

跟踪评级公告

联合[2015] 889 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持阜阳市城市建设投资有限公司的主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“14阜阳01/14阜阳城投债01”和“14阜阳02/14阜阳城投债02”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十三日



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>

阜阳市城市建投投资有限公司企业债券跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 阜阳 01/ 14 阜阳城投债 01	8 亿元	2014/03/13- 2021/03/13	AA	AA
14 阜阳 02/ 14 阜阳城投债 02	8 亿元	2014/03/21- 2021/03/21	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	13.22	14.41	39.17
资产总额(亿元)	201.50	233.08	500.04
所有者权益合计(亿元)	139.54	147.04	274.89
长期债务(亿元)	50.07	62.35	121.77
全部债务(亿元)	57.20	78.02	146.22
营业收入(亿元)	4.94	6.82	10.62
利润总额(亿元)	5.17	5.49	8.56
EBITDA(亿元)	5.26	5.78	11.43
经营性净现金流(亿元)	7.57	11.79	35.22
营业利润率(%)	82.97	67.98	71.31
净资产收益率(%)	3.70	3.73	3.11
资产负债率(%)	30.75	36.91	45.03
全部债务资本化比率(%)	29.07	34.67	34.72
流动比率(%)	1199.80	588.90	293.22
全部债务/EBITDA(倍)	10.87	13.51	12.79
经营现金流动负债比(%)	63.66	49.74	38.60

注: 2013 年执行《企业会计准则》, 2012 年数据为 2013 年年初数或上期数。

分析师

霍 焰 熊睿哲 王 妍
tianying@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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对阜阳市城市建投投资有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为阜阳市政府唯一的城市基础设施建设主体, 在资本金、财政补贴、项目回购等方面的显著优势。联合资信同时关注到, 公司基建项目支出较大给公司信用水平带来一定的不利影响。

阜阳市经济持续快速增长, 城市基础设施建设发展空间较大, 公司经营前景良好, 获取政府支持持续稳定。

“14 阜阳 01/14 阜阳城投债 01” 及 “14 阜阳 02/14 阜阳城投债 02” 分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险, 募投项目有政府回购的支持, 能够更好地保障本息偿付的安全性。

综合以上, 联合资信维持公司主体长期信用等级AA, 评级展望为稳定, 并维持“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 阜阳市经济及财政实力稳定增长, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司在资本金注入、项目回购及财政补贴等方面得到阜阳市政府的大力支持。
3. 公司拥有丰富的土地资产, 土地整理业务有序开展。

关注

1. 公司土地整理业务受宏观政策及房地产市场波动影响, 未来存在不确定性。
2. 公司基建项目规模较大, 债务规模增长快, 且未来资本性支出较大, 存在一定的资金压力。

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）与阜阳市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与阜阳市城市建设投资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，未因阜阳市城市建设投资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阜阳市城市建设投资有限公司提供，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阜阳市城市建设投资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

阜阳市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“阜阳城投”）前身为阜阳市立业城市建设投资有限公司，由阜阳市建设委员会投资组建，注册资本 800.00 万元。1998 年 9 月经阜阳市人民政府阜政秘【1998】263 号文批准，公司投资主体变更为阜阳市人民政府，注册资本变更为 2000.00 万元。2003 年 9 月，阜阳市人民政府将原阜阳市国有土地资本运营公司、安徽省信托投资公司阜阳办事处等 8 家企事业单位划入公司，注册资本相应变更为 43544.88 万元。2005 年 12 月，阜阳市政府划入 11 宗土地（合计 2277 亩）置换原划入的 8 家企事业单位股权。2011 年 3 月，阜阳市政府对公司增资 5425.89 万元，公司注册资本变更为 48970.77 万元，其中 17000 万元为货币资产，31970.77 万元为实物资产。根据验资报告，2013 年 5 月 30 日，由股东阜阳市人民政府以未分配利润转增注册资本 151029.03 万元。根据 2013 年 7 月阜阳市人民政府专题会议纪要《新型城镇化融资平台组建工作专题会议纪要》和阜阳市人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于全力配合做好我市新型城镇化建设融资平台组建工作的通知》，公司合并纳入阜阳投资发展集团有限公司。截至 2014 年底，公司注册资本为 20.00 亿元，实际控制人为阜阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：对城乡建设投资，市政工程管理，土地收储整理。

截至 2014 年底，公司主要拥有 3 家全资子公司，公司共设融资发展部、资金管理部、

项目管理部、综合管理部、土地征迁部、资产经营部 6 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 500.04 亿元，所有者权益为 274.89 亿元（含少数股东权益 52.65 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 10.62 亿元，利润总额 8.56 亿元。

公司注册地址：阜阳市颍州区清河东路 7 号农行大厦 14 楼；法定代表人：王刚。

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

般公共财政收入 64490 亿元, 比上年增加 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共财政收入(本级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

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

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

四、行业及区域经济环境

1. 行业环境

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设, 市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设, 城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础, 对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用, 其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年, 全国各地城建资金来源和渠道日益丰富, 城市基础设施建设规模不断扩大, 建设水平迅速提高, 城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家, 基础设施还比较薄弱, 这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥, 不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来, 中央政府逐年增加基础设施建设投入, 特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模, 对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策, 为城市基础设施建设领域注入了大量的资金, 而地方政府也相应出台了许多优惠政策, 积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加, 中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年, 全国固定资产投资总额完成 512761 万亿元, 比上年名义增长 15.3%, 扣除价格因素, 实际增长 14.7%。其中, 固定资产投资(不含农户) 502005 亿元, 增长 15.7%; 农户投资 10756 亿元, 增长 2.0%。

东部地区投资 206454 亿元，比上年增长 15.4%；中部地区投资 124112 亿元，增长 17.6%；西部地区投资 129171 亿元，增长 17.2%；东北地区投资 46096 亿元，增长 2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

