

2013 年祥源控股集团有限责任公司

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【612】号 01

债券简称：13 祥源债  
 增信方式：保证担保  
 担保主体：新光控股集团  
 集团有限公司  
 债券剩余规模：6 亿元  
 债券到期日期：2020 年  
 02 月 26 日  
 债券偿还方式：按年付  
 息，到期一次还本，附  
 第 4 年末发行人上调票  
 面利率选择权和投资者  
 回售选择权

**分析师**

姓名：  
 费阳 林心平

电话：  
 0755-82871640

邮箱：  
 feiy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
 资信评估股份有限公司  
 房地产行业企业主体长  
 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](http://www.cspengyuan.com)

## 2013 年祥源控股集团有限责任公司公司债券 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 27 日 | 2018 年 06 月 27 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”）对祥源控股集团有限责任公司（以下简称“祥源控股”或“公司”）及其 2013 年 2 月 26 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：公司房地产板块销售金额和结转收入保持增长，项目储备较多，业务持续性较好；公司建筑业板块在手总合同金额较大，业务收入较有保障；公司旅游业务发展迅速；同时中证鹏元也关注到，公司房地产项目主要位于二、三、四线城市，存在一定销售去化风险；公司在建房地产和景区项目较多，仍面临较大的资金压力；公司整体资产流动性一般，商誉存在减值风险，短期有息债务规模较大，短期内面临较大的债务偿还压力，面临一定的或有负债风险，以及本期债券偿债保障措施发生重大变化，新光控股集团有限公司（以下简称“新光控股”或“担保方”）的保证担保不能为本期债券的本息偿付提供保障等风险因素。

**正面：**

- 公司房地产板块销售金额和结转收入保持增长，项目储备较多，业务持续性较好。2018 年公司房地产板块合同销售金额和结转收入分别为 73.07 亿元和 57.30 亿元，较上年增长 0.69%和 49.69%，目前在建项目以及土地储备较多，房地产开发业务可持续性较好。
- 公司建筑业务在手合同金额较大，未来该业务收入较有保障。2018 年，公司基建板块新中标合同金额为 84.90 亿元，同比增长 60.65%；截至 2018 年末，公司在手

总合同金额约为 130.93 亿元，已确认收入的部分约为 27.40 亿元，未来建筑业板块收入较有保障。

- **公司旅游业务发展迅速。**2018 年，公司运营的景区共接待游客 821 万人次，实现景区门票收入 44,144.99 万元，同比增长 14.18%，旅游业务发展迅速。

## 关注：

- **公司房地产项目主要位于二、三、四线城市，存在一定的去化压力。**公司房地产项目和土地储备除部分位于合肥外，大部分都位于安徽蚌埠、阜阳和湖北十堰等三、四线城市，其中阜阳地区土地储备占比达 60.67%，区域集中风险较高，需关注后续开发进度和销售去化情况。
- **公司在建房地产和景区项目较多，仍面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建的房地产项目和景区项目计划总投资合计 802.06 亿元，未来尚需投资 533.80 亿元，资金压力较大，未来需关注房地产项目的预售情况和滚动开发进程。
- **公司整体资产流动性一般，且商誉存在减值风险。**截至 2018 年末，公司资产中存货和投资性房地产合计占比为 60.14%，其中投资性房地产受限比例达 88.43%，受限比例较高，加之应收类款项规模较大，一定程度上占用了公司的营运资金，公司整体资产流动性一般。2018 年末公司商誉账面价值为 31.52 亿元，累计已计提商誉减值准备 17,054.17 万元，后续仍需关注被收购主体商誉减值风险。
- **公司短期有息债务规模较大，短期内面临较大的债务偿还压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 163.56 亿元，其中短期有息债务为 64.46 亿元，同比增加 101.54%，受此影响，货币资金/短期有息债务下降至 51.17%，短期偿债压力较大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 24,974.57 万元，占年末公司净资产的比重为 1.90%，其中主要为湖南洪江古商城文化旅游产业投资股份有限公司提供担保，且均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。
- **本期债券偿债保障措施发生重大变化，新光控股提供的保证担保不能为本期债券本息的偿付提供保障。**2019 年 4 月 3 日，新光控股发布《新光控股集团有限及下属 3 家子公司申请重整的提示性公告》，新光控股及其 3 家子公司已申请重整，2019 年 4 月 29 日新光控股发布公告称法院已裁定受理新光控股及其子公司重整申请并根据法律程序指定管理人，新光控股提供的保证担保不能为本期债券本息偿付提供保障。

**主要财务指标（单位：万元）**

| <b>项目</b>      | <b>2018年</b> | <b>2017年</b> | <b>2016年</b> |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产            | 4,059,384.27 | 3,492,418.17 | 2,553,772.41 |
| 归属于母公司的所有者权益合计 | 1,050,224.87 | 880,530.50   | 717,760.24   |
| 有息债务           | 1,635,634.76 | 1,337,635.87 | 962,708.45   |
| 资产负债率          | 67.54%       | 68.50%       | 68.76%       |
| 流动比率           | 1.60         | 1.74         | 1.99         |
| 速动比率           | 0.52         | 0.62         | 0.83         |
| 营业收入           | 1,088,306.51 | 882,989.90   | 714,544.17   |
| 公允价值变动收益       | 23,701.51    | 27,795.22    | 28,726.80    |
| 投资收益           | 2,144.34     | 13,267.18    | 28,643.94    |
| 营业利润           | 202,486.99   | 186,753.20   | 160,917.05   |
| 利润总额           | 211,031.84   | 200,676.08   | 163,249.71   |
| 综合毛利率          | 30.72%       | 29.77%       | 29.31%       |
| 总资产回报率         | 6.40%        | 7.54%        | 8.98%        |
| EBITDA         | 261,883.14   | 235,842.90   | 195,156.27   |
| EBITDA利息保障倍数   | 2.37         | 2.45         | 2.28         |
| 经营活动现金流净额      | 94,175.85    | 96,207.92    | -114,034.09  |

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2013年2月26日公开发行7年期6亿元公司债券，募集资金拟用于齐云山生态文化旅游综合开发项目。截至2019年6月17日，本期债券募集资金专项账户余额为3.05万元。

## 二、发行主体概况

2018年公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人和主营业务均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本和实收资本仍为90,000.00万元，控股股东为绍兴世合投资咨询有限公司，实际控制人仍为自然人俞发祥。

2018年公司纳入财务报表合并范围新增子公司4家，具体变动情况如表1所示。截至2018年末，纳入公司合并范围的一级子公司共25家，详见附录二。

**表 1 2018 年新纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）**

| 子公司名称           | 持股比例    | 注册资本      | 业务性质  | 合并方式 |
|-----------------|---------|-----------|-------|------|
| 广东祥源旅游发展有限公司    | 100.00% | 30,000.00 | 旅游业   | 新设   |
| 祥源花世界旅游景区开发有限公司 | 100.00% | 10,000.00 | 旅游业   | 新设   |
| 滁州祥源旅游发展有限公司    | 100.00% | 3,000.00  | 商务服务业 | 新设   |
| 三亚洋海船务实业有限公司    | 51.00%  | 8,163.00  | 旅游业   | 增资   |

资料来源：公司 2018 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

## 三、运营环境

**2018 年我国整体经济呈现下行趋势，基础设施建设投资增速有所放缓，但考虑到贸易战的不确定性以及国内消费疲软的影响，未来基础设施建设投资增速有望回升，拉动经济增长**

建筑施工业作为国民经济的重要基础产业，其运行周期性较强，发展情况受宏观经济发展波动影响较大。近年我国宏观经济增速放缓明显，2018 年国内生产总值（GDP）为 90.03 万亿元，增长率为 6.6%，较 2017 年下降 0.2 个百分点。在经济增长放缓的形势下，固定资产投资增长乏力，投资增速仍有所下降，2018 年全年固定资产投资完成额（不含农户）635,636 亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点。我国建筑业增加值增速有所增长，根据国家统计局数据，2018 年建筑业增加值 61,808 亿元，比上年增长 4.5%，增速较 2017 年上升了 1.0 个百分点，但考虑到整体经济处于下行的态势，建筑施

工行业未来发展仍面临一定压力。

另外，考虑到我国经济增长带动力量中投资驱动仍占较大比重，在目前经济结构转型调整过程中，建设相对滞后的铁路、公路等基建投资便成为经济稳增长的重要抓手。2018年全国基础设施建设投资同比增加1.79%，增速较2017年下降13.14个百分点；交通运输、仓储和邮政业固定资产投资同比增加3.90%，增速较2017年下降10.90个百分点；道路运输业固定资产投资同比增加8.20%，增速较2017年下降14.90个百分点。受贸易战以及国内消费疲软的影响，未来仍然依赖基础设施建设投资拉动经济增长。

整体上看，2018年我国整体经济仍呈现下行趋势，基础设施建设投资增速放缓，但考虑到受贸易战不确定性以及国内消费疲软的影响，未来基础设施建设投资增速有望回升，拉动经济增长。

### **2018年以来房地产调控政策在不同城市开始分化，但中央层面房地产调控政策总体基调未变**

2018年以来，我国经济面临内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力，经济下行压力持续凸显，GDP增长率呈现逐季回落的特征，全年GDP增速为6.6%，同比下降0.2个百分点。2018年房地产调控政策也经历了由紧到边际放松的转变。2018年3月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，8月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10月国务院常务会议明确要因制宜调整完善棚改货币化安置政策。中央层面仍坚持调控总基调不变，但2018年10月之后，房地产市场成交开始降温，12月百强房企单月销售金额同比增速已从7月近60%的高位大幅回落至21%左右，土地流拍成为常态。在此背景下，中央政策层面步入“空窗期”。

随着中央政府将政策自主权下放至地方政府，地方政府可根据各城市市场实际情况，一城一策，精准调节，以实现房地产市场的“稳地价、稳房价、稳预期”目标。因城施策调控下，部分地区调控政策开始有松动迹象，2018年12月菏泽市取消了一年多前开始实行的限售措施；广州三区取消限价政策，对商服类物业项目不再限制销售对象，多城市例如北京、广州、深圳三个一线城市下调房贷利率上浮比例。

