

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】526 号

大公国际资信评估有限公司通过对祥源控股集团有限责任公司及“15 祥源债”、“16 祥源债”的信用状况进行跟踪评级，确定祥源控股集团有限责任公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“15 祥源债”、“16 祥源债”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年六月二十六日



祥源控股集团有限责任公司主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】526 号

主体信用

 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

债券简称	额度 (亿元)	期限 (年)	跟踪评 级结果	上次评 级结果	上次评 级时间
15 祥源债	10	3	AA	AA	2016.06
16 祥源债	6	5(3+2)	AA	AA	2016.09

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016	2015	2014
总资产	255.38	167.97	121.61
所有者权益	79.79	66.88	55.75
营业收入	71.45	68.31	62.96
利润总额	16.32	11.81	8.57
经营性净现金流	-11.40	3.04	2.29
资产负债率 (%)	68.76	60.18	54.16
债务资本比率 (%)	55.58	49.02	41.39
毛利率 (%)	29.31	20.32	19.63
总资产报酬率 (%)	7.34	7.75	7.74
净资产收益率 (%)	14.48	13.01	11.67
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-1.38	0.67	1.31
经营性净现金流/总负债 (%)	-8.24	3.64	3.64

跟踪评级观点

祥源控股集团有限责任公司（以下简称“祥源控股”或“公司”）主要从事基础设施建设、房地产开发、电器、旅游等业务。评级结果反映了公司拥有公路工程 and 市政公用工程施工总承包壹级及多项专业承包资质，项目和土地储备仍较为充足等有利因素；同时也反映了公司存在一定安全事故风险，施工区域集中度仍较高，受限资产占比仍较高，债务压力有所加大，未来仍存在一定资金支出压力等不利因素。

综合分析，大公对公司“15 祥源债”、“16 祥源债”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司拥有公路工程 and 市政公用工程施工总承包壹级及多项专业承包资质，施工经验仍较丰富；
- 公司基础设施建设业务在建未完工合同额持续增长，项目储备仍较为充足，为未来收入的增长提供了较好保障；
- 公司土地储备仍较为充足，同时具有一定的拿地成本优势。

不利因素

- 公司基础设施建设业务施工区域较为集中，仍面临一定区域集中风险；
- 公司受限资产占比仍较高，资产流动性一般；
- 2016 年末，公司负债和总有息债务规模继续上升，资产负债率有所增加，债务压力有所加大；
- 公司在建项目较多，未来仍存在一定的资金支出压力。

评级小组负责人：杜 蕾
 评级小组成员：韩光明 栗婧岩
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传 真：010-84583355
 Email : rating@dagongcredit.com

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的祥源控股存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

祥源控股原名浙江祥源投资集团有限公司，成立于2002年4月，由俞发祥、俞水祥等7位自然人共同出资组建，注册资本5,000万元，2011年6月，公司更名为现名。公司注册地为浙江省绍兴市，总部位于安徽省合肥市。经过多次增资扩股及股权变更，截至2017年3月末，公司注册资本为9.00亿元，俞发祥直接持有公司4.50%股权，绍兴世合投资咨询有限公司（以下简称“绍兴世合”）持有公司78.16%股权，安徽祥誉投资管理有限公司（以下简称“安徽祥誉”）持有公司12.78%股权，同时俞发祥分别持有绍兴世合和安徽祥誉100%和0.20%股权，为公司实际控制人。

公司主要经营基础设施建设、房地产开发、电器及旅游等业务。基础设施建设方面，公司拥有公路工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等多项资质。房地产开发方面，公司拥有房地产开发壹级资质，参与承建政府棚户区及旧城改造项目，在开发成本上具有一定的竞争优势。此外，公司电器、旅游及茶叶等业务发展稳定。

2016年，公司新增合并范围子公司4家，分别为合肥庐阳旅游开发有限公司、青岛祥源旅游发展有限公司、海南祥源旅游发展有限公司、合肥金嘉木投资管理合伙企业（有限合伙），持股比例分别为70%、100%、99%、90.28%。截至2016年末，公司纳入合并报表范围的子公司共计16家。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 祥源债	10 亿元	2015.08.24~2018.08.24	补充营运资金	已全部按募集资金用途使用
16 祥源债	6 亿元	2016.09.29~2021.09.29	补充营运资金	已全部按募集资金用途使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2016年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

2016年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.2个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017年一季度，我国实现国内生产总值180,683亿元，同比增长6.9%，增速同比上升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值8,654亿元，比上年增长3.0%；第二产业增加值70,005亿元，比上年增长6.4%；第三产业增加值102,024亿元，比上年增长7.7%，占国内生产总值的比重为56.5%，高于第二产业17.7个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017年3月，中国制造业PMI终值为51.8%，较上月上升0.2个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2016年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月将2017年世界经济增长预期由3.1%下调至2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临

的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

● 基础设施建设

2016年，建筑业新签合同额增速的进一步回升将推动未来一段时期建筑的产值规模的发展；长期来看，城镇化建设仍将为市政及公路工程领域带来良好的发展机遇

建筑业作为国民经济的重要支柱产业之一，与宏观经济运行密切相关，其发展取决于国民经济运行状况和固定资产投资规模，特别是基础设施规模、房地产业的发展 and 城市化进展以及城市规模等因素。在固定资产投资的拉动下，2004~2016年我国建筑业总产值年均复合增长率为17.13%，我国将固定资产投资作为拉动经济发展的重要手段之一，国民经济发展与建筑行业呈现出相互推动的关系，保证了我国经济运行的持续发展，但开工建设较投资政策具有一定的滞后效应。

随着我国国民经济增速放缓，固定资产投资规模增长速度继续下降，但2015年新签合同增速有所回升带动了2016年建筑业总产值增速的增长。2016年，我国全社会固定资产投资完成额为60.65万亿元，同比增长7.91%，增速同比继续下降1.85个百分点；建筑业总产值为19.36万亿元，同比增长7.09%，增速同比增加4.80个百分点，有所回升。当年新签合同额将决定未来建筑业的新开工面积和投资额，是影响未来1~2年建筑业总产值的决定性因素，2014~2016年，建筑业新签合同额同比分别增长5.56%、6.60%和15.38%，增速分别同比下降

13.56个百分点、增长1.14个百分点和增长8.87个百分点，2015年增速开始回升，2016年，新签合同额增速的进一步回升将推动未来一段时期建筑的产值规模的发展。

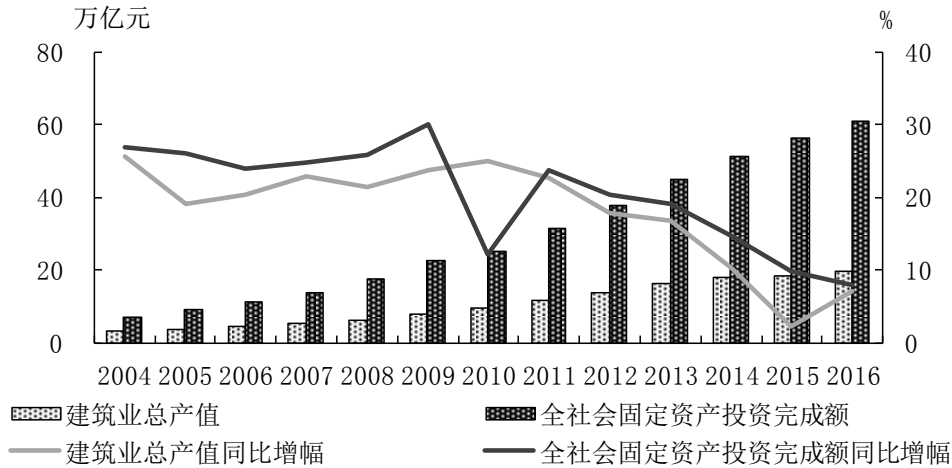


图1 2004~2016年我国固定资产投资完成额和建筑业总产值情况

数据来源: Wind 资讯

随着国家加强供给侧改革，“一带一路”、京津冀协同、长江经济带建设等国家战略规划的有效实施，国内基础设施建设和城镇化建设速度进一步加快。2016年基础设施投资共计（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）11.89万亿元，同比增长17.4%。其中，水利管理业投资同比增长20.4%；公共设施管理业投资同比增长22.9%；道路运输业投资同比增长15.1%；铁路运输业投资同比下降0.2%。截至2016年末，我国城镇化率为57.35%，根据2014年3月我国颁布的新型城镇化规划，预计2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右，随着城镇化进程不断加快，城市住房需求将继续保持增长，很多地区基础设施仍需要进行建设，并且工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等规划的实施也将带来大量厂房和办公用房的建设。城市发展中的大型文体场馆等公共配套设施建设需求也将保持增长，市政工程与城市基础设施建设等相关产业仍面临良好机遇。2017年3月，李克强在十二届全国人大五次会议指出，2017年要扎实推进新型城镇化，推进建筑业改革发展，提高设计水平和工程质量；统筹城市地上地下建设，再开工建设城市地下综合管廊2,000公里以上，启动消除城区重点易涝区段三年行动，推进海绵城市建设，为地下综合管廊及海绵城市建设等新型城市基础设施建设业务提供良好的发展机遇。

