

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1001 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
二零一六年六月二十二日



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: 2016 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	14.41	39.17	101.87
资产总额(亿元)	233.08	500.04	657.98
所有者权益(亿元)	147.04	274.89	290.73
短期债务(亿元)	16.63	26.05	31.71
全部债务(亿元)	80.73	161.25	214.27
营业收入(亿元)	6.82	10.62	9.42
利润总额(亿元)	5.49	8.56	4.14
EBITDA(亿元)	5.78	11.43	4.18
经营性净现金流(亿元)	11.79	35.22	3.91
营业利润率(%)	67.98	71.31	79.80
净资产收益率(%)	3.73	3.11	1.42
资产负债率(%)	36.91	43.32	55.82
全部债务资本化比率(%)	35.45	36.97	42.43
流动比率(%)	588.90	293.22	241.07
全部债务/EBITDA(倍)	13.97	14.11	51.28
经营现金流负债比(%)	49.74	38.60	2.70

注: 已将其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中有息部分分别计入长、短期债务测算。

分析师

王妍 王治
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重要的城市基础设施建设主体在政府补贴和项目回购等方面具备优势。联合资信同时关注到,跟踪期内,公司债务负担加重,财务费用对利润总额侵蚀较大以及公司基建项目支出较大等因素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,财政实力不断增强,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为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. 阜阳市经济及财政实力快速增长,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,公司在项目回购及财政补贴等方面得到阜阳市政府持续稳定的支持。
3. 公司收入获现能力较强,经营活动现金流入量对“14 阜阳 01/14 阜阳城投债 01”及“14 阜阳 02/14 阜阳城投债 02”保障程度好。

关注

1. 公司主要收入来自土地整理收入,受宏观政策及房地产市场波动影响,外部不确定性大。
2. 跟踪期内,公司债务规模扩张,债务负担加重,财务费用对利润总额侵蚀较大。
3. 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 2015 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（以下简称“阜阳市国资委”）。

公司经营范围方面，主要从事对城乡建设投资，市政工程管理，土地收储整理。（法律、法规规定应取得批准许可的，无有效批

准许可，不得经营）。

截至 2015 年底，公司下设融资发展部、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、审计监督室 7 个职能部门；公司共有并表子公司 15 家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 657.98 亿元，所有者权益为 290.73 亿元（含少数股东权益 56.67 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 9.42 亿元，利润总额 4.14 亿元。

公司注册地址：阜阳市颍州中路 306 号建设大厦 8 层；法定代表人：王刚。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，国内固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，全国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出

让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预〔2012〕463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发

发改办财金〔2013〕2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，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》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正

式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、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《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发〔2015〕40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年6月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等10条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

2015年以来，从财政部部长楼继伟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，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，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释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政

府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

阜阳市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《2015年阜阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年阜阳市全年地区生产总值（GDP）1267.4亿元，按可比价格计算，比上年增长9.5%。其中，第一产业增加值286.3亿元，增长4.7%；第二产业增加值526.4亿元，增长10.3%；第三产业增加值454.8亿元，增长11.3%。三次产业结构为22.6：41.5：35.9，工业增加值占GDP的35.7%，人均GDP16121元，比上年增长818元。

2015年，阜阳市全年固定资产投资(不含城乡个体投资)1005.0亿元，比上年增长24.8%。其中，第一产业42.1亿元，增长53.3%；第二产业341.5亿元，增长24.1%；第三产业621.4亿元，增长23.9%。工业投资340.6亿元，比上年增长23.9%。其中，制造业投资309.5亿元，增长26.2%；高新技术产业投资32.1亿元，增长10.3%，占工业投资的9.4%。分行业投资看，农林牧渔业42.1亿元，增长53.3%；制造业309.5亿元，增长26.2%；电力热力燃气及水的生产和供应业29.8亿元，增长37.2%；批发和零售业28.5亿元，下降4.7%；房地产业359.5亿元，增长30.0%；水利环境和公共设施管理业60.3亿元，增长10.5%；卫生和社会工