2019年第一季度，房地产市场开始逐步回暖，全国房地产开发投资23,803亿元，同比增长11.8%；商品房销售面积29,829万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；商品房销售额27,039亿元，增长5.6%，增速提高2.8个百分点。

在市场回暖的背景下，2019年4月，中共中央政治局会议再次提及了“房住不炒”的定位，显示中央层面房地产调控的长效机制始终不会放松。从地方层面看，区域市场需求依旧旺盛，供求关系偏紧，房价上行压力较大的高能级城市，仍大概率维持现有调控力

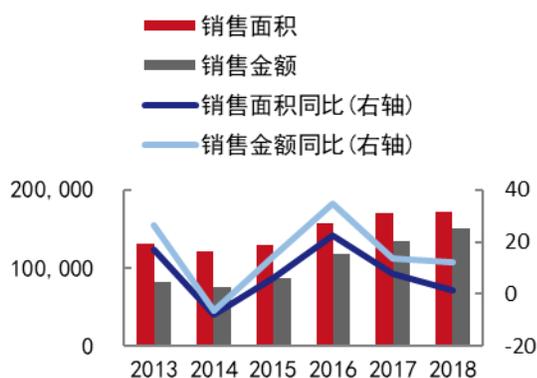
度；而区域经济走弱，人口净流出，居民杠杆高、棚改货币化安置力度大幅退坡等特征的城市，房地产调控力度有望边际放松。

在房住不炒的基调下，2018 年商品房成交面积较上年微增，其中一线城市商品房成交持续下滑，二线城市同比增速有所回升，三四线城市同比增速明显回落；2019 年需关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况

2018 年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，提出构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。根据国家统计局数据，2018 年全国商品房销售面积同比增长 1.3%，增速较上年下滑 6.4 个百分点；销售额同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点。在房住不炒的基调下，2018 年商品房成交面积较上年微增，其中三四线城市成交面积占比达到 83%。

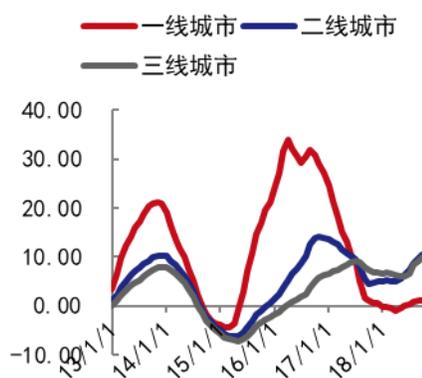
从不同类别城市表现来看，一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018 年销售面积同比下降 5.11%，销售额同比增长 7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018 年销售面积同比基本持平，销售额同比增长 11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018 年商品房销售面积同比仅增加 4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图 1 商品房销售情况(万方,亿元,%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 不同能级城市住宅价格指数情况 (%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，2016-2017 年我国棚改货币化安置比例分别为 48.9%和 60.0%，其中三四线城市通过棚改货币化安置分别去库存 1.4 亿平方米和 1.8 亿平方米，占销售面积的 14.8%和 18.0%。2019 年及 2020 年年均棚改任务将明显减少，同时国务院会议明确提出因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，在商品住房存量不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。因此预计棚

改货币化安置带来的购房需求难以长期延续，2019 年部分受棚改货币化支撑较大的低能级城市商品房销售面积将明显下降。

图 3 2018 年棚改实际执行超预期（万套） 图 4 2018 年 H2 新增 PSL 投放量缩减（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

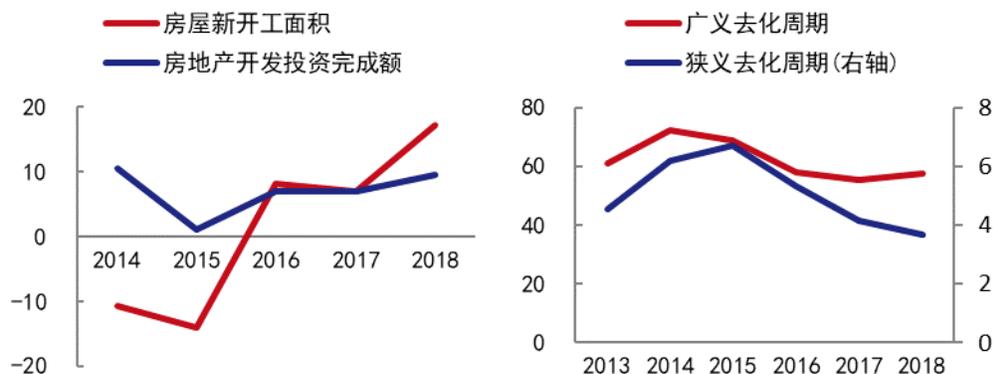
资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2018 年房屋新开工面积和开发投资保持高增长，土地购置力度大幅增强，房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜**

房屋新开工方面，2018 年全国房屋新开工面积同比增长 17.20%，较上年提高 10.20 个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是 2018 年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，中证鹏元预计 2019 年房屋新开工面积增速将回落。开发投资方面，2018 年房屋销量的增长进一步刺激投资的增加，房地产开发投资同比增长 9.70%，但其中建筑、安装投资均呈负增长，土地购置等其他费用投资同比大幅增长 46.90%，土地购置等支出支撑房地产投资增速保持高位。

自 2016 年 11 月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018 年末同比下滑 11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为 57.49 个月，较 2017 年末小幅增加 2.13 个月，广义房屋去化周期开始回升。

图 5 房屋新开工面积以及开发投资同比增速 (%) 图 6 广义及狭义去化周期 (月)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

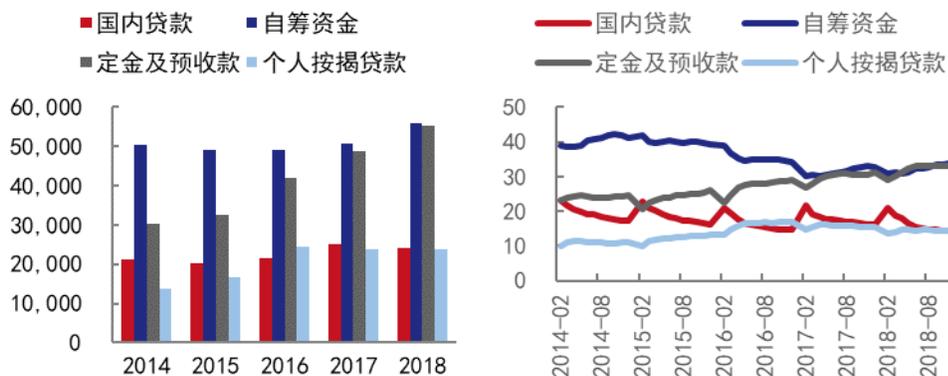
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2018 年百城成交土地建面同比增加 9.39%，增速同比回落 7.40 个百分点，其中三线城市土地成交面积规模最大且增速最快。当前地产调控政策依然较严，各城楼面均价呈现下行的态势，但住建部稳地价预期强烈，预计未来下行幅度有限。对于房企而言，受棚改货币化退坡以及三四线城市居民杠杆率偏高的影响，三四线城市拿地面临的风险较大，近期房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜。

### 2017 年以来房地产企业的融资渠道受限，外部融资规模下降，销售回款占资金来源比重呈上升趋势

2017 年以来，房地产融资政策持续收紧，2018 年房地产开发投资资金合计为 165,962.89 亿元，同比增加 6.35%，同比增速较 2017 年下滑 1.86 个百分点，整体资金面相对紧张。从各项资金来源的情况来看，房地产开发投资资金以定金及预收款、个人按揭贷款组成的其他资金为主，其次为房地产企业的自筹资金和国内贷款。2018 年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地产贷款利率总体上升，同时在融资表外转表内的政策方向下，委托贷款和信托贷款的融资环境受到不利影响，2018 年国内贷款 24,004.52 亿元，同比减少 4.90%，占投资资金的比重为 14.46%。此外，2017 年以来公司债、非标融资等传统外部融资方式受到严监管，其规模出现大幅下滑。在外部融资收紧的情况下，房地产企业愈发依赖通过销售回笼的资金。2018 年个人按揭贷款和定金及预收款分别为 23,705.89 亿元和 55,418.17 亿元，合计占总资金比例为 47.68%，占比同比上升 1.15 个百分点。

图 7 房地产开发投资资金来源情况（亿元） 图 8 房地产开发投资资金来源占比（%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 2018 年国内旅游行业运行良好，外部政策环境较好，新兴业态发展迅速

在国内经济基本面稳健和旅游消费常态化的支撑下，当前旅游经济发展处于持续较快发展通道，2018 年我国旅游业继续实现稳步增长，旅游市场量质齐升。根据国家文化和旅游部网站数据，2018 年国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，增长 10.5%。初步测算，全年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%。

旅游业是世界公认的资源消耗低、就业机会多、综合效益高的产业，是现代服务业的重要业态，也是许多国家产业结构调整的重要方向。2018 年我国旅游直接就业 2,826 万人，旅游直接和间接就业 7,991 万人，占全国就业总人口的 10.29%，对经济和就业贡献较大。

“十三五”规划将旅游发展规划纳入国务院部级协调会议讨论和推进实施，我国旅游业处于黄金发展期，国内将继续大力发展旅游业、全面凸显旅游业战略性支柱产业地位。

从行业发展趋势看，近年来旅游市场结构和消费模式正发生急剧变化，大众化、散客化已经成为市场的主体；国内游处于稳定增长期，而随着居民生活水平的持续提供，出境游处于快速发展增长期。此外，以现代科技和商业模式创新为代表的新业态不断涌现，在线旅游市场份额快速增加，“旅游+互联网”、“旅游+金融”、“旅游+体育”等产业协同融合持续升温，行业领军企业在旅游全产业链以及一站式旅游服务平台体系研发投入均有所加大，争夺市场优势资源，扩充各自上下游资源协调整合能力。在线移动端、旅游金融服务、体育旅游等新兴业态发展前景广阔，旅游细分市场需求更加精细化。

