

债券代码：136744

债券简称：16 祥源债

祥源控股集团有限公司

关于主体信用评级发生变化的公告

本公司全体董事或具有同等职责的人员保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担相应的法律责任。

如有董事或具有同等职责的人员对临时公告内容的真实性、准确性和完整性无法保证或存在异议的，公司应当在公告中作特别提示。

一、评级变化的基本情况

2019年6月25日，大公国际资信评估有限公司出具《祥源控股集团有限公司主体与相关债项2019年度跟踪评级报告》(大公报SD【2019】367号)，对祥源控股集团有限公司(以下简称“公司”)的主体长期信用等级维持AA，评级展望维持稳定，“16祥源债”的信用等级维持AA。2020年度公司主体及“16祥源债”跟踪评级大公国际资信评估有限公司正在积极推进中。

现公司正在筹备发行2020年企业债，公司同时聘请中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对公司主体长期信用进行评估。2020年6月9日，中证鹏元出具《祥源控股集团有限公司2020年主体长期信用评级报告》(中鹏信评【2020】第Z【399】02)，对公司2020年主体长期信用评级的结果为AA+，评级展望稳定，该级别反映了公司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。

二、影响分析及应对措施

(一) 此次评级变化不会对公司的偿债能力产生不利影响。(二) 此次评级变化不会对债券投资者适当性管理、债券质押式回购资格等造成不利影响。

特此公告

祥源控股集团有限责任公司

2020年6月23日



祥源控股集团有限责任公司

2020 年主体长期信用评级报告



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員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員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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。



中证鹏元资信评估股份有限公司

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【399】号 02

分析师

姓名：
何卫平 陈刚

电话：
0755-82875013

邮箱：
hewp@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
级方法已披露于中证鹏
元官方网站。

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

祥源控股集团有限责任公司 2020 年主体长期信用评级报告

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

评级日期：2020 年 6 月 9 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”）2020 年主体长期信用评级的结果为 AA+，该级别反映了公司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。该等级的评定是考虑到公司具有较为丰富项目运营和管理经验，通过产业协同发展，具有一定的成本优势，房地产业务发展迅速，项目储备较多，业务持续性较好，且公司建筑业务资质齐全，在手合同金额较大，未来收入较有保障，拥有旅游项目资源较丰富，门票收入持续保持增长以及公司营业收入和扣除非经营性损益后净利润大幅增长；同时中证鹏元也关注到公司三四线城市房地产项目占比较高，部分项目去化周期较长，在建房地产项目及景区项目较多，面临较大的资金压力，公司有息债务增长较快，面临较大的债务偿还压力，以及收购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.SH）给公司带来一定的负面影响，另需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面冲击等风险因素。

正面：

- 公司具有较为丰富项目运营和管理经验，通过产业协同发展，具有一定的成本优势。公司拥有房地产开发一级资质和物业服务一级资质，累计开发面积超过 1,500 万平方米，具有较为丰富的项目运营及管理经验；公司主要通过景城联动拓展地产项目，通过与旅游产业协同发展，获取低成本土地，具有一定的成本优势。
- 公司房地产业务发展迅速，项目储备较多，业务持续性较好。近年公司房地产业务发展迅速，在深耕安徽市场的同时，逐步向上海、宁波、长沙等地拓展，2017-2019 年合同销售面积为 72.36 万平方米、84.35 万平方米和 143.11 万平方米，复合增长率为 40.63%，同期合同销售金额分别为 72.57 亿元、73.07 亿元和 115.13 亿元，复合增长率为 25.96%；截至 2019 年末公司剩余可售面积 472.30 万平方米及土地储

备建筑面积 540.75 万平方米，项目储备较多，业务持续性较好。

- **公司建筑业务资质齐全，在手合同金额较大，未来该业务收入较有保障。**公司基建业务拥有公路施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包一级资质、建筑工程施工总承包一级资质等施工及设计资质，资质较为齐全，可承接业务种类较多，同时子公司安徽省交通建设股份有限公司（以下简称“交建股份”，股票代码：603815.SH）于 2019 年成功上市增加了其资本实力，有利于基建业务对外拓展；截至 2019 年末，公司在手总合同金额约为 164 亿元，已确认收入的部分约为 58 亿元，未来建筑业板块收入较有保障。
- **公司拥有旅游项目资源较丰富，门票收入持续保持增长。**公司致力于旅游目的地建设，近年加大旅游业务投入，通过自行开发以及收购获得较多的旅游项目，拥有湖南黄龙洞、凤凰古城、安徽齐云山、安徽阜阳颍淮生态乐园、祥源花世界、丹霞山索道等多个旅游项目的开发权和运营权。近年公司旅游业务发展较快，2017-2019 年实现门票收入分别为 3.87 亿元、4.41 亿元和 4.74 亿元。
- **公司营业收入和扣除非经常损益后净利润大幅增长。**近年公司业务发展较快，2017-2019 年公司营业收入分别为 88.30 亿元、108.83 亿元和 144.47 亿元，其中 2019 年同比大幅增加 32.75%；实现扣除非经常性损益后净利润分别为 10.89 亿元、13.18 亿元和 19.61 亿元，其中 2019 年同比大幅增加 48.84%。

