

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1688 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将安徽建工集团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，并维持“14皖建工CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

安徽建工集团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 皖建工 CP001	6 亿 元	2014/09/03- 2015/09/03	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.43	34.21	26.41	33.90
资产总额(亿元)	224.30	246.70	277.80	289.92
所有者权益(亿元)	40.41	45.87	55.72	56.17
短期债务(亿元)	38.41	57.12	61.22	63.76
全部债务(亿元)	55.68	80.29	94.41	99.01
营业收入(亿元)	270.39	325.19	345.38	78.91
利润总额(亿元)	8.30	10.48	10.48	1.36
EBITDA(亿元)	12.53	16.41	19.49	--
经营性净现金流(亿元)	-4.22	-1.66	-16.54	-5.59
营业利润率(%)	6.89	6.42	6.41	4.92
净资产收益率(%)	16.64	18.79	14.58	--
资产负债率(%)	81.98	81.41	79.94	80.62
全部债务资本化比率(%)	57.94	63.64	62.88	63.80
流动比率(%)	105.86	107.15	116.49	116.55
全部债务/EBITDA(倍)	4.44	4.89	4.84	--
经营现金流流动负债比(%)	-2.54	-0.94	-8.80	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计; 2013 年数据采用 2014 年期初数据; 其他流动负债中的有息债务已调整计入短期债务; 长期应付款和其他非流动负债中有息债务已计入长期债务; 2013 年财务数据采用 2014 年审计报告期初数。

分析师

熊睿哲 杜蜀萍

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

跟踪期内, 安徽建工集团有限公司(以下简称“安徽建工”或“公司”)作为安徽省内建筑施工行业的龙头企业, 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。同时, 公司资产及权益规模不断扩大, 营业收入和营业利润持续快速增长, 土地储备规模大, 新签合约金额大、项目储备充足, 整体发展态势良好。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内公司债务规模上升、近年来经营性现金流持续为负等因素可能对其信用状况产生不利影响。

未来, 随着公司新签项目的开工建设, 以及对省外和海外市场不断拓展, 公司营业收入及利润总额有望继续保持增长, 竞争实力有望进一步增强。

综上, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“14 皖建工 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司业务规模不断扩大, 营业收入和营业利润持续增长。
2. 公司建筑施工新签合同额保持增长, 房地产业务土地储备规模大
3. 公司经营活动现金流入和现金类资产对“14 皖建工 CP001”保障较强。
4. 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。

关注

1. 跟踪期内, 公司债务规模上升, 债务负担较重。
2. 公司加大房地产业务规模, 增加土地储备, 经营性净现金流为负。

3. 房地产行业受政策调控影响大，未来公司房地产业务发展存在不确定性。

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）与安徽建工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与安徽建工集团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，未因安徽建工集团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建工集团有限公司提供，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至“14 皖建工 CP001”到期日有效；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建工集团有限公司主体长期信用及“14 皖建工 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

安徽建工集团有限公司（以下简称“公司”或“安徽建工”）是安徽省人民政府所属的以工程承包为主，跨行业、跨国经营的省属大型国有企业。公司创建于 1952 年，1980 年改称安徽建筑工程总公司，1996 年经安徽省人民政府批准，改制为安徽建工集团有限公司。后经多次注资，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 59645.34 万元，安徽省国有资产监督管理委员会持有 100.00% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围主要为各类工程建设项目总承包；房屋建筑、公路、市政公用、水利水电、矿山、铁路、冶炼、石油化工（不含危险品）、港口与航道、城市园林绿化；各类工程专业承包；建筑装修装饰、公路路基、公路路面、桥梁、隧道、炉窑、建筑幕墙、消防设施、钢结构、机电设备安装、河湖整治、起重设备安装；对外工程承包和劳务合作。国际国内商贸服务；交通建设投资；建筑材料的生产与销售，建筑机械制造、经销与租赁，建筑工程勘察设计，建筑和交通研发、咨询、检测、监理。

截至 2015 年 3 月底，公司总部设置了办公室、人力资源部、财务资产部、审计部、发展规划部等 19 个职能部门；拥有海外发展和国内工程两家分公司、20 家全资子公司，1 家控股（参）公司和 1 家事业单位。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 277.80 亿元，所有者权益 55.72 亿元（其中少数股东权益 18.14 亿元）；2014 年，公司合并口径实现营业收入 345.38 亿元，实现利润总额 10.48 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额

289.92 亿元，所有者权益 56.17 亿元（其中少数股东权益 18.12 亿元）；2015 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 78.91 亿元，实现利润总额 1.36 亿元。

公司注册地址：合肥市包河区芜湖路 325 号；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%;地方一般公共财政收入(本级)75860 亿元,比上年增长 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,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 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。