（2）行业政策

2014 年，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）、财政部发布“财预【2014】351 号”《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（以下简称《351 号文》），两份文件的发布对规范政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会“国办发【2015】40 号”《关于妥善解决地方政府融资平台在建项目后续融资问题的意见》（以下简称《意见》）。《意见》是对《43 号文》和《351 号文》关于融资平台公司在建工程后续融资的具体细化。

总体看，对于融资平台公司信用风险的判断仍维持《43 号文》后“信用风险分化”的观点。但 2015 年以来，从财政部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到此次融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债发行标准等政策的出台，融资平台整体违约率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓解。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014 年全年，全国固定资产投资总额（不含农户）完成 50.20 万亿元，比上年名义增长 15.7%，扣除价格因素，实际增长 15.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至2014年底,中国城镇化率为54.77%,较上年提高1.07个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投融资功能,将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

阜阳市位于安徽省西北部,北临齐鲁,西连鄂豫,全市总面积9775平方公里,下辖颍州、颍泉、颍东三区和临泉、太和、阜南、颍上四县及县级界首市。阜阳市地处上海经济区的西北部,京九经济带与陇海-兰新经济带的交汇处,具有良好的区位优势,是全国重要的综合交通枢纽。

近几年,阜阳市经济总体保持较快的增长态势,综合实力逐年增强。根据《2014年阜阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2014年度阜阳市实现地区生产总值1146.10亿元,按可比价格计算,比上年增长8.6%。其中,第一产业增加值289.4亿元,增长5.0%;第二产业增加值471.4亿元,增长11.0%;第三产业增加值385.3亿元,增长7.8%。三次产业结构进一步优化,由上年的25.6:41.1:33.3调整为25.3:41.1:33.6,第一产业占GDP的比重下降0.3个百分点,第二产业比重不变,第三产业比重提高0.3个百分点。

2014年,阜阳市投资呈快速增长态势,全年固定资产投资(不含城乡个体投资)805.1亿元,比上年增长24.8%。其中,第一产业28.6亿元,增长125.2%;第二产业275.1亿元,增长18.4%;第三产业501.4亿元,增长25.3%。分行业投资看,农林牧渔业增长125.2%,制造业增长15.1%,电力热力燃气及水的生产和供应业增长85.2%,批发和零售业增长54.6%,房地产业增长29.6%,租赁和商务服务业增长128.4%,水利环境和公共设施管理业增长7.4%,卫生和社会工作增长67.1%,公共管理、社会保障和社会组织增长7.6%。

2014年,阜阳市全年财政收入180.17亿元,比上年增长14.7%。其中,中央收入70.33亿元,增长5.6%;地方公共财政预算收入103.5亿元,增长21%。地方收入中,税收收入80.4亿元,增长22.9%;非税收入23.1亿元,增长14.93%。财政支出353.3亿元,比上年增长13%。

总体看,跟踪期内,阜阳市经济发展整体形势较好,综合实力不断提高,具有较强活力,财政实力进一步增强。阜阳市近年来固定资产投资支出较大,为城市化水平的提升提供了保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

阜阳投资发展集团有限公司是公司的唯一出资人，持有公司100%的股权，实际控制人为阜阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 政府支持

资本金注入

2014年3月，根据阜国资办【2014】第22号文件，阜阳市政府同意无偿将县市区7家城投公司各51%的股权无偿划转至公司，并将7家公司净资产的53.85亿元计入2014年资本公积，由于上述7家公司受阜阳市国资委统一控制，划转后各县市区融资平台公司仍独立运营管理，所发生债权债务由各县市区政府自行承担。

2014年4月，根据阜阳市人民政府专题会议纪要第51号文，将评估价值1.45亿元的政府经营性门面房无偿划拨给本公司作为投资到资产经营公司资产；2014年12月，阜阳市财政局无偿划拨10.77亿元作为国有资本金直接投入本公司；2014年4月，阜阳市财政局无偿划拨2.00亿元，作为国有资本金直接投入子公司能投公司；2014年12月，根据颍上县国资局文件，无偿划拨资金30.00亿元，作为国有资本金直接投入子公司颍上县慎泰公司；2014年10月，根据临泉县财政局文件，无偿划拨资金1.71亿元，作为国有资本金直接投入子公司颍上县慎泰公司；2014

年3月，经颍东区政府同意，由颍东区财政局无偿拨入0.19亿元，作为直接投资款投入颍东建设公司；2014年7月，根据界政秘【2014】45号文件批复，由界首市人民政府以货币资金3.79亿元置换原公益性资产2.12亿元，置换后资金溢价1.67亿元计入资本公积。

土地资产注入

2005年，经阜阳市政府授权，在符合阜阳市城市总体规划的前提下，新建城市路网两侧的土地整理由公司负责。土地出让收入在扣除相关成本费用及辖区政府分成比例后，作为土地整理收益全部归公司所有。根据阜阳市政府阜政秘【2009】28号文件，政府划拨给公司的土地资产，所涉及的土地出让金由市级财政承担。截至2014年底，阜阳市政府共向公司注入土地21076.87亩，注入的土地资产全部计入资本公积科目。

根据阜国资办【2009】48号文，阜阳市政府承诺每年向公司划拨不少于2000亩国有土地，土地出让收益原则上全部归公司所有。因政策原因，2013年和2014年政府未落实该承诺，无土地注入。

土地评估价值方面，由于2011年前后公司土地资产获得方式差异影响评估价值差异较大。2011年之前，公司土地资产均是由阜阳市国资委直接划入；2011年1857.18亩土地和2012年2720.67亩土地则是经阜阳市财政局同意，将之前已批的土地资产评估入账，入账的土地评估价值为市场价值。

表1 2005年以来土地资产获取情况

年度	土地面积(亩)	评估价值(万元)	单价(万元/亩)	依据文件
2005年	2277	41693.03	18.31	阜国资办【2005】261号
2007年	3377.26	113647.25	33.65	阜国资办【2007】271号
2008年	3688.43	157454.14	24.58	阜国资办【2008】23号
	2716.33			阜国资办【2008】198号
2009年	2361	49182.75	20.83	阜国资办【2009】25号
2010年	2079	80684.36	38.81	阜国资办【2010】42号
2011年	1857.18	253826.42	136.67	财办【2011】516号
2012年	2720.67	458568.70	168.55	财办【2012】742号