整体上看，随着产业结构调整，第三产业有望持续较快发展，且在政策面的大力扶持下，旅游行业面临较好的发展前景。但仍需关注到，旅游行业受经济周期影响明显，经济发展放缓对旅游业整体发展速度产生制约，且旅游活动受季节因素影响较大，在旅游淡季，行业将出现旅游设施一定程度过剩，市场容量相对缩小的现象。

## 四、经营与竞争

公司主营业务主要分为三大板块，分别是基础设施建设、房地产开发和文化旅游板块，另包含部分日用电器制造业务。2018年公司实现营业收入1,088,306.51万元，较上年增长23.25%，三大类业务收入占比分别为28.28%、52.65%和19.07%。从各业务板块经营情况看，2018年公司实现基础设施建设收入307,747.13万元，同比下降3.81%，主要受完工进度影响所致；由于结转的房地产项目增多，2018年房地产开发收入同比增长49.70%；2018年文化旅游业务收入共计207,586.96万元，同比增长15.14%，主要系上市公司浙江祥源文化股份有限公司（以下简称“祥源文化”，股票代码：600576）2017年中纳入合并，可比期间不一致所致。

业务毛利率方面，2018年公司建筑业板块毛利率较上年下滑0.82个百分点，房地产业务毛利率较上年下降2.95个百分点，文旅板块毛利率同比增长1.91个百分点，综合影响下，2018年公司综合毛利率为30.72%，较上年小幅提升。

**表 2 2017-2018 年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           |
| 基础设施建设    | 307,747.13          | 9.46%         | 319,947.09        | 10.28%        |
| 房地产开发     | 572,972.41          | 37.38%        | 382,750.32        | 40.33%        |
| 文化旅游      | 207,586.96          | 43.83%        | 180,292.49        | 41.92%        |
| <b>合计</b> | <b>1,088,306.51</b> | <b>30.72%</b> | <b>882,989.90</b> | <b>29.77%</b> |

注：文化旅游业务包含茶叶及电器销售收入。

资料来源：公司提供

### **2018年公司基础设施建设新签合同金额大幅增长，目前在手合同较多，未来业务收入较有保障**

公司建筑业的主要运营主体为子公司安徽省交通建设股份有限公司（以下简称“安徽交建”）和祥源建设有限责任公司（以下简称“祥源建设”），其中安徽交建主要承接公路和市政工程施工业务，祥源建设主要承接房建业务。安徽交建拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级和公路行业（公路）甲级设计资质等多项总承包及施工资质，并于2014年通过收购取得了公路行业（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）乙级等设计资质，资质较为齐全，可承接业务类型较多。祥源建设拥有建筑工程施工总承包壹级资质、建筑装修装饰工程专业承包壹级资质、防水防腐保温工程专业承包贰级资质、建筑幕墙工程专业承包贰级资质。

公司基础设施建设业务经营区域主要在安徽省，并逐渐向浙江、海南、西南等区域扩

展。2018年公司基建板块新中标合同数量49个，同比减少8个；但受益于国内基础设施投资的增长以及新增阜南县城东新区路网及水系景观治理工程EPC项目、亳州市谯城区2017-2018年改善人居环境PPP项目等单个项目合同金额较大的影响，公司新中标合同金额为84.90亿元，同比增长60.65%，项目承接能力较好。新中标合同中，公路施工业务合同金额占比9.92%、市政工程占比75.90%、房建业务占比14.18%，市政业务占比较高。

**表 3 2017-2018 年公司基础设施业务主要经营指标（单位：个、万元）**

| 项目          | 2018 年     | 2017 年     |
|-------------|------------|------------|
| 新中标合同数量     | 49         | 57         |
| 新中标合同金额     | 849,038.34 | 528,489.53 |
| 其中：公路工程施工业务 | 84,198.89  | 292,056.64 |
| 市政工程施工业务    | 644,409.63 | 121,625.05 |
| 房建业务        | 120,429.82 | 114,807.85 |

资料来源：公司提供

公司基建板块按照完工百分比法确认收入，受完工进度的影响，2018 年度公司确认基础设施建设收入 307,747.13 万元，同比减少 3.81%；基础设施建设毛利率 9.46%，较上年基本保持稳定。2018 年公司确认收入的项目主要包括亳州谯城区 PPP 项目、滁淮定长段路面 01 标、甬台温高速 7 标、寿县丰收大道及五条路、方兴大道、萧山时代大道改建 3 标等项目。

**表 4 2018 年公司基础设施建设业务前十大收入情况（单位：万元）**

| 工程名称          | 业主名称             | 合同金额              | 2018 年确认收入        |
|---------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 亳州谯城区 PPP 项目  | 亳州市谯城区住房和城乡建设委员会 | 140,535.08        | 32,272.44         |
| 滁淮定长段路面 01 标  | 安徽省交通控股集团有限公司    | 25,250.36         | 17,033.04         |
| 甬台温高速 7 标     | 浙江温州沈海高速公路有限公司   | 40,205.27         | 16,152.26         |
| 寿县丰收大道及五条路    | 寿县蜀山开元建设有限公司     | 19,385.36         | 14,978.90         |
| 方兴大道          | 合肥市重点工程建设管理局     | 58,418.02         | 13,379.75         |
| 萧山时代大道改建 3 标  | 杭州萧山交通建设管理有限公司   | 63,643.01         | 12,809.16         |
| 航颖路项目         | 阜阳市重点工程建设管理局     | 30,810.89         | 11,230.69         |
| 305 省道长曹 01 标 | 阜阳交通能源投资有限公司     | 32,549.03         | 9,898.62          |
| 82 省道 01 标    | 黄岩交通基础设施建设有限公司   | 38,695.16         | 8,606.30          |
| 池州长江大桥路面 1 标  | 安徽省交通控股集团有限公司    | 15,825.52         | 8,549.10          |
| 合计            | -                | <b>465,317.70</b> | <b>144,910.26</b> |

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建项目包括甬台温高速 7 标、305 省道阜南长安至曹集段改建工程、祥源颍淮生态文化旅游区一期基础设施及配套工程、萧山时代大道改建工程

3 标段等项目，在手合同金额约为 130.93 亿元，已确认收入的部分约为 27.40 亿元，随着项目陆续建设，公司未来收入较有保障。

**表 5 截至 2018 年末公司主要在建重要工程情况（单位：万元）**

| 工程名称                                | 总造价               | 已确认收入             | 预计完工时间     | 工程进度   |
|-------------------------------------|-------------------|-------------------|------------|--------|
| 甬台温高速 7 标                           | 40,205.00         | 29,447.76         | 2019-8-20  | 77.21% |
| 305 省道阜南长安至曹集段改建工程                  | 32,549.00         | 10,183.84         | 2020-4-16  | 36.45% |
| 云和县云龙公路（新殿垵至龙门段）改建工程土建施工第 1 标段      | 28,051.00         | 5,047.62          | 2020-3-10  | 20.72% |
| 祥源颍淮生态文化旅游区一期基础设施及配套工程              | 61,639.00         | 35,501.37         | 2021/6/31  | 71.76% |
| G346 巢庐路（盛桥至庐城段）改建工程施工 1 标段         | 21,989.00         | 8,361.42          | 2020-9-20  | 44.89% |
| 宿松县振兴大道 PPP 项目                      | 18,900.00         | 4,616.05          | 2020-7-31  | 26.87% |
| S230（新 S459）广德至安吉公路（卢村—安吉段）改建工程     | 10,474.32         | 1,958.39          | 2020-8-2   | 22.51% |
| 萧山时代大道改建工程 3 标段                     | 66,810.00         | 12,809.16         | 2021-2-31  | 22.15% |
| 亳州市谯城区 2017-2018 年改善人居环境 PPP 项目     | 45,191.00         | 32,272.44         | 2020-7-31  | 78.66% |
| 安徽省固镇至蚌埠高速公路路基 3 标                  | 51,736.00         | 3,176.68          | 2020-4-9   | 7.17%  |
| 卧云路、汤口路市政道路改造及大学城地下空间开发利用（一期道路工程）施工 | 20,088.00         | 8,141.85          | 2019-9-7   | 48.80% |
| 安徽合肥商贸物流开发区青洛河路等五条道路建设工程            | 22,496.00         | 6,474.95          | 2019-11-9  | 31.24% |
| 阜阳航颖路建设工程                           | 30,811.00         | 11,230.69         | 2021-6-9   | 41.64% |
| 滨湖新区南淝河路（方兴大道—环湖北路）等 10 条道路工程       | 15,333.00         | 1,452.70          | 2019-10-11 | 11.73% |
| 合肥高新区 2018 年第一批市政工程                 | 31,792.00         | 4,677.85          | 2021-1-12  | 17.13% |
| 滨湖新区扬子江路（上海路—万泉河路）等 7 条道路工程         | 20,555.00         | 2,157.64          | 2019-12-29 | 12.87% |
| <b>合计</b>                           | <b>518,619.32</b> | <b>177,510.41</b> | -          | -      |

资料来源：公司提供

根据安徽交建于 2018 年 11 月 26 日公告的《安徽省交通建设股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，安徽交建拟申请首次公开发行股票并募集配套资金，拟发行数量不超过 4,990 万股股票，募集资金扣除发行费用后的净额不超过 40,435 万元，其中 5,435.00 万元用于购置施工机械设备项目，35,000.00 万元用于补充公路、市政基础设施施工业务运营资金。本次发行的申报材料已于 2018 年 11 月 20 日报送至中国证券监督管理委员会，目前尚待中国证券监督管理委员会审批。

**2018 年公司房地产销售金额保持增长，目前在售项目较多，短期内业绩仍较有保障；但公司房地产项目主要分布在二、三、四线城市，部分项目去化周期较长**

公司房地产和棚户区改造业务的运营主体为祥源房地产集团有限公司（以下简称“祥源房地产”），祥源房地产具有房地产开发企业一级资质。

项目开发方面，2018 年公司房地产项目新开工面积 77.86 万平方米，较上年大幅上升 221.74%，主要系公司加快建设进度所致；2018 年竣工面积 78.93 万平方米，同比增加 52.79%。销售方面，2018 年公司实现合同销售面积 84.35 万平方米，同比增加 16.57%；实现合同销售金额 73.07 亿元，同比增长 0.69%，销售均价较上年有所下降主要系阜阳项目销售较多所致。由于 2018 年公司竣工交付的项目较多，房地产结转收入 57.30 亿元，同比增长 49.69%，主要来源于祥源文旅城、五河祥源城和合肥金港湾项目。