作17.5亿元，增长18.6%；教育17.7亿元，增长36.0%；科学研究和技术服务业1.4亿元，增长76.3%。

总体看，阜阳市具有较为突出的区位优势，交通便利。随着地区经济的稳定发展，未来，阜阳市的城市基础设施和公用设施投资建设力度有望进一步加大。

3. 区域财政实力

阜阳市合并口径可支配财力主要由一般预算收入、基金收入、上级补助收入和预算外收入构成。

2015年，阜阳市合并口径地方可支配财力为545.85亿元，同比增长13.62%，其中上级补助收入较多（主要为一般性转移支付收入和专项转移至收入），占比为50.53%；2015年，阜阳市一般预算收入实现120.04亿元，其中税收收入占72.59%；基金收入实现149.97亿元，在土地市场和政策波动的大背景下，阜阳市基金收入仍呈增长态势。

表1 2013~2015年阜阳市可支配收入（单位：亿元）

科目	2013年	2014年	2015年
一般预算收入	85.46	103.51	120.04
其中：税收收入	65.36	80.40	87.14
非税收入	20.10	23.11	32.90
基金收入	90.58	118.33	149.97
上级补助收入	215.37	243.44	275.84
其中：返还性收入	5.16	5.20	5.23
一般转移支付收入	135.79	148.96	172.19
专项转移支付收入	74.42	89.29	98.42
预算外收入	14.76	15.14	--
其中：政府行政性收费	5.54	5.95	--
地方可支配收入总计	406.16	480.42	545.85

资料来源：公司提供

阜阳市地方债务合并口径主要由直接债务和担保债务构成。2015年，阜阳市直接债务余额273.46亿元，担保债务余额101.17亿元；同期，阜阳市地方政府债务余额324.04亿元，地方政府债务率59.97%。

表 2 截至 2015 年底阜阳市可支配收入（单位：万元）

地方财力构成	金额	地方债务构成	金额
（一）地方一般预算收入	1200425.00	（一）直接债务余额	2734554.67
1. 税收收入	871381.00	1、国债转贷资金	978.40
2. 非税收入	329044.00	2、解决地方金融风险专项借款	2.63
（二）转移支付和税收返还收入	2758385.00	3、国内金融机构借款	1492152.96
1. 一般性转移支付收入	1721905.00	（1）由财政承担偿还责任的融资平台融资	928444.63
2. 专项转移支付收入	984229.00	4、债券融资	996117.00
3. 税收返还收入	52251.00	（1）中央代发地方政府债券	836117.00
（三）国有土地使用权出让收入	1444157.00	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	160000.00
1. 国有土地使用权出让金	1422718.00	5、其他	43062.91
2. 国有土地收益基金	39019.00	（二）担保债务余额	1011735.75
3. 农业土地开发资金	2855.00	1、政府担保的借款	
4. 新增建设用地有偿使用费	-20435.00	2、政府担保的融资平台债券融资	
（四）预算外财政专户收入			
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	5402967.00	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	3240422.55
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		59.97%	

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，阜阳市财政实力不断增强，一般预算收入增长，上级补助收入占比较高，地方政府债务率适宜，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

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

（1）资本金注入

2015 年 4 月，根据阜阳市人民政府专题会议纪要第 162 号文，将净资产评估价值 7002.93 万元的阜阳保安公司无偿划拨给资产经营公司，资产经营公司以阜阳保安公司净资产出资与合肥保安集团共同设立新保安公司；2015 年 12 月，阜阳市财政局无偿划拨 40000.00 万元，作为国有资本金直接投入下属子公司能投公司；2015 年 12 月根据颍上县国资局文件，无偿划拨资金 52055.38 万元，作为国有资本金直

接投入颍上县慎泰公司；2015 年 12 月，根据阜南县财政局文件，无偿划拨资金 12800.38 万元，作为国有资本金直接投入公司子公司阜南城市建设经营投资有限责任公司（下简称“阜南县建投公司”）。