原材料价格波动及劳动力成本上升加大了建筑企业的成本控制难度；垫资施工、应收账款回笼速度放缓使建筑企业财务风险增加；此外，同时露天、高空及交叉作业多等特点，使得建筑企业仍面临一定安全施工风险

钢材、水泥等原材料成本在建筑施工项目成本中占比较高，加之

大型建筑工程项目一般施工周期较长，原材料价格波动对成本控制影响较大。同时，建筑行业具有劳动力密集的特性，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会进入老年化、出生率下降、生活成本提高、劳动力社会保障提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。

垫资施工是目前众多施工企业承揽项目的先决条件，同时在国家继续深入贯彻楼市调控政策的环境下，建筑企业面临应收账款回笼速度放缓、债务规模扩大和财务成本上升的风险。

此外，建筑施工主要在露天、高空作业，面临建筑施工作业固有风险，如设备失灵、土方塌陷、工业意外、火灾及爆炸风险，外加技术、操作问题，建筑企业面临一定的安全施工风险。建筑行业作为劳动密集型行业，项目分包及农民工雇佣现象较为普遍，一项工程往往伴有多家施工单位、多专业、多工种工人交叉施工的情况，流动性较大，给施工安全管理带来一定难度。2016年，全国发生房屋市政工程生产安全事故634起、死亡735人，同比事故起数增加192起、死亡人数增加181人，同比分别增长43.44%和32.67%，其中生产安全较大事故27起、死亡94人，比上年同期事故起数增加5起，死亡人数增加9人，同比分别上升22.73%和10.59%。

我国建筑业竞争激烈、市场集中度低，行业利润水平较低；规模较大、资质等级较高的企业将在竞争中处于优势地位

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多，截至2016年末，我国建筑业企业共有83,017家，建筑业从业人数0.52亿人。作为劳动密集型附加值低的微利行业，2005年以来全国建筑业销售利润率在5%~6%之间小幅波动。

国家对建筑业实现资质等级管理和市场准入制度，建筑企业只能在相应资质范围内承接工程。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。

施工总承包序列企业资质设特级、壹级、贰级和叁级共四个等级，专业承包序列资质设2~3个等级，劳务分包序列设1~2个等级，不同企业资质等级体现出建筑企业在行业中的不同作用与地位。其中铁道、水利水电、冶金工程等建筑细分行业具有进入壁垒较高、垄断性较强的特点，主要由几家特大型央企及其子公司在各自专业领域进行施工。而国内普通工业和民用房屋建筑行业是最早市场化的行业之一，行业进入壁垒相对较低，法律法规制度建设滞后，工程建设专业化分工不足，竞争更为激烈且同质化明显，竞争手段主要以价格竞争为表现形式，并伴有为项目业主方垫付部分工程款项的融资条件竞争。上述因素决定了我国建筑业的企业规模呈“金字塔”状，即存在极少量特大型央企及地方国有企业、少量大中型企业和众多微型企业。在房屋建筑领域，普通住宅和小型项目建设市场供给能力超过了需求，竞争非常激烈；高楼层、大体量、技术难度高的项目则竞争程度相对较低，利润水平相对较高，特大型央企、地方性国企及部分具有良好

品牌知名度和项目承接能力的大中型民营建筑企业占据主要市场份额。建筑行业未来将向设计标准化、构件部品生产工厂化、建造施工装配化、生产经营信息化、施工理念低碳化的方向发展，对于建筑企业的工程施工能力、垫资能力、信息化管理水平等方面都提出了更高的要求，具有高等级资质及较强施工技术和规模优势的企业将在竞争中处于优势地位。

● 房地产行业

2016 年以来，中央政策继续以去库存为主，维稳倾向仍较为明显；公司债券审核新政的收紧将对房地产企业综合资质提出更高要求

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2015 年，政府工作报告及中央经济工作会议多次明确提出房地产去库存。2016 年 3 月，政府工作报告提出完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。2017 年 4 月 6 日，住建部及国土资源部联合发布《通知》，要求根据城市自身房地产库存情况，在去化周期 36 个月以上的城市停止供地，36~18 个月的城市减少供地，12~6 个月的城市增加供地，6 个月以下的城市显著增加供地并加快供地节奏。同时，通知还要求各地政府结合本地实际，确定土地出让的灵活竞价模式，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。在住房建设方面，通知要求加快在建商品住房项目建设进度。在住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市，要建立商品住房建设项目行政审批快速通道，加快项目上市节奏并严查拖延上市、变相捂盘的现象。从政策基调来看，2016 年以来，中央政策继续以去库存为主旋律，维稳仍倾向明显。

在货币政策方面，2016 年 9 月，上交所实施房地产公司债券审核新政，调整了发债准入门槛和进行分类管理，在确定资质良好、主体评级 AA 及以上的基础范围条件下，增设四类条件及五项指标，根据触发指标数量，将房地产企业划分为正常类（触发一项）、关注类（触发两项）及风险类（触发三项及以上），正常类、关注类企业可正常发行，风险类企业发债将受限。此次方案的推出限制了部分企业的发行资格，发债政策的收紧将对企业综合资质提出更高要求。2016 年 10 月，上交所和深交所陆续向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，规定房地产业除采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准，还将通过五到六项综合指标作进一步筛选。同时上交所还强调“房地产市场调控期间，在重点调控的热点城市存在竞拍地王，哄抬地价等行为”的房企禁止发债，房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地。此次方案的推出限制部分企业的发行资格，发债政策的收紧将对企业综合资质提出更高要求。

长远来看，房地产行业仍将是国民经济的支柱产业，在整个国民

经济体系中处于先导性、基础性地位，但部分城市房价上涨过快、住房供求结构性失衡等问题日益凸显，宏观调控政策将持续推动房地产行业结构性调整。

2016 年以来，随着房地产销售市场及土拍市场热度持续攀升，不同城市因城施策，全国多个城市出台限购限贷等紧缩调控政策，商品房销售增速将有所放缓，整体仍面临结构性调整压力；三线及以下城市库存问题仍然突出

2016 年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但随着去库存政策的逐步实施，商品房销售主要指标有所回升。销售量方面，2016 年，国内完成商品房销售面积 15.70 亿平方米，同比增长 22.5%；商品房销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.8%；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数有所回升，自 2015 年 12 月的 93.34 增至 2017 年 3 月的 101.13。

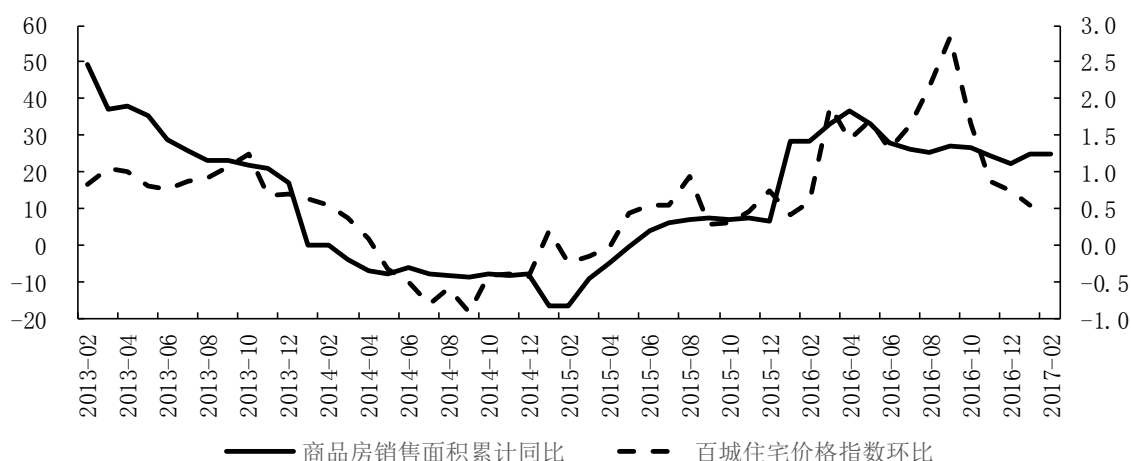


图 2 2013 年 2 月以来我国房地产市场销售及价格变化情况 (单位: %)

资料来源: Wind 资讯

2016 年以来，受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016 年 9 月至 10 月初，全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策，多地重启限购限贷，主要涵盖如下三类：一是仅对非本市户籍购房者的购房数量进行限制，如杭州、武汉和天津；二是加大购房首付款的比例，如北京和天津等；三是对限购房屋的面积有所限定，例如郑州市限购 180 平方米以内的住房，厦门市限购 144 平方米以下的住房。此轮调控具有限购范围大、首付比例大幅提升、购房者门槛显著提高的特点。2017 年 3 月，全国房产调控再度升级，对国内热点城市购房数量、首付款比例等的限制愈加严格。以北京为例，北京购房认房且认贷，即在北京无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，首付款比例提至不低于 60%，同时暂停发放贷款期限 25 年以上的个人住房贷款；此外，企业购买的商品住房再次上市交易