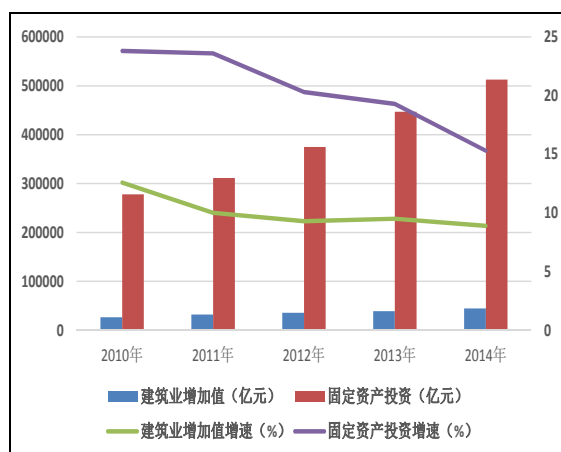
四、行业及区域经济环境

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的投资支持下,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。

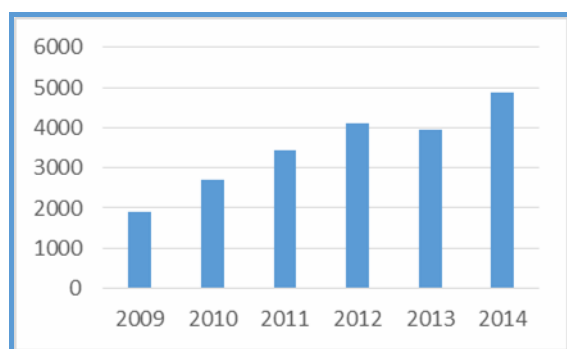
同时 2014 年房地产市场持续低迷,城市住宅市场成交量同比下降较快,住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水利建设规模持续增长,铁路建设投资不断恢复,以及政府保障房投资力度加大等利好因素,建筑业发展环境仍较好。

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。2014 年中国水利建设

投资达到 4881 亿元，其中中央投资 1627 亿元，分别较上年增长 11%、15.6%。若 2015 年投资增速持平，中央投资将超过 1800 亿元，总投资超过 5300 亿元。2015 年政府工作报告中披露，未来水利建设重大项目投资将达到 8000 亿元，对水利建设行业的未来发展带来了积极的影响。

图 2 2009 年以来中国水利建设投资情况

(单位：亿元)



资料来源：水利发展统计公报

截至 2014 年底，中国水电装机容量 3.02 亿千瓦，同比增长 7.9%。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。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。而未来 5~10 年的水利行业的建设重点将放在防洪工程建设、水资源工程、农田水利工程上，并由此将带来大量的建筑工程需求。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。2012~2014 年，全国财政水利资金累计投入 12952 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。

综合而言，水利建设是现代经济社会发展的基础和支持；中央及地方政府关注水利，水利成为国家基础设施建设的优先领域，水利行业有着重大的发展机遇。

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	
区域龙头	中国交通建设集团	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。
	浦东建设	
	上海建工	
	北京建工	
外资企业	其他省属建工企业	
	Shimizu（日本清水）	
其他中小建筑企业	Skanska（瑞典斯堪斯卡）	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

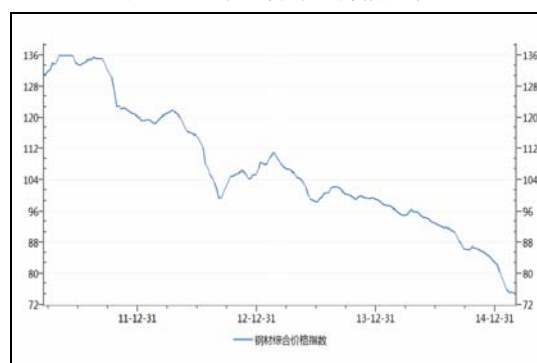
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争

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。

图 3 近年钢材综合价格指数



资料来源：wind 资讯

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。

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、棚户区改造等有效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》，2014年安徽省，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)，比上年增加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，比上年增加 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中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

2014 年，由于缺少验资报告，中兴财光华会计师事务所未将公司子公司安徽省水利建筑工程总公司的注册资本纳入合并报表，导致

2013 年、2014 年合并财务报表的注册资本少于 2012 年。但公司实际产权状况没有改变，公司已将该子公司注册资本纳入 2015 年一季度财务报表。

2. 企业规模

截至 2014 年底，公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级、建筑装修装饰工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、公路总承包一级、水利水电总承包一级、炉窑工程专业承包一级资质以及国家商务部批准的境外承包工程、劳务经营权和对外援助成套项目施工任务实施企业资格等资质 130 多项，其中特级资质 1 项，一级资质 70 多项。综合来看，公司资质齐全，综合实力强。