**表 6 2017-2018 年公司房地产开发业务指标**

| 项目           | 2018 年 | 2017 年 |
|--------------|--------|--------|
| 新开工面积（万平方米）  | 77.86  | 24.20  |
| 竣工面积（万平方米）   | 78.93  | 51.66  |
| 合同销售面积（万平方米） | 84.35  | 72.36  |
| 合同销售金额（亿元）   | 73.07  | 72.57  |
| 结算面积（万平方米）   | 82.10  | 53.57  |
| 结算金额（亿元）     | 57.30  | 38.28  |

资料来源：公司提供

公司在售项目中，五河祥源城位于安徽省蚌埠市五河县，项目总投资约为 60 亿元，建成物业包括 60 万平方米棚户区改造相关安置房和 180 万平方米商品房，其中安置房部分已全部交付给政府。商品房开发方面，该项目目前主要销售业态为住宅和配套商业，其中商业部分的销售单价较高，但去化速度相对较慢。截至 2018 年末，该项目累计销售比例 74.62%，剩余可供销售面积为 60.92 万平方米。

合肥祥源城项目靠近合肥高新区管委会、大蜀山森林公园以及蜀西湖，总建筑面积为 117 万平方米，由高层住宅、联排别墅、多层洋房、商业等业态组成。该项目于 2013 年开始销售，由于地理位置较好，高层住宅、多层洋房等业态销售速度较快，截至 2018 年末，剩余可售面积 34.51 万平方米，主要为低密度住宅、公寓和商业。

合肥金港湾项目位于合肥高新区，公司于 2015 年 12 月取得位于合肥高新区蜀西湖畔 262.8 亩住宅用地，项目总投资约 50 亿元，总建筑面积 50 万平方米，由高层住宅、洋房等业态组成。该项目于 2016 年 9 月开始销售，截至 2018 年末，该项目已实现合同销售额 56.32 亿元，剩余可销售面积 10.62 万平方米。

湖北祥源湾项目位于十堰郟阳岛，是公司依托于景区开发而投资建造的集高档住宅、休闲商业、水上娱乐及观光公园等旅游度假和休闲居住为一体的综合物业形态，对外出售的部分主要为住宅和商业项目。该项目计划总投资 25 亿元，2018 年末已投资 15.85 亿元，

项目自 2015 年开始销售，截至 2018 年末已售比例 20.00%，累计销售金额 6.94 亿元、累计回笼资金 6.20 亿元，剩余可售面积 36.00 万平方米，销售进度较为缓慢。

祥源文旅城项目位于安徽省阜阳市，该项目采用滚动开发模式，开发区域内已完成约 5,500 亩土地的控规，目前已取得区域内约 1,413 亩土地。该项目目前主要在售楼业态包括高层住宅和多层洋房等，平均销售价格已由一期销售的 0.54 万元/平方米上涨至 0.75 万元/平方米。截至 2018 年末，该项目实现合同销售额 80.58 亿元，剩余可售面积 81.77 万平方米。

合肥玖悦湾项目位于合肥市长丰县，总建筑面积 21.92 万平方米，主要建设为高层住宅、多层住宅和商业，是该区域相对高端的社区，该项目于 2017 年 12 月开盘销售，截至 2018 年末累计合同销售额为 8.20 亿元，剩余可售面积 8.04 万平方米。

祥源花世界项目位于合肥市肥西县，总建筑面积 202.75 万平方米，主要建设住宅及商业，位于公司肥西花世界生态旅游区项目周边，该项目于 2018 年拿到预售证，截至 2018 年末累计合同销售金额 2.05 亿元，剩余可售面积为 18.39 万平方米。

祥源公园城位于安徽省阜阳市阜南县，规划总建筑面积 70.18 万平方米，定位当地高端居住区，主要建设内容包括高层住宅、洋房和配套商业街等，该项目于 2018 年取得预售证，截至 2018 年末合同销售金额为 19.70 亿元，剩余可售面积为 21.77 万平方米。

整体上看，公司房地产项目剩余可售面积较大，短期内房地产业绩仍有一定保障。公司房地产项目主要集中于合肥、蚌埠、阜阳和十堰等地区，其中合肥属于二线城市，发展速度较快，区域房价涨幅明显，且随着人口集聚，未来房地产市场仍有一定支撑；公司其他房产项目位于三、四线城市，区域性风险相对较大，部分项目去化周期较长。

**表 7 截至 2018 年末公司主要在售项目情况（单位：万平方米、亿元）**

| 项目名称      | 已售比例     | 剩余可售面积        | 累计合同销售金额      | 累计回笼资金        | 2018 年销售金额   | 2018 年结算金额   |
|-----------|----------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 五河祥源城     | 74.62%   | 60.92         | 59.74         | 55.43         | 7.00         | 15.14        |
| 合肥祥源城     | 60.33%   | 34.51         | 52.33         | 47.45         | 3.75         | 4.43         |
| 合肥金港湾     | 76.63%   | 10.62         | 56.32         | 48.79         | 16.58        | 12.78        |
| 湖北祥源湾     | 20.00%   | 36.00         | 6.94          | 6.20          | 1.36         | 1.43         |
| 祥源文旅城     | 54.32%   | 81.77         | 80.58         | 70.29         | 15.05        | 23.52        |
| 合肥玖悦湾     | 47.59%   | 8.04          | 8.20          | 6.77          | 7.50         | -            |
| 祥源花世界     | 8.05%    | 18.39         | 2.05          | 0.75          | 2.05         | -            |
| 祥源公园城     | 59.31%   | 21.77         | 19.70         | 17.72         | 19.70        | -            |
| <b>合计</b> | <b>-</b> | <b>272.02</b> | <b>285.86</b> | <b>253.40</b> | <b>72.99</b> | <b>57.30</b> |

注：祥源文旅城项目系采用滚动开发模式，随着项目开发的推进，整体建设规模亦持续增长。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建房地产项目预计总投资合计 778.06 亿元，已完成投资 257.11 亿元，未来尚需投资 520.95 亿元，尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。其中阜南祥源城位于安徽省阜阳市阜南县，规划总建筑面积 75 万平方米，计划于 2019 年开盘销售。公司在建房地产项目均为多期开发项目，目前多数已开始销售并部分实现交付，随着各期项目的建设销售，资金的逐步回笼将是项目滚动开发的主要资金来源，但项目的变现情况在较大程度上取决于房地产市场行情，尚具有一定的不确定性。

**表 8 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、万平方米）**

| 项目名称      | 地理位置 | 项目性质 | 预计总投资         | 项目已投资         | 建筑面积            | 预售时间 |
|-----------|------|------|---------------|---------------|-----------------|------|
| 五河祥源城     | 安徽五河 | 商住   | 60.00         | 50.20         | 240.00          | 2011 |
| 合肥祥源城     | 安徽合肥 | 商住   | 50.00         | 44.74         | 117.00          | 2013 |
| 合肥金港湾     | 安徽合肥 | 住宅   | 50.00         | 42.68         | 50.00           | 2016 |
| 湖北祥源湾     | 湖北十堰 | 商住   | 25.00         | 15.85         | 50.00           | 2015 |
| 祥源文旅城     | 安徽阜阳 | 商住   | 367.00        | 61.55         | 675.47          | 2015 |
| 合肥玖悦湾     | 安徽合肥 | 商住   | 14.50         | 10.18         | 21.92           | 2017 |
| 祥源公园城     | 安徽阜阳 | 商住   | 33.00         | 12.44         | 70.18           | 2018 |
| 祥源花世界     | 安徽合肥 | 商住   | 138.00        | 6.57          | 202.75          | 2018 |
| 阜南祥源城     | 安徽阜阳 | 商住   | 35.00         | 7.93          | 75.00           | 2019 |
| 滁州祥源      | 安徽滁州 | 商住   | 5.56          | 2.73          | 13.69           | 2018 |
| 祥源中央花园    | 湖北十堰 | 商住   | -             | 1.53          | 17.80           | -    |
| 齐云山项目     | 安徽黄山 | 商服   | -             | 0.71          | 31.00           | -    |
| <b>合计</b> | -    | -    | <b>778.06</b> | <b>257.11</b> | <b>1,564.81</b> | -    |

注：祥源文旅城项目和祥源花世界项目采用滚动开发模式，总投资和建筑面积包含未来公司预计取得的土地规模。

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2018 年末，公司各在建房地产项目中尚未使用的土地建筑面积 1,077.37 万平方米，其中安徽阜阳地区占比 60.67%、合肥肥西县占比 18.06%、安徽蚌埠占比 9.34%，此外万锦项目系 2018 年公司收购深圳华侨城房地产有限公司位于上海市静安区的项目，公司持有 51% 股份。公司较为充足的土地储备可为后续发展提供一定的支撑，但绝大部分土地位于三、四线城市，且阜阳地区土地储备占比较高，区域集中风险较高，未来区域房地产形势存在不确定性。