2013 年	0.00	0.00	0.00	--
2014 年	0.00	0.00	0.00	--
合计	21076.87	1155056.65	441.40	--

资料来源：公司提供

上述土地资产中，公司以面积合计为12538.4亩的72宗土地为抵押物取得银行借款81.59亿元，以2525.00亩的16宗土地为抵押物发行第一期10亿元企业债券。

项目回购

沙颍河三角洲移民及环境综合治理工程

公司就阜阳市沙颍河三角洲移民及环境综合治理工程与阜阳市政府签订《投资建设与收购（BT）协议书》，根据协议，建设投资额为人民币16.23亿元，产生的应收账款即政府收购价款，包括建设投资额和投资回报，合计为人民币23.96亿元。

投资回报率按6.8%/年计算，即该项目每年投资回报1.10亿元。公司以该工程作为募投项目于2010年发行10亿元公司债券，发行期限为6年，并在第三年末设投资者回售选择权。BT协议对建设投资额的支付同时考虑回售债券本金的支付。

项目投资建设额及投资回报支付情况如下表所示。

表2 代建项目回购款还款进度安排表

（单位：万元）

支付日期	各期应收账款回款	期末应收账款余额
2010年	11037.69	228545.15
2011年	11037.69	217507.46
2012年	11037.69	20.6469768
2013年	回售债券本金+11037.69	195432.08-回售债券本金
2014年	11037.69	184394.38-回售债券本金
2015年	11037.69	173356.69-回售债券本金
2016年	173356.69-回售债券本金	0
合计	239582.84	--

资料来源：公司提供

从BT协议的执行情况看，2010年及2011年，阜阳市政府未按协议约定将相关款项支付

至公司账户。根据财办【2012】396号文件，阜

阳市财政局将2012年已拨付公司的2.22亿元资金作为该项目的投资回报（上述投资回报反映在2012年主营业务收入中，现金流量表中反映为销售商品、提供劳务收到的现金）。同时，根据财金【2012】407号文件，阜阳市财政局承诺在公司2010年发行的10亿元公司债券存续期内，在每个付息日或兑付日前第10个工作日（付息日为每年的3月9日），按协议约定的金额将回购款项划拨至公司指定账户。根据阜财办【2014】376号文件，阜阳市财政局已拨付公司7.98亿元，将其中3.31亿元作为该项目投资回报，并据以调整入账。

公司2010年以该工程作为募投项目发行的10.00亿元公司债券于2015年3月按时付息。2014年，投资者没有回售行为。

阜阳城区棚户区改造项目

公司就阜阳城区棚户区改造项目与阜阳市政府签订《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书》及《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书之补充协议》，阜阳市政府将对阜阳城区棚户区改造项目进行回购，回购价款总额为36.39亿元，回购资金具体支付日期为“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”当年付息日或兑付日前20个工作日。具体回购安排见下表（跟踪期内，2014年回购款1.9亿元已入账）。

表3 代建项目回购资金支付安排（单位：亿元）

期数	回购时间	回购金额
1	2014 年 12 月 31 日前	1.90
2	2015 年 12 月 31 日前	1.90
3	2016 年 12 月 31 日前	6.50
4	2017 年 12 月 31 日前	6.50
5	2018 年 12 月 31 日前	6.50
6	2019 年 12 月 31 日前	6.50

7	2020年12月31日前	6.59
合计		36.39

资料来源：公司提供

注：2020年12月31日前回购金额具体为6.5892亿元，合计36.3892亿元。

财政补贴

阜阳市政府还在财政补贴方面给予公司大力支持。2014年，公司收到财政补贴4.87亿元，较2013年的1.26亿元有所增加，系阜阳市财政局拨入用于公司本部及新并入下属子公司的城市基础设施建设工程项目配套补贴资金。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理制度、管理体制无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事阜阳市基础设施建设项目，并在阜阳市开展土地整理业务。公司基本经营模式为：将城市基础设施建设与土地资源利用开发结合起来，通过土地资源筹融资，利用土地出让收入返还弥补项目投资缺口，实现投资项目的资金平衡。2012年，公司与阜阳市财政局签订市政设施建设协议，阜阳市财政局按建

设市政设施决算后原值的10%向公司支付代建收入。

跟踪期内，公司业务规模持续增长，2014年公司实现营业收入10.58亿元，同比增长55.20%，主要来自工程管理收入的增加。2014年，公司收入由土地整理收入（占42.13%）、工程管理收入（占49.68%）、工程建设收入（占8.01%）以及代理佣金收入（占0.18%）构成。

2014年，土地整理收入4.46亿元，同比下降32.79%，主要由于2014年部分土地出让金未得以返还；新增工程管理收入5.26亿元，主要分为二期债16亿元募投项目的回购款1.90亿，一期债10亿元的募投项目的回购款3.35亿元，公司以收到政府拨付的募投项目回购溢价款（政府承诺不低于工程款的6.8%）确认收入；工程建设收入0.85亿元，同比增加0.68亿元，主要由于2014年代建项目工程竣工增加，根据工程竣工结算金额的10%计算代建收入，相应的工程建设收入上升。

从毛利率来看，2014年土地整理收入毛利率为36.06%，同比下降31.17个百分点，主要由部分地块土地出让金未到位以及土地收储整理成本增加两方面原因造成，但受2014年工程管理收入占比大幅增加且该业务毛利率为100%的影响，2014年公司整体毛利率为72.29%，同比上升4.30个百分点。

表4 2011~2014年公司营业收入情况（单位：万元、%）

收入类别	2012年			2013年			2014年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
土地整理收入	10000.00	8408.97	15.91	66300.00	21725.91	67.23	44562.71	28493.54	36.06
工程管理收入	22200.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	52551.00	0.00	100.00
工程建设收入	17151.49	0.00	100.00	1659.25	41.96	97.47	8472.35	806.65	90.48
代理佣金收入	24.61	5.70	76.84	196.50	47.30	75.93	192.01	13.85	92.79
合计	49376.11	8414.67	82.96	68155.75	21815.17	67.99	105778.07	29314.03	72.29