截至 2014 年底，安徽建工先后承建了大批国家、省、市重点工程和“高、精、尖、特”建设项目，荣获鲁班奖 11 项、国家银质工程奖 2 项、国家土木工程詹天佑奖 2 项、大禹奖 2 项、全国市政金杯示范工程奖 1 项，以及 170 余项省（部）级建筑工程质量奖。在国际市场上，安徽建工作为国内最早一批拥有对外工程承包经营权的知名企业，有着丰富的跨国施工管理经验，所承揽的工程遍布五大洲 40 多个国家和地区，一大批工程获得国家外交部、商务部通报嘉奖。

总体看，公司建筑资质齐全且等级较高，施工品质良好，综合实力较强，在安徽省内市场竞争力较强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，2014 年，公司实现营业收入 345.38 亿元，同比增长 6.21%。其中工程施工业务实现收入 324.24 亿元，房地产业务实现收入 11.26 亿元，其他业务实现收入 9.88 亿元；

各项业务毛利率较 2013 年略有上升，整体毛利率为 9.77%。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 78.91 亿元，同比上升 4.15%。其中工程施工业务实现收入 74.40 亿元，房地产业务实现收入 2.69 亿元，其他业务实现收入 1.81 亿元；各

项业务毛利率较 2014 年略有下降，整体毛利率为 8.26%，较 2014 年下降 1.51 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，盈利能力基本保持稳定。

表 2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	252.29	93.30	8.42	306.83	94.35	8.23	324.24	93.88	8.33	74.40	94.29	6.61
房地产	8.51	3.15	45.25	9.77	3.01	41.69	11.26	3.26	44.28	2.69	3.41	43.21
其他	9.60	3.55	28.26	8.59	2.64	25.06	9.88	2.86	26.28	1.81	2.30	24.21
合计	270.39	100.00	10.28	325.19	100.00	9.68	345.38	100	9.77	78.91	100	8.26

资料来源：公司提供

1. 生产经营

（1）工程施工业务

工程施工业务收入是公司的核心业务，是营业收入和利润的最主要来源。近年来受益于中国城市化进程的不断推进和房地产行业的快速发展，工程施工板块业务收入、工程总产值及新签合同额均不断增长。

业务承揽

跟踪期内，尽管房地产行业发展有所减速，但城市化进程仍然在持续，公司建筑施工业务的新签合同额稳定增长，2014 年公司新签合同金额为 510.42 亿元，同比增长 18.74%；2015 年 1~3 月，新签合同额达 115.19 亿元。

表 3 公司工程施工业务承揽情况
（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
工程总产值	357.86	427.62	479.00	88.00
新签合同额	394.02	429.85	510.42	115.19
施工工程个数	1238	1286	1419	1330

资料来源：公司提供

运营模式

工程承包模式方面，目前公司以总承包为

主，此外还包括 BT、BOT 及 EPC 模式项目。2014 年，公司总承包金额为 505.32 亿元，占当年新签合同总金额的 99.00%。

表 4 公司运营模式（单位：万元）

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度
合同总金额	3940155	4298518	5104219
其中：总承包	3214971	4229626	5053176
BT/BOT	300227	68892	51042
EPC	424957	--	--

资料来源：公司提供

2014 年新签 BT 项目合同总金额为 5.10 亿元，较 2012 年和 2013 年大幅下降。目前公司主要在建 BT 项目计划总投资 57.88 亿元，截至 2015 年 3 月底累计投资 48.20 亿元。公司 BT 项目验工决算后，子公司安徽省水利建筑工程总公司的应回款项计入“应收账款”科目，其他子公司的应回款项计入“长期应收款”科目。公司 BT 项目业主方基本为省级或市级直属的项目公司或事业性单位，后续回款较为保障。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司主要在建 BT 项目（单位：亿元）