需满 3 年及以上，若交易对象为个人，按照北京限购政策执行。随着热点城市调控政策的加大和购房意愿的下降，预计未来房地产行业投资及销售热度将有所回落。限购限贷等调控政策的出台预计将使商品房销售增速将有所放缓，房地产市场整体仍面临结构性调整压力。

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果不甚理想。2016 年 2~4 月，一、二线城市价格持续攀升，市场成交持续向好，库存压力得到有效释放；2016 年 4 月~9 月，一方面一线及热点二线城市因城施策，出台收紧政策，另一方面部分压力较大的城市仍继续出台上调公积金贷款额度，提供购房补贴等刺激政策，因此一线城市房价再次进入调整，二线城市价格增速有所放缓。三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，房地产利好政策对三线及以下城市刺激有效性一般，区域仍面临较大的去库存压力。2016 年 10 月以来，一、二线等热点城市调控政策不断收紧，限购限贷力度及各项监管措施陆续出台，房价增速明显放缓，三线城市房价较为稳定。投资方面，2016 年，全国 300 城土地市场成交建筑面积 40,977 万平方米，同比下降 28%；去库存总原则下，土地供地规模持续缩减，三四线城市缩量更为显著。2016 年，全国 300 城经营性用地成交金额为 19,769 亿元，同比增长 23%。成交面积缩水，而成交金额不减反增，主要是自 2015 年以来，整体宽松的货币环境及热点城市房价的持续上涨，推高了市场的价格预期，热点城市高总价、高地价、高溢价率的三高地块频出，区域地价屡被刷新。根据易居研究院发布数据，2016 年，35 个城市中，一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为 7.2 个月、8.6 个月和 12.4 个月，一线城市的去化速度基本不变，二线城市的去化速度略有放缓，三线城市去化速度有所加快，但高库存问题仍然较为严峻。

安徽省近年来经济增速较快，省内加强基础设施建设为公司基础设施业务带来较好的发展机遇；合肥市房地产去化周期优于全国一线城市，仍保持较好发展水平

安徽省近年来经济保持较快增长。2016 年，全省规模以上工业实现增加值 10,081.2 亿元，增长 8.8%，全年固定资产投资 26,758.1 亿元，比上年增长 11.7%，全年房地产开发投资 4,603.6 亿元，比上年增长 4%。商品房销售面积 8,499.7 万平方米，增长 37.7%；商品房销售额 5,035.5 亿元，增长 49.4%。

根据安徽省国民经济发展规划，省内将加强基础设施建设，规划建设出省、跨区铁路和能源原材料运输通路，建成四条东西向高速公路和两条区域内高速公路，加强县乡公路改造。合肥市房地产行业保持较好发展水平，从去化周期来看，2015 年，全国库存去化周期为 201 天，其中北京、上海、广州和深圳等一线城市去化周期分别为 201 天、123 天、285 天和 207 天，二线城市普遍保持在 360 天左右，合肥市去化周期 123 天左右，优于全国一线城市平均水平，总体来看，公司房

地产业务面临较好外部环境。此外，2015年6月，安徽省住建厅、发改委、财政厅等12部门联合出台了《关于促进房地产市场平稳健康发展的意见》，指出棚户区改造将能安置在商品房小区和鼓励农民退出宅基地进城购房，促进了安徽房地产市场平稳健康发展。

经营与竞争

公司主营基础设施建设、房地产开发和电器等业务，其中基础设施建设和房地产开发业务仍是公司收入和利润的主要来源

公司主要从事基础设施建设、房地产开发和电器销售等业务，2016年，公司营业收入71.45亿元，毛利润20.94亿元，收入及毛利润均进一步增长。其中基础设施建设和房地产开发仍是公司收入和利润的主要来源，二者合计占公司营业收入和毛利润的比重仍保持在80%以上。

表2 2014~2016年公司收入、毛利润和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

类别	2016年		2015年		2014年		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	71.45	100.00	68.31	100.00	62.96	100.00	
基础设施建设	27.31	38.22	35.58	52.09	34.23	54.38	
房地产开发	商品房	34.70	48.57	23.14	33.87	18.62	29.57
	安置房	-	-	2.12	3.1	5.24	8.32
电器	3.78	5.29	3.62	5.30	3.12	4.95	
其他	5.66	7.92	3.85	5.64	1.75	2.78	
毛利润	20.94	100.00	13.88	100.00	12.36	100.00	
基础设施建设	3.65	17.43	3.35	24.19	3.24	26.21	
房地产开发	商品房	13.69	65.38	8.08	58.34	6.41	51.91
	安置房	-	-	0.11	0.77	1.41	11.41
电器	0.55	2.63	0.48	3.46	0.36	2.91	
其他	3.05	14.57	1.86	13.43	0.94	7.61	
毛利率		29.31		20.32		19.63	
基础设施建设		13.37		9.42		9.47	
房地产开发	商品房		39.46		34.92	34.46	
	安置房		-		5.00	26.91	
电器		14.55		13.26		11.54	
其他		53.89		48.31		53.71	

数据来源：根据公司提供资料整理

2016年，公司营业收入和毛利润同比均有所增加，其中基础设施建设规模有所下降，但由于毛利率升高，导致该板块毛利润增长；房地产开发结转规模继续扩大，导致公司房地产开发的收入同比有所增

加；电器业务销量继续增长，从而收入和毛利润稳步上升，对公司收入和毛利润形成有益补充；其他业务主要包括旅游、茶叶及租金收入等，随着旅游项目的建成并投入运营，对公司营业收入及利润贡献度有所提升。

从毛利率来看，2016 年公司毛利率为 29.31%，同比增加 8.99 个百分点，其中基础设施建设毛利率同比增加 3.95 个百分点，主要由于勘察设计、园林绿化等新兴业务的开展；房地产开发同比增加 4.52 个百分点，主要由于公司产业协同业务模式下获取土地成本较低；其他业务增加 5.58 个百分点，主要由于毛利率较高的旅游板块规模扩大。

综合来看，基础设施建设和房地产开发业务仍是公司收入和利润的主要来源，2016 年公司营业收入和利润继续增加。预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定发展。

● 基础设施建设

公司基础设施建设业务的主要经营实体为安徽省交通建设有限责任公司（以下简称“安徽交建”）。

表 3 安徽交建 2016 年经营财务情况（单位：%、亿元）

持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
61.08	34.11	81.99	25.01	1.22

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有公路工程及市政公用工程施工总承包壹级资质及多项专业承包资质，施工经验仍较丰富，所承接项目获多项奖项

公司基础设施建设业务范围仍主要为公路、桥梁工程、公路养护工程、机场设施施工、路桥、市政公用工程、隧道、港口与航道工程等。

表 4 截至 2016 年末公司基础设施建设业务拥有的资质情况

施工总承包资质	
公路工程施工总承包壹级	市政公用工程施工总承包壹级
港口与航道工程施工总承包贰级	
专业承包资质	
桥梁工程专业承包壹级	公路路基工程专业承包壹级
公路路面工程专业承包壹级	隧道工程专业承包壹级
交通工程专业承包壹级	国家城市园林绿化叁级资质
专业设计资质	
公路行业（公路）甲级	水运行业（港口工程、航道工程）乙级
市政公用行业（道路）乙级	工程勘察乙级

资料来源：根据公司提供资料整理

2016 年，基础设施建设营业收入为 27.31 亿元，同比减少 8.27 亿元，主要由于 2016 年上半年公司基建板块主要业务区域洪涝灾害严

重，影响工程进度。公司施工经验丰富，业务范围集中在公路、桥梁及轨道建设等，先后承接并完成了多项安徽省内外大型公路及桥梁项目工程，其中，安庆至景德镇高速公路安徽路段获全国公路交通优质工程一等奖，合宁高速 08 合同段获全国优质工程奖。此外，公司获得 24 项国家级、省级工法、15 项国际级、省级科技进步奖。

截至 2016 年末，安徽交建拥有各类工程经济技术职称人员 639 人，其中高级职称人员 50 人，中级职称人员 97 人；拥有一级建造师 50 人，二级建造师 71 人，此外，公司设立成本管理中心和技术信息中心，对公路、桥梁、隧道、道路养护、市政工程、园林绿化等工程施工技术和管理技术展开研究。

公司基础设施建设业务经营区域以安徽省为主，仍面临一定区域集中风险；公司在建未完工合同额继续增长，项目储备仍较为充足，为公司未来收入的增长提供了较好保障

公司基础设施建设业务经营区域立足安徽省，安徽省发展迅速，投资增速不断提高，其中大型路桥建设及路段改造工程为公司基础设施建设业务发展提供有利条件，同时，随着山东冠县南水北调东线一期工程及江西兴赣高速 A3 标段等项目的承接，公司省外地区业务有所增长。2016 年以来，公司基础设施建设业务收入及利润主要来源于安徽地区，该地区施工产值占总产值 73% 以上，经营区域较为集中，仍面临一定的区域集中风险。2016 年，公司重大工程项目 26 个，增幅较大。

表 5 2014~2016 年公司承接 5,000 万元以上重大项目情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
重大工程数量（个）	26	12	16
重大工程金额（亿元）	46.04	25.70	30.12
新承接工程总金额（亿元）	48.91	32.36	32.84
重大工程金额占总金额比（%）	94.13	79.42	91.72