资料来源：公司提供

2. 公司经营

（1）基础设施建设

公司作为阜阳市城市基础设施建设投融资主体，承担了大量建设及管理任务。目前在建

的项目主要有城市路网项目、颍河综合治理项目、沙颍河三角洲环境综合治理项目、城南人居环境综合治理项目、颍东环境综合治理项目、阜阳城区棚户区改造项目等。其中，颍河综合

治理项目、三角洲东岸综合治理项目及阜阳城区棚户区改造项目投资额较大，且目前正处于投资前期，是公司重点建设项目。

公司基础设施资金平衡主要包括土地整理收入和BT回购款两种模式。公司基础设施建设项目大多包含安置房建设。对于回迁居民的补偿，一般是按照1:1的面积进行还原。目前，公司部分基础设施项目处于前期阶段，安置房建设已陆续启动。

① 城市路网项目

城市路网项目是三清路、颍南路、双清路等多条道路建设工程的总称（详见下表）。上述路网工程预计总投资为32.84亿元，截至2014年底公司已完成投资11.88亿元。剩余投资将根据资金到位情况分期投入。

表5 公司城市路网项目列表 （单位：亿元）

	预计总投资	截至2014年底已投资
三清路	1.98	2.16
颍南路	2.31	0.42
双清路	0.33	0.35
颍河西路	0.31	0.24
西清路	0.75	0.28
七渔河路	0.61	0.22
柳林路	1.31	0.08
中清路	1.00	0.05
一道河路	0.99	0.96
职教园区路网（9条路）	7.95	3.15
城区路网（14条路）	15.30	4.02
合计	32.84	11.88

资料来源：公司提供

② 颍河综合治理项目

颍河综合治理项目包括治理工程、拆迁工程、安置工程和整理工程。

治理工程：为北京路桥至规划颍柳路桥，长7.19公里，面积408.99公顷，主要治理内容包括清淤工程、河道驳岸工程、绿化工程和堤坝政治工程；拆迁工程：项目共收储土地776.76公顷，拆迁面积共175万平方米；安置工程：建设安置区3个，总建筑面积91.44万平方米。整

理工程为新建道路44条，总长53137米。

根据该项目可研报告，项目估算总投资为52.59亿元，其中银行贷款40.00亿元，资本金投入12.59亿元。

该项目占地面积约12平方公里，项目建成后，扣除基础设施及河道后的土地将划归公司所有，以部分补偿项目成本。

该项目于2012年开工建设，工期3年。截至2014年底，该项目已投入资金30.00亿元。

截至2014年底，中市办事处集中安置区累计完成75%工作量；阜涡路安置区房建主体已全部完成，新增水、电等配套设施在建，总体累计完成80%工作量；阜涡路集中安置区二期房建主体已全部完成，新增水、电等配套设施在建，总体累计完成90%工作量；阜太路安置区一期工程累计完成60%工作量。预计2015年9月中市办事处集中安置区、阜涡路安置区、阜涡路集中安置区二期可投入使用。

③ 沙颍河三角洲环境综合治理项目

该工程包括移民拆迁安置工程、三角洲公园工程、道路及附属工程和桥梁工程等。项目于2008年12月动工，总投资16.23亿元，其中自筹8.70亿元。公司于2010年就该项目及城南人居环境综合治理项目发行企业债10.00亿元，其中7.50亿元用于该项目建设。

公司已就该项目及城南人居环境综合治理项目与政府签订BT协议，由此产生的政府收购价款作为这两个项目的成本补偿及投资回报。2012年公司收到回购款2.22亿元。根据阜阳市财政局出具的《关于市城投公司企业债券募投项目投资回报事宜的批复》（财办【2014】376号）文件，阜阳市财政局2014年累计拨付公司7.98亿元，将其中3.31亿元作为公司该项目2012~2014年度的投资回报，并据以调整入账。

截至2014年底，该项目已投入资金13.03亿元，完工比例约为80.28%。其中，移民拆迁安置工程、三角洲公园工程、道路及附属工程已完成；由于阜阳市政府规划调整，颍河大桥工程未开工建设，调整后的规划将大桥位置移至

泉河，公司将原计划用于颍河大桥的募集资金转用于颍上路泉河大桥拆迁补偿。

④ 城南人居环境综合治理项目

该工程包括沟河塘综合治理和道路工程。沟河塘综合治理包括西清河、中清河、东清河3条河流治理，总长5200.00米，新建配套污水支管6780.00米，新建河道两岸绿地17.29公顷。该项目自2009年5月开工。

项目总投资6.74亿元，其中自筹资金2.24亿元，外部融资4.50亿元（其中使用发债募集资金2.50亿元）。

截至2014年底，该项目已完成投资6.27亿元（2.5亿元募集资金已全部投入），项目投资完工比例为93.02%。其中，沟河塘综合治理和道路工程中西清河、中清河、东清河3条河流治理已完成，道路工程已完成3条，1条道路正在拆迁。

⑤ 三角洲东岸综合治理项目

该项目共拆迁6个地块，拆迁范围总用地面积约2091.20亩，拆迁住宅54.90万平方米，商业用房1.74万平方米，工业用房11.57万平方米。项目安置点为颍东区向阳办事处东平圩（即5号地块），规划建设总面积44.89万平方米，其中住宅41.69万平方米，配套公建约3995.00平方米，地下室2.80万平方米。

该项目总投资16.40亿元，其中自筹资金6.40亿元，贷款10.00亿元。截至2014年底，该项目已完成投资18.10亿元，完工比率为110.36%。截至2014年底，项目建设5号地、6号地拆迁已完成，其他4个地块正在拆迁，已完成拆迁70%，项目安置房建设已完成。

