

2017 年安庆皖江高科技投资发展有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【513】号 01

债券简称：
17 安庆皖江债/17 皖
江

债券剩余规模：
10 亿元

债券到期日期：
2024 年 08 月 02 日

债券偿还方式：
每年付息，债券存续期
的第 3-7 年末每年偿还
发行总额 20%的本金

分析师

姓名：
龚程晨 韩晨皓

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchch@cspengyuan.
com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大
厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2017 年安庆皖江高科技投资发展有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对安庆皖江高科技投资发展有限公司（以下简称“皖江高科”或“公司”）及其 2017 年 8 月 2 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到了较大力度的外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，公司在建项目较多，未来面临较大的建设支出压力，公司有息债务规模持续增长，偿债压力加大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年，安庆经济技术开发区实现地区生产总值 203.5 亿元，同比增长 3.5%，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程建设业务持续性较好。公司业务收入 90%左右来自工程项目建设业务，截至 2018 年末，公司在建项目总投资 135.23 亿元，其中已签订代建协议的在建工程总投资为 102.52 亿元，工程项目建设业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年公司获得当地政府 1.59 亿元的补贴收入，较大规模的政府补助显著提高了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末，公司应收账款、其他应收款、存货规模较大，合计占期末总资产的 87.18%，其中，应收账款和其他应收款回收期不确定，存货系工程施工成本及土地资产，受限土地使用权占存货中土地资产的比重为 71.61%，土地资产使用受限比例较高，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较弱，在建项目较多，未来面临较大的建设支出压力。**2018 年公司收现比为 0.50，较上年有所下降，经营活动收现情况较差；截至 2018 年末，公司在建项目尚需投入资金 71.91 亿元，由于建设项目尚需投资规模较大，公司未来面临较大的建设支出压力。
- **公司有息债务规模持续增长，偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 58.08%，有息负债规模为 53.52 亿元，较上年增长 14.20%，有息负债规模持续增长；公司 2018 年 EBITDA 利息保障倍数降至 0.60，较上年显著下降，偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 3.56 亿元，占 2018 年末净资产的 8.45%，公司担保对象主要为地方国有企业，未采取反担保措施公司存在一定或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,005,037.85	908,568.40	657,147.93
所有者权益	421,360.96	411,112.33	362,823.05
有息债务	535,191.83	468,659.03	283,416.04
资产负债率	58.08%	54.75%	44.79%
流动比率	8.76	10.79	21.22
营业收入	50,424.88	42,975.03	39,403.31
其他收益	15,940.80	15,813.67	-
营业外收入	0.22	41.15	15,004.08
利润总额	10,578.19	12,397.06	15,356.09
综合毛利率	6.62%	7.11%	2.73%
EBITDA	19,526.42	18,802.61	16,143.65
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.09	2.50
经营活动现金流净额	4,089.20	-154,086.02	-14,947.19

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

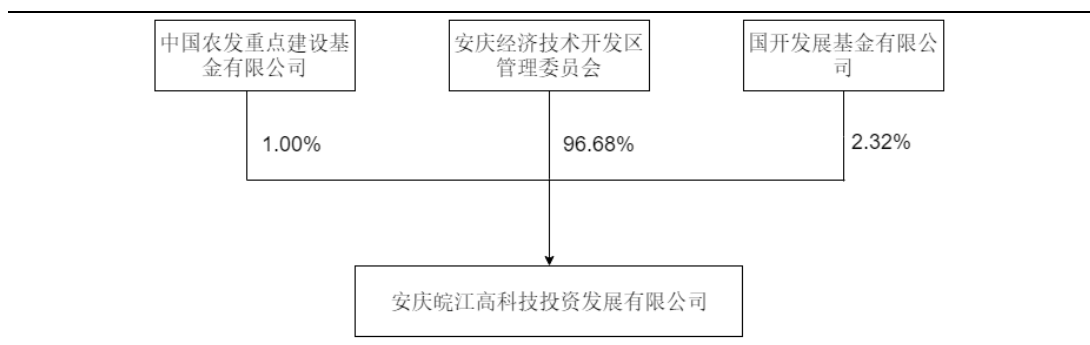
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月2日发行7年期10.00亿元公司债券，募集资金原计划用于安庆滨江新区高新技术产业园建设工程项目和补充营运资金。截至2019年5月9日，本期债券募集资金专项账户余额为381.19万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2019年4月末，公司控股股东和实际控制人仍为安庆经济技术开发区管理委员会（以下简称“安庆经开区管委会”），注册资本仍然是310,300万元，实收资本仍然是170,375.14万元，公司主营业务亦未发生重大变化。

