

2014年芜湖县建设投资有限公司公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2018年6月7日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2014年芜湖县建设投资有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2018]100142】

存续期间 7年期债券 16亿元人民币, 2014年12月8日—2021年12月8日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA级	稳定	AA级	2018年6月
前次跟踪:	AA级	稳定	AA级	2017年5月
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2014年4月

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	218.58	236.13	238.55
总负债	70.53	77.78	76.64
刚性债务	48.72	49.68	41.73
所有者权益	148.05	158.35	161.91
营业收入	24.44	21.22	20.23
净利润	9.20	6.93	3.98
经营性现金净流入量	1.79	2.03	17.34
EBITDA	11.74	9.66	6.27
资产负债率[%]	32.27	32.94	32.13
长短期债务比[%]	259.62	328.36	838.86
权益资本与刚性债务比率[%]	303.89	318.77	387.96
流动比率[%]	1037.75	1188.43	2701.60
现金比率[%]	70.60	88.10	205.83
利息保障倍数[倍]	4.70	3.47	2.67
EBITDA/利息支出[倍]	4.72	3.48	2.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.20	0.14

注: 根据芜湖县建投经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

周晓庆 张浩硕

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsi.com
http://www.shxsi.com

跟踪评级观点

跟踪期内, 芜湖县工业保持良好发展趋势, 经济增速较快。芜湖县建投作为该县重要的投融资主体, 2017 年政府项目结算形成资金回笼, 但受土地出让进度趋缓影响, 整体收入规模小幅下滑。公司前期建成的安置房及保障性住房项目投资规模较大, 结算进度仍明显滞后, 加之公司未来还有较大规模的基建项目和土地整理投资需求, 持续的资本性支出将使得公司资金及投融资压力有所上升。

- 跟踪期内, 芜湖县经济保持了较快增长, 税收收入有所增长, 为芜湖县建投提供了良好的外部环境。
- 芜湖县建投是芜湖县内重要的投融资主体, 承担了基础设施建设、土地整理等多项职能, 在芜湖县平台体系内地位突出, 可持续获得政府资产注入和资金拨付等方面的支持。
- 跟踪期内, 芜湖县建投外部融资结构有所变动, 银行渠道借款缩减的同时信托借款增加, 但整体刚性债务规模有所下降, 财务杠杆处于较低水平, 且债务偏于长期, 公司即期债务压力较小。
- 芜湖县土地市场持续波动, 当地土地出让规模及出让价格变化将对芜湖县建投的项目资金到位、土地整理业务规模及存货资产的变现能力产生一定影响。
- 随着在建项目的持续推进和拟建项目的陆续启动, 芜湖县建投未来仍有较大规模的投资需求, 面临持续的融资压力。
- 芜湖县建投大量资金沉淀于保障房及安置房项目, 政府回购进度较慢, 且芜湖县政府部门及县属企业对公司资金占用规模较大, 加大公司资金周转压力。
- 芜湖县建投对外担保中包含对多个当地经营性企业担保, 或有风险需持续关注。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照 2014 年芜湖县建设投资有限公司(以下简称“芜湖县建投”、“该公司”或“公司”)公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据芜湖县建投提供的经审计的 2017 年财务报告及相关经营数据,对芜湖县建投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于 2014 年 12 月 8 日发行了待偿还余额为 16 亿元人民币的 2014 年公司债券(即“14 芜湖县建投债”),期限为 7 年,附第 3-7 年每年偿还 3.20 亿元债券本金;公司已于 2017 年 12 月偿还了 3.20 亿元本金,截至本评级报告出具日,本期债券待偿还余额为 12.80 亿元。募集资金全部用于新芜开发区及城东新城产城一体化项目、芜湖县公共租赁住房及廉租房建设项目、春江苑四期安置房项目的建设。截至 2017 年末,募投项目已全部完成开发,募集资金已使用完毕。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司股权结构发生变动,2017 年 1 月和 8 月,公司进行工商变更,分别减少注册资金 0.20 亿元和 0.04 亿元,并以货币资金方式支付股东皖江投资¹。截至本评级报告出具日,公司注册资本为 13.90 亿元,其中货币出资 4.40 亿元、实物出资 4.91 亿元、未分配利润转增 3.80 亿元、资本公积转增 0.79 亿元。芜湖县国资委持有股权的比例为 97.88%,皖江投资持有公司股权的比例为 2.12%。