项目名称	业主方	总投资	截至 2015 年 3 月底累计完成投资	计划建设期间	回款安排
马鞍山 205 国道 BT 建设项目	马鞍山市公路管理局	16.09	15.96	2011.8.15~2014.6（预计）	交工验收合格之日起 12 个月，回购总金额 1/3；交工验收合格之日起 24 个月，回购总金额 1/3；交工验收合格之日起 36 个月，回购总金额 1/3。
陕西咸阳秦汉大道 BT 项目	咸阳市经渭新区管理委员会	5.9	7.24	2011.12.26~20.14.12（预计）	总工程量分二期结算、二期回购。第一次回购为完成第一期工程量（合同总造价的 50%）的六个月后，比例为 30%，以下三期为每半年回购一次，比例为 30%、20%、20%。二期回购与一期相同。
陕西咸阳正阳大桥	咸阳市经渭新区管理委员会	7.85	2.49	2013.12.31~2015.12（预计）	投入 3.5 亿元资金用于工程的前期建设，前期投资的资金在交工验收后分三年支付，分别为交工验收后 12 个月、24 个月、36 个月内各支付前期垫资额的 1/3 及利息。
惠阳环城路	惠阳市政府	3.54	3.71	2009.10-2014.05	决算后一年分四期等额回购
龙子湖环湖道路及东公园起步建设	蚌埠经济开发区管理委员会	4.5	4.45	2011.8~2014.8（预计）	本年支付上年度结算款的 60%，6 个月后支付上年结算款的 25%，年底支付上年结算款的 25%。
龙子湖北公园二期建设（含胜利东路改造）	蚌埠经济开发区管理委员会	4	4.40	2009.5~2014.6（预计）	本年支付上年度结算款的 60%，6 个月后支付上年结算款的 25%，年底支付上年结算款的 25%。
锥子山佛教文化园	蚌埠经济开发区管理委员会	4	0.49	2012.1~2014.12（预计）	本年支付上年度结算款的 60%，6 个月后支付上年结算款的 25%，年底支付上年结算款的 25%。
蚌埠龙子湖龙湖嘉园公租房 BT	蚌埠经济开发区管理委员会	12	9.46	2011.5~2015.6（预计）	本年支付上年度结算款的 60%，6 个月后支付上年结算款的 25%，年底支付上年结算款的 25%。
小计		57.88	48.20		

资料来源：公司提供

总体看，尽管公司 BT 项目资金需求趋于平缓，但由于整体业务规模不断加大，未来仍可能给公司带来了一定的资金压力。

业务区域

业务区域分布看，公司建筑施工业务的发展一直坚持“省内省外并重、国内国外并举”的经营方针。2014 年和 2015 年 1~3 月，公司在安徽省内产值总额分别为 290.19 亿元和 75.58 亿元，在公司总产值中的占比分别为 56.85%和 65.61%。

在稳固安徽省内市场的同时，为降低单一市场风险，保持业务的较快增长，近年来公司

重点开拓安徽省外市场并取得了明显成效，2014 年以来尤为显著，施工业务区域结构逐步多元化。2014 年和 2015 年 1~3 月，公司省外工程总产值分别为 167.56 亿元和 37.85 亿元。

跟踪期内，海外公司快速发展，2014 年海外工程合同总金额 126 亿元，竣工面积 32.30 万平方米，实现收入 12.56 亿元。

表 6 2012~2014 年海外公司经营情况（单位：亿元）

年份	产值	竣工面积（万平方米）	收入	合同总额	利润总额
2012	20.28	22.97	14.70	58.15	0.67

2013	24.00	40.01	16.02	80.14	0.72
2014	21.25	32.30	12.56	126.00	0.93

资料来源：公司提供

总体看公司在安徽省内业务量仍占主导地位，但占比持续下降，省外市场发展迅速。同时，公司海外业务快速发展，但公司业务主要集中在非洲等地区，面临较大的政治和经济风险，对公司经营管理和风险控制提出了更高的要求。

(2) 房地产业务

房地产业务是公司的第二主业，是公司利润的重要来源，公司坚持稳步发展房地产的战略，目前项目主要位于安徽省内三四线城市和县城。2014年以来，受房地产市场波动的影响，房地产板块的签约销售收入有所下滑，但毛利润依然保持较高水平。

公司房地产项目主要分布于合肥市境内以及安徽省内池州、滁州、蚌埠、六安、马鞍山、芜湖南陵等地区，产品主要定位于中端消费市场，以自住性住房需求为主要目标市场，以中小户型住宅开发为主力产品，发展定位明确，与国家房地产产业政策相符合，受房地产市场调控影响较小。公司通过多年的房地产开发，积累了较丰富的房地产开发和管理经验，拥有稳定的管理团队和较高水准的专业技术人员，并为房地产业务的持续发展储备了一定的资源。同时借助公司在房屋建筑工程领域的深厚实力和经验，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。

表7 公司房地产业务经营情况

(单位：万平方米、亿元)

项目	开工面积	竣工面积	签约销售面积	签约销售收入	确认收入
2012年	37.92	22.89	23.90	11.63	8.51
2013年	29.73	30.63	37.12	18.74	9.77
2014年	47.00	18.74	22.33	10.26	11.26

2015年1-3月	16.76	1.35	5.20	2.66	2.69
-----------	-------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

2014年，公司房地产签约销售均价为4594.72元/平方米，较2013年下降8.99%；2014年公司实现房地产签约销售面积22.33万平方米，较2013年下降39.84%。

土地储备方面，截至2015年3月底，尚有土地储备约981.24亩，公司2014年通过招拍挂取得大量土地。

表8 2015年3月底公司储备土地情况

(单位：亩、亿元)