⑥ 阜阳城区棚户区改造项目

阜阳城区棚户区改造项目建设地点位于阜阳市城市规划建成区，工程内容为棚户区拆迁工程和安置区建设工程。拆迁工程拟改造棚户区10处，改造范围面积约2998.28亩，拆迁户数为9804户，拆迁住宅面积101.10万平方米，计划还原住宅面积101.10万平方米。棚户区改造后，可形成居住、商业等可出让用地1654.13亩，

安置小区用地647.25亩，公共设施和绿化用地505.99亩，道路用地190.91亩。

该项目总投资31.39亿元，其中公司投入项目资本金6.39亿元，占项目总投资的20.35%，其余通过外部筹集解决。2014年3月，公司就该项目发行两期公司债券合计16.00亿元，全部用于该项目建设，占项目总投资额的25.49%。该项目已于2012年6月开工，建设期为2年。截至2014年底，项目已投入资金额为18.31亿元，占项目总投资额的58.33%。

截至2014年底，该项目中，碧水云天二期安置区B区I标段主体结构完成，进行二次结构施工。II标段1#、2#楼主体施工至18层；3#楼主体施工至15层；4#楼主体施工至22层；5#楼主体施工至22层；6#楼主体施工至22层，C区I、II标段基础施工；和谐佳苑二期安置区拆迁工作完成，已完成拆迁，施工图设计完成。振兴苑安置区已完工8.00万平方米，已投入使用。警营安置区主体工程已全部完成；翰林安置区已开工建设面积8.00万平方米，其中9栋6.00万平方米的住宅已基本竣工；中清安置区8栋楼主体完成已验收，附属工程完成80%。

⑦ 其他基础设施建设项目

此外，公司还负责河道治理、园林绿化等其他基础设施建设项目。截至2014年底，公司在建的其他基础设施项目总投资额41.00亿元，截至2014年底已投资17.87亿元（详见下表）。

表6 公司其他基础设施建设项目（单位：亿元）

	预计总投资	截至2014年底已投资
一道河治理	0.55	0.4
三角洲公园三期	0.45	0.6
泉河风景带北岸一期	0.36	0.31
水环境综合治理（6道河）	9.01	2.03
园林绿化工程（7个项目）	4.04	0.84
教育建设项目	11.78	7.48
安置房建设项目	14.81	6.21
合计	41.00	17.87

资料来源：公司提供

(2) 土地整理

公司土地整理运作模式为：政府将土地资产划拨至公司，由于划入土地一般为生地，公司需再次投入资金对划入土地进行整理开发。之后经土地储备中心以招拍挂的形式进行出让，拍卖收入进入市财政专户，再由财政专户返还至公司作为土地整理收益。对于返还的时间点，阜阳市政府与公司没有明确的书面约定。

截至2014年底，阜阳市政府共向公司注入土地21076.87亩，扣除已出让的2765.83亩和已置换的3318.01亩，公司共有存量土地资产14993.03亩。截至2014年底，公司共通过土储中心出让土地2765.83亩，其中，2014年出让土地586.49亩。

表7 2011-2014年公司土地出让情况（通过土储中心）

年份	出让面积 (亩)	单价(万 元/亩)	出让收入 (万元)	出让收益 (万元)
2011年	126.40	197.50	24968.00	16479.00
2012年	--	--	--	--
2013年	298.97	266.00	79382.00	57567.00
2014年	586.49	385.42	226046.27	135620

资料来源：公司提供

在财务处理方面，公司土地整理收入是以财政拨款的实际金额计主营业务收入，由于拨款时点等原因，财政拨款与实际出让土地形成的收益存在一定的差异，使得公司利润表中的土地整理收入与实际土地整理收入有所差异。

从公司土地整理成本来看，国有土地整理成本约为100万元/亩，集体土地约为50万元/亩。其中，国有土地由于地价高、密度高，拆迁成本在总成本中占比较大。2012~2014年，公司土地整理成本分别为0.85亿元、2.17亿元和2.85亿元。

公司土地资产中，集体土地主要在2环两侧，国有土地主要在2环内，少量的土地在3环外。目前，阜阳市2环内土地出让价格约为700~800万/亩，较2013年的900万/亩略有下降，2环外3环内价格约为400~700万元/亩，3环外大约是200~400万元/亩。

近两年，受房地产调整政策影响，阜阳市土地需求有所放缓。公司拟在未来3年内出让土地约2000.00亩，按200.00万元/亩计算，土地整理收入为40.00亿元，按50%的毛利率计算，公司预计在3年内累计获得土地出让收益返还20.00亿元（假设政府继续将出让收益100%返还至公司）。但具体出让计划需根据市场情况变化而定，土地出让存在不确定性。

3. 未来发展

“十二五”期间，阜阳市将加快推进阜阳由枢纽城市向区域性中心城市转变，完善基础设施建设。公司将继续发挥其作为地方政府基础设施建设主体的重要作用，计划通过整合政府资源、资产，扩大公司规模，在2015年底实现总资产250.00~300.00亿元、净资产150.00亿元的目标。

未来，预计公司将在土地资产注入、财政补贴等方面继续得到阜阳市政府的大力支持。同时，阜阳市为实现“十二五”发展目标的建设任务将主要由公司来承担，公司未来资金支出压力较大。

八、募集资金使用情况

“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”募集资金均为8.00亿元人民币，全部用于阜阳城区棚户区改造项目，占项目总投资额的25.49%。该项目已于2012年6月开工，建设期为2年。截至2015年3月底，项目已投入资金为18.31亿元，占项目总投资额的58.33%；截至2015年3月底，募投资金两期公司债券已全部使用，共计16.00亿元。

九、财务分析

公司提供的2012年~2014年合并财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司自2013年起执行财政部2006年2月15日颁布

的企业会计准则（“财会【2006】3号”）及其后续规定。从合并范围看，2014年公司新纳入合并范围的子公司7家：界首市发展建设投资有限公司、阜南县城市建设经营投资有限责任公司、临泉县城市建设投资有限公司、阜东阳东兴建设投资有限公司、阜阳市颍泉区城市建设投资有限公司、颍上县慎泰城市建设投资有限公司和阜阳市颍州区城市建设投资有限公司。跟踪期内，公司合并范围的变化，导致了公司存货、在建工程等主要资产科目的变动，其中存货并入72.77亿元，在建工程并入59.16亿元。