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，公司项目承接能力仍较好，新签合同额为 48.91 亿元，同比增加 16.55 亿元，其中公路工程施工业务、市政工程施工业务和房建工程施工业务新签合同额分别为 10.60 亿元、30.11 亿元和 8.20 亿元。受公司基础设施建设工期较长的影响，2016 年末公司在建未完工合同额有所增长，在建未完工合同额是收入的 3 倍左右，项目储备仍较为充足，为未来收入水平的提高提供了较好保障。

表 6 2014~2016 年末公司在建未完工合同额业务构成 (单位: 亿元)

类别	2016 年末	2015 年末	2014 年末
公路业务在建未完工合同额	52.90	72.16	56.06
市政业务在建未完工合同额	35.02	16.87	7.16
房建业务在建未完工合同额	6.85	3.11	2.34
合计	94.77	92.14	65.56

数据来源: 根据公司提供资料整理

● 房地产开发

公司房地产开发业务经营主体为祥源房地产集团有限公司(以下简称“祥源地产”), 主要从事房地产开发和物业管理等业务。

表 7 2016 年祥源地产的经营财务情况 (单位: 亿元、%)

持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
100	205.50	65.82	38.24	9.92

数据来源: 根据公司提供资料整理

2016 年, 公司房地产开发业务收入继续增加, 在建及储备项目主要为多期开发工程, 在一定时期内有效保障了房地产业务的稳定发展; 土地储备仍较为充足, 同时具有一定的拿地成本优势

祥源地产拥有房地产开发壹级资质, 通过区域运营、产业协同的区域综合开发模式, 参与承建政府棚户区及旧城改造项目, 在开发成本和运营模式上具有一定的竞争优势。

2016 年, 公司开发项目与 2015 年相同, 随着地产项目的完工交付, 公司房地产业务收入继续增长。2016 年, 公司房地产实现收入 34.70 亿元, 同比增加 11.56 亿元。

表 8 2014~2016 年公司房地产销售情况 (单位: 万平米、万元/平米)

项目名称	已售面积	销售均价	收入金额(万元)			剩余面积
			2016 年	2015 年	2014 年	
五河城改-商品房	100.86	0.35	60,351	104,967	103,291	79.14
五河城改-保障房	59.42	0.19	-	-	52,397	-
祥源城	44.38	0.70	184,239	126,401	-	32.82
祥源文旅城-商品房	18.50	0.51	94,362	-	-	79.50
祥源文旅城-安置房	6.07	0.25	-	21,232	-	8.93
祥源广场	18.50	0.87	-	-	82,867	-
合计	247.73	-	338,951	252,600	238,555	200.39

数据来源: 根据公司提供资料整理

2016 年, 公司新开工面积为 97.80 万平方米, 同比增加 26.80 万平方米, 主要是公司新开发祥源文旅城和金港湾地产项目, 公司支付合肥金港湾项目土地款 31 亿元。竣工面积 51.69 亿元, 同比增加 9.69 亿元。合同销售方面, 2016 年, 公司实现签约面积 78.34 万平方米,

同比增加 29.38 万平方米；实现签约收入 64.83 亿元，同比增加 34.51 亿元。

公司在建房地产项目均为多期开发项目，主要为五河棚户区改造、祥源城、祥源文旅城及金港湾等项目，预计总投资为 233 亿元。其中，五河棚户区改造项目总投资 60 亿元，预计竣工时间为 2020 年，主要建设内容中房地产开发方面包括安置房 60 万平方米左右，通过与政府签订代建协议，以较低价格获取土地，随后由政府进行回购，截至 2016 年末，五河棚户区改造项目中安置房部分已完工，并由政府完成回购；商品房 180 万平方米，基础设施建设方面包括 13 条市政道路改造、5 座新建桥梁、2.2 公里的漯河河道清淤以及两岸景观建设等，该项目为安徽省皖北棚户区改造示范工程，公司按照“统一规划、整体开发、综合配套、分步实施”的原则逐步推进该项目。

表 9 截至 2017 年 3 月末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地	项目性质	建筑面积	总投资	已投资	未来投资计划	
						2017 年 4~12 月	2018 年
五河棚改	安徽蚌埠	商住	240	60.00	42.30	2.00	3.00
祥源城	安徽合肥	商住	117	50.00	39.60	4.40	3.00
祥源湾	湖北十堰	商住	50	25.00	14.10	1.90	2.00
祥源金港湾	安徽合肥	住宅	50	50.00	35.00	4.00	5.00
祥源文旅城	安徽阜阳	商住	130	48.00	33.70	4.00	5.00
合计	-	-	587	233.00	164.70	16.30	18.00

数据来源：根据公司提供资料整理

土地储备方面，截至 2016 年末，公司在建五河棚户区改造项目、祥源城、金港湾以及祥源文旅城等项目中尚未使用土地面积 200 万平方米。公司土地储备仍较为充足，为房地产开发业务后续发展提供一定的支撑。

综合来看，公司房地产开发业务收入继续增加，在建及储备项目主要为大型多期开发工程，在一定时期内为公司房地产开发业务的稳定发展提供了有力保障。

● 电器

公司电器业务经营稳定，收入稳步提升；电器产品以出口为主，产销率依旧保持较高水平，但仍存在对单一客户依赖度较高的风险

公司电器业务经营主体为安徽欧力电器有限公司（以下简称“欧力电器”），主要经营冷冻箱、冷藏箱、电子酒柜及系列小型家用电器等。2016 年，由于销量的不断增加，公司电器收入和利润保持稳定增长，分别为 3.78 亿元和 0.55 亿元，同比分别增长 4.20% 和 14.58%。

原材料采购方面，公司电器产品采购原料主要为压缩机、发泡材

料及冷卷等，2016 年，前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 34.71%，付款方式按照生产批次付款，结算方式以承兑汇票为主。生产与销售方面，公司拥有 4 条生产线，年设计产能 80 万台，电器产品主要用于出口，产品设计以满足客户需求为主，实行产品个性定制模式，2016 年以来，电器产品产销率仍旧保持在 90%以上，处于较高水平。公司电器产品的国外主要销售市场分布在日本及欧美国家，出口销售收入占电器业务总收入比重保持在 50%以上，其中日本吉井电器公司为最大的客户，销售收入占电器业务总收入比重的 20%以上，且随着为日本客户定制的新生产线建成投产，未来双方战略合作关系将进一步加深，但同时也存在对单一客户依赖度较高的风险。

结算方面，国外市场结算方式主要为信用证，回款周期为 20 天左右；国内主要销往华东与华南地区，主要合作客户为大型连锁卖场，结算方式主要为现金和银行承兑汇票，结算周期 60 天左右，此外，公司充分利用网络电商平台进行销售，以现金结算为主，结算期为一周。

综合来看，电器业务收入稳步提升，对公司营业收入形成有益补充，但存在对单一客户依赖度较高的风险。

公司治理与管理

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 9.00 亿元，俞发祥仍为公司实际控制人。公司按照现代企业制度的要求，制定公司章程，设立股东会、董事会、监事会和经营管理层等决策机构、监督机构和管理团队，并建立董事、监事和高级管理人员的绩效评价和激励约束机制，治理结构较为完善。

面对复杂的宏观经济形势，近年来公司加大基础设施建设业务发展力度，不断扩大业务规模，积极投入工法研发及创新，并于 2014 年收购浙江省勘察设计院，形成设计、施工及研发一体化，有助于进一步提高公司项目施工资质水平并增强市场竞争力；房地产开发业务坚持“扎根安徽，聚焦中部”战略，通过区域运营及产业协同的综合开发模式，积极参与棚户区承建及旧城改造项目，并发挥开发成本优势，以实现业务收入和利润的稳步增长；此外，在现有业务基础上，公司未来重点发展旅游业，随着各个旅游项目的推进和资本运作，公司进一步完善旅游文化产业链的整合，旅游业务未来将逐渐成为公司长期可持续收入的主要部分。公司现在正在运营及开发的旅游项目包括齐云山生态文化旅游综合开发项目（以下简称“齐云山项目”）、阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目（以下简称“颍淮项目”）、肥西花世界生态旅游区项目（以下简称“肥西花世界”）、广东丹霞山项目、湖南凤凰古城、黄龙洞项目等。齐云山项目和颍淮项目均以国家 4A 级旅游景区为基础进行建设；肥西花世界目标打造成国家 5A 级景区；广东丹霞山项目及黄龙洞项目现均为国家 5A 级旅游景区；湖南凤凰古城为国家 4A 级景区。

公司仍主营基础设施建设、房地产开发、电器及旅游等业务，2016年各业务板块稳步发展，部分板块收入继续稳定提高。公司拥有公路工程施工和市政工程施工总承包壹级及多项专业承包资质，承接项目曾获多项奖项；2016年末公司在建未完工合同额有所增加，对公司未来收入和利润的增长提供了有力保障；房地产开发业务稳定增长，为公司营业收入提供了有力支撑；电器、旅游及茶业等业务经营稳定，对公司收入和利润形成有益补充，但公司在建工程较多，未来仍存在一定的资本支出压力。综合来看，公司仍具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2016年财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）¹对公司2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2016年末，公司新投建项目使资产规模大幅增长，公司资产仍以流动资产为主；受限资产占净资产比例仍较高，资产流动性一般