项目	土地面积	位置	取得方式	获取成本	取得时间
撮镇锦绣花园	90.00	合肥撮镇镇	出让	0.76	2009.07
天长项目	75.70	安徽天长市	竞拍	1.07	2013.09
宿松项目	94.00	安徽宿松县	竞拍	2.01	2014.01
和顺第九街区	51.70	蚌埠禹会区	挂牌	1.84	2014.5
东方花园住宅用地	15.00	肥东县新城区	挂牌	0.01	2003.8
东方花园商业用地	50.00	肥东县新城区	挂牌	0.02	2003.8
庐江和顺新天地	104.97	庐城镇合铜路以东，建设路以北	挂牌	2.79	2014.7.16
和顺名都城南苑	123.50	学海路东侧、东海大道北侧	挂牌	2.12	2014.9
和顺名都城北苑	160.00	学海路东侧、向湖路南侧	挂牌	2.74	2014.9
滁州和顺	216.37	滁州仁和路与东坡路交叉口东北侧	挂牌	3.46	2015.1.16
合计	981.24			16.83	

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产业务在安徽省内三四

线城市发展多年，目前也进入稳定发展期，在售和在建项目具备一定规模，前期土地储备成本较低，利润空间较大，但也存在一定房地产行业下滑，影响公司业绩的风险。

（3）其他业务

公司其它业务主要包括建筑施工业务的勘察设计、咨询和海外劳务派遣等，2014 年和 2015 年 1~3 月，公司其他业务收入分别为 9.88 亿元和 1.81 亿元，占公司营业收入的比重分别为 2.86%和 2.30%。公司其他类业务收入占比低，对公司整体经营情况影响小。

公司以建筑施工为核心，并以此为基础拓展设计、科研、培训等业务。整体看，主营业务突出，历年来公司工程施工业务规模均在 93%以上，其他业务收入对公司收入形成了一定补充，但对公司业绩影响小。

2. 经营效率

2014 年，公司存货周转次数和总资产周转次数有所下降，分别为 5.18 次和 1.32 次，销售债权周转次数有所上升，为 4.91 次。整体看，公司资产经营效率尚可。

八、财务分析

公司提供了经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告，2015 年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围看，公司并表范围子公司 22 家；从变化来看，公司 2014 年及 2015 年一季度报表合并范围无变化，公司财务可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 277.80 亿元，所有者权益 55.72 亿元（其中少数股东权益 18.14 亿元）；2014 年，公司合并口径实现营业收入 345.38 亿元，实现利润总额 10.48 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 289.92 亿元，所有者权益 56.17 亿元（其中少

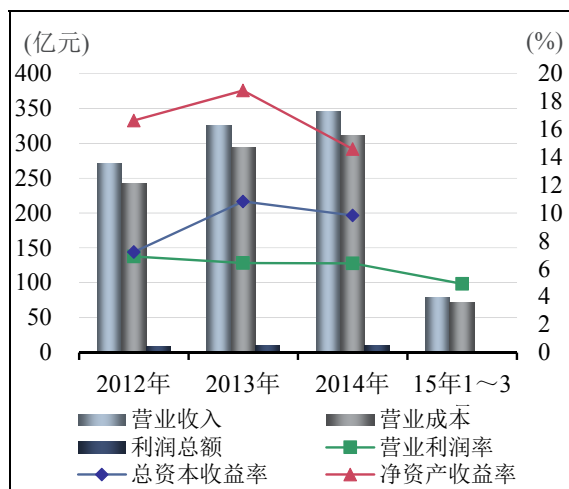
数股东权益 18.12 亿元）；2015 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 78.91 亿元，实现利润总额 1.36 亿元。

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 345.38 亿元，2015 年 1~3 月公司实现营业收入 78.91 亿元，较 2014 年同期增长 4.15%。公司营业收入主要为建筑施工收入，另有少部分房地产销售和 design、科研及培训服务收入等其他类收入。毛利率方面，建筑施工行业特性决定了公司建筑施工及总包业务的毛利率不高，2014 年公司工程施工毛利率为 8.33%，2015 年 1~3 月公司工程施工毛利率为 6.61%。房地产、设计、科研、培训、海外劳务、劳务派遣等收入规模不大，但毛利率较高，在一定程度上提升了公司综合毛利率。2014 年公司综合毛利率为 9.77%，较 2013 年上升 0.09 个百分点，2015 年 1~3 月公司综合毛利率为 8.26%。

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 11.62 亿元，期间费用占主营业务收入比为 3.36%，较 2013 年上升 0.11 个百分点，主要系管理费用上升所致；2015 年 1~3 月为 2.64 亿元，期间费用占主营业务收入比为 3.35%，较 2014 年下降 0.01 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 3.92 亿元，2015 年 1~3 月为 0.56 亿元。