（2）项目回购方面

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。

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，阜阳市财政局拨付公司3.31亿元作为该项目投资回报，并据以调整入账。跟踪期内，阜阳市财政局拨付公司1.90亿元作为该项目投资回购，计入公司工程管理收入。截至2015年底，公司累计收到项目回购7.43亿元。

公司2010年发行10亿元公司债券已分别每年3月按时付息，截至目前，投资者没有回售行为。

表3 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

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。2015年，阜阳市财政局已拨付公司3.30亿元作为该项目投资回报，作为工程管理收入。

表4 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。

此外，阜阳市政府还在财政补贴方面给予公司持续稳定的支持。2015年，公司收到财政补贴2.50亿元，计入当年营业外收入。

总体看，跟踪期内，公司获得阜阳市政府支持力度较大且持续稳定。

六、管理分析

跟踪期内，公司于2016年2月新增一位总经理，董事长不再兼任总经理。

魏磊，男，1982年出生，中共党员，硕士学历，会计师，曾任颍东区财政局长、党委书记；颍东区政府党组成员、办公室主任、党组书记。2016年2月至今任公司总经理。

除上述变动外，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%向公司支付工程建设收入。

跟踪期内，公司业务规模有所下降，2015年公司实现主营业务收入9.25亿元，同比下降12.57%，主要来自土地整理收入和工程建设收入。2015年，公司土地整理收入3.78亿元，因受房地产调整政策影响，阜阳市土地需求有所放缓导致该板块收入规模逐年减少；2015年，公司实现工程管理收入5.20亿元，主要由公司存续债券回购款和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%）；2015年，公司实现工程建设收入0.23亿元，较2014年有一定幅度下滑，工程建设收入系根据工程竣工结算金额的10%确认，收入规模与当期竣工工程量有关；2012年公司通过购买取得子公司安徽大联合保险代理有限公司并实现代理佣金收入，跟踪期内，该板块收入规模仍较小。

毛利率方面，2015年公司毛利率由2014年的72.29%上升至82.51%，主要由土地整理业务毛利率增长所致。2015年，公司土地整理业务毛利率为58.68%，较2014年增加22.62个百分点，系当年土地收储成本较小所致。

表5 2013~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

收入类别	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理收入	66300.00	97.28	67.23	44562.71	42.13	36.06	37835.95	40.90	58.68
工程管理收入	0.00	0.00	0.00	52551.00	49.68	100.00	52000.00	56.21	100.00
工程建设收入	1659.25	2.43	97.47	8472.35	8.01	90.48	2283.82	2.47	76.21
代理佣金收入	196.50	0.29	75.93	192.01	0.18	92.79	385.05	0.42	99.25
合计	68155.75	100.00	67.99	105778.07	29314.03	72.29	92504.82	100.00	82.51

资料来源：公司审计报告

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、沙颍河三角洲环境综合治理项目及阜阳城区棚户区改造项目投资额较大，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31.53亿元，截至2015年底，公司已完成投资12.68亿元。剩余投资将根据资金到位情况分期投入。

表6 截至2015年底公司城市路网项目列表

（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已投资额	项目描述
三清路	1.98	2.21	已完工，待审计
颍南路	2.31	0.43	可施工部分已完工
双清路	0.33	0.35	已完工
颍河西路	0.31	0.24	已完工
西清路	0.75	0.28	可施工部分已完工
七渔河路	0.61	0.22	东路正在施工，西路暂未实施
中清路	1.00	0.07	淮河路以北正在路基施工
一道河路	0.99	0.96	已完工，待审计

职教园区路网（9条路）	7.95	3.23	开工项目3条已完工，其余项目暂未实施
城区路网（14条路）	15.30	4.69	向阳路南延进行路面施工
合计	31.53	12.68	--

