年1~3月公司实现营业收入20.65亿元，利润总额0.63亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

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%。全国一般公共预算支出 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, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

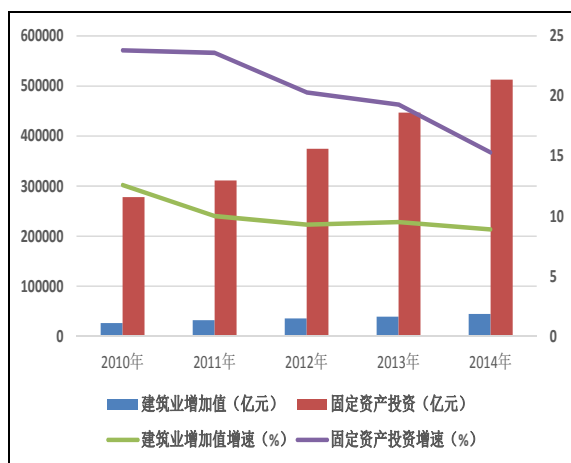
四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业概况

(1) 建筑行业总体概况

建筑行业与固定资产投资密切相关, 2010 年以来, 在国家宏观经济调控背景下, 固定资产投资增速持续放缓, 相应建筑业增速有所下降, 但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下, 建筑业增加值保持持续增长态势。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%。

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

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。

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。但考虑到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，较上年减少4.0%，其中中央政府投资1762.6亿元，较上年减少17.4%，地方政府投资1726.9亿元，较上年增加6.1%。根据全国水利工作会议的规划，“十二五”全国水利建设投资约2.1万亿元，年均投资约4000亿元。

截至2013年底，中国全口径水电装机容量2.8亿千瓦，同比增长12.3%。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。目

前中国水电开发利用率只有34%左右，远低于发达国家60%-70%的平均水平，中国水电项目建设发展空间巨大。

“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。根据全国水电发展规划，到2015年，全国水电装机容量要达到2.7亿千瓦，每年平均需要建设装机1500万千瓦。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。2011~2013年，全国财政水利资金累计投入13261亿元，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。

安徽省是水利大省，有长江和淮河两大水系横穿省境，境内众多支流遍布淮河两岸、长江南北。安徽省地处南北过渡带，特殊的地理位置和复杂的气候条件，既为全省水资源的开发利用提供了便利，也带来了防汛抗灾的巨大

压力，因此，治理淮河长江、加强水利建设是全省的重要任务。“十一五”期间，安徽省累计完成水利投资 443 亿元，是“十五”期间的 2.24 倍。其中治淮 14 项骨干工程全面建成，累计完成投资 225 亿元，如期实现国务院确定的近期治淮工作目标。

安徽省在“十二五”期间国家加大水利投资的背景下，未来在水利建设方面的投入有望继续呈现较大幅度的增长。在 2011 年 1 月 15 日召开的安徽全省水利工作会议上，安徽省水利厅厅长纪冰表示，2011 年中央 1 号文件出台《关于加快水利改革发展的决定》，将带来水利大规模发展的新高潮。安徽水利部门将紧抓机遇，加大投入和政策扶持，全面加强综合水利工程建设，力争通过 5 年到 10 年的努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。2014 年安徽省加速推进引江入淮工程，该项目总长 1336.54 公里，总投资预计超过 700 亿元，预计项目建成后将显著改善巢湖水质。公司作为安徽省水利建设的龙头企业，可凭借其竞争优势在省内水利投资的增长中受益。

(2) 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

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

竞争格局

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

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界 500 强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区
	上海建工	

	北京建工	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。
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu（日本清水）	占有国内高端市场，主要优势在设计和管理，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：联合资信通过公开资料整理

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

(3) 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

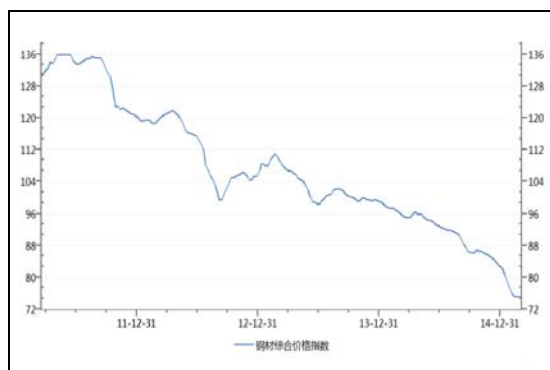
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