图4 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

2014年，受营业收入增长的影响，公司营业利润为10.06亿元，较2013年增长1.71%。2015年1~3月，公司营业利润为1.37亿元，同比增长4.13%。

从主要盈利指标看，2014年，公司营业利润率为6.41%，较2013年下降0.01个百分点；公司净资产收益率为14.58%，较上年下降4.21个百分点；公司总资本收益率为9.63%，较上年下降1.62个百分点。

总体看，跟踪期内，政府对基础设施建设的投入加大，为公司的发展创造了有利的外部环境，公司的收入和营业利润随着业务量的增长而稳定增长。但是，建筑施工领域激烈的竞争、人工成本的持续上升、政府对房地产的政策调控变动等因素也将对公司盈利能力提出了挑战。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年现金收入比为87.95%，较2013年提高7.60个百分点，公司收入实现质量较2013年有较大改善，主要系已完工BT项目逐渐进入回购期，而新开工BT项目较少所致。2014年公司经营活动现金流入为390.15亿元，较2013年下降13.44%，主要系会计事务所将部分原计入经营活动的有关现金调入到筹资活动导致收到其他与经营活动有关的

现金大幅减少所致；公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2014年为303.75亿元，同比增长16.25%；2015年1~3月公司经营活动现金流入为135.85亿元，较2014年同期增长11.57%；公司经营活动现金流出变化与流入基本对应，2014年为406.70亿元，2015年1~3月为141.44亿元，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，并且支付其他与经营活动有关的现金大幅下降。公司收到或支付的其他与经营活动有关的现金主要为各类保证金（投标保证金、履约保证金、工程质量保证金、农民工保证金等）以及项目前期垫资等的收回与支付。公司经营性现金流持续为负，2014年公司经营性现金净流出16.54亿元，主要系子公司安徽水利开发股份有限公司（以下简称“安徽水利”）购买土地支付大量土地出让金所致。

从投资活动来看，跟踪期内，公司投资活动表现为净流出。2014年公司投资活动流入主要是收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，两者分别为1.65亿元和1.04亿元。2014年公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金，为5.58亿元。2014年公司收回投资收到的现金和投资支付的现金大幅减少，主要系2014年公司暂停购买理财产品导致这两项科目规模迅速减少。2015年1~3月投资活动现金流大幅增长，主要表现为收回投资收到的现金和投资支付的现金大幅增长，分别为96.75亿元和94.75亿元，主要系公司为实现归集资金的保值增值，恢复购买大量短期理财产品所致。2014年及2015年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.38亿元和2.05亿元。

从筹资活动来看，2014年公司筹资活动产生的现金流入和流出主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金。2014年公司筹资活动现金流入为86.66亿元；筹资活动现金流出为74.72亿元。2015年1~3月，公司筹资活动产生的现金流入和流出主要为收到和支付其他与筹

资活动有关的现金，主要为一些频繁的内部借款及利息收支。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11.93亿元和-4.03亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模较大，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277.80亿元，同比增长12.61%。公司资产规模的提升一方面是因为随着建筑施工业务量的增长，公司的预付账款、存货的增加导致流动资产规模显著上升；另一方面，是长期应收款（含转入一年内到期的非流动资产）及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78.80%），符合建筑行业的特点。

截至2014年底，公司流动资产为218.91亿元，同比增长15.39%，主要系存货大幅增长所致。流动资产构成以货币资金（占11.83%）、应收账款（占30.35%）、其他应收款（占9.68%）和存货（占32.54%）为主。

截至2014年底，公司货币资金25.89亿元，同比下降23.94%。其中，银行存款18.05亿元，其他货币资金7.61亿元（主要是银行保函保证金、银行承兑汇票的保证金）。

截至2014年底，公司应收账款为66.44亿元，主要为应收工程款，同比下降9.76%。从账龄看，一年以内的占82.55%，一至二年的占11.64%，少量应收账款账龄较长；从还款来源看，公司承接的项目多为省市重点工程项目，且业主大多为省级或市级直属的项目公司或事业性单位，工程款来源有保障。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5.16亿元，计提较为充分。

截至2014年底，公司预付款项为14.17亿元，较上年增长93.69%。从账龄看，一年以内

的占80.63%。

公司其他应收款主要是工程履约保证金和往来款。截至2014年底为21.18亿元，同比下降14.81%。公司其他应收款综合账龄较短以一年以内的为主（占83.24%），公司已计提其他应收账款坏账准备1.00亿元。

公司存货主要包括库存材料、周转材料、工程施工、自制半成品及在产品，其中以工程施工和房地产的开发成本为主。截至2014年底，公司存货71.23亿元，同比增长44.86%。