关注：

- **公司三、四线城市房地产项目占比较高，部分项目去化周期较长。**公司房地产项目及土地储备中安徽阜阳、蚌埠和湖北十堰等三、四线城市占比较高，部分项目的去化周期较长；土地储备中阜阳地区和十堰的土地储备占比较高，区域集中风险较高，需关注后续开发进度和销售去化情况。
- **公司在建房地产项目和景区项目较多，面临较大的资金压力。**截至 2019 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 680.38 亿元，未来尚需投资 285.91 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。
- **公司有息债务增长较快，面临较大的债务偿还压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 187.21 亿元，近三年复合增长率为 18.30%，EBITDA 利息保障倍数为 1.81，货币资金/短期有息债务为 75.39%，较 2017 年末下降了 27.38 个百分点，面临较大的债务偿还压力。
- **收购祥源文化给公司带来一定的负面影响。**2017 年 8 月公司通过收购间接取得祥

源文化 29.72%的股权，取得祥源文化的控制权，截至 2019 年末公司累计计提商誉减值准备 9.83 亿元，全部为祥源文化计提的减值准备；以及收购前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 593 起，诉讼标的共计 6,496.51 万元，给公司带来一定的负面影响。

- **需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面冲击。**2019 年末爆发的新冠疫情，迅速蔓延至全国，全国旅游需求大幅减少，旅游产业收入大幅减少，而公司有一定规模的旅游板块业务收入，需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面冲击。

公司主要财务指标（单位：万元）

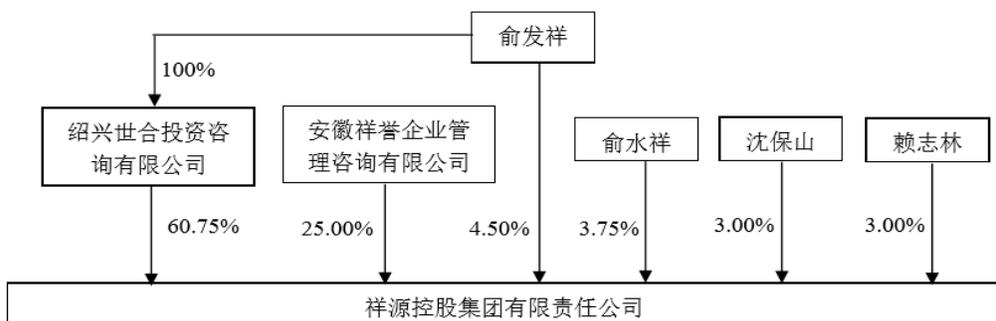
项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,922,324.41	4,059,384.27	3,492,418.17
归属于母公司的所有者权益合计	1,347,768.59	1,050,224.87	880,530.50
有息债务	1,872,144.53	1,635,634.76	1,337,635.87
资产负债率	67.74%	67.54%	68.50%
剔除预收款项的资产负债率	62.87%	62.62%	62.99%
现金短期债务比	75.39%	51.21%	102.77%
流动比率	1.79	1.60	1.74
速动比率	0.47	0.52	0.62
营业收入	1,444,704.21	1,088,306.51	882,989.90
营业利润	175,753.95	202,486.99	186,753.20
净利润	116,088.86	152,544.42	144,570.59
综合毛利率	30.45%	30.72%	29.77%
总资产回报率	4.59%	6.40%	7.54%
EBITDA	221,317.23	261,883.14	235,842.90
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.37	2.45
经营活动现金流净额	85,571.46	94,175.85	96,207.92

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、主体概况

公司原名为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，初始注册资本5,000万元，2011年6月，公司变更为现名。公司注册地为浙江省绍兴市，总部位于安徽省合肥市。后经历次增资扩股及股权变更，截至2019年12月31日，公司注册资本和实收资本为90,000万元，控股股东为绍兴世合投资咨询有限公司，持有公司60.75%的股份，实际控制人为俞发祥先生，公司产权及控制关系如图1所示。

图 1 截至 2019 年末公司产权及控股关系图



资料来源：公司提供

公司为一家综合型控股集团，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。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共26家，具体情况见附录二。

二、运营环境

2019 年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策

呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019年第三季度我国GDP同比增长6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020年2月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效机制。地方层面上，受COVID-19疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