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2015年底，该项目已投入资金42.91亿元。中市办农民集中安置区、阜涡路一期、二期安置区，现工程已竣工验收。太和路安置区工程除三栋因拆迁原因未施工外，其余工程完成；路网工程中新建及改造道路共计11条，其中界首路、富安路、双河路、老泉河西路、涡阳北路、北京路工程已竣工，其余工程正在施工中；绿化工程中新建绿化项目4个，其中北京路绿化工程、北京路与界首路交口绿化工程已竣工。界首路绿化一期绿化工程已完成，园路铺装工程已扫尾。界首路绿化二期，因部分拆迁未到位无法施工外，其余工程基本结束；桥梁工程中，富安路桥工程已竣工验收。

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。跟踪期内，公司收到阜阳市财政局拨付的1.90亿元，将其计入工程管理收入。

截至2015年底，该项目已投入资金13.06亿元，完工比例约为80.47%。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 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2015年底，项目已投入资金额为19.68亿元。碧水云天二期安置区B区主体结构施工完成，正在进行装饰工程施工。和谐佳苑二期安置区拆迁工作完成，颍东区政府按照限房价、竞地价方式挂牌出让并监管实施，市城投负责回购安置房25.6万m²。振兴苑安置区已完工8.00万平方米，已投入使用。警营安置区已竣工验收；翰林安置区已开工建设面积8.00万平方米，其中一期已投入使用，二期正在进行主体结构

施工；中清安置区8栋楼已竣工验收。

⑤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2015年底，公司在建的其他基础设施项目总投资额4.59亿元，截至2015年底已投资3.55亿元（详见下表）。

表7 公司其他基础设施建设项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至2015年底已投资
阜阳市七渔河风景带景观工程	14391.18	11965.13
阜阳市淮河路（颍州南路-裕颖路）道路绿化改造工程	1081.23	1081.23
阜阳市颍东路下穿立交绿化工程	507.05	410.01
阜阳市淮河路（南京路-颍州南路）道路绿化改造工程	3883.34	2818.46
阜阳市南京路道路（淮河路-泉河桥）绿化及人行道改造工程	4487.41	983.63
阜颖路道路绿化工程	13761.61	13733.09
阜阳市一道河（中清路—中清河）景观设计及水生态治理工程	486.00	395.78
阜阳船闸重建绿化工程	1030.76	827.87
阜阳市南京路（三清路—S202）道路绿化工程	707.50	570.14
阜阳市三清路道路绿化工程	2679.51	1474.11
阜阳市泉河北岸风景带夜景灯光工程	1066.85	853.74
阜阳职教园绿化工程	1774.67	428.89
合计	45857.11	35542.08

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2015年底，阜阳市政府共向公司注入土地21076.87亩，扣除已出让的2920.21亩和已置换的2110.67亩，公司共有存量土地资产16045.99亩。截至2015年底，公司共通过土储中心出让土地2920.21亩，其中，2015年出让土地161.38亩。

表8 2011~2015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	135620.00
2015年	161.38	280.71	45301.18	37835.95

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营业收入，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。2013~2015年，公司土地整理成本分别为2.17亿元、2.85亿元和0.75亿元。

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。

总体看，公司土地整理业务逐年下降，且前期资金投入较大，未来土地资金回流具有一定不确定性，同时伴随存续债券回购款的陆续到位，工程管理收入将大幅减少，对公司收入造成较大影响。公司整体收入稳定性较差。

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年底，项目已投入资金额为19.68亿元，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2013~2015年财务数据已经华普天健会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。从合并范围看，2015年新纳入2家子公司，对公司财务数据影响小。

截至2015年底，公司（合并）资产总额657.98亿元，所有者权益为290.73亿元（含少数股东权益56.67亿元）；2015年，公司实现营业收入9.42亿元，利润总额4.14亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入9.42亿元，同比下降11.28%，主要系主要系工程管理收入和土地整理收入下降所致。2015年，公司营业成本1.74亿元，同比下降42.58%，高于营业收入降幅。2015年，公司实现营业利润1.64亿元，同比下降56.33%，主要受财务费用侵蚀所致。