图1 截至2019年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要承担安庆经开区内配套市政工程建设，工程业务收入占营业收入比重在90%左右，此外公司还有少量的物业管理业务。2018年，公司合并范围新增1家控股子公司，即安庆皖江高科建筑安装工程有限公司，具体信息如下表所示：

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安庆皖江高科建筑安装工程有限公司	90.00%	2,008.00	房屋建筑工程施工、建筑装修工程承包	收购

资料来源：公司2018年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体

经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债

			务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年安庆市经济继续稳步发展,消费对经济发展起到良好推动作用,但人均GDP仍然处于较低水平

2018年安庆市地区生产总值为1,917.6亿元,按可比价格计算,较上年增长7.8%。其中第一产业增加值200.0亿元,第二产业增加值956.3亿元,第三产业增加值761.3亿元,分别增长4.0%、7.9%和8.8%。产业结构方面,三产业结构比从2017年的11.34:48.49:40.17调整为2018年的10.43:49.87:39.70,第二产业仍是推动经济增长的主要力量。2018年安庆市人均GDP为41,088元,是全国人均GDP的63.56%。

工业经济方面,安庆市工业经济规模持续增长,2018年规模以上工业实现增加值增长8.3%,增速较上年下降0.9个百分点。规模以上工业中,38个工业大类行业有31个增加值保持增长,其中计算机、通信和其他电子设备制造业增长28.4%,黑色金属矿采选业下降36.3%,有色金属冶炼和压延加工业增长27.8%,汽车制造业增长13.9%,通用设备制造业增长7.6%,黑色金属冶炼和压延加工业增长40.4%。年末全市规模以上工业企业数1,748户,比上年减少45户。企业效益方面,2018年规模以上工业企业实现主营业务收入2,974.4亿元,较上年增长14.6%;实现利润211.4亿元,较上年增长30.3%。总体来看,安庆市规模以上工业增加值持续增长,但增速有所下滑。固定资产投资方面,2018年安庆市固定资产投资

较上年增长12.6%，增速较快；全年房地产开发投资188.16亿元，增长15.8%。此外，安庆市社会消费品零售总额稳步增长，2018年增至814.9亿元，同比增长15.2%；进出口规模增至14.47亿美元，增速由降转升，全年增长4.11%。整体来看，安庆市工业经济运行总体表现较好，消费对经济发展起到良好推动作用，但人均GDP较低。

表3 2017-2018年安庆市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,917.6	7.8%	1,708.6	8.2%
第一产业增加值	200.0	4.0%	193.7	3.7%
第二产业增加值	956.3	7.9%	828.5	9.2%
第三产业增加值	761.3	8.8%	686.4	8.4%
规模以上工业增加值	-	8.3%	-	9.2%
固定资产投资	-	12.6%	1,731.2	13.8%
社会消费品零售总额	814.9	15.2%	764.2	12.1%
进出口总额（亿美元）	14.47	4.11%	13.9	-21.2%
存款余额	3,158.8	7.4%	2,942.1	11.0%
贷款余额	1,971.4	15.5%	1,707.5	15.2%
人均GDP（元）	41,088		36,922	
人均GDP/全国人均GDP	63.56%		61.89%	