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。但跟踪期内，钢材及水泥价格震荡下行，有助于缓解建筑企业的成本压力。

2014 年，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，钢铁行业产能过剩现象加剧，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。

图2 近年钢材综合价格指数



资料来源: wind 资讯

进入2014年后,受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响,各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势;月度走势表现为前高后低形态,与2013年走势相反,与2012年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看,前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨,四季度虽然季节性表现出反弹行情,但反弹力度明显弱且12月份又向下回调。

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

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,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. 房地产行业概况

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来

看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加

大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，

随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏

宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步完善，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 区域经济概况

近年来安徽省经济增长较快，根据《2014 年安徽省国民经济和社会发展统计公报》，生产总值 20848.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%；2014 年安徽省人均 GDP34427 元(折合 5604 美元)，比上年增长 2426 元。

产业结构方面，2014 年分产业看，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%。三次产业结构由上年的 12.3:54.6:33.1 调整为 11.5:53.7:34.8，其中第三产业比重提高 1.7 个百分点、工业增加值占 GDP 比重由上年的 46.6%下降为 46.0%。

安徽省固定资产投资增长较快，2014 年全年固定资产投资 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%。分区域看，皖江示范区投资 14700.2 亿元，增长 17%；皖北六市投资 5242.1 亿元，增长 15.9%。分产业看，第一产业投资增长 28.9%，第二产业增长 18.9%，第三产业增长 23%。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%。

全年资质内建筑企业实现利税总额 390.8 亿元，增长 14.7%。房屋建筑施工面积 39488.4 万平方米，比上年增长 3214.4 万平方米；房屋竣工面积 15339.4 万平方米，增加 488.3 万平方米。

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。随着中部崛起和长江经济带发展战略的实施与推进，安徽省地区经济和固定资产投资规模仍将继续保持良好增长，为公司的进一步发展提供了良好的外部环境机遇。但联合资信也关注到目前我国整体宏观经济增速放缓对区域外部环境的影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司在产权状况方面无变化。

2. 人员素质

跟踪期内，公司常务副总经理陈圣刚先生、副总经理李振标先生、副总经理张键先生辞职，公司董事长及总经理无变化。

截至 2015 年 3 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，虽有部分高层管理人员离职，但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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理方面无重大变化。

七、重大事项

公司于2014年9月董事会决议通过了向特定对象非公开发行政股票的议案。并于2015年6月2日获得中国证监会发行审核委员会审核同意。此次非公开发行股票预计募集资金额不超过60260.00万元人民币，发行数量不超过8720.69万股。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。

预计本次非公开发行完成后，公司资本实力将得到充实，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1~3月公司实现营业收入20.65亿元，同比增长13.08%，为2014年全年24.55%。

工程施工业务是公司主要收入来源，近三年该板块占公司营业收入比重不断上升，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1~3月，公司主营业务收入仍以工程施工为主，占

91.65%，房地产业务收入占比 5.51%，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 1~3 月公司工程施工业务毛利率下降，为 8.50%，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 37.39%，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 10.22%。

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1~3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	18.90	91.65	8.50
水利工程施工	15.08	23.35	9.30	13.86	20.36	9.81	16.46	19.59	10.27	4.84	23.48	6.54
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	6.28	40.46	6.30
市政工程施工	21.08	32.64	18.62	24.55	36.06	13.77	26.23	31.21	15.19	7.78	37.71	11.50
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	1.14	5.51	37.39
C.其他业务	2.32	3.60	44.02	2.44	3.58	44.89	2.95	3.52	20.96	0.76	3.69	16.93
合计	64.58	100.00	17.83	68.09	100.00	16.25	84.03	100.00	14.10	20.62	100.00	10.22

资料来源：公司审计报告

注：2015 年 1~3 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，工民建工程工业务量增长较快。

公司具有水利水电工程施工总承包一级，在水利工程承揽方面具有较大优势。2014 年，公司水利工程施工业务收入 16.46 亿元，较上年增长 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 1~3 月该业务板块毛利率下降至 6.54%。

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 1~3 月该业务板块毛利率为 6.30%。

市政工程方面，近年来随公司承接的市政项目量增加，市政工程收入持续增长，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上升，2014 年为 15.19%，较 2013 上升 1.42 个百分点。2015 年 1~3 月该业务板块毛利率为 11.50%。

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 1~3 月公司新签合同额 25.34 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 1~3 月	25.34