从期间费用来看，公司期间费用由管理费用和财务费用构成，其中财务费用为主要构成。2015年，受债务规模快速扩张影响，公司期间费用快速增长，2015年，公司期间费用率由2014年的28.36%增长至57.92%，公司期间费用对利润总额侵蚀较大。

公司营业外收入主要由专项资金、个税返还和经费补贴等政府补贴构成，其中又以专项政府补助资金为主。2015年，公司获得专项政府补助资金2.50亿元，补贴收入的波动对公司利润总额影响较大，2015年，公司实现利润总额4.14亿元，同比下降51.64%。

从盈利指标来看，2015年，公司营业利润率为79.80%，呈上升趋势；同期，受资产规模快速扩张影响，公司总资产收益率和净资产收益率呈下降态势，2015年分别为0.82%和1.42%，公司整体盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，受工程管理收入和土地出让收入影响，公司营业收入下滑，债务规模扩张产生的财务费用对公司利润侵蚀程度高，阜阳市政府对公司的财政补贴规模波动对公司利润总额影响较大，公司整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务产生的现金流入。2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金10.15亿元，现金收入比为107.79%。2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金7.05亿元，包含与子公司的往来款款项以及购买土地支付的现金。2015年，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要系往来款和收到财政补助。2015年，公司经营活动均呈现现金净流入状态。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入为9.92亿元，主要是收回投资收到的现金；公司投资活动现金流出规模较大，主要为公司基建项目等产生的现金流出；2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-60.05亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动日趋频繁，2015年，公司筹资活动现金流入量为156.22亿元，较上年同期实现快速增长，主要融资方式是取得借款和发行债券，2015年，公司通过其他单位借款亦获得较大规模融资；筹资活动支出方面，主要用于偿还债务本息，2015年公司筹资活动现金流出为37.77亿元，偿还规模较大。

总体看，跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，公司各类活动现金流量规模快速扩张。公司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。

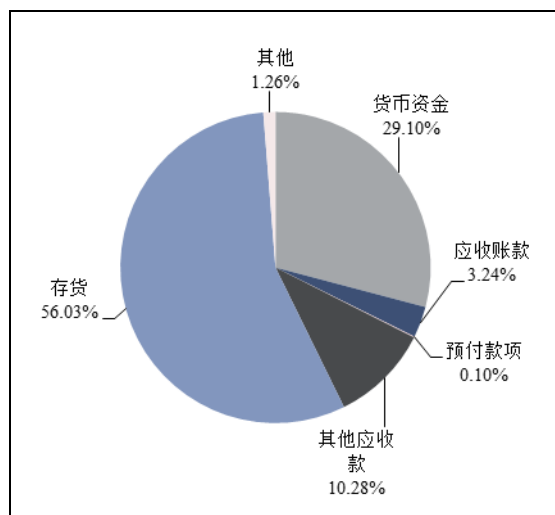
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 657.98 亿元，同比增长 31.59%，其中流动资产占 53.21%，非流动资产占 46.79%。

截至 2015 年底，公司流动资产 350.13 亿元，同比增长 30.87%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，其中存货占比 56.03%，成为公司流动资产最主要的构成。

图1 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 101.87 亿元，同比增长 160.07%，系公司向金融机构融资借款增加所致，无受限资金。

截至 2015 年，公司应收账款 11.33 亿元，同比增长 15.55%，主要系应收阜阳市财政局代建收入款，账龄为 1 年。从应收方来看，主要为颍上县财政局、阜阳市财政局，公司应收上述两单位款项合计占公司应收账款总额的 99.99%，公司未对上述款项计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司其他应收款净额为 36.00 亿元，同比增长 81.45%，主要系往来款增加所致。公司其他应收款主要为应收阜阳市颍东区财政局、阜阳市颍泉区财政局、阜阳经济技术开发区管理委员会和颍上县非税收入征收管理局的往来款和阜阳市国土资源储备发展