跟踪期内,该公司法定代表人、董事长、总经理发生变动。根据 2017 年 6 月芜湖县国资委出具的《关于调整芜湖县部分县属国有企业法定代表人、董事会、监事会成员的通知》(芜国资委[2017]14 号),任命王艳梅为该公司法定代表人、董事长、总经理,免去王少明原公司法定代表人、董事长、总经理的职务;公司其他董事会、监事会、高级管理人员

¹根据皖江投资与芜湖县建投签订的投资框架意向协议,该项注资实际为国开发展基金通过皖江投资拨付予公司的资金,用以支持定向企业发展,投资收益率为 1.2%,投资期限为 20 年。2017 年 1 月和 8 月,公司减少的注册资金系公司按照国开基金要求收回对芜湖县当地某些企业的投资,并将收回的本金和利息全额支付予国开基金所致。公司 2016 年 12 月注册资金减少 0.20 亿元,工商信息变更于 2017 年 1 月完成。

未发生变更。公司此次人事变更系正常人事调整，对公司正常经营不造成影响。除此之外，公司各项管理制度未有变动。

(二) 经营环境

1. 芜湖县经济情况

2017年，芜湖县实现地区生产总值241.7亿元，同比增长9.0%，仍保持较快增速。其中，第一产业增加值完成19.7亿元，同比增长3.0%；第二产业增加值完成146.7亿元，同比增长10.0%；第三产业增加值完成75.3亿元，同比增长8.5%。三次产业结构由上年末的9.0:59.5:31.5调整为8.1:60.7:31.2。固定资产投资额仍保持高速增长，当年完成339.8亿元，同比增长15.3%，增速较上年增加3.1个百分点。其中，5000万以上项目完成固定资产投资165.8亿元，同比增长6.7%。

图表 1. 近年来芜湖县国民经济和社会发展主要指标 (单位: %)

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值 (亿元)	196.5	10.1	214.5	9.6	241.7	9.0
第一产业增加值 (亿元)	18.5	4.5	19.2	3.0	19.7	3.0
第二产业增加值 (亿元)	117.6	10.6	127.6	10.2	146.7	10.0
第三产业增加值 (亿元)	60.4	10.6	67.7	10.4	75.3	8.5
固定资产投资 (亿元)	262.6	14.2	294.6	12.2	339.8	15.3
社会消费品零售总额 (亿元)	49.8	12.8	55.1	10.5	61.8	12.3
进出口总额 (亿美元)	4.1	2.1	3.4	-1.3	4.02	18.5
实际利用外资 (亿美元)	2.1	13.4	2.3	11.0	2.71	15.5
城镇居民人均可支配收入 (元)	27483	9.2	30190	9.8	32835	8.8
农民人均纯收入 (元)	17774	9.2	18947	6.6	20586	8.7

资料来源：2015-2017 年芜湖县国民经济和社会发展统计公报

2017年，芜湖县以高端装备制造及汽车零部件业、电子电器业和新能源新材料业等为主的支柱产业持续快速发展，2017年上述三项产业共完成规模以上总产值546.08亿元，较上年增长17.05%，占全县规模以上工业总产值的比重达75.18%，较上年提高3.91个百分点；截至2017年末，芜湖县支柱产业共有规模以上工业企业206家，较上年减少12家，主要系企业并购所致。

图表 2. 2017 年末芜湖县规模以上工业产值结构

行业名称	企业数量(家)	产值 (亿元)	增速 (%)	比重 (%)
高端装备制造及汽车零部件	148	322.93	16.0	44.46
电子电器	47	167.31	23.9	23.03
新能源新材料	11	55.84	41.2	7.69
合计	206	546.08	--	75.18

资料来源：芜湖县建投

芜湖县产业主要集聚在安徽新芜经济开发区（简称“新芜开发区”）。新芜开发区于2017年入选安徽省省级开发区“十强”，并入围2018年省级绿色发展试点示范区。随着芜湖县基础设施的逐步完善，入驻园区的企业数量不断增加，其中德力西电器、飞科电器等行业知名公司已在园区内落户。2017年，新芜开发区规模以上工业企业实现总产值638.5亿元，占全县规上总产值额比重为87.90%；实现固定资产投资210亿元，同比增长88.81%；实现财政收入17.28亿元，同比增长20%。此外，芜湖航空产业园获批为国家首批通用航空产业综合示范区，园区内重点项目钻石飞机、钻石航空发动机和卓尔螺旋桨等分别实现投产，航瑞动力、北航创新区等项目持续推进。