2016年末，公司新投建的合肥金港湾、阜阳文旅城等项目使公司资产规模大幅增加。2016年末资产总额为255.38亿元，从资产构成来看，仍以流动资产为主。

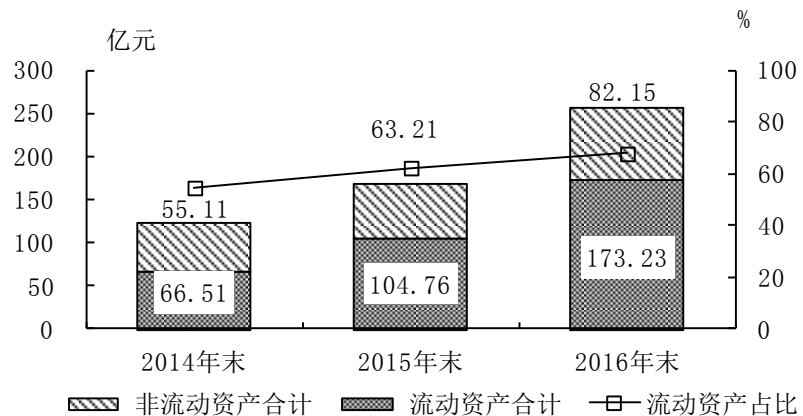


图3 2014~2016年末公司资产构成情况

公司流动资产仍主要由存货、货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项等构成。2016年末，公司流动资产为173.23亿元，同比增长65.36%，其中存货为100.72亿元，同比增加50.36亿元，主要是因为2016年合并范围增加及新获取合肥金港湾项目土地所致，其中开发

¹ 2016年11月7日，河南证监局因亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所在郑州煤电股份有限公司、河南大陆农牧技术股份有限公司、郑州地产集团有限公司等公司的年报审计项目中存在问题，出具警示函的行政监管措施并记入证券期货诚信档案。

成本为 91.33 亿元，施工成本 7.18 亿元；货币资金 30.51 亿元，同比增加 16.60 亿元，主要由于融资现金流入所致；应收账款为 15.71 亿元，同比增长 9.50%，其中前五大欠款客户金额合计占比 21.22%；其他应收款为 14.69 亿元，同比增加 6.96 亿元，主要由于基础设施建设板块承接工程项目数量和地产项目暂付政府往来款增加所致，其中前五大欠款客户金额合计占比 33.19%。

序号	客户名称	金额	账龄	占其他应收款比例	是否关联
1	颍州区城投公司	2.00	1 年以内	12.93	否
2	浙江富越控股集团有限公司	1.94	1 年以内	12.55	否
3	叶文智	0.50	1 年以内	3.23	否
4	浙江新光建材装饰城开发有限公司	0.48	1 年以内	3.12	否
5	西藏旅游股份有限公司	0.21	1~2 年	1.36	否
合计		5.13	-	33.19	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年末，公司预付款项为 10.38 亿元，同比减少 43.40%，主要是因为预付土地保证金和工程款结转所致。

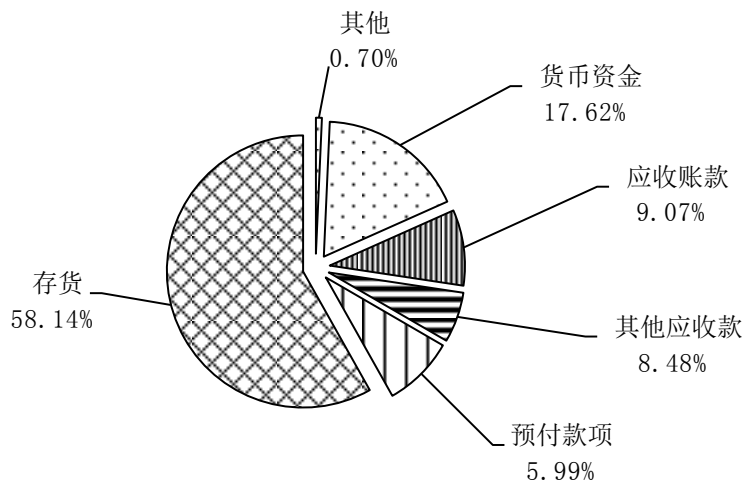


图 4 2016 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程、固定资产、长期应收款和可供出售金融资产等构成。2016 年末，公司非流动资产为 82.15 亿元，同比增长 29.96%，其中投资性房地产为 58.39 亿元，同比增长 18.89%，主要由于以公允价值计量的投资性房地产评估增值所

致；固定资产为 5.80 亿元，同比增加 24.17%；新增长期应收款为 4.80 亿元，为 BT 项目提供的劳务费用；可供出售的金融资产 4.45 亿元，同比增加 53.76%，主要由于新增对凤凰古城文化旅游投资股份有限公司的 2.30 亿元投资；在建工程为 6.58 亿元，同比增加 1.58 亿元，主要是在建旅游项目持续投入。

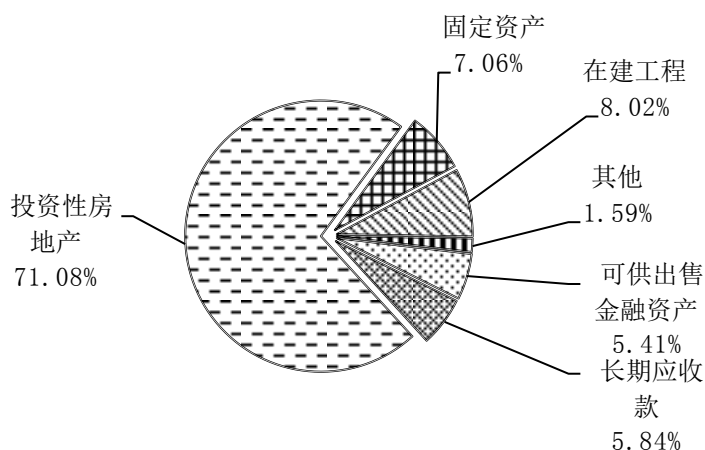


图 5 2016 年末公司非流动资产构成情况

从资产运营效率来看，2016 年，公司存货周转天数为 538.35 天，存货周转效率较低，主要由于 2016 年度新增合肥金港湾项目导致存货大幅增加所致；应收账款周转天数为 75.70 天，应收账款周转效率有所下降。

截至 2016 年末，公司受限资产为 86.99 亿元，占总资产比重为 34.06%，占净资产比重为 109.02%，占比仍较高，其中受限货币资金为 3.05 亿元，主要为银行承兑汇票和保证金；其余受限资产为 83.95 亿元，主要为用于抵押借款的投资性房地产 42.32 亿元及存货 41.23 亿元等。

综合来看，2016 年公司资产规模大幅增加，仍以流动资产为主；存货周转效率、应收账款周转效率有所下降，受限资产占比仍较高，资产流动性一般。

资本结构

2016 年末，公司负债规模大幅增加，资产负债率有所增加，流动负债占比有所下降；总有息债务规模大幅增加，债务压力有所加大

2016 年末，公司负债规模大幅增加，主要是地产项目预售款增长、公司债发行及新项目融资所致。从负债结构来看，2016 年末公司流动负债占比有所下降，占总负债的 49.55%。2016 年末公司流动负债占比有所下降，占总负债的 49.55%。

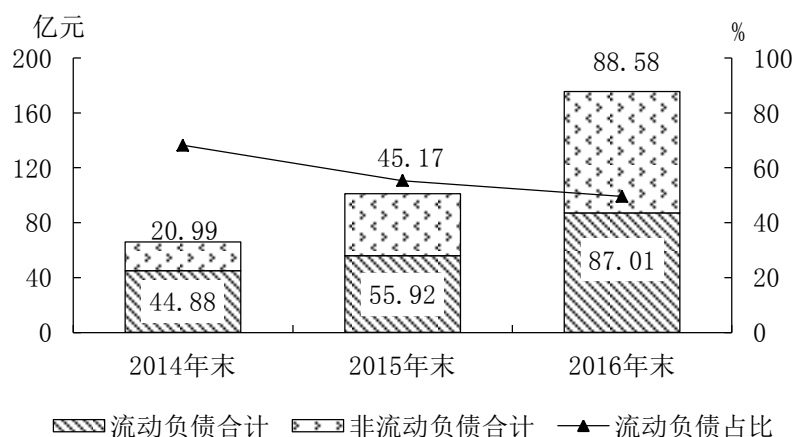


图6 2014~2016年末公司负债构成情况

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债、应交税费、其他应付款和短期借款等构成。

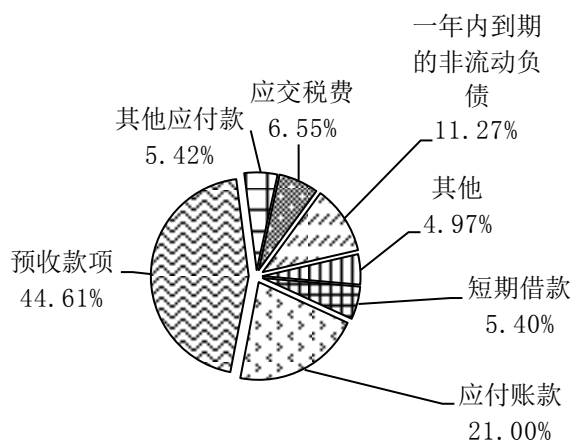


图7 2016年末公司流动负债构成情况

2016年末，公司流动负债为87.01亿元，同比增长55.60%，其中预收款项38.81亿元，同比增加22.81亿元，主要是2016年度地产项目预售款大幅增长；应付账款18.27亿元，同比增加12.10亿元，主要由于对供应商未结算金额增加；一年内到期的非流动负债为9.81亿元，同比减少19.90%，主要为一年内到期的抵押借款；应交税费5.70亿元，同比增加6.36%；其他应付款4.72亿元，同比增加29.30%，主要由于收取的工程质量保证金增加所致；短期借款为4.69亿元，同比减少22.16%，其中抵押借款、保证借款和质押借款占比分别为64.82%、30.92%和4.26%。