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司主要在建及拟建重大项目如下表所示，其中 BT 项目和工民建工程占比较大。重大 BT 项目主要有蚌埠龙子湖龙湖嘉园公租房 BT 项目、陕西咸阳秦汉大道 BT 项目等，合同额共计 32.31 亿元。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 24.61 亿元。

表 5 截至 2015 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	工期
蚌埠龙子湖龙湖嘉园公租房 BT 项目	BT 项目	120000	2011.5~2015.12
陕西省西咸区秦汉新城正阳渭河大桥工程	市政道路	78511	2013.12~2016.12
陕西咸阳秦汉大道 BT 项目	BT 项目	68959	分两期实施，以开工时间为准 第一期工期 365 天，二期工程 300 天
龙子湖环湖道路及东公园起步建设 BT 项目	BT 项目	45000	2011.8~2014.12
戴湖村农民安置房小区（戴湖翠微园）1、2 标	工民建工程	42546	2013.11 月开工，合同工期为 730 个日历天
龙子湖北公园二期建设（含胜利东路改造）BT 项目	BT 项目	40000	2009.5~2014.12
阿尔及利亚康斯坦丁省 AADL6000 套住房项目	工民建工程	37200	以开工令为准，28 个月
涡阳县城西保障性安居工程	工民建工程	35690	2013.9~2015.3
新站区光明之家工程施工（二标段）	工民建工程	33367	以开工令为准，680 天
九龙社区二期农民安置房工程	工民建工程	32291	以开工令为准，750 天
省道 214 郎溪段改建工程四期工程（郎溪县城至十字铺工业园）	BT 项目	49123	以开工令为准，26 个月
S307 蚌埠市解放路淮河公路大桥至蒙城县交界段一级公路改建工程	市政道路	36626	以监理开工令为准，720 天
怀远县邵圩安置区 3 期建设工程	工民建工程	33720	以开工令为准，18 个月
大圩金葡萄家园二标段	工民建工程	31283	以开工令为准，18 个月
合计	--	684316	--

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。

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3月底公司BT项目合同额合计76.39亿元，近三年及一期累计确认投资约51.21亿元，确认收入39.65亿元，累计收到23.21亿元。截至2015年3月，应收的BT项目款项，4.99亿元体现在“长期应收款”科目，9.15亿元体现在“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6.21%。2015年1~3月，公司房地产收入1.14亿元，为2014年的13.59%。

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1~3月公司房地产销售价格波动不大，为5288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1~3月
开工面积	20.9	24.5	33.0	6.16
签约销售面积	17.6	20.8	17.1	4.16
签约销售收入	8.6	10.5	8.2	2.20

资料来源：公司提供

表7 截至2015年3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
合肥	东方花园4期	4.67	7.3	1.98	2.24	99.7	0	0
庐江	和顺新天地	7.00	20.10	8.64	2.9	0	0.6	0
蚌埠	和顺新里程	9.28	20.14	8	1.78	43.5	1.19	1.07
蚌埠	和顺新视界	4.92	11.8	6.2	1.36	19.5	1.40	1.26
蚌埠	和顺第九街	3.45	12.9	6.24	1.92	0	0.9	2.0
蚌埠	龙湖春天4.3期	5.26	9.17	2.90	2.6	60	0.3	0.00
蚌埠	龙湖春天4.4期	3.88	11.62	3.85	1.86	12	1.69	0.30
蚌埠	和顺名都城南苑	8.24	29.91	11.39	1.09	0	2.91	3.5
蚌埠	和顺名都城北苑	10.68	38.4	14.77	1.37	0	1.37	0.5
南陵	南陵和顺2期、3期	13.78	18.9	5.2	4	90	1.5	0.5
马鞍山	荷塘月色	7.97	19.05	5.3	1.6	12.3	0.8	0.8

六安	和顺沁园春	9.22	17.63	9.59	5.23	58	1.78	1.98
合计		88.35	216.92	84.06	27.95	--	14.44	11.91

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2015 年 3 月底，公司土地储备约 999.34 亩，总成本为 14.39 亿元，其中 2014 年公司新增土地储备 440.17 亩，2015 年 1~3 月新增土地储备 216.37 亩，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。同时联合资信也注意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 1~3 月水力发电收入 0.09 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。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 1~3 月公司酒店经营收入合计 0.08 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

公司提供的 2014 年度财务报表经华普天健会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年 1 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 26 家；从变化来看，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 3 月底，公司资产总额 119.40 亿元，所有者权益合计 20.67 亿元（含少数股东权益 2.63 亿元）。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 20.65 亿元，利润总额 0.63 亿元。