2017年以来，随着“去库存”政策的深入，房屋供给规模继续下滑，当年房屋竣工面积较上年下滑30.29%至116.7万平方米，商品房销售维持快速增长的态势，但增速有所收窄，当年销售面积为71.0万平方米，同比增长32.8%；同年商品房销售额仍维持了较高速的增长，当年为32.3亿元，同比增长54.0%。总体来看，芜湖县房地产市场易受政策调整及行业景气度变化影响，未来走势存在较大的不确定性。且前些年度较大规模的房屋施工及竣工增量导致芜湖县房地产市场仍面临持续的去库存压力。

2. 芜湖县财政收支情况

芜湖县地方财力主要来源于一般公共预算收入和政府性基金预算收入。2017年，芜湖县一般公共预算收入为27.26亿元，较上年下滑2.71%，主要系非税收入下滑影响。非税收入主要包括专项收入、国有资源（资产）有偿使用收入等，2016年相对较高主要系当年芜湖县政府及新芜开发区管委会将之前处置的行政办公楼等国有资产变现收入集中入库，形成较大规模的一次性收入，当年国有资源（资产）有偿使用收入7.74亿元；该项收入不可持续，2017年回落至正常水平，当年全县实现非税收入6.94亿元，较上年下降2.48亿元。税收收入仍是一般公共预算收入的主要来源，2017年全县实现税收收入20.32亿元，同比增长9.25%，占一般公共预算收入的比重为74.54%，较上年增长8.16个百分点，税收质量有所提高。从税种看，芜湖县增值税、企业所得税、城市维护建设税、土地增值税和契税占比较高，2017年五大税种合计占芜湖县税收收入的75.49%，其中增值税占比为52.07%。上级补助收入作为该县可支配财力的重要来源之一，近年来持续增长，2017年为16.54亿元，较上年增长32.85%。政府性基金预算收入方面，芜湖县国有土地使用权出让金收入除了当年收到的土地出让金外，还包括因全县国有、集体企业改制所补

缴的土地出让金。近年来，得益于当地房地产景气度持续上升，土地出让情况较好，2017年芜湖县实现政府性基金预算收入17.27亿元，同比增长15.91%；其中国有土地使用权出让收入14.44亿元，同比增长23.84%。财政支出方面，近年来芜湖县加大民生项目投入，因此一般公共预算支出逐年递增。2017年该县一般公共预算支出43.67亿元，同比增长8.36%，当年财政自给率为62.42%，较上年下降7.11个百分点。总体来看，财政收支平衡情况尚可。

图表 3. 芜湖县 2015-2017 年主要财政指标表 (单位: 亿元)

主要财政指标	2015 年	2016 年	2017 年
地方财政本年收入	50.69	55.51	61.23
(一) 一般公共预算收入	26.06	28.02	27.26
其中: 税收收入	19.74	18.60	20.32
非税收入	6.33	9.42	6.94
(二) 上级补助收入	9.77	12.45	16.54
其中: 返还性收入	0.38	2.43	3.54
一般转移支付收入	4.81	5.08	6.55
专项转移支付收入	3.41	4.08	5.50
(三) 政府性基金预算收入	14.70	14.90	17.27
其中: 国有土地使用权出让收入	13.14	11.66	14.44
(四) 预算外收入	0.16	0.14	0.16
地方财政本年支出	50.61	55.33	61.11
(一) 一般公共预算支出	35.75	40.30	43.67
(二) 政府性基金预算支出	14.70	14.89	17.28
(三) 预算外支出	0.16	0.14	0.16
一般公共预算收入/一般公共预算支出	72.90%	69.53%	62.42%

资料来源: 芜湖县建投

从地方政府债务情况来看，2017年安徽省财政厅核定芜湖县2017年末地方政府债务限额为55.92亿元，其中一般债务限额30.56亿元、专项债务限额25.36亿元；截至2017年末，全县地方政府负有偿还责任的债务余额为55.68亿元，其中一般债务30.32亿元、专项债务25.36亿元。

经政府性债务甄别，截至2017年末，该公司纳入政府性一般债务的规模为0.43亿元，纳入政府专项债务的规模为5.27亿元。

(三) 经营状况

该公司主要从事城市基础设施建设、土地整理、保障安置房和标准化厂房等业务，2017年实现营业总收入20.23亿元，同比上年下滑4.69%，

主要系当年土地出让进度放缓，土地整理业务收入下滑所致。从收入结构来看，随着部分代建项目实现结算，代建收入持续增长，其在营业收入中的比重逐年提升，2017年为60.95%，较上年增加6.61个百分点。