资料来源：2017-2018年安庆市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年安庆市实现公共财政收入308.9亿元，同比增长6.2%；实现政府性基金收入177.3亿元，同比增长136.72%；同期安庆市公共财政支出为420.2亿元，同比增长12.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为73.51%。

安庆经开区经济规模持续增长，仍以第二产业为主，固定资产投资增长较快

根据安庆经济技术开发区统计办公室提供的数据，2018年安庆经开区实现地区生产总值为203.5亿元，同比增长3.5%，其中第一产业、第二产业和第三产业分别增长2.5%、1.8%和11.7%，三次产业结构比为4.2:78.9:16.9，仍以第二产业为主。2018年安庆经开区固定资产投资同比增长12.7%，固定资产投资增长仍较快。

2018年安庆经开区实现公共财政收入15.59亿元，同比增长17.04%；实现政府性基金收入12.93亿元，同比增长57.22%；同期安庆经开区公共财政支出为14.99亿元，同比增长12.52%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为104.00%。

四、经营与竞争

公司作为安庆经开区重要基础设施投资建设主体，公司主要从事安庆经开区内工程项

目（包括基础设施、保障房、工业园区等）建设等业务。受益于工程建设业务收入持续增长和其他业务规模扩大，公司2018年实现营业收入5.04亿元，同比增长17.34%，其他业务主要包括工程建设咨询业务和车辆租赁业务，收入规模较小。毛利率方面，公司工程业务按照成本加成方式结算，毛利率较为稳定，2018年公司工程业务毛利率为4.56%，较上年持平，2018年公司综合毛利率为6.62%，较上年小幅下降0.49个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程业务	47,887.57	4.56%	40,189.66	4.63%
厂房销售	609.02	-14.44%	882.98	14.30%
物业管理	631.20	1.27%	394.45	27.66%
租赁业务	638.68	1.28%	176.34	20.17%
其他业务	658.42	60.30%	1,331.60	69.26%
合计	50,424.88	6.62%	42,975.03	7.11%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建业务收入持续增长，未来收入较有保障；公司在建项目后续投入资金规模较大，存在较大资金压力

公司主要从事安庆经开区内基础设施建设、工业园区开发（包括孵化中心、标准厂房等）、保障房等项目建设业务，针对政府委托基础设施建设项目，公司与政府签订《委托代建协议》（以下简称“协议”）。根据协议，公司负责项目建设资金筹集与结算及项目建设与管理，项目建设过程中及建成后，政府将分期向公司支付项目建设成本，支付总额按项目投资成本上浮一定比例确认，一般为上浮 5%，公司根据工程施工进度确认工程业务收入，根据实际投资成本结转工程业务成本。另外，根据施工合同，公司自施工方收取一定比例的管理费，相关管理费用也计入工程业务收入。针对安置房等工程项目，公司与委托方签订相关协议，根据该协议约定，由公司前期垫付资金进行工程项目建设，项目建设完成后，由公司交付委托方进行验收，验收合格后公司按照实际工程成本发生额加成一定比例的代建管理费确认收入，委托方根据核算结果支付相关款项。

2018 年公司主要结算了安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期项目、安庆和谐佳苑还建点等项目，工程代建业务收入 4.79 亿元，同比增长 19.15%。公司工程业务按照成本加成方式结算，毛利率较为稳定，2018 年工程业务毛利率为 4.56%，较上年基本持平。