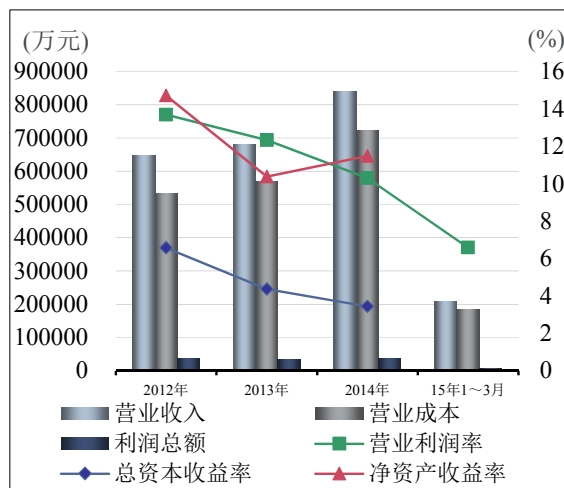
1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入上升，2014 年公司营业收入为 84.09 亿元，2015 年 1~3 月公司实现营业收入 20.65 亿元，较 2014 年同期增长 13.08%。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，2014 年上述四项业务收入分别为 72.69 亿元、8.39 亿元、0.49 亿元和 2.46 亿

元。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。水力发电业务规模不大，但毛利率较高，2014 年为 52.60%。

随着公司业务规模的扩大，公司期间费用也有所增长。2014 年，公司期间费用为 4.20 亿元，期间费用占营业收入比为 4.99%；2015 年 1~3 月为 0.83 亿元，占营业收入比为 4.03%，较 2014 年下降 0.96 个百分点。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，2014 年公司财务费用为 1.65 亿元，2015 年 1~3 月为 0.26 亿元，较 2014 年同期下降 30.64%。

图3 近年来公司盈利情况



资料来源：公司提供

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司总资本收益率分别为 11.72%、8.94%和 7.17%，呈下降趋势；净资产收益率分别为 17.44%、13.03%和 11.48%，呈持续下降趋势。

总体看，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，但整体仍保持稳

定。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年现金收入比为90.95%，2015年1~3月为115.77%，公司收入实现质量较2014年有较大改善，主要系已完工BT项目逐渐进入回购期所致。随着公司工程施工业务规模不断增长，公司经营活动现金流入规模较大且增长速度较快，2014年公司经营活动现金流入为76.52亿元，较2013年增长37.31%，2015年1~3月为23.90亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流出也发生相应增长，2014年为85.96亿元，较2013年增长54.19%，2015年1~3月为27.48亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。跟踪期内，公司经营活动现金净流出大幅增长，2014年为9.43亿元，较2013年增长324.14%，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。

从投资活动来看，近几年公司投资活动现金流规模较小，主要表现为净流出。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。2015年1~3月投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，为0.38亿元；投资活动现金流出主要全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，为0.15亿元。2014年和2015年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.06亿元和0.23亿元。

从筹资活动来看，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。2014年和2015年1~3月，公司筹资活动现金流入分别为43.02亿元和6.03亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2014年和2015年1~3月，公司筹资活动现金流出分别为30.94亿元和6.61亿元。2014年和2015年1~3月，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为12.08亿元

和-0.58亿元。

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。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额123.40亿元。公司资产规模的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。从公司资产结构看，公司资产总额中流动资产占资产总额的比重较大（占78.19%），符合建筑行业的特点。

截至2014年底，公司流动资产为96.48亿元。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。

截至2014年底，公司货币资金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。

随着公司项目承建规模的逐年增长，公司应收账款快速增长。截至2014年底，公司应收账款为31.51亿元，主要为应收工程款。从账龄看，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。

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。

公司存货主要以开发成本、建筑合同形成的未结算资产为主。截至 2014 年底，公司存货 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。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 26.92 亿元。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。

截至 2014 年底，公司固定资产净额为 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%）。

2014 年，公司在建工程大幅增长，截至 2014 年底，为 10.25 亿元。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。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 92.05 亿元，流动资产和非流动资产分别占 77.09%、22.91%，流动资产占比略有下降。其中货币资金 6.91 亿元，较 2014 年底减少 36.05%；应收账款 29.14 亿元，较 2014 年底减少 7.49%，主要系受到部分欠款；存货 27.52 亿元，较 2014 年底减少 12.15%；一年内到期的非流动负债 9.15 亿元，较 2014 年底下降 16.40%；在建工