图表 4. 公司近年来营业收入情况（单位：亿元，%）

业务	2015 年		2016 年		2017 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
土地整理	13.35	54.62	9.02	42.51	6.74	33.34
代建业务	9.86	40.34	11.53	54.34	12.33	60.95
其他	1.23	5.04	0.67	3.15	1.16	5.71
合计	24.44	100.00	21.22	100.00	20.23	100.00

业务	2015 年		2016 年		2017 年	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
土地整理	3.62	37.68	1.58	20.63	0.75	13.57
代建业务	5.18	53.88	5.65	73.76	4.16	75.04
其他	0.80	8.34	0.43	5.61	0.63	11.39
合计	9.61	100.00	7.66	100.00	5.55	100.00

注：根据芜湖县建投审计报告数据整理、计算

1. 土地开发业务

跟踪期内，该公司土地开发整理业务模式未有变动，仍先利用自有资金或通过外部融资对县国土部门储备的土地进行征收、拆迁、基础设施建设，完成土地一级开发；而后县国土部门通过国土交易中心招拍挂程序将土地出让，并根据县国土局、财政局与公司签署的《土地开发整理合同》，委托财政局向公司支付土地整理报酬，所得土地出让收入在扣除相关费用后的净收益全额拨给公司，作为公司土地整理业务的营业收入。

该公司近年来的土地整理业务主要集中在芜湖县城乡结合区域，近年来受当地房地产“去库存”等政策影响，芜湖县土地供给有所收紧，土地出让规模下降，公司土地整理进度也相应放缓。2017年，公司完成土地整理面积 935.93 亩，完成土地出让面积为 427.68 亩，分别较上年减少 228.13 亩和 245.18 亩。公司自 2017 年 1 月 1 日起，对土地整理业务入账方式进行调整，即 2017 年 1 月 1 日前发生的土地整理业务（包括未来的持续投入）仍按照收付实现制记账，即当年土地整理项目投入的资金全部结转至土地整理业务成本、当年土地出让资金回笼全部计入土地整理业务收入；2017 年 1 月 1 日之后发生土地整理业务按照权责发生制进行记账，将土地整理成本入账“存货”科目，并在项目结算后结转成本、收入。至 2017 年末，公司已整理完毕待出让的土地 163.78 亩，均为商住用地；公司土地整理业务已累计确认收入 92.09 亿元。

图表 5. 近年来公司土地整理业务情况

	2015 年	2016 年	2017 年
土地整理面积 (亩)	1518.75	1164.06	935.93
土地整理成本 (亿元)	9.72	7.45	5.99
土地出让面积 (亩)	1366.87	672.86	427.68
土地整理实际回笼资金 (亿元)	13.34	9.01	6.74

数据来源：芜湖县建投

该公司根据政府规划制定未来 3 年内的土地整理任务，均为商业用地的整理开发。2018-2020 年，公司计划整理土地面积分别为 975.01 亩、1125.01 亩和 1350.26 亩，规划总投资共计约 22.12 亿元。虽然未来随着新芜开发区、芜湖航空产业园等地区的招商引资持续推进，土地整理需求仍然较高，但考虑到土地供给规模缩减，短期难以消化公司整理土地，未来一段时间内公司土地整理收入或将继续下行。

截至 2017 年末，该公司已有权证的存量土地 112 宗，较上年减少 1 宗²，总土地面积 400.84 万平方米，其中通过政府注入的方式获得 388.29 万平方米，政府注入的土地均以评估作价出资的方式入账，账面价值 105.73 亿元，均已取得国有土地使用证；通过公司购入获得土地面积 12.55 万平方米，账面价值 3.90 亿元³。公司目前账面土地资产中有 170.78 万平方米的土地已作借款抵押，变现能力欠佳。

图表 6. 公司已办理权证的存量土地情况

土地取得方式	土地面积 (万平方米)	账面价值 (亿元)	抵押土地面积 (万平方米)	抵押土地价值 (亿元)
政府注入	388.29	105.73	170.78	41.18
购入	12.55	3.90	--	--
合计	401.00	109.63	170.78	41.18