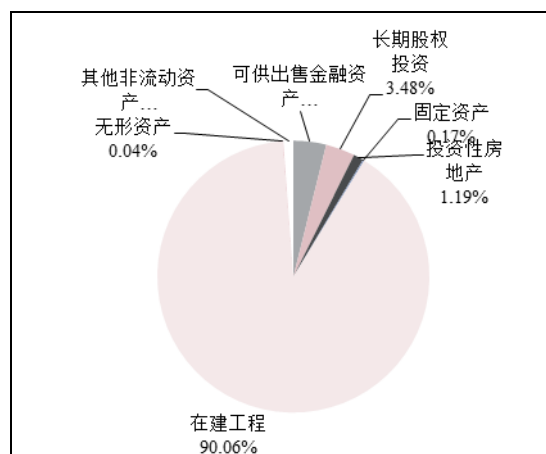
中心借款，公司前五名应收方合计占比 69.77%，集中程度一般。

截至 2015 年底，公司存货为 196.16 亿元，同比小幅增长 2.59%，公司存货资产中包括土地资产和开发成本。截至 2015 年底，公司存货项下土地资产账面价值 190.46 亿元，同比增长 1.09%，其中账面价值 90.05 亿元土地使用权已用于抵押。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 4.40 亿元，同比下降 41.29%，主要由理财产品构成，2015 年公司部分理财产品到期至该科目数额减少。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 307.85 亿元，同比增长 32.14%，其中可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程有较大幅度提升。

图2 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 11.98 亿元，同比增长 613.08%，除 2014 年底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等公司的股权投资外，2015 年，公司新增对阜阳华润电力、阜阳皖能建设公司和国元农业保险股份有限公司的股权投资，此外，公司新持有阜阳徽银城镇化一号基金和阜阳市浦银城市发展基金，上述两项合计持有 9.19 亿元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 10.71 亿元，同比增长 78.94%，主要系对阜阳南城投

资控股有限公司增资 2.00 亿元以及新增持有颍上县徽银城镇化建设一号基金 2.00 亿元所致。

截至 2015 年底，公司在建工程 277.23 亿元，同比增长 29.18%（62.63 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代建政府项目投入大幅增加所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产变现能力与阜阳市及下辖县市政府支付能力有直接关系，此外，公司近年扩大股权投资范围和规模，或为公司带来一定投资风险。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 290.73 亿元，同比增长 5.76%，其中少数股东权益 56.67 亿元，同比增长 7.65%。公司所有者权益的增长主要来自资本公积法定额度提取和未分配利润的增长。截至 2015 年底，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益 73.09%。总体看，跟踪期内，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 367.25 亿元，同比增长 69.55%，主要来自其他应付款和长期借款的快速增长。负债构成中，2015 年，公司流动负债占比 39.55%，较 2014 年的 42.12% 有所下降，与近年业务扩张有关，公司负债以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 145.24 亿元，同比增长 59.18%，主要系其他应付款和债务规模增长导致的应付利息快速增长所致。

截至 2015 年底，公司预收账款 2.65 亿元，同比增长 576.68%，主要系碧水云天一期与和谐佳苑一期项目进入预售期，公司收到上述两处项目的预收房款。

截至 2015 年底，公司其他应付款 108.01 亿元，同比增长 69.45%，主要为借款的增加所致。截至 2015 年底，公司其他应付款主要为与阜阳市及下辖区县的往来款和借款，其中有息部分已计入全部债务指标中核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 367.25

亿元，主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2015 年，公司非流动负债同比增长 69.55%，主要来自长期借款及新增的其他非流动负债。截至 2015 年底，公司其他非流动负债 47.83 亿元，包括部分信托借款和基金产品，有息部分已计入全部债务指标中核算。

截至 2015 年底，公司全部债务 214.27 亿元，其中短期债务 31.71 亿元（占 14.80%）；长期债务 182.56 亿元（占 85.20%）。2015 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 38.57%、42.43% 和 55.82%，公司债务负担有所增加。