程 10.40 亿元，较 2014 年底增长 1.43%。

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

负债

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模持续增长，截至 2014 年底为 103.14 亿元，主要是系其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款增长所致。从负债结构看，流动负债占 78.52%，非流动负债占 21.48%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债公司为 80.99 亿元，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。

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 年底为 18.55 亿元。日益增长的短期借款，使得公司短期偿债压力增大。

近年来，公司承接的工程量大幅度增加，期末应付的业主方应付结算款和应付的工程分包款相应增加，导致公司应付账款持续增长，截至 2014 年底为 27.75 亿元。

公司预收账款主要为工程款和房地产销售款，近年来波动增长，截至 2014 年底为 10.75 亿元。

公司其他应付款主要由往来款和未结算保证金构成。截至 2014 年底为 9.12 亿元，较 2013 年底大幅增长 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。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。随着公司业务规模的不断增加，公司长期借款快速增长，截至 2014 年底为 16.79 亿元。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。公司长期应付款主要由融资租入固定资产构成，计入有息债务；截至 2014 年底为 0.21 亿元，公司长期应付款呈不断下降趋势，主要是由于支付融资租入固定资产租金减少所致。公司其他非流动负债为以应收工程款为质押物的信托融资款，金额为 3.00 亿元，计入有息债务。

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，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，2014 年分别为 83.58%、71.46%和 52.05%。公司债务规模迅速增长，且债务负担重。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 98.73 亿元，较 2014 年底下降 4.28%，主要系应付账款下降所致，短期债务占全部债务比重有所上升；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 82.68%、71.15%和 50.46%，均较 2014 年底有所下降。

总体看，近年来随着公司项目投入的加大，公司有息负债规模呈较快增长态势，债务负担重。

所有者权益

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，公司的保持持续盈利，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 3 月底，公司所有者权益合计 20.67 亿元，较上年末增加 2.03%，主要是未分配利润增加所致。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年公司流动比率和速动比率，同比均有所上升，分别为 119.14%、80.45%；2015 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 118.74%、83.24%。2014 年，公司经营现金流动负债比为-11.65%，对公司短期债务无保障。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。

从长期偿债指标来看，公司 EBITDA 规模波动增长，2014 年为 7.36 亿元；同期，全部债务/EBITDA 为 6.89 倍，EBITDA 对全部债务保护能力一般。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 68.28 亿元，尚未使用额度为 17.56 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 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 2015 年 5 月 15 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。

6. 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，营业收入增长较快，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。