资料来源：芜湖县建投

2. 代建业务

跟踪期内，该公司承接的芜湖县域范围内的道路修建、河道治理、环境工程等基础设施建设业务以及安置房、保障房、标准化厂房建设业务的开展模式仍主要为代建，即公司与芜湖县财政局签订项目委托代建协议、由公司负责项目的投融资和建设任务，在工程建设全程中承担项目施工的组织、施工单位的监督工作。项目完成竣工验收后，芜湖县财

² 2017 年，该公司推进土地整理项目，将当地一家民营企业的房产进行拆迁，应其要求，公司不做货币补偿，以公司持有的一宗土地转让予该企业作为补偿对价。

³ 由于 2017 年补缴了部分土地的契税，账面价值增加了 0.15 亿元。

政局将对项目实施整体回购，同时按项目总投资规模的 10% 支付管理服务费用作为公司的项目回报。县财政局按照代建项目进度支付项目款，具体支付期限和方式届时另行商定。账面处理上，公司基础设施、安置房代建项目开发成本计入“存货”科目，标准化厂房代建项目投入计入“在建工程”科目，在项目结算后结转成本，代建业务收入为当年公司实际收到的项目款。

► 基础设施建设业务

该公司目前正在建的项目主要为棚户区改造项目、道路改造、河道治理和湾沚南站扩建等。截至 2017 年末，公司主要在建项目总投资 5.36 亿元，已完成投资 4.73 亿元。同时，公司仍有一定规模的拟建项目，预计 2018 年将投资 14.32 亿元，其中计划棚改项目投资 9.81 亿元。公司参与的棚改项目同样为代建模式，资金由公司先行垫付，每年年底财政局根据项目当年进度支付公司项目款。此外，本期债券的募投项目将陆续开工，规划总投资共计 11.35 亿元。截至 2017 年末，公司参与的基础设施建设项目累计投资约 90.24 亿元，已累计收到回笼资金 73.62 亿元。一般来看，市政工程回购款项收到时间主要取决于芜湖县未来的财政情况，资金回笼进度存在不确定性，而未来存在持续的项目投资需求，公司面临相对较大的资金压力。

图表 7. 2017 年末公司主要基础设施在建、拟建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资额	已投资额	预计竣工日期
在建项目:			
芜湖县 2017 年棚户区改造项目	4.49	4.35	2018 年 06 月
湾沚南站扩建	0.36	0.14	2018 年 12 月
开发区西区污水改造工程	0.23	0.18	2018 年 12 月
开发区西次三路雨污水管网改造工程	0.15	0.03	2018 年 12 月
芜湖县开发区西次六路雨污水改造工程	0.13	0.03	2018 年 12 月
在建项目小计	5.36	4.73	-
拟建项目:			
东湖及周边区域水环境综合治理项目	0.52	--	2018 年 10 月
水阳江路 (保沙路-火龙岗路) 道路建设	0.13	--	2018 年 09 月
芜湖县 2018 年棚户区改造项目	9.81	--	2018 年 12 月
经三路 (永泰路-南湖路) 道路建设	0.25	--	2018 年 10 月
西河学校改扩建教学楼项目	0.10	--	2018 年 08 月
芜湖县中医院城东院区改扩建项目	0.73	--	2018 年 11 月
芜湖县防洪薄弱环节泵站改造项目	0.49	--	2018 年 10 月
赵家河咸保段河道整治工程	0.74	--	2018 年 11 月

2018 年度农田水利建设项目	1.43	--	2018 年 09 月
利民（桂渡）桥及接线建设工程	0.12	--	2018 年 10 月
拟建项目小计	14.32	--	--
总计	19.68	4.73	--

数据来源：芜湖县建投

► 房地产业务

该公司房地产项目包括保障性住房项目、安置房项目和标准化厂房项目，项目同样采取代建模式⁴。房地产项目前期建设投入均由公司通过自有资金或外部融资的方式筹集。保障房、安置房项目在尚未完成竣工结算的阶段计入存货，标准化厂房项目在尚未完成竣工结算的阶段计入在建工程。

在前期大规模上马保障房项目的背景下，近年来芜湖县内安置房及保障房供给已经趋于饱和，该公司近期将不再开展新的项目建设。截至 2017 年末，公司已完工保障性住房、安置房项目共 21 项，实际总投资 52.71 亿元，完成建筑面积 192.08 万平方米。同期末公司已收到回笼资金 17.84 亿元，资金回笼明显滞后。公司计划将未回购的安置房实行自营，但具体方案暂未规划。