表5 2017-2018年公司主要工程代建项目收入来源（单位：亿元）

年份	项目名称	收入
2018年	安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期项目	3.66
	安庆经开区老峰片棚户区改造二期建设项目	1.00
	其他	0.13
	小计	4.79
2017年	安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期项目	4.01
	其他零散项目	0.01
	小计	4.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年12月末，公司在建工程项目包括安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期和二期、安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期棚改项目等。其中，安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期项目已与安庆市人民政府签订代建协议，安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期项目和安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期棚改项目已与安庆经济技术开发区管委会签订协议；皖江华府房产开发（一期）系在建商品房，建成后由公司自行销售。截至2018年12月末，公司在建项目计划总投资135.23亿元，已投资63.86亿元，其中签订委托代建协议的项目计划投资总额为102.52亿元，未来可为公司工程业务收入提供一定业务来源保障；考虑到公司在建工程项目尚需投资71.91亿元，未来面临较大的建设支出压力。

表6 截至2018年12月31日公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否签订代建协议
安庆经济技术开发区老峰片两区共建一期	41.57	42.11	是
安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期	42.65	6.30	是
安庆经济技术开发区老峰片两区共建二期棚改项目	18.30	9.50	是
安庆市会展中心	10.00	0.00	否
安庆市人才公寓（职工之家）	10.00	1.45	否
皖江华府房产开发（一期）	6.80	4.09	否
安庆新能源汽车动力电池、电机及电控工业厂房建设项目	5.91	0.41	否
合计	135.23	63.86	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司厂房销售业务、物业管理、租赁业务对公司营业收入形成有益补充

标准化厂房建设与运营方面，公司通过自筹资金和借款等方式投资建设标准化厂房等园区配套设施，项目建成后公司采取部分对外销售，部分物业自持租赁的管理和运营等方式，通过向入园企业收取厂房租售收入等形式偿还相应借款并获取收益。

2018 年公司继续出售安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期部分厂房，实现厂房销售收入 609.02 万元，因为销售价格低于建筑成本，厂房销售毛利率为负。此外，公司出租安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期、安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心二期（本期债券募投项目）部分厂房和富士康鸿庆精机研发中心，实现租赁业务收入 638.68 万元。截至 2018 年末，安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心二期剩余租售面积较大，整体来看，公司厂房租售业务较有保障。

表7 截至 2018 年 12 月 31 日公司厂房租售情况（单位：万平方米）

项目名称	总建筑面积	累计销售面积	累计出租面积
安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心一期建设	13.53	3.03	7.89
安庆滨江新区高新技术中小企业孵化中心二期建设	37.16	-	0.51
富士康鸿庆精机研发中心	2.40	-	2.40
合计	53.09	3.03	10.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业管理业务系对安庆市火车站站前广场及地下停车场、经济开发区管委会行政大楼、圆梦新区道路、物流保税区园区的安保及保洁工作，2018 年实现收入 631.20 万元，收入规模较小。

2018 年公司继续获得股东和地方政府在财政补贴方面较大力度的外部支持

近年公司承担了安庆经开区内基础设施建设、工业园区开发（包括孵化中心、标准厂房等）、保障房等项目建设业务，为提高公司的融资和运营能力，地方政府在财政补助方面继续给予了公司较大力度支持。2018 年公司获得基础设施补贴资金 1.59 亿元，较大规模的政府补助显著提高了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围新增1家子公司，即安庆皖江高科建筑安装工程有限公司，截至2018年末纳入合并范围子公司情况见附录二。