总体看，跟踪期内，公司债务规模扩大，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 241.07% 和 106.01%；2015 年，公司经营现金流动负债比率为 2.70%，较上年同期的 38.60% 有较大下降。

从长期偿债能力看，2015 年，公司全部债务/EBITDA 为 51.28 倍，较 2014 年的 14.11 倍有较大幅度增长。总体看，跟踪期内，受公司举债规模快速增长影响，公司长期偿债能力一般且呈弱化趋势。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保总额 67.87 亿元，以公司 2015 年底经审计的净资产数据为基础测试，公司担保比率为 23.34%。担保金额较大的被担保方有阜阳兴达盛发展有限公司、阜阳市国土资源储备发展中心、太和县西城建设有限公司、阜阳市交通能源投资有限公司和阜阳市城南新区建设投资有限公司，均系阜阳市国有企业和单位，目前，被担保方均系经营正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表8 公司对外担保情况（单位：亿元）

公司名称	担保金额
阜阳兴达盛发展有限公司	12.00
阜阳市国土资源储备发展中心	10.57

太和县西城建设有限公司	10.00
阜阳市交通能源投资有限公司	8.73
阜阳市城南新区建设投资有限公司	7.00
阜阳投资发展集团有限公司	5.00
阜阳市城市资产经营有限责任公司	3.80
阜南县城南污水处理有限公司	2.45
阜阳市人民医院	2.00
颍上县慎祥实业有限公司	1.88
阜阳东兴建设投资有限责任公司	1.80
阜南县土地储备中心	1.00
阜阳兴泉发展有限公司	1.10
阜阳市金达煤炭有限公司	0.35
阜阳市绿景现代农业科技有限公司	0.20
合 计	67.87

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 401.00 亿元，已使用金额 289 亿元（涉及产业基金融资包含劣后级配比部分 20%），尚有 112 亿元可供额度，公司外部融资渠道畅通。

总体看，综合考虑公司财务指标、对外担保、融券便利性以及阜阳市政府对公司多方面的支持等方面因素，公司整体偿债能力较强。

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 2016 年 6 月 14 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；在项目回购和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、存续债券偿债能力分析

截至2015年底，公司存续期债券合计16亿

元，具体为2014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2015年EBITDA为2017~2021年每年待偿还本金的1.31倍，EBITDA值对待偿还债券的覆盖能力尚可。

2015年，经营活动现金流入量为12.66亿元，为每年待偿还本金的3.96倍；2015年公司经营活动现金流量净额为3.91亿元，为每年待偿还本金的1.22倍。经营活动现金流入量对2017~2021年每年分期偿还债券的覆盖能力较好。

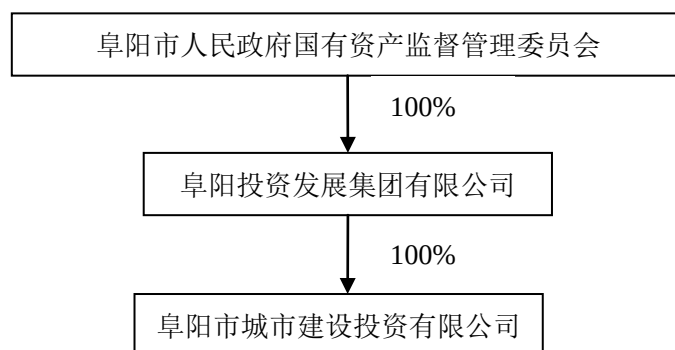
“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”募投项目均为阜阳城区棚户区改造项目。根据公司与阜阳市政府签订的《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书》及《阜阳城区棚户区改造项目委托代建（BT）协议书之补充协议》，阜阳市政府将对阜阳城区棚户区改造项目进行回购，回购价款总额为36.39亿元，为“14阜阳01/14阜阳城投债01”及“14阜阳02/14阜阳城投债02”本金的倍（存续期总回购款保障倍数为2.27倍），且本期债券还本付息的现金流与项目回购款的现金流较为匹配，债券当年的还本付息资金基本可以通过当年项目的回购款解决。