**表 9 截至 2018 年末公司尚未开发的土地储备情况（单位：亿元、万平方米）**

| 地块名称   | 土地位置 | 规划用途 | 总地价  | 已支付地价 | 土地面积  | 建筑面积   |
|--------|------|------|------|-------|-------|--------|
| 五河祥源城  | 安徽蚌埠 | 商住   | 4.38 | 4.38  | 55.85 | 100.61 |
| 湖北祥源湾  | 湖北十堰 | 商住   | 4.65 | 4.65  | 66.20 | 40.00  |
| 祥源中央公园 | 湖北十堰 | 商住   | 1.53 | 1.53  | 22.93 | 18.00  |

|           |      |    |               |              |               |                 |
|-----------|------|----|---------------|--------------|---------------|-----------------|
| 祥源文旅城     | 安徽阜阳 | 商住 | 96.51         | 4.08         | 305.37        | 547.25          |
| 合肥祥源城     | 安徽合肥 | 商住 | 2.32          | 2.32         | 5.46          | 18.00           |
| 合肥金港湾     | 安徽合肥 | 住宅 | 6.17          | 6.17         | 3.64          | 10.23           |
| 合肥玖悦湾     | 安徽合肥 | 商住 | 1.84          | 1.84         | 1.73          | 4.66            |
| 祥源公园城     | 安徽阜阳 | 商住 | 4.87          | 4.87         | 11.27         | 31.77           |
| 祥源花世界     | 安徽合肥 | 住宅 | 56.42         | 0.99         | 83.01         | 194.55          |
| 齐云山项目     | 安徽黄山 | 商住 | 0.71          | 0.71         | 29.31         | 31.00           |
| 阜南祥源城     | 安徽阜阳 | 商住 | 10.65         | 5.91         | 33.87         | 74.61           |
| 万锦项目      | 上海市  | 商住 | 23.54         | 23.54        | 1.74          | 6.70            |
| <b>合计</b> |      |    | <b>213.59</b> | <b>60.99</b> | <b>620.37</b> | <b>1,077.37</b> |

资料来源：公司提供

### 公司有一定规模的商业物业租金收入，可带来较为稳定的现金流

除地产开发外，公司还自持部分商业物业，运营主体为公司参股公司或整体承租方。截至 2018 年末，公司物业可出租面积合计 18.67 万平方米，已全部出租。其中祥源广场和善水街于 2013 年建成投入运营，为营造较好的商业气氛给予租户一定免租期，2015 年祥源广场免租期结束，之后经营情况仍较好，2018 年产生租金收入 4,567.00 万元，是公司最主要的租赁资产。善水街的免租期于 2018 年 4 月结束，2018 年实现租金收入 30.00 万元；神马项目于 2016 年投入运营，免租期于 2017 年 12 月结束，2018 年实现租金收入 790.70 万元；齐云酒店于 2016 年投入运营，免租期于 2018 年 12 月结束。

2018 年公司商业物业产生租金收入合计 9,922.80 万元，同比增加 12.04%，贡献了较为稳定的现金流。未来随着免租期结束，公司租金收入有望进一步提升，但需关注其租户的稳定性。

**表 10 截至 2018 年末公司持有物业情况（单位：万平方米、万元）**

| 出租物业      | 所在地区 | 物业类型 | 可出租面积        | 已出租面积        | 出租率 (%)    | 2018 年租金收入      | 2017 年出租收入      |
|-----------|------|------|--------------|--------------|------------|-----------------|-----------------|
| 六安西都百货    | 六安   | 商业   | 3.49         | 3.49         | 100        | 1,829.10        | 1,737.07        |
| 合肥城隍庙商场   | 合肥   | 商业   | 0.72         | 0.72         | 100        | 800.00          | 759.75          |
| 上城国际大润发超市 | 合肥   | 商业   | 2.11         | 2.11         | 100        | 1,620.00        | 1,459.46        |
| 绍兴市昌安农贸市场 | 绍兴   | 商业   | 0.57         | 0.57         | 100        | 286.00          | 189.63          |
| 祥源广场      | 合肥   | 商业   | 6.09         | 6.09         | 100        | 4,567.00        | 4,710.35        |
| 善水街       | 武当山  | 商业   | 1.08         | 1.08         | 100        | 30.00           | -               |
| 神马项目      | 合肥   | 商业   | 2.48         | 2.48         | 100        | 790.70          | -               |
| 齐云酒店      | 黄山   | 商业   | 2.13         | 2.13         | 100        | -               | -               |
| <b>合计</b> |      |      | <b>18.67</b> | <b>18.67</b> | <b>100</b> | <b>9,922.80</b> | <b>8,856.26</b> |

资料来源：公司提供

**2018 年公司运营的景区门票收入持续增加，但在建旅游项目投资规模较大，需关注**

### 项目的资金压力和运营风险

近年来公司加大了产业结构调整力度，加快了旅游板块的建设，业务重心逐渐转移至文化旅游资源综合开发，并于 2017 年变更了经营范围，公司经营范围增加了旅游开发。截至 2018 年末，公司拥有湖南黄龙洞 1 个国家 5A 级旅游景区，安徽齐云山、安徽阜阳颍淮生态乐园、庐阳区三十岗生态文化旅游区和湖南凤凰古城 4 个国家 4A 级旅游景区以及丹霞山索道等多个旅游项目的开发权和运营权。2018 年公司经营的景区项目共接待游客 821 万人次，实现景区门票收入 44,144.99 万元，同比增长 14.18%，旅游业务发展迅速。

齐云山景区位于安徽省黄山市，是我国道教名山之一，公司齐云山旅游项目收入主要来源于山上景区的门票、索道收入以及山下的自由家营地、精品酒店、善水商业街产生的住宿、娱乐和商业租赁收入，旅游产品较丰富，其中山上景区产生的门票、索道等收入的 80% 为公司所有，剩余 20% 归景区管委会所有，山下部分收入 100% 归公司所有。2018 年齐云山景区接待游客 150 万人次，同比增长 17.19%，实现门票收入 7,619.79 万元。

颍淮生态文化旅游综合开发项目位于安徽省阜阳市，由公司投资建设，核心景区主要打造为欧苏文化体验区、民俗风情商业区、生态农业休闲区、动植物观赏区、主题文化游览区、酒店会议聚集区、主题运动休闲区七大功能区，各园区自 2015 年 6 月起逐步建成对外开放。2018 年颍淮项目接待游客 220 万人次，实现门票收入 8,027.00 万元，同比增长 14.94%。合肥庐阳生态文化旅游区由公司打造，于 2016 年投入运营，现拥有三十岗乡和三国新城遗址公园两个 4A 景区，2018 年游客数量和运营收入规模仍较小。

凤凰古城位于湖南湘西，是国家历史文化名城、湖南十大文化遗产之一，黄龙洞是张家界武陵源风景名胜中著名的溶洞景点，两个景区运营均较为成熟，每年吸引大量的国内外游客，2018 年两个景区共产生门票收入 26,695.00 万元，是公司景区收入的主要来源。

丹霞山位于广东省韶关市，公司 2017 年取得丹霞山索道 100% 的股权，2018 年丹霞山索道接待游客 50 万人次，实现索道门票收入 1,344.00 万元。

**表 11 截至 2018 年末公司经营的景区情况（单位：万人次、万元）**

| 景区               | 经营权取得时间 | 权益比例                 | 2018 年客流量 | 2018 年门票收入 |
|------------------|---------|----------------------|-----------|------------|
| 齐云山生态文化旅游区项目     | 2011 年  | 山下旅游项目 100%，山上景区 80% | 150       | 7,619.79   |
| 阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目 | 2015 年  | 80%                  | 220       | 8,027.00   |
| 凤凰古城、黄龙洞         | 2017 年  | 51%                  | 370       | 26,695.00  |
| 丹霞山索道            | 2017 年  | 100%                 | 50        | 1,344.00   |
| 庐阳区三十岗生态文化旅游     | 2016 年  | 70%                  | 31        | 459.20     |

|     |   |   |     |           |
|-----|---|---|-----|-----------|
| 区项目 |   |   |     |           |
| 合计  | - | - | 821 | 44,144.99 |

注：凤凰古城统计的客流量仅包含参观景点的游客部分。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建的景区项目为祥源花世界生态旅游区项目和阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目。祥源花世界项目位于合肥市下属的肥西县，公司计划建设打造为以花卉为主题的，集花卉研发、种植、交易、展示为一体的综合性旅游项目，该景区目前仍在建设中，预计于 2019 年 10 月投入运营。截至 2018 年末，公司主要在建景区项目计划总投资 24.00 亿元，已投资 11.15 亿元，随着各旅游项目的持续建设，各景区功能也将逐步完善，公司旅游板块收入有望进一步提升。但景区项目投资规模较大，随着业务不断扩大，存在一定资金压力以及需关注项目的运营风险。

**表 12 截至 2018 年末公司主要在建的景区项目情况（单位：亿元）**

| 景区               | 计划总投资 | 已投资   | 计划投入运营时间    |
|------------------|-------|-------|-------------|
| 祥源花世界生态旅游区项目     | 12.00 | 2.75  | 2019 年 10 月 |
| 阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目 | 12.00 | 8.40  | 2015 年 6 月  |
| 合计               | 24.00 | 11.15 | -           |

资料来源：公司提供

### 2018 年祥源文化净利润大幅下降，公司商誉面临较大的减值风险

2017 年 8 月，公司通过收购浙江祥源实业有限公司<sup>1</sup>（以下简称“祥源实业”）100% 股权，间接取得祥源文化 29.72% 的股权，取得祥源文化的控制权，交易对价为 16.47 亿元，祥源文化自 2017 年 8 月起纳入公司合并财务报表范围，形成商誉 25.08 亿元，其中并购祥源实业产生商誉 15.66 亿元，以及祥源实业账面的商誉 9.42 亿元。

祥源文化成立于 2000 年，主要从事互联网动漫及衍生业务、互联网和移动网络游戏的运营业务。2016-2018 年祥源文化主要财务数据如表 13 所示，截至 2018 年末，祥源文化总资产 206,274.36 万元，归属于母公司所有者权益 186,416.59 万元，资产负债率 9.41%。2018 年祥源文化实现营业收入 72,058.64 万元，实现净利润 1,272.85 万元，较上年大幅下降，祥源文化已针对厦门翔通动漫有限公司（以下简称“翔通动漫”）未达到业绩承诺累计计提商誉减值准备 17,054.17 万元，收购产生的商誉面临较大的减值风险。

**表 13 2016-2018 年祥源文化主要财务数据（单位：万元）**

| 名称   | 2018 年     | 2017 年     | 2016 年     |
|------|------------|------------|------------|
| 资产总额 | 206,274.36 | 208,542.44 | 195,221.31 |
| 负债总额 | 19,402.00  | 20,685.98  | 10,958.74  |