截至2014年底，公司（合并）资产总额500.04亿元，所有者权益为274.89亿元（含少数股东权益52.65亿元）；2014年，公司实现营业收入10.62亿元，利润总额8.56亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入10.62亿元，同比增长55.75%，主要系公司工程管理收入增加所致。2014年，公司营业成本3.04亿元，同比增长39.23%，低于营业收入增幅。

从期间费用来看，2014年，公司期间费用（营业费用、财务费用和管理费用）为3.01亿元，同比大幅上升673.03%。公司期间费用主要为财务费用，2014年财务费用为2.71亿元，同比上升856.62%，主要由于公司融资借款增加，相应借款利息大幅增加所致。2014年，公司期间费用占主营业务收入的比重为28.36%，公司期间费用控制能力有待加强。

2014年，公司资产减值损失1.22亿元，同比增长453.53%，主要系公司其他应收款中应收的保证金及往来款增加，相应计提的资产减值损失增加所致。

2014年，公司实现营业外收入4.87亿元，全部为政府补助收入，补贴收入的波动对公司利润总额影响较大。2014年，公司利润总额为8.56亿元，同比上升56.10%。

从盈利指标来看，2014年，公司营业利润

率为71.31%，同比上升3.33个百分点，主要由于营业收入大幅增加所致。同期，公司总资本收益率较2013年略有下降，为2.04%；净资产收益率较2013年略有下降，为3.11%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入受工程管理收入增长拉动有所增长，整体盈利能力较弱；政府补贴对公司盈利能力影响较大。

2. 现金流及保障

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2014年销售商品、提供劳务收到的现金26.03亿元，同比上升115.12%，其中当期土地出让收入及代建收入为9.84亿元，当期收到补贴收入1.11亿元，当期收到政府土地出让及代建收入回款13.81亿元（体现在本部应收账款的减少）；收到其他与经营活动有关的现金23.02亿元，主要系往来款大幅增加所致。2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为13.49亿元，同比大幅增加12.74亿元，主要系新并入子公司导致；公司经营活动产生的现金流净额为35.22亿元。2014年，公司合并范围内现金收入比为245.21%，主要由于2014年并入子公司原因，导致购买商品、接受劳务支付的现金科目包含公司与子公司的往来款项，同时并入子公司以及在建工程应收账款转结后，没有体现应收账款整体减少量。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入为4.76亿元，主要为收回投资所收到的现金；2014年公司收回投资收到的现金为4.16亿元，同比增加3.29亿元，主要为收回理财产品2.00亿元，委托贷款收回1.42亿等。2014年，公司投资活动现金流出为82.38亿元，主要为公司基建项目等产生的现金流出，此外，投资支付的现金12.76亿元，为对联营公司阜阳南城投资控股有限公司的投资款及购买理财产品8.00亿元；2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-77.63亿元。2014年，公司筹资活动前现金流量净额为-42.41亿元。总体看，

近年来随着公司投资规模的扩大，同时经营性活动产生的现金净流量无法覆盖投资活动净流出，公司对外部融资有较强的依赖性。

从筹资活动看，2014年，公司筹资活动现金流入91.95亿元，呈快速增长态势，其中公司吸收投资收到现金35.34亿元，同比增加33.33亿元，主要为收到阜阳市财政局无偿划拨的投资款10.77亿元及新并入子公司收到政府的无偿拨款；新增发行债券收到现金16.35亿元。2014年公司筹资活动现金流出35.90亿元，主要为偿还债务支付的现金27.18亿元，较2013年增加20.12亿元。2014年公司筹资活动产生的现金流量净额为56.05亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流量持续增长，经营活动获取现金能力较强；投资性支出规模较大，经营性现金净流量不能覆盖投资活动现金净流出，公司对外部融资有较强的依赖性。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司合并资产总额500.04亿元，同比大幅增长114.54%，主要来自货币资金、存货及在建工程等资产的增加；其中流动资产占53.50%，非流动资产占比46.50%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产方面，截至2014年底，公司流动资产合计267.54亿元，同比增长91.73%，主要由货币资金（占14.64%）、应收账款（占3.67%）及存货（占71.47%）构成。

截至2014年底，公司货币资金39.17亿元，同比大幅增长171.82%，主要系向金融机构融资借款增加所致；基本为银行存款。

截至2014年底，公司应收账款9.81亿元，同比下降7.78%，主要系阜阳市财政局拨入的代建收入款及土地出让款；公司应收账款主要为应收颍上县财政局、阜阳市财政局的代建已竣工决算的市政工程款（占99.98%），账龄在1年以内。公司对大部分其他应收款（占99.98%）

采取个别认定法计提坏账准备，并未计提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款19.84亿元，同比大幅增加14.99亿元，主要为应收阜阳市颍东区财政局、阜阳市颍泉区财政局、阜阳环球房地产开发有限公司的往来款及部分履约保证金、质量保证金等。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的61.28%，集中度较高。公司应收政府部门的账款14.83亿元未计提坏账准备。总体看，公司应收账款和其他应收款欠款单位主要为政府机关，未来不能回收的风险较小，但回款周期易受政府部门拨付资金时效的影响，回款时间存在不确定性。

截至2014年底，公司存货191.21亿元（其中7家子公司并入72.77亿元），同比增长74.39%，主要为土地资产（占98.53%）和开发成本（占1.47%），其中公司以账面价值94.76亿元的土地资产为抵押物，向银行取得借款94.73亿元。2014年底公司未计提存货跌价准备。截至2014年底，公司新增其他流动资产7.50亿元，主要为公司购买理财产品所致。

非流动资产方面，截至2014年底，公司非流动资产为232.50亿元，同比大幅增长148.56%，主要来自于在建工程的增加。从构成来看，主要由长期股权投资（占2.57%）、投资性房地产（占1.62%）及在建工程（占92.30%）构成。