综上，“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。

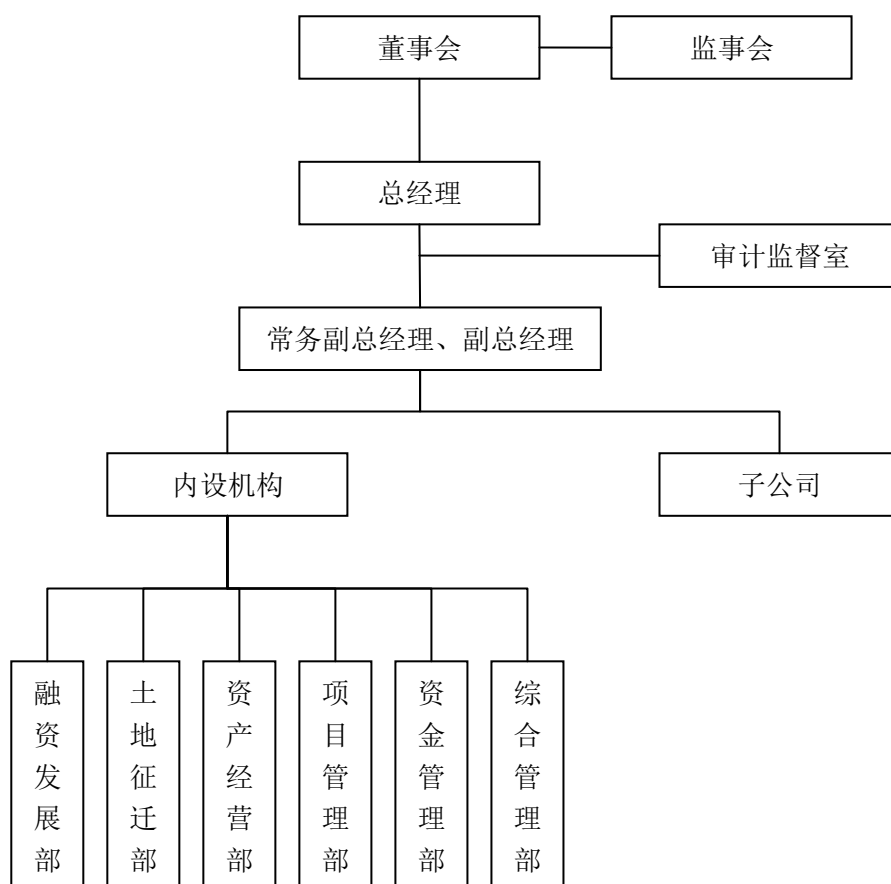
十一、结论

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 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.41	39.17	101.87
资产总额(亿元)	233.08	500.04	657.98
所有者权益(亿元)	147.04	274.89	290.73
短期债务(亿元)	16.63	26.05	31.71
长期债务(亿元)	64.11	135.20	182.56
全部债务(亿元)	80.73	161.25	214.27
营业收入(亿元)	6.82	10.62	9.42
利润总额(亿元)	5.49	8.56	4.14
EBITDA(亿元)	5.78	11.43	4.18
经营性净现金流(亿元)	11.79	35.22	3.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.64	1.04	0.89
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.01
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比(%)	177.53	245.21	107.79
营业利润率(%)	67.98	71.31	79.80
总资本收益率(%)	2.54	2.59	0.82
净资产收益率(%)	3.73	3.11	1.42
长期债务资本化比率(%)	30.36	32.97	38.57
全部债务资本化比率(%)	35.45	36.97	42.43
资产负债率(%)	36.91	43.32	55.82
流动比率(%)	588.90	293.22	241.07
速动比率(%)	126.16	83.65	106.01
经营现金流动负债比(%)	49.74	38.60	2.70
全部债务/EBITDA(倍)	13.97	14.11	51.28

注：已将其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中有息部分分别计入长、短期债务测算。

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。