公司一年内到期的非流动资产为一年内到期的长期应收款，是BT项目回款，截至2014年底，为14.98亿元。

公司其他流动资产主要为理财产品，截至2014年底，为4.46亿元。

截至2014年底，公司非流动资产为58.89亿元。非流动资产主要由长期应收款（占30.16%）、在建工程（占17.63%）、固定资产（占27.45%）和投资性房地产（占14.75%）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17.76亿元，较2013年底下降32.97%，主要系部分应收款即将到期收回转到一年内到期的长期应收款科目里。

公司投资性房地产主要是用于租赁的房屋及土地使用权，具体是指办公用地及开发用地的使用权，以及蚌埠锦江大酒店、安徽水利仓库等经营资产部分用于长期出租的房屋产权。截至2014年底，公司投资性房地产为8.69亿元，公司按照成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量。

截至2014年底，公司固定资产净额为16.17亿元，公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物。

截至2014年底，公司在建工程为10.39亿元，主要为子公司安徽水利投资建设的恒远水电站项目10.24亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额289.92亿元，流动资产和非流动资产分别占79.41%、

20.59%，流动资产占比略有上升。变化主要来自于货币资金和应收账款的增长。

总体来看，公司资产规模扩张较快，以流动资产为主，资产流动性尚可，资产质量尚可。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计55.72亿元（其中少数股东权益18.14亿元），较上年增长21.49%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。归属母公司所有者权益以实收资本（13.85%）、资本公积（11.42%）、其他综合收益（占16.54%）和未分配利润（53.29%）为主。2014年底公司其他综合收益为6.22亿元，主要为自用房地产或作为存货的房地产转为以公允价值模式计量的投资性房地产所产生的增值。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计56.17亿元，较上年末增加0.81%。整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

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222.08亿元，主要是由预收款项大幅增长所致。从负债结构看，流动负债占84.62%，非流动负债占15.38%，公司负债以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债为187.92亿元，以短期借款（占19.96%）、应付账款（占28.59%）、预收款项（20.84%）和其他应付款（占12.88%）为主。

截至2014年底，公司短期借款为37.51亿元，同比下降6.08%。其中质押借款占3.90%，抵押借款占1.51%，保证借款占81.07%，信用借款占13.52%。

截至2014年底公司应付账款为53.73亿元。从账龄看，公司应付账款以一年以内的为主（占57.29%），综合账龄较短；另外，工程总-分包模式导致公司应付账款较为分散。总体看，公司应收账款账龄短，但较为分散。

公司预收账款主要为工程款和房地产销售款，截至2014年底为39.16亿元，同比增长

131.38%。

公司其他应付款主要由应付分包管理费和未结算保证金构成。截至2014年底为24.20亿元。从账龄上看，1年以内的占47.54%，1至2年的占20.37%，2至3年占18.28%。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为11.77亿元，其中11.77亿元为一年内到期的长期借款和信托借款，计入短期债务。

截至2014年底，公司其他流动负债7.09亿元，主要由未到期短期融资券和短期应付债券构成，计入短期债务。

公司非流动负债主要由长期借款构成。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27.97亿元。公司长期借款（含一年内到期的长期借款）由信用借款（4.33亿元）、保证借款（25.95亿元）和质押借款（6.46亿元）构成。公司长期应付款为融资租赁款，应计入长期债务。公司其他非流动负债为信托融资款，计入长期债务。

截至2014年底，公司全部债务为94.41亿元，其中短期债务61.22亿元，占比64.84%；长期债务33.19亿元，占比35.16%。从债务指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率同比下降、长期债务资本化比率同比上升，2014年分别为79.94%、62.88%和37.32%。公司债务负担较重。

截至2015年3月底，公司负债总额233.75亿元，较2014年底增长5.25%；公司有息债务99.01亿元，2014年底增长4.87%；截至2015年3月底，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80.62%、63.80%和38.56%，均较2014年底有所上升。

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，债务负担较重，符合行业特点。

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分别为116.49%、78.59%；2015

年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 116.55%、82.54%，较 2014 年底有所上升。2014 年，公司经营现金流动负债比为-8.80%，考虑到公司经营活动现金流入量规模较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，公司 EBITDA 规模快速增长，2014 年为 19.49 亿元；同期，全部债务/EBITDA 为 4.84 倍。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为 278.53 亿元，尚未使用额度为 135.38 亿元。公司间接融资渠道较畅通。同时，公司下属子公司安徽水利为上市公司，公司直接融资渠道通畅。

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：G10340111002101500），截至 2015 年 7 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良贷款、票据贴现、银行承兑汇票、信用证等信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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，项目储备充足。公司整体抗风险能力强。