此外，该公司还承担标准化厂房的建设任务，主要在安徽新芜开发区和芜湖县机械工业园区开展。公司重点建设的 7 个标准化厂房项目已在前些年度竣工结算并移交完成，实际总投资 10.34 亿元，截至 2017 年末已回笼资金 9.72 亿元。

图 8. 2017 年末公司主要标准化厂房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	建筑面积	已回笼资金
新芜开发区绿庄标准化厂房项目	3.03	14.95	2.92
新芜开发区东区标准化厂房项目	4.76	24.98	4.25
芜湖机械工业开发区自建创业产业园二期厂房项目	0.43	5.00	0.43
芜湖机械工业园创业园三期厂房项目	0.55	5.15	0.55
新芜经济开发区四期标准化厂房工程 1#-6#楼	0.50	6.38	0.50
新芜经济开发区四期标准化厂房工程一标段	0.63	6.34	0.63
新芜经济开发区四期标准化厂房工程二标段	0.44	3.99	0.44
合计	10.34	66.79	9.72

数据来源：芜湖县建投

⁴ 标准化厂房项目在建设初期暂定为公司自营，后根据 2009 年 12 月芜湖县财政局与公司签订的《项目委托代建回购协议》，公司所建标准化厂房竣工决算后由芜湖县财政局出资对项目进行回购，公司不参与标准化厂房的后续经营业务。

3. 其他业务

该公司受县政府委托，代为开展国有资产的租赁、管理和处置业务，包括办公楼、商铺和仓库物业等，2017 年公司其他业务收入为 1.16 亿元，其中资产出让收入为 0.63 亿元。

(四) 财务质量

凭借持续的经营积累，该公司所有者权益继续扩大，资产负债率近年来一直保持在较低水平，2017 年末为 32.13%，基本与上年持平。

由于公司的项目建设资金主要来源于外部融资，累积了较大规模的刚性债务。公司刚性债务主要由银行借款、非银行金融机构借款和应付债券构成，2017 年末刚性债务为 41.73 亿元，其中包括短期刚性债务 2.08 亿元，中长期刚性债务 39.65 亿元，即期债务偿付压力相对较小。具体来看，2017 年末公司刚性债务包括应付债券 12.80 亿元、银行借款 3.94 亿元、信托借款 8.40 亿元⁵、应付票据 2.04 亿元、非银行的外部借款（计入“长期应付款”）14.56 亿元。公司银行借款主要采用信用、抵押和保证的形式，2017 年末占银行借款的比重分别为 50.80%、45.52% 和 3.68%，其中抵押借款的抵押物为土地使用权。公司外部借款融资主要为通过芜湖县徽银城镇化一号基金⁶取得的借款 14.56 亿元。从资金成本来看，公司银行借款年利率为 4.51%-4.90%，信托机构借款年利率为 5.43%。此外，公司本部至 2017 年末待偿付债券余额为 12.80 亿元，将于 2018-2021 年每年分别偿还 3.20 亿元。

该公司还通过县内其他政府机关或县属企业给予的往来款以补充建设资金，由此形成了大额其他应付款和长期应付款。2017 年末其他应付款余额为 4.53 亿元，主要系县内机关单位或国有性质公司给予公司的临时性无息借款，包括芜湖县自来水厂借予公司的款项 2.00 亿元、芜湖鑫园建设投资公司借予公司的款项 0.87 亿元等。公司其他应付款账龄主要集中在 1-3 年，占比为 90.04%。除去公司通过芜湖县徽银城镇化一号基金取得的借款以外，长期应付款剩余金额为 28.82 亿元；增量主要系芜湖县财政局给予公司的债务置换资金增加 7.81 亿元；此外，芜湖县东部新城城镇化建设项目指挥部给予公司的往来款增加 4.73 亿元。

⁵该笔借款为 8.40 亿元，实际系浦东发展银行芜湖县支行的银行资金，以信托通道借给公司，故借款利率较普通信托借款低，为 5.43%。

⁶该公司与中信证券共同投资成立芜湖县徽银城镇化一号基金，其中公司作为劣后级投入资金 3 亿元，中信证券作为优先级投入 12 亿元。该基金募集资金用于偿还公司部分标准化厂房及安置房项目所欠施工单位的工程款，至 2017 年末已投向公司 14.56 亿元，计入公司长期应付款科目中。