资产结构与质量

2018年公司资产规模快速增长，但应收类款项和存货规模较大，整体资产流动性仍较弱

随着业务的发展，公司资产规模快速增长，截至2018年末资产总额为100.50亿元，较上年增长10.62%，公司资产主要为流动资产，期末流动资产占总资产的比重为98.71%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货组成。截至2018年末，公司货币资金余额为10.24亿元，较上年末下降50.70%，主要是随着工程建设项目的推进投入资金所致，货币资金无使用受限情况。应收账款主要为应收工程结算款，2018年末账面价值为5.94亿元，同比增长74.11%，系公司与经开区管委会结算的工程代建应收款增加所致；账龄在一年以内的应收账款占比99.86%，且应收账款中99.38%的欠款对象为安庆经开区管委会，应收账款回收风险较小。其他应收款系往来款，期末账面价值为10.15亿元，账龄为1年以内的其他应收款占比为92.72%，其他应收款前五大欠款对象分别为安庆经济技术开发区财政局、安庆市开发区经济技术发展总公司、安庆经济技术开发区建设投资集团有限公司、嘉寓门窗幕墙安徽有限公司和安徽太极融资担保股份有限公司，欠款规模合计占其他应收款期末余额的95.92%，其中对政府部门及地方国有企业的应收款项回收风险小。公司存货主要为工程施工成本及土地资产，截至2018年末存货账面价值为71.53亿元，同比增长30.83%，主要是由于公司工程建设业务增多，工程施工成本大幅上升导致；2018年末存货中土地账面价值为20.51亿元，土地资产多为住宅和工业土地，其中14.68亿元土地资产已用于抵押担保，受限土地使用权占存货中土地资产的比重为71.61%，占存货总价值的比重为20.53%，土地资产受限比例较高。

截至2018年末，公司受限资产合计15.62亿元，占总资产比重为15.54%。其中，受限土地资产14.68亿元，受限房产0.94亿元，均用于借款抵押担保。

总体来看，2018年公司资产规模增长较快，考虑到应收账款、其他应收款规模较大且回收期不确定，存货变现能力较弱，且土地抵押较多，整体资产流动性较弱。

表8 2017-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	102,389.06	10.19%	207,685.34	22.86%
应收账款	59,358.28	5.91%	34,093.30	3.75%
其他应收款	101,541.46	10.10%	109,896.64	12.10%
存货	715,297.60	71.17%	546,752.81	60.18%
流动资产合计	992,075.44	98.71%	904,216.15	99.52%
资产总计	1,005,037.85	100.00%	908,568.40	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入继续增长，但业务盈利能力有所下降，毛利率小幅下降，利润主要来自政府补助

2018年公司营业收入为5.04亿元，同比增长了17.34%，公司营业收入主要来自安庆经开区内工程项目代建业务，2018年工程项目代建业务收入占营业收入的比重在90%以上。截至2018年末，公司在建项目计划总投资135.23亿元，其中已签订代建协议的项目总投资规模为102.52亿元，在建工程尚需投资71.91亿元，未来可为公司工程业务收入提供一定业务来源保障。2018年公司物业管理业务、物业租赁收入较上年有所上升，对公司盈利形成良好补充。

毛利率方面，公司代建项目按照建设成本加成5%的比例与业主方进行结算，业务毛利率水平较低，2018年公司代建业务毛利率为4.56%；因招商引资厂房销售价格优惠，厂房销售业务毛利率为负，其他业务毛利率都有所下降，综合影响下2018年公司综合毛利率下降至6.62%，较上年下降0.49个百分点。得益于公司收到安庆经开区管委会较大规模政府补助，2018年公司营业利润为10,578.00万元，公司利润总额为10,578.19万元，分别较上年同比下降14.39%和14.67%。整体来看，2018年公司营业收入有所上升，但业务盈利能力有所下降，使得利润水平不升反降，且公司利润主要来自政府补助。

表9 2017-2018年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	50,424.88	42,975.03
营业利润	10,578.00	12,355.92
政府补助	15,940.80	15,854.31
利润总额	10,578.19	12,397.06
综合毛利率	6.62%	7.11%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动收现情况较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的建设支出压力

2018年，公司收现比为0.50，较上年有所下降；销售商品、提供劳务收到的现金为2.54亿元，较上年小幅下降7.10%，购买商品、接受劳务支付的现金为6.28亿元，较上年大幅下降64.93%，主要是本期工程代建项目付款金额较上期大幅减少导致；2018年公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为7.57亿元和3.33亿元，主要是收到和支付的往来

款项。综合上述因素的影响，公司2018年经营活动产生的现金净流入0.41亿元，但整体经营活动收现情况较差。

2018年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达13.64亿元，较上年大幅增加；2018年增加对安徽中跃电动车有限公司投资支出8,096.84万元，综合使得公司投资活动产生的现金流量净额为-14.45亿元。