<sup>1</sup> 原名“万好万家集团有限公司”，于 2017 年 8 月 17 日更名为现名。

|               |            |            |            |
|---------------|------------|------------|------------|
| 归属于母公司所有者权益合计 | 186,416.59 | 187,750.67 | 182,675.55 |
| 营业收入          | 72,058.64  | 79,171.18  | 71,691.78  |
| 营业利润          | -3,008.54  | 5,152.30   | 11,467.13  |
| 净利润           | 1,272.85   | 9,242.13   | 10,163.62  |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -21,642.35 | 6,384.04   | -521.92    |

资料来源：祥源文化 2016-2018 年年报

2018 年祥源文化实现主营业务收入 72,058.64 万元，同比减少 8.91%，其中动漫及衍生业务占比为 89.14%，且毛利率相对稳定，2018 年同比增长 1.73 个百分点；受境外游戏合作内容商提高分成比例的影响，公司降低了境外游戏的推广力度，导致 2018 年公司游戏运营业务收入大幅下降，同时毛利率下降至 31.08%。2018 年祥源文化的主营业务毛利率为 36.02%，整体盈利水平尚可。

**表 14 2017-2018 年祥源文化主营业务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           |
| 动漫及其衍生业务  | 64,232.81        | 32.41%        | 67,650.91        | 30.68%        |
| 游戏运营业务    | 3,540.54         | 31.08%        | 8,158.79         | 62.14%        |
| 其他        | 4,225.83         | 94.11%        | 3,301.48         | 73.65%        |
| <b>合计</b> | <b>72,058.64</b> | <b>36.02%</b> | <b>79,111.18</b> | <b>35.71%</b> |

资料来源：祥源文化 2017-2018 年年报，中证鹏元整理

同时中证鹏元关注到，截至 2018 年 12 月 31 日，因西藏龙薇传媒有限公司（以下简称“龙薇传媒”）收购祥源文化控制权交易涉嫌证券虚假陈述，祥源文化共收到投资者起诉的证券虚假陈述民事赔偿责任纠纷案件 512 起，诉讼标的共计 6,054.31 万元。截至祥源文化年报出具日，已有 480 起案件组织开庭审理，其中 17 起案件收到一审判决，涉及诉讼标的 109.06 万元，判决公司赔偿 48.82 万元；33 起案件收到撤诉裁定书，涉及诉讼标的 290.35 万元。祥源文化针对已收到判决书的 17 起诉讼，除 1 起案件被法院驳回诉讼请求外，其余 16 起均已上诉，同时祥源文化针对上述诉讼计提了 1,600.00 万元的预计负债，中证鹏元将持续关注该事项的后续进展情况。

#### **2018 年公司家用电器制造业收入大幅下降，茶叶业务收入也有所下降**

公司家用电器制造业由子公司安徽欧力电器有限公司（以下简称“欧力电器”）负责运营。欧力电器主要产品为家用电冰箱和家用商用冷藏冷冻柜等家电产品，产品规格包括单门、双门冰箱、半导体冰箱、冷柜以及酒柜系列产品，产品主要出口到欧洲、美洲、中东及日本等地区和国家。为应对市场需求的变化，近年来欧力电器加大了研发力度，进一步丰富风冷系列产品，目前已成功开发多功能一体制冰机、桌面台式制冰机、小容积风冷

冰箱、-40℃医用冷柜、-80℃医用冷柜等产品。截至 2018 年末，欧力电器各类产品综合产能 80 万台/年，当年总产量 38.45 万台，产能利用率为 48.06%。欧力电器主要采用贴牌出口的方式，根据国外客户的订单安排生产，主要产品的产销率保持在较好水平，但受公司业务结构调整的影响，2018 年各类产品销量大幅下降，实现业务收入 20,132.97 万元，同比大幅减少 47.51%。

公司文旅板块还包含子公司祥源茶业股份有限公司经营的茶叶业务，经营茶业品种包括祁门红茶、普洱茶和白茶，拥有自有品牌“祥源茶”系列。公司茶叶主要通过经销商渠道进行分销，2018年末各类经销商和授权专营店达400家，较上年增加74家，销售覆盖省份包括安徽省、广东省、河北省等全国25个省份，2018年茶叶销售收入为13,136.07万元，较上年减少6.18%。

## 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年公司合并范围变化情况见表1。

### 资产结构与质量

**2018年公司资产规模持续保持增长，存货和投资性房地产占比较高，但投资性房地产受限比例较高，加之应收类款项规模较大，一定程度占用了公司的营运资金，公司整体资产流动性一般，且商誉规模较大，存在一定减值风险**

随着业务的发展，2018年公司资产规模持续增长，2018年末公司总资产规模为405.94亿元，较上年末增长16.23%。公司资产仍以流动资产为主，2018年末流动资产占比为65.74%，较上年末上升1.47个百分点。

**表 15 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 | 329,862.47 | 8.13% | 328,393.56 | 9.40% |
| 应收账款 | 198,013.94 | 4.88% | 165,886.99 | 4.75% |
| 预付款项 | 165,602.46 | 4.08% | 130,559.99 | 3.74% |

|                |                     |                |                     |                |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 其他应收款          | 123,860.80          | 3.05%          | 158,790.92          | 4.55%          |
| 存货             | 1,804,180.48        | 44.44%         | 1,445,263.95        | 41.38%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>2,668,634.47</b> | <b>65.74%</b>  | <b>2,244,738.57</b> | <b>64.27%</b>  |
| 投资性房地产         | 637,250.30          | 15.70%         | 611,865.40          | 17.52%         |
| 固定资产           | 129,624.93          | 3.19%          | 101,341.09          | 2.90%          |
| 在建工程           | 161,365.57          | 3.98%          | 114,142.19          | 3.27%          |
| 商誉             | 315,198.24          | 7.76%          | 324,003.28          | 9.28%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>1,390,749.80</b> | <b>34.26%</b>  | <b>1,247,679.60</b> | <b>35.73%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>4,059,384.27</b> | <b>100.00%</b> | <b>3,492,418.17</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货等。2018 年末，公司货币资金余额 329,862.47 万元，同比增长 0.45%，其中受限货币资金 12,770.51 万元，系票据保证金和保函保证金。2018 年末，公司应收账款账面价值为 198,013.94 万元，同比增加 19.37%，主要是基建板块产生的应收工程款增加所致，前五大应收对象分别为阜阳市颍州区城市建设投资有限责任公司、合肥市重点工程建设管理局、海南桂林洋热带农业公园有限公司、淮北市重点工程建设管理局、海口海中城建项目管理公司，前五大应收款占比 24.18%，公司应收对象主要为各级政府部门或其授权的投资主体，账款回收有一定保障，但应收账款规模较大，一定程度占用公司营运资金；期末公司根据账龄法计提坏账准备 10,421.79 万元。公司预付款项主要由预付房地产开发项目款组成，2018 年末账面价值 165,602.46 万元，同比上涨 26.84%，主要系并购上海万锦项目预付深圳华侨城房地产有限公司房地产项目款增加所致，公司预付对象主要为深圳华侨城房地产有限公司，占比达 94.79%。2018 年末，公司其他应收款账面价值为 123,860.80 万元，较上年减少 22.00%，主要包括基础设施建设板块承接工程项目、地产项目和旅游项目暂付政府往来款，其他应收款规模较大，对营运资金形成一定占用。存货是公司最大的资产，主要包括房地产开发与工程施工成本，2018 年末存货账面价值为 1,804,180.48 万元，其中房地产开发成本账面价值为 1,528,167.82 万元，施工成本账面价值为 264,196.70 万元；随着房地产项目建设持续推进以及基建业务规模扩大，公司存货规模较上年末增长 24.83%。2018 年末，公司存货中已做融资性抵押的账面价值为 45.86 亿元，占期末存货账面价值的比重为 25.42%，受限规模较大，且存货中房地产项目主要位于二线及以下城市，未来需关注存货去化及跌价情况。

公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程和商誉等。公司投资性房地产主要为自持出租的物业，2018 年末账面价值 637,250.30 万元，较上年增长 4.15%，主要系房屋及建筑物评估增值所致；投资性房地产受限账面价值为 56.35 亿元，受限比例

为 88.43%，受限比例较高，此外，公司投资性房地产价值受房地产市场行情变化的影响较大，具有一定的不确定性。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2018 年账面价值为 129,624.93 万元，较上年末增长 27.91%，主要系部分旅游项目分期完工转入固定资产所致；2018 年末固定资产受限账面价值为 2.25 亿元，受限比例为 17.36%。公司在建工程主要包括齐云山生态文化旅游区、颍淮生态文化旅游区、肥西花世界生态旅游区等旅游项目，随着工程持续推进，2018 年末账面价值为 161,365.57 万元，同比增加 41.47%。2018 年公司商誉 315,198.24 万元，主要来源于收购祥源实业、凤凰古城产生的并购溢价和祥源实业账面的商誉 9.42 亿元纳入公司合并报表；公司商誉规模较大，2018 年祥源文化已针对翔通动漫计提商誉减值准备 8,805.03 万元，后续仍需关注收购主体经营情况不及预期产生的商誉减值风险。

整体上看，受益于整体经营情况较好，公司资产规模持续保持增长，存货和投资性房地产占比较高，但投资性房地产受限比例为 88.43%，受限比例较高，加之应收类款项规模较大，一定程度占用了公司的营运资金，公司整体资产流动性一般，且商誉规模较大，存在一定减值风险。

## 盈利能力

### 2018年公司整体经营状况表现仍较好，收入和盈利水平均有所提升

2018年，公司整体经营状况表现仍较好，实现营业收入1,088,306.51万元，同比增长23.25%。从主要业务板块情况看，房地产项目竣工交付较多，结转的房地产销售收入大幅增长；2018年公司继续大力发展文旅板块，经营的旅游项目持续增长。考虑到公司基建板块在手合同规模仍较大，房地产可售货源充足，景区运营项目增加，未来公司收入具有较好的持续性。毛利率方面，公司建筑板块和房地产板块毛利率有所下滑，但受益于收入结构的变化，2018年公司综合毛利率为30.72%，较上年基本持平。