图表 9. 2017 年末公司金融机构借款明细 (单位: 万元)

借款单位	借款余额	借款期限	借款利率	借款类型	对应项目
中国农业发展银行 芜湖县支行	17920	2011-4-19-2026-4-18	4.90%	项目贷款	芜湖县迎宾安置区建设 项目
国家开发银行合肥 分行芜湖县支行	250	2009.10.26-2019.10.26	4.90%	项目贷款	芜湖县职教中心项目 贷款
国家开发银行合肥 分行芜湖县支行	1200	2010.3.10-2025.3.10	4.90%	项目贷款	芜湖县污水管网二期
徽商银行芜湖县支 行	20000	2016.7.14-2019.7.14	4.51%	项目贷款	抗洪救灾防御、处置 及灾后恢复所需资金
上海国际信托有限 公司	84000	2017.1.23-2022.6.14	5.43%	信托借款	--
芜湖县徽银城镇化 一号基金	145600	2015.12-2020.1	6.68%	其他借款	-
合计	268970	--	--	--	--

资料来源：芜湖县建投

由于土地出让进度的延缓，该公司营业收入有一定的下滑，2017 年末为 20.23 亿元，同比下降 4.69%。从盈利能力来看，由于土地整理业务采用收付实现制入账⁷，代建业务收入同样以当年收现额入账，公司账面名义毛利率并不能体现业务盈利情况。2017 年，公司土地整理业务名义毛利率为 11.17%，由于土地出让进度的趋缓而有所下滑；代建业务名义毛利率为 33.77%，较上年下滑 15.23 个百分点。公司综合毛利率为 27.43%，较上年下滑 8.66 个百分点。同年，公司获得的政府补贴收入 1.63 亿元，相对较为稳定。但毛利的减少导致公司净利润相应下滑，2017 年公司实现净利润 3.98 亿元，同比减少 42.55%；总资产报酬率和净资产收益率分别较上年下降 1.61 和 2.03 个百分点至 2.63% 和 2.49%。

期间费用方面，2017 年该公司管理费用依旧较低，期间费用主要由财务费用构成。当年公司财务费用为 2.17 亿元，其中利息支出依然是财务费用的最主要构成部分，同年末为 2.34 亿元，随有息债务规模的减小而减少 15.52%。

该公司经营活动现金流主要体现为芜湖县土地整理与出让往来款以及其他芜湖县财政局往来款等与经营活动有关的现金。2017 年，公司计入经营性的往来款支付规模有所缩减，当年支付其他与经营活动有关的现金大幅下滑，经营活动产生的现金流由此保持净流入状态，为 17.34 亿元。同期，公司理财产品交易规模下降，投资性现金净流出规模有所

⁷ 2017 年土地整理业务成本、收入均为 2017 年之前开工的土地整理项目形成；当年新开工的土地项目使用“权责发生制”入账，在当年的利润表中未有体现。

下滑，当年为-0.65 亿元。筹资活动方面，2017 年公司计入筹资活动的往来资金为净流出状态，且当年支付了“14 芜湖县建投债”的部分本金和到期的金融机构借款，故筹资活动呈现净流出状态，当年为-15.89 亿元。

随着投资项目的增加，该公司资产规模持续增长，2017 年末资产总额为 238.55 亿元，其中货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和在建工程分别占 2017 年末资产总额的 7.04%、11.44%、73.58%、2.47% 和 3.97%，也系近年来的主要资产增量科目。

2017 年末该公司存货余额为 175.54 亿元，主要包括 105.73 亿元的县政府注入土地、3.90 亿元的公司购入土地、57.29 亿元的基础建设项目和安置房建设投入、3.76 亿元的前期收储而来的待租待售资产和 5.01 亿元的土地整理项目投入，其中县政府注入的土地不具有变现性，而尚未完工的基础建设项目变现受制于在建项目进程和政府回购意向。在建工程主要系公司在新芜开发区和芜湖机械工业园建设的标准化厂房和周边基础设施配套，2017 年末余额为 9.48 亿元。其他应收款主要为与股东芜湖县国有资产管理委员会、县土地储备中心、县财政局、芜湖新芜产城发展有限公司以及其他县属企事业单位的往来款，2017 年末余额为 28.45 亿元。总体来看，公司主要资产变现能力弱，但考虑到公司债务期限集中于长期，设置有分期偿还机制，即期偿债压力尚可。