为保障工程项目建设资金需要，2018年公司取得借款获取资金11.00亿元，偿还债务、支付利息支出现金后，筹资活动产生的现金净流入为3.49亿元。考虑到截至2018年末，公司在建项目尚需投资71.91亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表10 2017-2018年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.50	0.64
销售商品、提供劳务收到的现金	25,401.20	27,343.61
收到的其他与经营活动有关的现金	75,668.18	67,801.42
经营活动现金流入小计	101,069.38	95,145.03
购买商品、接受劳务支付的现金	62,842.76	179,198.36
支付的其他与经营活动有关的现金	33,303.02	69,573.69
经营活动现金流出小计	96,980.18	249,231.05
经营活动产生的现金流量净额	4,089.20	-154,086.02
投资活动产生的现金流量净额	-144,473.28	-44.24
筹资活动产生的现金流量净额	34,872.80	221,345.51
现金及现金等价物净增加额	-105,511.28	67,215.26

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司有息债务规模较大且增长较快，负债水平上升，整体偿债压力加大

受益于自身盈余积累，公司所有者权益规模持续增长，2018年末增至42.14亿元，同比小幅增长2.49%。同时为满足在建项目投资需要，公司债务规模持续，2018年负债总额增至58.37亿元，同比增长17.33%。综合影响下，2018年公司产权比率为138.52%，较上年上升，所有者权益对债务的保障程度降低。

表11 2017-2018年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
------	-------	-------

负债总额	583,676.89	497,456.07
所有者权益	421,360.96	411,112.33
产权比率	138.52%	121.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构看，公司负债以非流动负债为主，2018年非流动负债占负债合计的比重为80.59%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。截至2018年末，公司短期借款账面余额为0.80亿元。其他应付款主要系应付政府部门及其他公司的往来款，2018年末余额为4.56亿元，同比增加141.26%，主要系往来款增加所致。一年内到期的非流动负债为2019年到期的长期借款，期末余额为5.68亿元，系4.28亿元一年内到期的抵押借款和1.40亿元一年内到期的保证借款。

公司非流动负债主要由长期借款及应付债券组成。因项目建设资金需要，公司长期借款规模持续增长，2018年末增至27.15亿元，较上年增长26.26%，其中抵押借款、质押借款和保证借款的比重分别为53.60%、29.47%和16.93%。应付债券系“16皖高债”和“17安庆皖江债”，2018年末账面余额为19.89亿元。

表12 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,000.00	1.37%	0.00	0.00%
其他应付款	42,226.89	7.23%	15,537.68	3.12%
一年内到期的非流动负债	56,810.00	9.73%	55,000.00	11.06%
流动负债合计	113,295.06	19.41%	83,797.04	16.85%
长期借款	271,460.00	46.51%	215,000.00	43.22%
应付债券	198,921.83	34.08%	198,659.03	39.93%
非流动负债合计	470,381.83	80.59%	413,659.03	83.15%
负债合计	583,676.89	100.00%	497,456.07	100.00%
有息债务	535,191.83	91.69%	468,659.03	94.21%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 53.52 亿元，较上年末上升 14.20%，有息债务占公司负债总额的比例为 91.69%。考虑到随着各在建项目持续投入，公司仍需较大规模的外部融资，公司面临的债务偿付压力较大。

从偿债能力指标看，公司2018年末资产负债率为58.08%，较上年末增加了3.32个百分点。2018年末，公司流动比率和速动比率分别为8.76、2.44，但考虑到流动资产中应收账款、其他应收款回收期不确定，存货系变现能力较弱的工程项目及土地资产，一定程度上