期间费用方面，2018年公司期间费用为126,420.61万元，较上年增长37.30%，主要系管理费用大幅增加所致，导致期间费用率上升至11.62%。除期间费用外，资产减值损失亦对公司经营业绩形成了一定的侵蚀。2018年，公司资产减值损失13,590.02万元，主要包括商誉减值损失8,805.03万元和坏账准备4,784.99万元，其中商誉减值损失是祥源文化针对翔通动漫计提的减值损失。

2018年，公司投资性房地产价值评估产生公允价值变动收益23,762.50万元，但未来投资性房地产价值变动存在一定不确定性；此外，当年度公司获得投资收益2,144.34万元，主要系处置长期股权投资产生的收益。2018年公司营业外收入12,650.04万元，其中政府补

助1,243.23万元，此外因翔通动漫业绩不及预期，根据收购时的补偿协议，祥源文化按协议约定计算方法及补偿顺序确定业绩补偿6,593.00万元，全部计入营业外收入。受公司主营业务盈利能力有所提升的影响，2018年公司实现利润总额211,030.84万元，同比增长5.16%。

**表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目       | 2018年        | 2017年      |
|----------|--------------|------------|
| 营业收入     | 1,088,306.51 | 882,989.90 |
| 资产减值损失   | 13,590.02    | 7,512.76   |
| 公允价值变动收益 | 23,701.51    | 27,795.22  |
| 投资收益     | 2,144.34     | 13,267.18  |
| 营业利润     | 202,486.99   | 186,753.20 |
| 营业外收入    | 12,650.04    | 15,690.23  |
| 利润总额     | 211,031.84   | 200,676.08 |
| 净利润      | 152,544.42   | 144,570.59 |
| 综合毛利率    | 30.72%       | 29.77%     |
| 期间费用率    | 11.62%       | 10.43%     |
| 总资产回报率   | 6.40%        | 7.54%      |
| 净资产收益率   | 12.62%       | 15.23%     |
| 营业收入增长率  | 23.25%       | 23.57%     |
| 净利润增长率   | 5.51%        | 25.14%     |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年公司经营现金流表现较好，但投资活动现金净流出规模较大，考虑到在建房地产和景区项目后续投资规模较大，公司仍面临较大资金压力**

2018年公司收现比为1.16，较上年有所下降，但主营业务现金回款仍表现较好。此外，受益于整体盈利水平的提升，公司现金流生产能力有所增强，2018年公司FFO规模为195,213.35万元，较上年增长25.88%。但由于房地产和基建施工项目的持续投入，公司存货规模较上年大幅增长，另一方面，公司经营性应付项目明显增加，综合影响下，2018年公司营运资本增加101,037.49万元。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为94,175.85万元，表现仍较好。

投资活动方面，2018年公司并购深圳华侨城房地产有限公司在上海的万锦项目支出规模较大，同时积极推进旅游项目建设，投资活动产生现金净流出275,468.01万元。为满足各业务板块项目投资的资金需求，2018年公司主要通过银行借款方式募集资金，2018年公

司筹资活动产生的现金流量净额为179,644.83万元。考虑到公司在建的房地产项目和旅游项目投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。

**表 17 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目                   | 2018年              | 2017年              |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 收现比                  | 1.16               | 1.25               |
| 净利润                  | 152,543.42         | 144,570.59         |
| 非付现费用                | 33,999.38          | 15,526.41          |
| 非经营损益                | 8,669.55           | -5,022.80          |
| FFO                  | 195,213.35         | 155,074.20         |
| 营运资本变化               | -101,037.49        | -58,866.29         |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -358,916.53        | -368,974.85        |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | 3,256.66           | 16,041.79          |
| 经营性应付项目增加（减：减少）      | 254,622.38         | 294,066.77         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>94,175.85</b>   | <b>96,207.92</b>   |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-275,468.01</b> | <b>-262,381.69</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>179,644.83</b>  | <b>202,423.32</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额         | -1,647.46          | 36,249.55          |

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

**公司负债水平偏高，短期有息债务规模较大，短期面临较大的债务偿还压力**

受益于自身经营积累，公司资本实力进一步增强，2018年末所有者权益合计1,317,709.17万元，较上年增长19.79%。同时债务规模增至2,741,675.10万元，较上年增长14.60%。2018年末，公司产权比率为208.06%，较上年末略有下降，但所有者权益对负债的保障程度仍偏低。

**表 18 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称  | 2018年        | 2017年        |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额  | 2,741,675.10 | 2,392,410.28 |
| 所有者权益 | 1,317,709.17 | 1,100,007.89 |
| 产权比率  | 208.06%      | 217.49%      |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着短期借款、一年内到期的非流动负债等流动负债的增加，2018年末流动负债占比上升至60.83%，流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2018年末余额为150,161.85万元，较上年末增长29.08%。公司应付票据均为银行承兑

汇票，2018年末余额为27,505.38万元。2018年末公司应付账款余额增至283,479.24万元，较上年末增长14.68%，主要是房地产项目的工程款、基建板块应付供应商款项增加。公司预收款项主要由房产项目销售款、基础设施建设项目预收工程款等部分构成，受基础设施建设板块承接项目增加以及祥源文旅城、合肥金港湾等房产项目销售增加等因素影响，2018年末公司预收款项余额为534,178.90万元，较上年末增长2.71%。公司应交税费主要为应交企业所得税。公司其他应付款主要包括基础设施建设、房地产板块收到的工程质量保证金、往来款，2018年末余额为65,367.71万元，同比减少14.10%。2018年末公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款43.27亿元和一年内到期的应付债券4.97亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债等构成。为满足房地产、旅游等业务板块项目投入的长期资金需求，公司通过银行借款、发行债券、融资租赁等多种方式募集资金。2018年末公司长期借款余额为789,145.70万元，主要为抵押借款、质押借款和信用借款；应付债券余额为119,524.33万元，主要包括本期债券、“16祥源债”债券。2018年公司长期应付款规模增长较快，主要是融资租赁款，属有息债务。由于投资性房地产增值等因素，2018年末公司递延所得税负债为81,254.64万元。

**表 19 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           | 150,161.85          | 5.48%          | 116,334.20          | 4.86%          |
| 应付票据           | 27,505.38           | 1.00%          | 27,891.62           | 1.17%          |
| 应付账款           | 283,479.24          | 10.34%         | 247,190.62          | 10.33%         |
| 预收款项           | 534,178.90          | 19.48%         | 520,104.05          | 21.74%         |
| 应交税费           | 88,782.22           | 3.24%          | 73,449.23           | 3.07%          |
| 其他应付款          | 65,367.71           | 2.38%          | 76,094.96           | 3.18%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 494,424.33          | 18.03%         | 203,501.22          | 8.51%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>1,667,711.88</b> | <b>60.83%</b>  | <b>1,293,018.81</b> | <b>54.05%</b>  |
| 长期借款           | 789,145.70          | 28.78%         | 791,324.29          | 33.08%         |
| 应付债券           | 119,524.33          | 4.36%          | 169,014.52          | 7.06%          |
| 长期应付款          | 82,378.56           | 3.00%          | 57,461.64           | 2.40%          |
| 递延所得税负债        | 81,254.64           | 2.96%          | 75,074.88           | 3.14%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>1,073,963.22</b> | <b>39.17%</b>  | <b>1,099,391.47</b> | <b>45.95%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>2,741,675.10</b> | <b>100.00%</b> | <b>2,392,410.28</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 1,635,634.76        | 59.66%         | 1,337,635.87        | 55.91%         |

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1,635,634.76万元，占总负债的比重为59.66%，同比增长22.28%，增长较快；其中短期有息债务为644,586.18万元，同比增加101.54%，短期偿债压力较大。此外，从公司有息债务偿还的分布情况来看，2019-2020年公司需偿还的有息债务规模分别为644,905.03万元和639,744.86万元，2019和2020年公司均面临较大的债务偿还压力。

**表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

| 项目     | 2019 年     | 2020 年     | 2021 年     | 2022 年及以后  |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 有息债务本金 | 644,905.03 | 639,744.86 | 140,750.59 | 211,028.81 |

注：应付债券按照面值计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标看，2018年末公司资产负债率为67.54%，扣除预收款项的资产负债率62.62%，均较上年末基本持平。公司流动比率和速动比率表现一般，2018年末指标值分别为1.60和0.52，较上年末进一步降低，同时考虑到流动资产中存货和应收类款项合计占比较高，公司实际短期偿债能力偏弱。2018年公司整体经营情况较好，EBITDA有所增长。受有息债务规模大幅增加的影响，2018年公司净负债率上升至99.09%；受长期有息债务重分类至一年内到期的非流动负债影响，公司短期有息债务规模较大，同时货币资金/短期有息债务下降至51.17%，短期偿债压力较大。

**表 21 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2018 年     | 2017 年     |
|---------------|------------|------------|
| 资产负债率         | 67.54%     | 68.50%     |
| 扣除预收款项的资产负债率  | 62.62%     | 62.99%     |
| 流动比率          | 1.60       | 1.74       |
| 速动比率          | 0.52       | 0.62       |
| EBITDA（万元）    | 261,883.14 | 235,842.90 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.37       | 2.45       |
| 有息债务/EBITDA   | 6.25       | 5.67       |
| 债务总额/EBITDA   | 10.47      | 10.14      |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.06       | 0.07       |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.03       | 0.04       |
| 净负债率          | 99.09%     | 91.75%     |
| 货币资金/短期有息债务   | 51.17%     | 102.68%    |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

本期债券偿债保障措施发生重大变化，2018年新光控股债券违约，已申请破产重整，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保不能为本期债券提供保障

新光控股为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。根据新光控股2018年9月25日出具的《新光控股集团有限公司关于“15新光01”公司未能按时兑付利息及回售本金的公告》和《新光控股集团有限公司2017年度第一期短期融资券未按期兑付的公告》，新光控股已构成实质性违约。2018年9月26日，中证鹏元将新光控股主体长期信用等级由AA下调为C，评级展望维持为稳定。2019年4月3日，新光控股发布《新光控股集团有限公司及下属3家子公司申请重整的提示性公告》，新光控股及其3家子公司已申请重整，2019年4月29日新光控股发布公告称法院已裁定受理新光控股及其子公司重整申请并根据法律程序指定管理人。