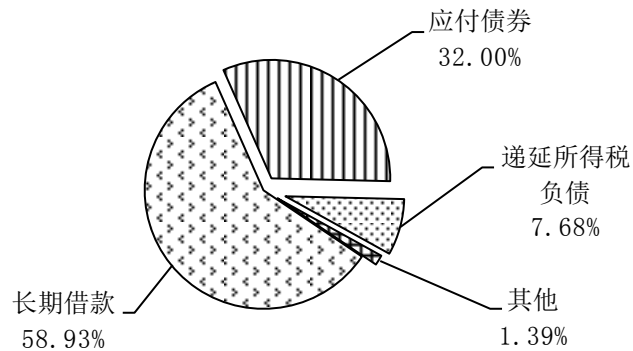


图8 2016年末公司非流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成。2016年末，公司非流动负债为88.58亿元，同比增加43.41亿元，其中长期借款为52.20亿元，同比增加28.79亿元，其中抵押借款、质押借款和保证借款分别为50.79亿元、0.45亿元和0.96亿元，抵押借款增加28.26亿元，主要由于项目开发的扩大，公司资金需求增加，抵押贷款增加28.26亿元；应付债券为28.35亿元，同比增加12.48亿元，主要是公司分别于2016年8月份和9月份非公开发行5亿元私募债及6亿元公司债券；递延所得税负债为6.80亿元，同比增长34.23%，主要是投资性房地产增值部分计提的递延所得税负债增加所致。

表11 2014~2016年末公司有息债务构成及其占总负债比重（单位：亿元、%）

项目	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	18.05	24.21	22.24
长期有息债务	81.77	40.10	17.13
总有息债务	99.82	64.31	39.37
总有息债务占总负债的比重	56.85	63.62	59.77

受房地产开发和旅游项目建设资金投入较大的影响，公司融资需求继续增加。2016年，由于公司债发行及新项目融资所致，公司总有息债务大幅增加，占总负债的比重有所上升，其中长期有息债务涨幅较大，债务压力有所加大。

表12 截至2016年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5年	合计
金额	18.05	24.72	36.04	9.12	6.24	5.66	99.82
占比	18.09	24.76	36.10	9.13	6.25	5.67	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，公司总有息债务集中在未来3年内，其中2~3年到期的有息债务占比最高。从未来1年内有息债务到期情况看，公司未来一年有息债务分散较为平均。

表 13 截至 2016 年末公司未来一年内到期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

债务期限	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	合计	债务占比
2017 年第一季度	1.19	0.08	1.02	2.29	12.70
2017 年第二季度	1.54	3.09	1.08	5.71	31.63
2017 年第三季度	1.37	2.15	0.63	4.14	22.93
2017 年第四季度	0.59	4.49	0.83	5.91	32.75
合计	4.69	9.81	3.55	18.05	100.00

2016年末，公司所有者权益为79.79亿元，同比增加12.91亿元，其中实收资本为9.00亿元，同比无变化；未分配利润为35.73亿元，同比增长44.43%，主要由于本期归属母公司所有者净利润金额为11.04亿元；其他综合收益为25.23亿元，同比增长4.02%。

表 14 2014~2016 年末公司财务比率指标（单位：%、倍）

指标	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	68.76	60.18	54.16
债务资本比率	55.58	49.02	41.39
长期资产适合率	204.96	177.27	139.24
流动比率	1.99	1.87	1.48
速动比率	0.83	0.97	0.91

2016 年末，公司资产负债率为 68.76%，同比有所增加；长期资产适合率为 204.96%，同比增加较多，主要是因为 2016 年公司非流动负债大幅增加；从短期偿债指标来看，流动比率同比有所增加，速动比率同比有所下降，主要由于存货增加所致。

表 15 截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保方式	担保种类	担保余额	担保到期日	是否逾期	是否互保
绍兴市宏恺机械设备有限公司	信用担保	连带责任	330	2018.09	否	否
	信用担保	连带责任	300	2018.11	否	否
安徽中隐于市商业运营管理有限公司	信用担保	连带责任	780	2017.11	否	否
合计	-	-	1,410	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2017年3月末，公司对外担保余额为1,410万元²，担保比率为

² 公司未提供被担保企业 2016 年及 2017 年 1~3 月财务数据。

0.17%，公司对外担保未出现逾期。

总的来看，2016 年末公司负债和有息债务规模均大幅增加，有息债务主要以银行借款为主，债务压力有所加大；资产负债率有所增加。

盈利能力

2016 年，公司房地产开发业务规模继续扩大，营业收入和利润均稳定增长；投资收益和公允价值变动对公司利润的增加贡献度仍较大

2016 年，公司房地产开发业务规模继续扩大，营业收入为 71.45 亿元，同比增长 4.61%；毛利率为 29.31%，同比增加 8.99 个百分点。

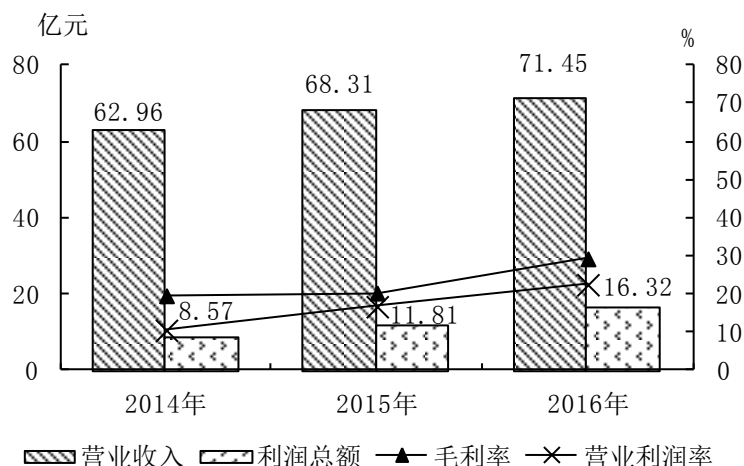


图 9 2014~2016 年公司收入和盈利情况

在费用控制方面，2016 年公司期间费用为 7.65 亿元，同比增加 52.69%，主要由于公司合并范围扩大，导致业务增长所致。其中销售费用为 1.67 亿元，同比增加 22.79%；管理费用为 3.30 亿元，以职工薪酬和税费为主，同比增加 39.83%；财务费用为 2.68 亿元，同比增加 1.40 亿元，其中计入财务费用的利息支出为 2.42 亿元，同比增加 1.20 亿元，资本化利息支出为 5.85 亿元，同比增加 2.53 亿元。期间费用率为 10.71%，同比增长 3.38 个百分点。

表 16 2014~2016 年公司期间费用及其占比情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	1.67	1.36	0.84
管理费用	3.30	2.36	1.98
财务费用	2.68	1.28	1.71
期间费用	7.65	5.01	4.53
期间费用/营业收入	10.71	7.33	7.20

2016 年，公司公允价值变动收益为 2.87 亿元，同比减少 1.97 亿元，全部是按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益，对公司的利润的增加贡献度仍较大；投资收益为 2.86 亿元，同比增加 2.59 亿元，

主要由于处置安徽交建部分股权，投资收益增加2.75亿元；营业利润、利润总额和净利润分别为16.09亿元、16.33亿元和11.55元，同比均有较大幅度增加。2016年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为7.34%和14.48%。

总的来看，2016年公司房地产开发业务规模继续扩大，使得收入和利润均有所上升；非经常性收益对公司利润贡献度仍较大。

现金流

2016年，公司经营性净现金流由净流入变为净流出，对债务和利息的保障程度下降；公司在建项目较多，仍存在一定资金支出压力

2016年，公司经营性净现金流为-11.40亿元，同比下降14.44亿元，主要由于支付合肥金港湾项目31亿元土地款所致；投资性现金流为-5.04亿元，仍然保持净流出，主要是公司对旅游项目继续投入；筹资性现金流为30.79亿元，同比大幅增加，主要是因为公司债发行、新项目融资所致。