7. 存续期内债券偿还能力

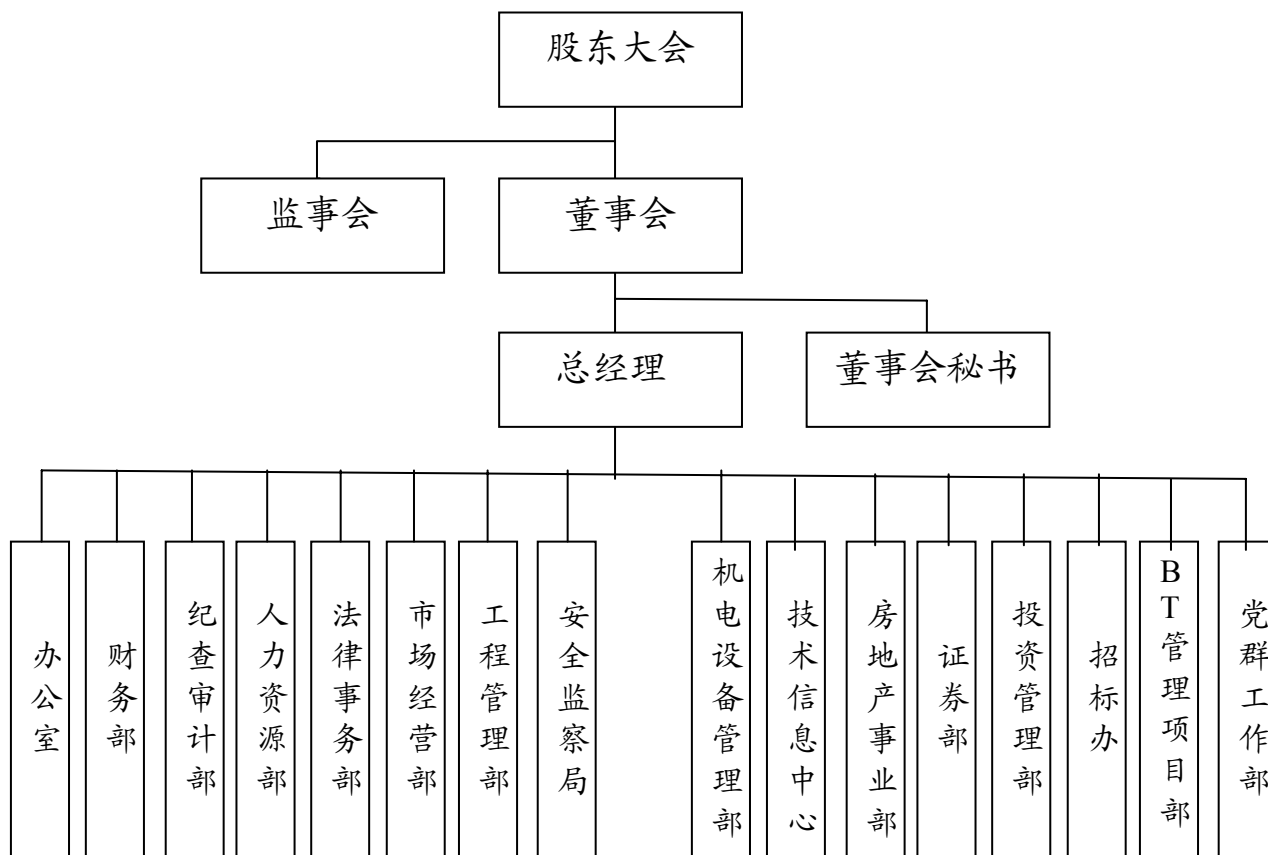
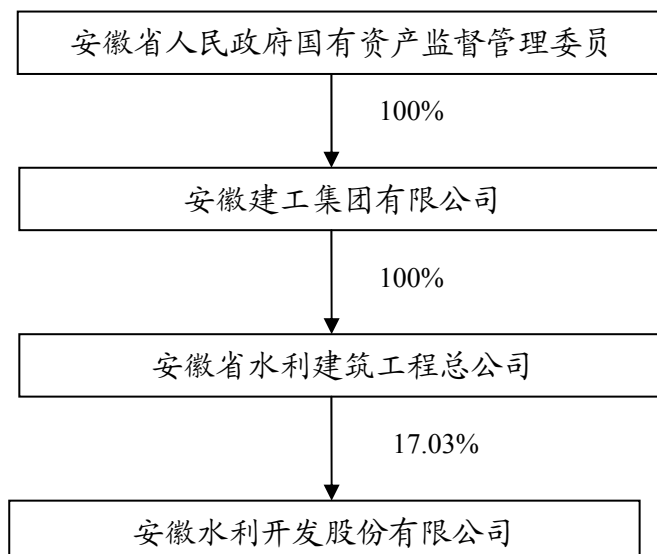
“14皖水利MTN001”发行额度2亿元。2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为7.36亿元、76.52亿元和-9.43亿元，分别为“14皖水利MTN001”待偿还本金的3.68倍、38.26倍和-4.72倍。整体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“14皖水利MTN001”保障能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司

主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，评级展望为稳定，并将“14 皖水利 MTN001”信用等级由 AA⁻调整为 AA。

附件 1 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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.42	10.33	11.16	7.02
资产总额(亿元)	81.63	94.16	123.40	119.40
所有者权益(亿元)	14.76	15.71	20.26	20.67
短期债务(亿元)	28.75	28.75	28.75	28.75
长期债务(亿元)	5.33	10.77	22.00	21.05
全部债务(亿元)	26.09	33.65	50.74	50.99
营业收入(亿元)	64.90	68.12	84.09	20.65
利润总额(亿元)	3.76	3.39	3.83	0.63
EBITDA(亿元)	6.56	6.53	7.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.92	-2.22	-9.43	-3.55
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	115.77
营业利润率(%)	13.69	12.33	10.30	6.60
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	50.46
全部债务资本化比率(%)	63.87	68.17	71.46	71.15
资产负债率(%)	81.92	83.32	83.58	82.68
流动比率(%)	103.11	105.34	119.14	118.74
速动比率(%)	64.05	70.10	80.45	83.24
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	--

注：1.2015 年 1-3 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

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 中长期债券信用等级的定义

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评级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

主体长期信用等级的定义和设置同中长期债券。