截至2014年底，公司新增可供出售金融资产1.68亿元，主要为公司对安徽省阜周高速公路有限公司、阜阳颍淮农村商业银行股份有限公司、阜阳华润电力有限公司的股权投资。截至2014年底，公司长期股权投资5.99亿元，同比增长25.30%，主要系对阜阳南城投资控股有限公司增资所致。公司投资性房地产主要为房屋建筑物，截至2014年底，公司投资性房地产原值4.00亿元，累计计提折旧0.24亿元，账面价值合计3.76亿元。

截至2014年底，公司在建工程214.61亿

元,同比增长 151.00% (其中,7 家子公司并入 59.16 亿元),主要是由于经济适用房、农村及开发区路网工程、城市路网工程、颍河治理项目和阜阳城区棚户区改造等项目大幅增加投入所致。2014 年底,公司在建工程未计提减值准备。截至 2014 年底,公司其他非流动资产 5.79 亿元,同比大幅增长 87.47%,主要为委托贷款及部分划拨资产。

总体看,跟踪期内,公司资产规模快速增长,资产结构较为稳定;资产构成以流动资产为主。流动资产中,存货占比较高,且主要为土地资产;非流动资产中,在建工程占比较高,使得公司资产流动性受到一定影响。

负债及所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益合计 274.89 亿元,同比大幅增长 86.95%,主要由于资本公积增长所致。截至 2014 年底,公司资本公积 184.49 亿元,同比增加 68.45 亿元,系并入子公司的股权 53.85 亿元及阜阳市财政局无偿划拨的投资款。母公司所有者权益结构中,实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 9.00%、83.01%、1.46%和 6.53%。总体看,公司所有者权益稳定性好。

截至 2014 年底,公司负债总额 225.14 亿元,同比增长 161.68%,主要来自其他应付款和长期借款的增长。从负债结构看,流动负债占 40.53%,非流动负债占 59.47%。

流动负债方面,截至 2014 年底,公司流动负债 91.24 亿元,同比增长 285.08%,主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加。公司流动负债主要由其他应付款(占 69.86%)和一年内到期的非流动负债(占 26.45%)构成。

截至 2014 年底,公司应付账款 0.37 亿元,同比下降 44.11%,主要由于本年欠施工方工程款减少所致。

截至 2014 年底,公司其他应付款 63.74 亿元,同比大幅增加 57.16 亿元,主要系公司合并报表范围变动所致;较 2014 年初的 33.64 亿

元增长 89.50%,主要系阜阳市城市基础设施建设及安置房等项目投资加大,收到财政局支付的代建工程款增加所致。

截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债 24.14 亿元,同比增长 149.35%,主要由于部分长期借款转入一年内到期的长期负债所致。

非流动负债方面,截至 2014 年底,公司非流动负债 133.90 亿元,同比增长 114.78%,主要由于长期借款增长而致;公司非流动负债构成中,主要为长期借款(占 71.26%)和应付债券(19.68%)。

截至 2014 年底,公司长期借款余额为 95.42 亿元,同比增长 82.29%,其中保证借款 17.63 亿元(占 18.47%)、质押借款 3.61 亿元(占 3.78%)、抵押借款 74.04 亿元(占 77.59%)、信用借款 0.15 亿元(占 0.16%);公司应付债券 26.35 亿元,主要为公司于 2010 年 4 月发行的额度为 10 亿元的公司债券“10 阜阳债”、于 2014 年 3 月发行的额度为 16 亿元的企业债券(具体为 8 亿元“14 阜阳 01/14 阜阳城投债 01”和 8 亿元“14 阜阳 02/14 阜阳城投债 02”。截至 2014 年底,公司长期应付款 2.97 亿元,具体为融资租赁款。截至 2014 年底,公司其他非流动负债 8.54 亿元,具体为信托融资款项。

从债务指标看,截至 2014 年底,公司债务总额 146.22 亿元,其中短期债务 24.45 亿元,长期债务 121.77 亿元;2014 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.03%、34.72%和 30.70%,较期初有所上升。

总体看,公司目前整体债务规模大,随着基础设施建设投入规模逐渐加大,债务水平可能进一步上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看,随着公司短期债务的增长,公司流动比率和速动比率快速下降,2014 年底分别为 293.22%和 83.65%;2014 年公司经

营现金流流动负债比为 38.60%；公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2014 年公司 EBITDA 为 11.43 亿元，同比增长 97.82%，全部债务/EBITDA 为 12.79 倍。总体看，EBITDA 对长期债务保障能力较弱。

截至2014年底，公司存续期债券合计16亿元，具体为2013年3月发行的两期8亿元公司债券（即“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”）。由于上述两个债券均设计提前偿还条款，将于2017~2021年每年分别偿还本金的20%，即每年偿还本金3.20亿元。公司2014年EBITDA为2017~2021年每年待偿还本金的3.57倍，EBITDA值对待偿还债券的覆盖能力较好。

2012~2014年经营活动现金流入量分别为9.66亿元、12.64亿元和49.05亿元，分别为每年待偿还本金的3.02倍、3.95倍和15.33倍；2014年公司经营活动现金流量净额为35.22亿元，为每年待偿还本金的11.01倍。经营活动现金流入量和现金流量净额对2017~2021年每年分期偿还债券的覆盖能力较好。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 185.07 亿元，尚未使用额度 85.60 亿元，均为项目贷款。

截至 2014 年底，公司对外担保余额为 46.90 亿元，担保比率 17.06%，主要系对阜阳市交通能源投资公司（11.00 亿元）、安徽省建设投资公司（10.00 亿元）、阜阳国土资源储备发展中心（9.00 亿元）、阜阳市城南新区建设投资有限公司（8.00 亿元）等公司提供的担保，目前上述企业均正常运营，公司或有负债风险尚可。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1034120100026530Z），截至 2015 年 5 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

总体看，跟踪期内，阜阳市经济及财政实力较强，公司发展面临的外部环境较好；阜阳市政府在资本金及土地资产注入、项目回购、财政补贴等方面给予公司大力支持。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券保护条款分析