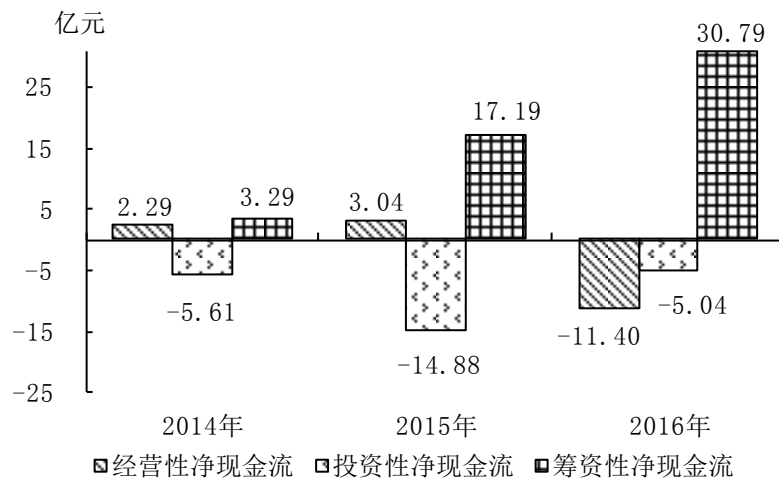


图 10 2014~2016 年公司现金流情况

2016年，经营性净现金流为净流出，对债务和利息的保障程度下降；EBIT及EBITDA对利息保障倍数均有所下降。

表 17 2014~2016 年公司部分偿债指标情况 (单位: %、倍)

项目	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债	-15.96	6.03	5.45
经营性净现金流/总负债	-8.24	3.64	3.64
经营性净现金流利息保障倍数	-1.38	0.67	1.31
EBIT 利息保障倍数	2.27	2.87	5.37
EBITDA 利息保障倍数	2.33	3.03	5.60

在建项目方面，公司在建项目主要为齐云山、肥西花世界、阜阳

颍淮生态文化旅游开发项目、凤凰古城、黄龙洞及丹霞山索道，项目总投资 44.25 亿元，预计未来资金投入为 22.57 亿元，仍存在一定资金支出压力。

表 18 截至 2017 年 3 月末公司主要在建项目计划投资情况（单位：亿元、%）

项目名称	建设起止时间	预算数	自筹资金比例	截至 2017 年 3 月末累计投资	预计投资	
					2017 年 4~12 月	2018 年
齐云山生态文化旅游区项目	2012.11~2017.11	15.00	40.00	13.30	0.60	-
肥西花世界生态文化旅游区项目	2015.10~2020.12	12.00	40.00	1.18	3.92	4.00
阜阳颍淮生态文化旅游开发项目	2015.01~2020.06	8.00	40.00	4.80	2.60	0.60
凤凰古城、黄龙洞	-	8.00	25.00	2.30	5.70	-
丹霞山索道	-	1.25	100.00	0.10	1.15	-
合计	-	44.25	-	21.68	13.97	4.60

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2016 年公司经营性净现金流由净流入转为净流出，经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所下降。

偿债能力

随着公司项目建设的推行，公司对资金的需求度不断提高，有息债务规模持续增加。截至 2016 年末，公司负债总额为 175.59 亿元，资产负债率为 68.76%，其中总有息债务为 99.83 亿元，占总负债的比重为 56.85%。2016 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.99 倍和 0.83 倍。盈利方面，2016 年，随着基础设施建设和房地产业务规模的继续扩大，公司营业收入及利润继续保持增长，对公司偿债能力形成一定支撑。现金流方面，公司经营性净现金流由净流入变为净流出，对债务及利息的保障程度有所下降。公司在建项目较多，仍存在一定资金支出压力。公司与多家银行建立了良好合作关系，公司授信余额较为充足。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

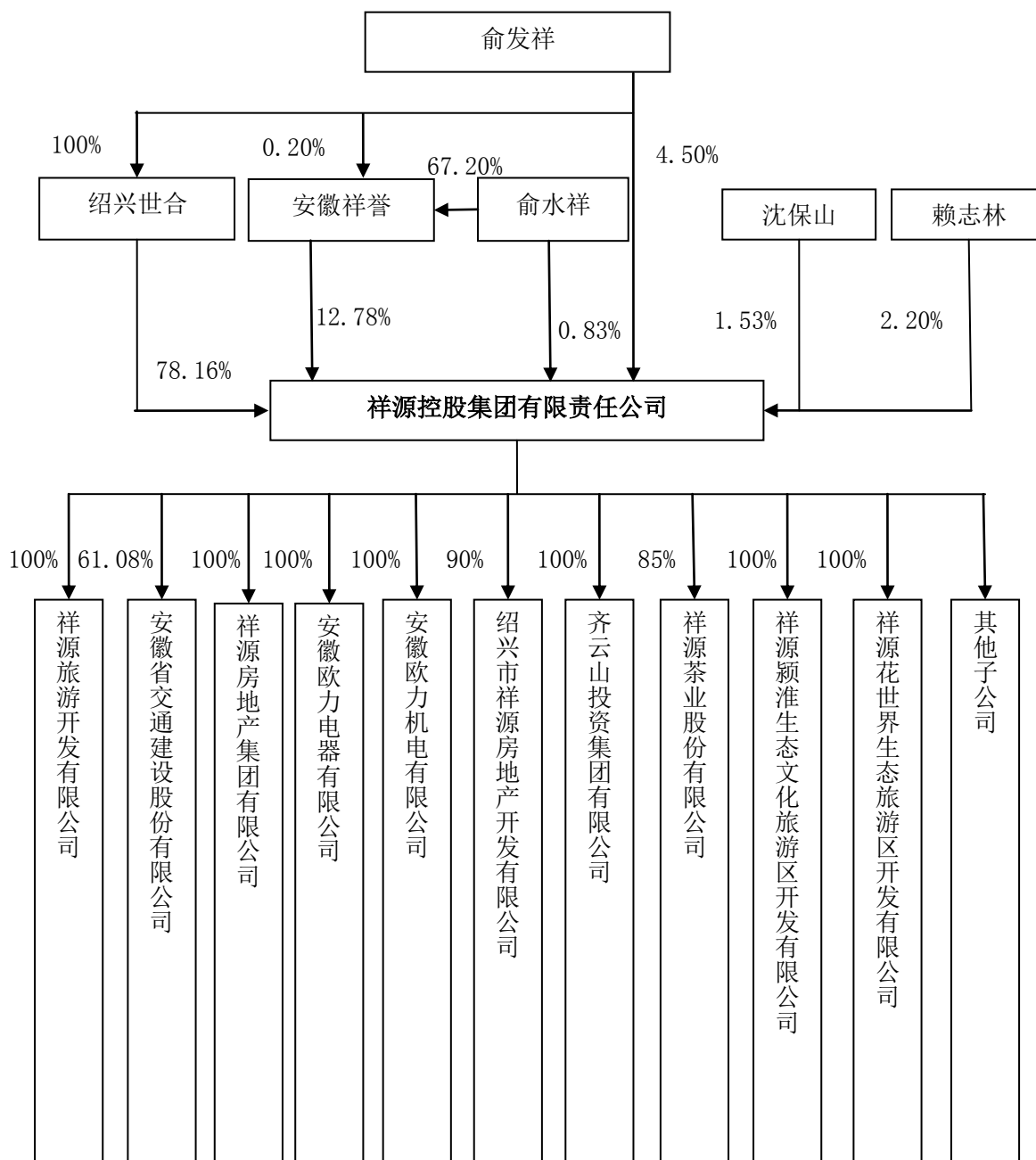
根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2017 年 5 月 25 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具均未到本金偿还日，“15 祥源债”正常付息，“16 祥源债”未到付息日。

结论

公司主营基础设施建设、房地产开发、电器、旅游及茶业等业务。公司基础设施建设业务收入和利润继续增长，拥有公路工程施工和市政工程施工总承包壹级及多项专业承包资质；公司在建未完工合同额大幅增加，对公司未来收入和利润的增长提供了有力保障；房地产开发业务随着项目的逐步建成销售，为公司营业收入提供了有力支撑；电器、旅游及茶业等业务经营稳定，对公司收入和利润形成了有益补充。但是，公司基础设施建设业务施工区域较为集中，仍面临一定区域集中风险；2016年末，公司受限资产占比较大，资产流动性一般；2016年以来，公司负债及有息债务规模继续增加，债务压力有所增加；公司在建项目较多，未来存在一定的资本支出压力。预计未来1~2年，公司经营将保持稳定。