弱化了流动资产对短期债务的保障能力。2018年公司EBITDA规模为1.95亿元，同比小幅增长3.85%，但由于公司同期有息债务增长较快，使得利息支出大幅增加，使得EBITDA利息保障倍数降至0.60，有息债务/EBITDA增至27.41，偿债压力加大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	58.08%	54.75%
流动比率	8.76	10.79
速动比率	2.44	4.27
EBITDA（万元）	19,526.42	18,802.61
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.09
有息债务/EBITDA	27.41	24.93

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年4月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为3.56亿元，占期末净资产8.45%，公司担保对象主要为地方国有企业，未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表14 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否民营企业	是否采取反担保
安庆盛唐投资控股集团有限公司	7,000.00	2023.11	否	否
安庆经济技术开发区建设投资集团有限公司	18,612.00	2019.11	否	否
安庆化工建设投资有限公司	10,000.00	2021.6	否	否
合计	35,612.00	-	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年，安庆经开区实现地区生产总值 203.5 亿元，区域经济保持较快增长，继续为

公司发展提供了良好基础；截至 2018 年末，公司在建项目总投资 135.23 亿元，工程项目建设业务可持续性较好；公司获得外部支持力度仍较大，有效提升了公司利润水平。

同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，2018 年末，公司应收账款、其他应收款、存货规模较大，合计占期末总资产的 87.18%，其中，应收账款和其他应收款回收期不确定，存货系工程施工成本及土地资产，且土地资产抵押比例较高；截至 2018 年末，公司在建项目尚需投入资金 71.91 亿元，由于建设项目尚需投资规模较大，公司未来面临较大的建设支出压力；截至 2018 年末，公司资产负债率为 58.08%，有息负债规模为 53.52 亿元，较上年增长 14.20%，公司有息债务规模增长较快，偿债压力加大。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA，本期债券信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	102,389.06	207,685.34	140,470.08
应收账款	59,358.28	34,093.30	18,336.80
其他应收款	101,541.46	109,896.64	102,129.77
存货	715,297.60	546,752.81	394,097.14
总资产	1,005,037.85	908,568.40	657,147.93
短期借款	8,000.00	-	-
其他应付款	45,582.94	18,893.74	22,600.27
一年内到期的非流动负债	56,810.00	55,000.00	5,000.00
长期借款	271,460.00	215,000.00	164,100.00
应付债券	198,921.83	198,659.03	99,316.04
总负债	583,676.89	497,456.07	294,324.88
有息债务	535,191.83	468,659.03	283,416.04
所有者权益	421,360.96	411,112.33	362,823.05
营业收入	50,424.88	42,975.03	39,403.31
其他收益	15,940.80	15,813.67	-
营业利润	10,578.00	12,355.92	362.79
营业外收入	0.22	41.15	15,004.08
净利润	10,523.18	12,189.28	15,267.07
经营活动产生的现金流量净额	4,089.20	-154,086.02	-14,947.19
投资活动产生的现金流量净额	-144,473.28	-44.24	6,053.37
筹资活动产生的现金流量净额	34,872.80	221,345.51	125,876.88
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	6.62%	7.11%	2.73%
收现比	0.50	0.64	0.88
产权比率	138.52%	121.00%	81.12%
资产负债率	58.08%	54.75%	44.79%
流动比率	8.76	10.79	21.22
速动比率	2.44	4.27	8.47
EBITDA（万元）	19,526.42	18,802.61	16,143.65
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.09	2.50
有息债务/EBITDA	28.46	29.03	17.99

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安庆开发区安居建设开发有限责任公司	2,000.00	75%	房地产开发、建筑材料、五金、水暖器材、装潢材料销售。
安庆皖江高科创业服务有限公司	500.00	90%	创业培训、辅导科技企业孵化、技术咨询、场地出租、物业服务、绿化维护；停车场管理；道路保洁。
安庆皖江高科建筑安装工程有限公司	2,008.00	90%	房屋建筑工程施工、建筑装饰工程承包

资料来源：公司 2018 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+其他应付款（付息部分）+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。