“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”均设置债券本金分期兑付条款，本期债券的本金在债券存续期的第3年至第7年分期兑付，每年偿还本金20%。

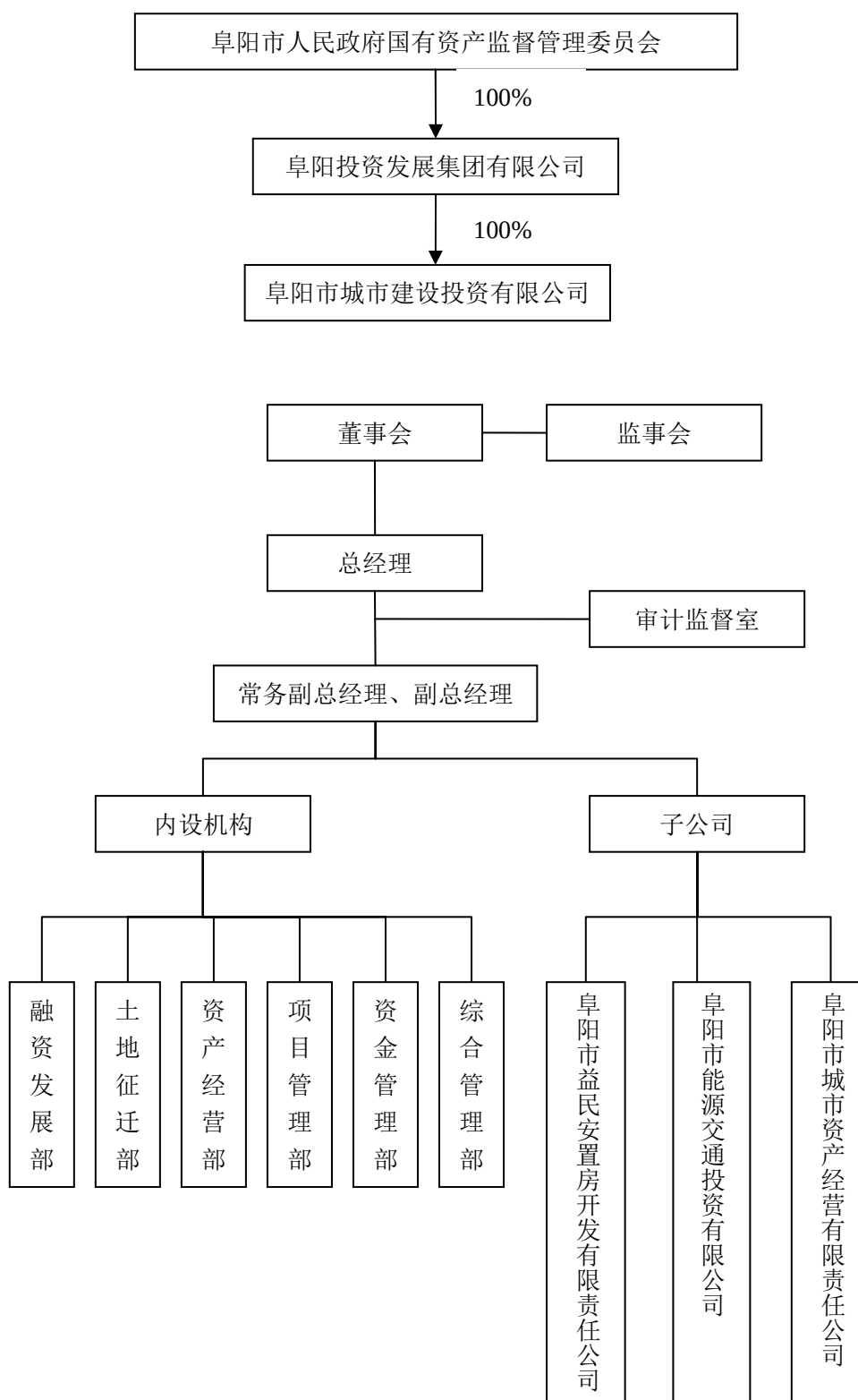
“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”募投项目均为阜阳城区棚户区改造项目。根据公司与阜阳市政府签订的《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书》及《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书之补充协议》，阜阳市政府将对阜阳城区棚户区改造项目进行回购，回购价款总额为36.39亿元，为“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”本金的倍（存续期总回购款保障倍数为2.27倍），且本期债券还本付息的现金流与项目回购款的现金流（见表3）较为匹配，债券当年的还本付息资金基本可以通过当年项目的回购款解决。

跟踪期内，“14 阜阳 01/14 阜阳城投债 01”及“14 阜阳 02/14 阜阳城投债 02”分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险，募投项目有政府回购的支持，更好地保障本息偿付的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 阜阳 01/14 阜阳城投债 01”及“14 阜阳 02/14 阜阳城投债 02”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.22	14.41	39.17
资产总额(亿元)	201.50	233.08	500.04
所有者权益(亿元)	139.54	147.04	274.89
短期债务(亿元)	7.13	15.68	24.45
长期债务(亿元)	50.07	62.35	121.77
全部债务(亿元)	57.20	78.02	146.22
营业收入(亿元)	4.94	6.82	10.62
利润总额(亿元)	5.17	5.49	8.56
EBITDA(亿元)	5.26	5.78	11.43
经营性净现金流(亿元)	7.57	11.79	35.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.65	0.53	1.04
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.03
现金收入比(%)	185.59	177.53	245.21
营业利润率(%)	82.97	67.98	71.31
总资本收益率(%)	2.64	2.45	2.04
净资产收益率(%)	3.70	3.73	3.11
长期债务资本化比率(%)	26.41	29.78	30.70
全部债务资本化比率(%)	29.07	34.67	34.72
资产负债率(%)	30.75	36.91	45.03
流动比率(%)	1199.80	588.90	293.22
速动比率(%)	274.88	126.16	83.65
经营现金流动负债比(%)	63.66	49.74	38.60
全部债务/EBITDA(倍)	10.87	13.51	12.79

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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。