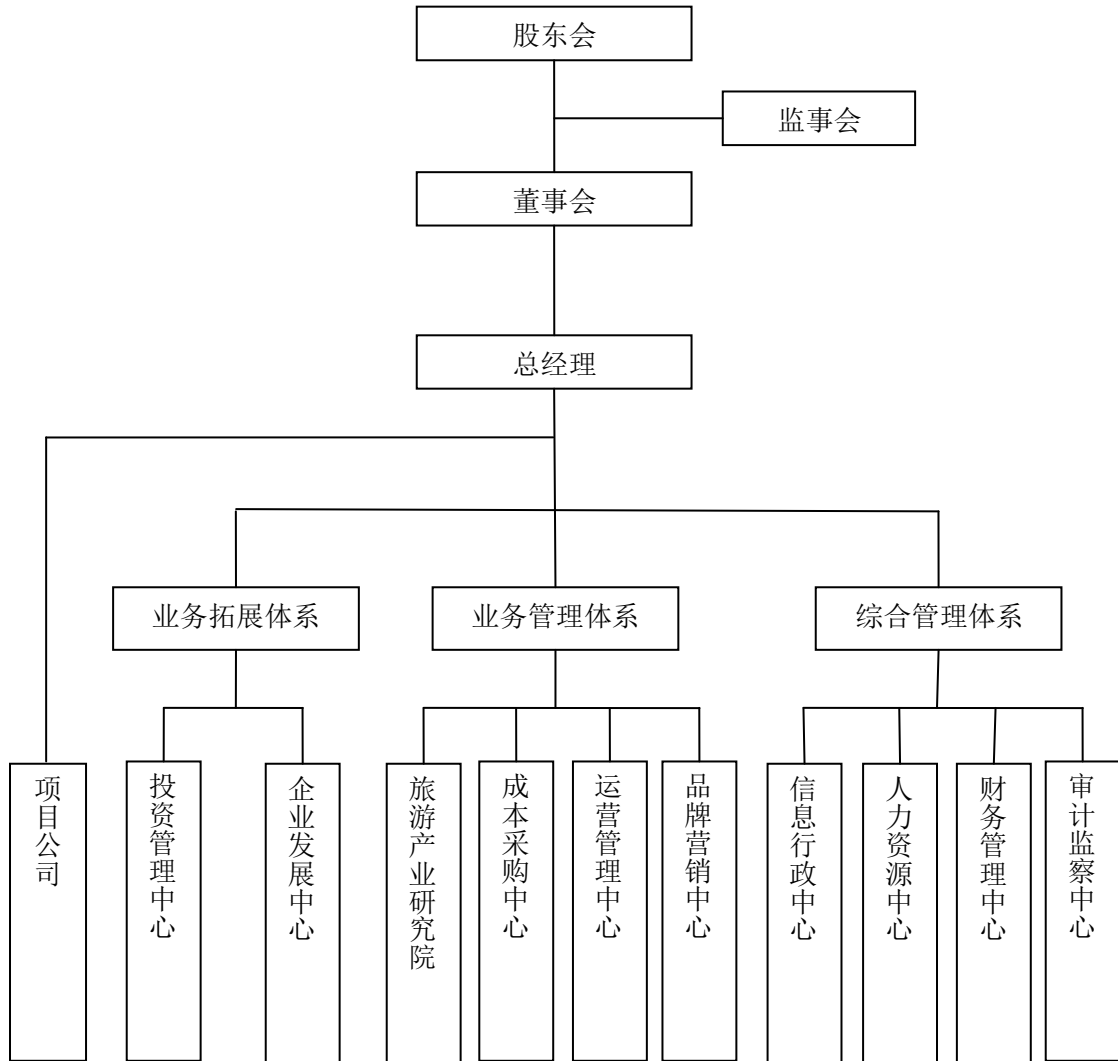
综合分析，大公对公司“15祥源债”、“16祥源债”信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2017 年 3 月末祥源控股集团有限责任公司股权结构图³



³ 俞发祥与俞水祥为兄弟关系。

附件 2 截至 2017 年 3 月末祥源控股集团有限责任公司组织结构图





附件 3 祥源控股集团有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
资产类			
货币资金	305,148	139,070	85,552
应收账款	157,066	143,438	99,605
其他应收款	146,912	77,316	130,865
预付款项	103,787	183,382	90,769
存货	1,007,203	503,569	258,221
流动资产合计	1,732,304	1,047,624	665,064
可供出售金融资产	44,464	28,918	48,425
投资性房地产	583,895	491,125	442,709
固定资产	58,033	46,738	33,347
在建工程	65,844	50,073	15,583
无形资产	5,319	3,807	3,602
长期待摊费用	8,553	5,248	2,769
递延所得税资产	4,000	2,905	3,033
非流动资产合计	821,469	632,098	551,076
总资产	2,553,772	1,679,721	1,216,140
占资产总额比 (%)			
货币资金	11.95	8.28	7.03
应收账款	6.15	8.54	8.19
其他应收款	5.75	4.60	10.76
预付款项	4.06	10.92	7.46
存货	39.44	29.98	21.23
流动资产合计	67.83	62.37	54.69
可供出售金融资产	1.74	1.72	3.98
投资性房地产	22.86	29.24	36.40
固定资产	2.27	2.78	2.74
在建工程	2.58	2.98	1.28
无形资产	0.21	0.23	0.30
长期待摊费用	0.33	0.31	0.23
递延所得税资产	0.16	0.17	0.25
非流动资产合计	32.17	37.63	45.31

附件 3 祥源控股集团有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
负债类			
短期借款	46,948	60,311	55,700
应付票据	35,545	59,323	71,017
应付账款	182,726	61,775	58,190
预收款项	388,128	159,987	98,790
其他应付款	47,152	36,468	34,020
应交税费	57,007	53,600	38,131
一年内到期的非流动负债	98,050	122,417	88,677
流动负债合计	870,079	559,193	448,797
长期借款	521,990	234,084	95,978
应付债券	283,479	158,726	59,521
递延所得税负债	68,010	50,667	38,563
非流动负债合计	885,790	451,714	209,873
负债合计	1,755,869	1,010,907	658,671
占负债总额比 (%)			
短期借款	2.67	5.97	8.46
应付票据	2.02	5.87	10.78
应付账款	10.41	6.11	8.83
预收款项	22.10	15.83	15.00
其他应付款	2.69	3.61	5.16
应交税费	3.25	5.30	5.79
一年内到期的非流动负债	5.58	12.11	13.46
流动负债合计	49.55	55.32	68.14
长期借款	29.73	23.16	14.57
应付债券	16.14	15.70	9.04
递延所得税负债	3.87	5.01	5.85
非流动负债合计	50.45	44.68	31.86
权益类			
实收资本（股本）	90,000	90,000	66,000
资本公积	9,662	19,461	19,483
盈余公积	6,321	5,893	5,893
未分配利润	357,346	247,416	163,038
归属于母公司所有者权益	80,143	63,538	60,550
少数股东权益	80,143	63,538	60,550
所有者权益合计	797,903	668,814	557,469

附件 3 祥源控股集团有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
损益类			
营业收入	714,544	683,077	629,552
营业成本	505,133	544,252	505,976
销售费用	16,724	13,628	8,388
管理费用	33,032	23,641	19,821
财务费用	26,771	12,793	17,100
投资收益	28,644	2,754	5,909
公允价值变动收益	28,727	48,415	7,266
营业利润	160,917	114,523	66,605
利润总额	163,250	118,087	85,684
所得税费用	47,723	31,073	20,634
净利润	115,527	87,014	65,050
归属于母公司所有者的净利润	110,358	84,379	57,640
占营业收入比（%）			
营业成本	70.69	79.68	80.37
销售费用	2.34	2.00	1.33
管理费用	4.62	3.46	3.15
财务费用	3.75	1.87	2.72
投资收益	4.01	0.40	0.94
营业利润	22.52	16.77	10.58
公允价值变动收益	4.02	7.09	1.15
利润总额	22.85	17.29	13.61
所得税费用	6.68	4.55	3.28
净利润	16.17	12.74	10.33
归属于母公司所有者的净利润	15.44	12.35	9.16
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-114,034	30,373	22,889
投资活动产生的现金流量净额	-50,399	-148,788	-56,057
筹资活动产生的现金流量净额	307,853	171,933	32,914
财务指标			
EBIT	187,457	130,257	94,123
EBITDA	192,426	137,306	98,142
总有息负债	998,253	643,097	393,704

附件 3 祥源控股集团有限责任公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
毛利率 (%)	29.31	20.32	19.63
营业利润率 (%)	22.52	16.77	10.58
总资产报酬率 (%)	7.34	7.75	7.74
净资产收益率 (%)	14.48	13.01	11.67
资产负债率 (%)	68.76	60.18	54.16
债务资本比率 (%)	55.58	49.02	41.39
长期资产适合率 (%)	204.96	177.27	139.24
流动比率 (倍)	1.99	1.87	1.48
速动比率 (倍)	0.83	0.97	0.91
保守速动比率 (倍)	0.35	0.25	0.19
存货周转天数 (天)	538.35	251.95	150.41
应收账款周转天数 (天)	79.19	64.05	54.51
经营性净现金流/流动负债 (%)	-15.96	6.03	5.45
经营性净现金流/总负债 (%)	-8.24	3.64	3.64
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-1.38	0.67	1.31
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.27	2.87	5.37
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.33	3.03	5.60
现金比率 (%)	35.07	24.87	19.06
现金回笼率 (%)	123.92	102.55	104.04
担保比率 (%)	0.18	0.21	5.38

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。