综上，本期债券偿债保障措施发生重大变化，新光控股为本期债券还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保并不能为本期债券提供保障。

## 七、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，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月6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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为24,974.57万元，占年末公司净资产的比重为1.90%，其中主要为湖南洪江古商城文化旅游产业投资股份有限公司提供担保，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 22 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方                  | 企业性质 | 担保金额      | 担保到期日    | 是否有反担保 |
|-----------------------|------|-----------|----------|--------|
| 绍兴市宏恺机械设备有限公司         | 民企   | 300.00    | 2019年9月  | 否      |
| 绍兴市宏恺机械设备有限公司         | 民企   | 300.00    | 2020年11月 | 否      |
| 湖南洪江古商城文化旅游产业投资股份有限公司 | 民企   | 20,125.00 | 2024年3月  | 否      |
| 张家界百龙天梯旅游发展有限公司       | 民企   | 4,249.57  | 2020年4月  | 否      |

|    |   |           |   |   |
|----|---|-----------|---|---|
| 合计 | - | 24,974.57 | - | - |
|----|---|-----------|---|---|

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2018年，公司房地产板块销售金额和结转收入保持增长，项目储备较多，业务持续性较好；由于公司积极拓展业务，基建板块新中标合同金额较上年大幅增长，公司建筑业板块在手总金额较大，未来该业务收入较有保障；公司实现景区门票收入44,144.99万元，同比增长14.18%，旅游业务发展迅速。

同时，中证鹏元也关注到公司待售房地产项目和土地储备主要位于二、三、四线城市，区域性风险相对较大，需关注后续开发进度和销售情况；公司在建房地产和景区项目较多，通过滚动开发分散投资资金，但投资规模较大，仍面临较大的资金压力；公司资产中存货和投资性房地产合计占比较高，且抵押比例较高，加之应收类款项规模较大，一定程度上占用了公司的营运资金，公司整体资产流动性一般，且公司商誉规模较大，需关注后续减值风险；公司短期有息债务规模较大，短期内面临较大的债务偿还压力；公司面临一定的或有负债风险；此外本期债券偿债保障措施发生重大变化，新光控股提供的保证担保不能为本期债券本息的偿付提供保障。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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          | 329,862.47   | 328,393.56   | 305,147.88   |
| 应收账款          | 198,013.94   | 165,886.99   | 157,065.55   |
| 存货            | 1,804,180.48 | 1,445,263.95 | 1,007,202.96 |
| 流动资产合计        | 2,668,634.47 | 2,244,738.57 | 1,732,303.85 |
| 投资性房地产        | 637,250.30   | 611,865.40   | 583,894.60   |
| 商誉            | 315,198.24   | 324,003.28   | -            |
| 非流动资产合计       | 1,390,749.80 | 1,247,679.60 | 821,468.56   |
| 总资产           | 4,059,384.27 | 3,492,418.17 | 2,553,772.41 |
| 短期借款          | 150,161.85   | 116,334.20   | 46,948.16    |
| 应付账款          | 283,479.24   | 247,190.62   | 182,725.57   |
| 预收款项          | 534,178.90   | 520,104.05   | 388,127.73   |
| 一年内到期的非流动负债   | 494,424.33   | 203,501.22   | 98,050.00    |
| 流动负债合计        | 1,667,711.88 | 1,293,018.81 | 870,079.06   |
| 长期借款          | 789,145.70   | 791,324.29   | 521,989.51   |
| 应付债券          | 119,524.33   | 169,014.52   | 283,478.62   |
| 长期应付款         | 82,378.56    | 57,461.64    | 12,242.16    |
| 非流动负债合计       | 1,073,963.22 | 1,099,391.47 | 885,790.03   |
| 总负债           | 2,741,675.10 | 2,392,410.28 | 1,755,869.09 |
| 有息债务          | 1,635,634.76 | 1,337,635.87 | 962,708.45   |
| 所有者权益合计       | 1,317,709.17 | 1,100,007.89 | 797,903.32   |
| 营业收入          | 1,088,306.51 | 882,989.90   | 714,544.17   |
| 营业利润          | 202,486.99   | 186,753.20   | 160,917.05   |
| 净利润           | 152,544.42   | 144,570.59   | 115,527.14   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 94,175.85    | 96,207.92    | -114,034.09  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -275,468.01  | -262,381.69  | -50,398.84   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 179,644.83   | 202,423.32   | 307,852.51   |
| 财务指标          | 2018年        | 2017年        | 2016年        |
| 综合毛利率         | 30.72%       | 29.77%       | 29.31%       |
| 期间费用率         | 11.62%       | 10.43%       | 10.71%       |
| 营业利润率         | 18.61%       | 21.15%       | 22.52%       |
| 总资产回报率        | 6.40%        | 7.54%        | 8.98%        |
| 净资产收益率        | 12.62%       | 15.23%       | 15.75%       |
| 营业收入增长率       | 23.25%       | 23.57%       | 4.61%        |
| 净利润增长率        | 5.51%        | 25.14%       | 32.77%       |

|               |            |            |            |
|---------------|------------|------------|------------|
| 资产负债率         | 67.54%     | 68.50%     | 68.76%     |
| 流动比率          | 1.60       | 1.74       | 1.99       |
| 速动比率          | 0.52       | 0.62       | 0.83       |
| EBITDA (万元)   | 261,883.14 | 235,842.90 | 195,156.27 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.37       | 2.45       | 2.28       |
| 有息债务/EBITDA   | 6.25       | 5.67       | 4.93       |
| 债务总额/EBITDA   | 10.47      | 10.14      | 9.00       |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.06       | 0.07       | -0.13      |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.03       | 0.04       | -0.06      |
| 净负债率          | 99.09%     | 91.75%     | 82.41%     |
| 货币资金/短期有息债务   | 51.17%     | 102.68%    | 210.45%    |

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 年末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                          |
|------------------------|------------|---------|-------------------------------|
| 安徽省交通建设股份有限公司          | 44,910.00  | 61.08%  | 公路、桥梁工程施工,公路养护工程、机场设施施工       |
| 齐云山投资集团有限公司            | 30,000.00  | 100.00% | 旅游开发与投资、房地产开发与投资、不动产租赁与经营     |
| 祥源凤凰旅游发展有限公司           | 20,000.00  | 70.00%  | 旅游项目开发                        |
| 祥源房地产集团有限公司            | 200,000.00 | 100.00% | 房地产开发、物业管理                    |
| 安徽欧力电器有限公司             | 5,000.00   | 100.00% | 冷冻箱、冷藏箱、电子酒柜及系列小家用电器及其配件制造、销售 |
| 祥源颍淮生态文化旅游区开发有限公司      | 50,000.00  | 100.00% | 旅游景点开发经营、房地产开发经营              |
| 祥源茶业股份有限公司             | 10,000.00  | 85.00%  | 茶业研发及销售                       |
| 祥源旅游开发有限公司             | 5,000.00   | 100.00% | 旅游开发及投资                       |
| 湖北郟阳岛度假区开发有限公司         | 15,000.00  | 67.00%  | 度假区项目开发                       |
| 合肥庐阳旅游开发有限公司           | 5,000.00   | 70.00%  | 旅游景点开发与经营                     |
| 青岛祥源旅游发展有限公司           | 20,000.00  | 100.00% | 旅游资源开发和经营管理                   |
| 海南祥源旅游发展有限公司           | 50,000.00  | 100.00% | 景区项目开发建设                      |
| 合肥金嘉木投资管理合伙企业(有限合伙)    | 720.00     | 90.28%  | 资产管理及投资咨询服务                   |
| 湖北武当祥源旅游发展投资有限公司       | 20,000.00  | 100.00% | 旅游项目开发                        |
| 安徽祥融园林有限公司             | 5,000.00   | 100.00% | 园林绿化工程施工                      |
| 合肥徽银祥源旅游产业投资合伙企业(有限合伙) | 80,010.00  | 25.92%  | 旅游项目投资                        |
| 祥源丹霞旅游投资(广东)有限公司       | 20,000.00  | 100.00% | 旅游投资开发                        |
| 太姥山祥源旅游发展有限公司          | 20,000.00  | 100.00% | 旅游资源开发和经营管理                   |
| 浙江祥源实业有限公司             | 10,000.00  | 100.00% | 房地产投资、实业投资                    |
| 祥源花世界生态文化旅游区开发有限公司     | 50,000.00  | 100.00% | 旅游景点开发经营、房地产开发经营              |
| 杭州小岛网络科技有限公司           | 500.00     | 100.00% | 网络信息技术                        |
| 广东祥源旅游发展有限公司           | 30,000.00  | 100.00% | 农业项目开发                        |
| 祥源花世界旅游景区开发有限公司        | 10,000.00  | 100.00% | 旅游景区开发                        |
| 滁州祥源旅游发展有限公司           | 3,000.00   | 100.00% | 旅游资源开发和经营管理                   |
| 三亚洋海船务实业有限公司           | 8,163.00   | 51.00%  | 垂钓、潜水器材租赁、游船码头经营              |

资料来源：2018 年审计报告、公开信息，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        | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 营业利润率        | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 净资产收益率       | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$                                  |
| 总资产回报率       | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$            |
| 期间费用率        | $(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$                 |
| EBITDA       | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$                     |
| EBITDA利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$  |
| 收现比          | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 非付现费用        | $\text{资产减值准备} + \text{固定资产折旧} + \text{油气资产折耗} + \text{生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| 非经营性损益       | $\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产减少} + \text{递延所得税负债增加}$     |
| FFO          | $\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营性损益}$  |
| 资产负债率        | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$   |
| 流动比率         | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$  |
| 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         | $\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$                        |
| 净负债率         | $(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益} \times 100\%$  |
| 货币资金/短期有息债务  | $\text{货币资金} / (\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债}) \times 100\%$                                      |

## 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。 |