此外，该公司货币资金储备较为充裕，2017 年末货币资金余额为 16.80 亿元，基本与上年持平，其中扣除受限货币资金 0.30 亿元，公司可动用货币资金为 16.50 亿元，余量较为充足。年末可供出售金融资产和长期股权投资分别为 1.53 亿元和 5.90 亿元，分别较上年末增长 0.37 亿元和下降 0.42 亿元。从投向来看，可供出售金融资产主要系按照县政府或当地招商引资等规划，对当地或周边地区的担保公司和国有、民营企业进行的投资；长期股权投资主要投向当地政府相关企业，其中占比较大的投资对象有芜湖县徽银城镇化一号基金和芜湖新芜水务投资发展有限公司，占比分别为 50.88% 和 29.68%。公司根据政府安排投资部分担保公司和国营单位，仅履行出资职责，并不具有实际经营管理权限，未有收益体现。

从资产质量看，该公司资产以土地使用权和代建项目的开发成本为主，其变现能力依赖于项目回购进度及土地市场情况，总体资产流动性较弱。

截至 2017 年末，公司对外担保余额为 3.55 亿元，对外担保比例为 2.19%，均为信用担保。其中，公司为芜湖县航空产业建设投资有限公司

提供 2.85 亿元的担保，占对外担保总额的 80.35%。芜湖县航空产业建设投资有限公司为芜湖县人民政府控制下的平台，主要承担航空产业相关的基础设施建设业务，主要建设项目有芜屯路（三元段）改建项目、新芜大道建设项目和三元通用机场项目等。除对县属企业的担保外，被公司担保企业还包括多个当地经营性企业，行业类型较为分散，经营及财务状况易受宏观经济及行业运行态势影响，后续仍需持续关注被担保企业的经营状况以及对公司形成的或有风险影响。

综上所述，跟踪期内，芜湖县工业保持良好发展趋势，经济增速较快。芜湖县建投作为该县重要的投融资主体，2017 年政府项目结算形成资金回笼，但受土地出让进度趋缓影响，整体收入规模小幅下滑。公司前期建成的安置房及保障性住房项目投资规模较大，结算进度仍明显滞后，加之公司未来还有较大规模的基建项目和土地整理投资需求，持续的资本性支出将使得公司资金及投融资压力有所上升。

同时，我们仍将持续关注：（1）芜湖县经济发展与财政表现情况；（2）芜湖县土地市场和房地产市场的变化及其对该公司土地资产价值及资产变现能力的影响；（3）芜湖县建投土地整理和基础设施代建等项目建设进度及后续资金保障情况；（4）公司前期已完工项目的资金回笼情况及往来占款回收情况；（5）公司对外担保情况

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	218.58	236.13	238.55
货币资金 [亿元]	11.25	16.00	16.80
刚性债务[亿元]	48.72	49.68	41.73
所有者权益 [亿元]	148.05	158.35	161.91
营业收入[亿元]	24.44	21.22	20.23
净利润 [亿元]	9.20	6.93	3.98
EBITDA[亿元]	11.74	9.66	6.27
经营性现金净流入量[亿元]	1.79	2.03	17.34
投资性现金净流入量[亿元]	1.61	-4.39	-0.65
资产负债率[%]	32.27	32.94	32.13
长短期债务比[%]	259.62	328.36	838.86
权益资本与刚性债务比率[%]	303.89	318.77	387.96
流动比率[%]	1,037.75	1,188.43	2,701.60
速动比率 [%]	157.96	241.60	540.44
现金比率[%]	70.60	88.10	205.83
利息保障倍数[倍]	4.70	3.47	2.67
有形净值债务率[%]	47.63	49.12	47.34
担保比率[%]	2.23	2.39	2.19
毛利率[%]	39.30	36.09	27.43
营业利润率[%]	28.16	22.50	11.26
总资产报酬率[%]	5.51	4.24	2.63
净资产收益率[%]	6.54	4.52	2.49
净资产收益率*[%]	6.54	4.52	2.49
营业收入现金率[%]	106.32	90.41	102.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.50	10.77	131.78
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.50	2.74	22.46
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.97	-12.46	126.87
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.75	-3.17	21.63
EBITDA/利息支出[倍]	4.72	3.48	2.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.20	0.14

注：表中数据依据芜湖县建投经审计的 2015-2017 年度财务数据，整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清偿保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注 1：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注 2：刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他长期债务。

注 3：EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。