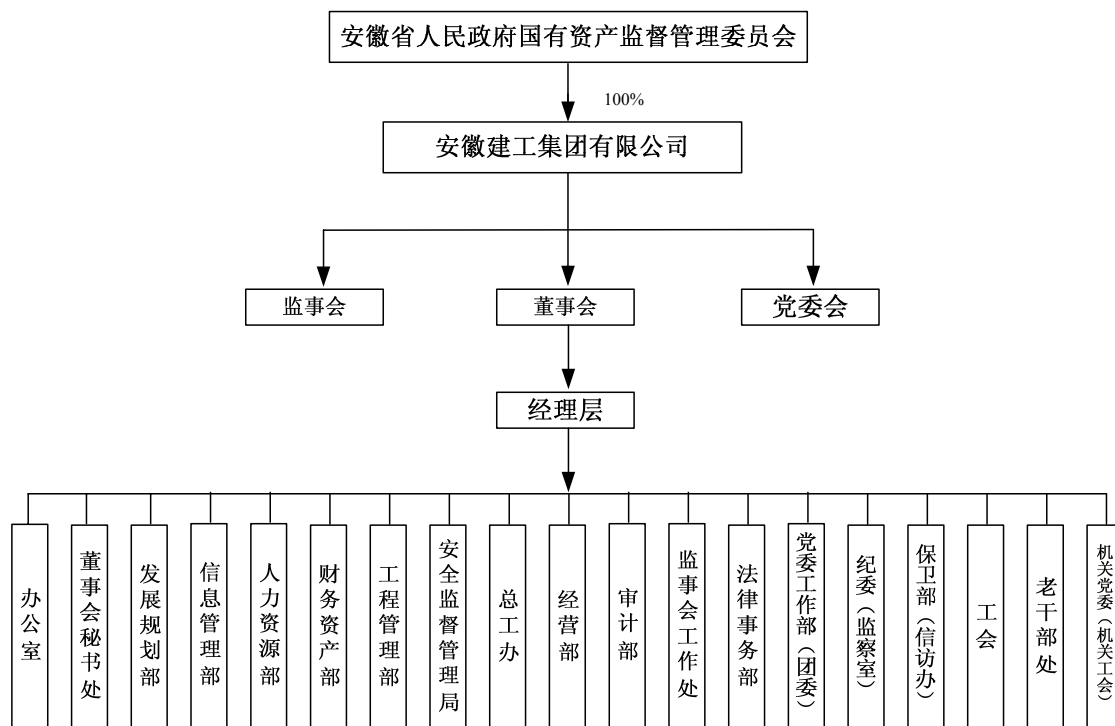
7. 存续期内债券偿还能力

“14 皖建工 CP001”发行额度 6 亿元。2014 年，公司经营活动现金流入量为 65.03 亿元，为“14 皖建工 CP001”待偿还本金的 10.83 倍。截至 2014 年底，公司现金类资产（扣除保函保证金和票据保证金）为 18.80 亿元，为“14 皖建工 CP001”待偿还本金的 3.13 倍。整体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 皖建工 CP001”保障能力较强。

九、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，并维持“14 皖建工 CP001” A-1 的信用等级。

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)	25.43	34.21	26.41	33.90
资产总额(亿元)	224.30	246.70	277.80	289.92
所有者权益(亿元)	40.41	45.87	55.72	56.17
短期债务(亿元)	38.41	57.12	61.22	63.76
长期债务(亿元)	17.27	23.17	33.19	35.25
全部债务(亿元)	55.68	80.29	94.41	99.01
营业收入(亿元)	270.39	325.19	345.38	78.91
利润总额(亿元)	8.30	10.48	10.48	1.36
EBITDA(亿元)	12.53	16.41	19.49	--
经营性净现金流(亿元)	-4.22	-1.66	-16.54	-5.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.10	4.65	4.91	--
存货周转次数(次)	4.76	5.86	5.18	--
总资产周转次数(次)	1.21	1.38	1.32	--
现金收入比(%)	86.20	80.35	87.95	98.27
营业利润率(%)	6.89	6.42	6.41	4.92
总资本收益率(%)	9.95	10.35	9.63	--
净资产收益率(%)	16.64	18.79	14.58	--
长期债务资本化比率(%)	29.93	33.56	37.32	38.56
全部债务资本化比率(%)	57.94	63.64	62.88	63.80
资产负债率(%)	81.98	81.41	79.94	80.62
流动比率(%)	105.86	107.15	116.49	116.55
速动比率(%)	75.22	79.38	78.59	82.54
经营现金流动负债比(%)	-2.54	-0.94	-8.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	3.70	2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.44	4.89	4.84	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已调整计入短期债务；长期应付款和其他非流动负债中有息债务已计入长期债务；2013 年财务数据采用 2014 年审计报告期初数。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息