2019年不同能级城市商品房销售情况持续分化，三四线城市销售呈现一定的韧性；仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况

受2019年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。根据国家统计局数据，2019年全国销售额同比增长6.50%，增速同比下滑5.7个百分点；商品房销售面积171,557.87万平方米，同比下滑0.1个百分点，销售情况超出市场预期。

从30大中城市数据来看，各能级城市成交变动情况分化显著。其中，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，二线城市表现相对较弱，三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市商品房成交面积占比超过70%，在棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求的背景下，预计2020年全国商品房销售面积将继续下行。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势仍呈现一定分化。

图2 商品房销售情况

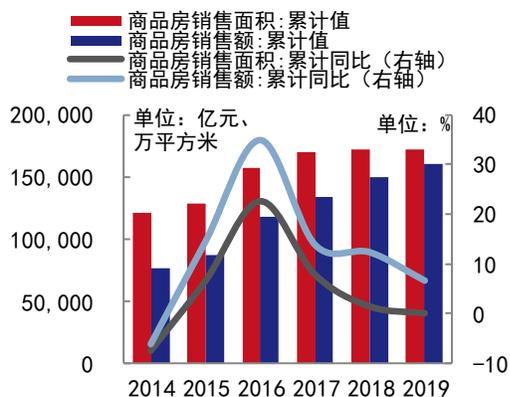
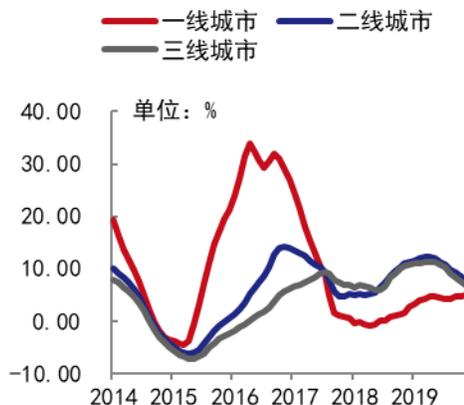


图3 不同能级城市住宅价格指数情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

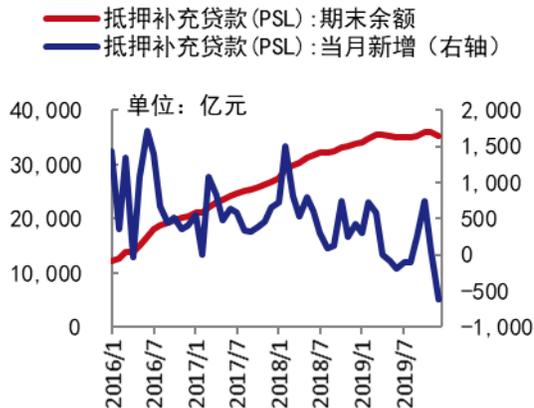
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019 年末, 我国居民部门杠杆率达到 55.80%, 同比增长 2.60 个百分点。家庭部门债务主要以房贷为主, 近年居民部门杠杆率逐步推高, 在居民部门去杠杆的背景下, 房地产销售进一步承压, 预计商品房价格涨幅将有所回落。房地产市场短中期需求受货币政策、政策调控等方面因素影响较大。首套房贷利率方面, 2019 年 6 月起房贷利率开始回弹, 但上行速度逐月趋缓, 受房贷利率新政影响, 增量和存量商业房贷均与 LPR 挂钩, 购房贷款利率大概率再次下行, 有望对市场需求及房价形成一定承托。

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, 由于棚改资金下放到推动销售存在一定的时滞, 2019 年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底, 销售呈现一定韧性。2019 年 4-8 月, 央行连续五个月未发放 PSL, 9 月恢复投放释放了政策逆周期调节信号, 但考虑到房地产融资环境整体偏紧, 新增 PSL 投向基建的可能性较大。在 PSL 投放缩减和行业融资环境严峻的背景下, 2019 年地方政府棚改专项债和土储专项债合计发行规模 13,397.41 亿元, 弥补了棚改建设资金缺口。2019 年 9 月国务院常务会议对 2019 年内提前使用 2020 年新增专项债券额度投向进行限制, 明确本批次债券不得用于棚户区改造项目、土地储备项目、房地产类项目和可完全商业化运作的项目, 预计未来专项债对棚改项目的资金支持力度将有所减弱。2020 年棚改套数预计仍有 550 万套左右, 考虑到棚改货币化退坡以及专项债对棚改项目的资金支持力度走弱, 加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支, 加速推盘对销售的边际效应减弱, 预计 2020 年棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市成交面积将出现下滑, 并面临一定的价格回调。

图 4 2019 年 H2 首套房贷利率逐步回弹

图 5 2019 年新增 PSL 投放量大幅缩减



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

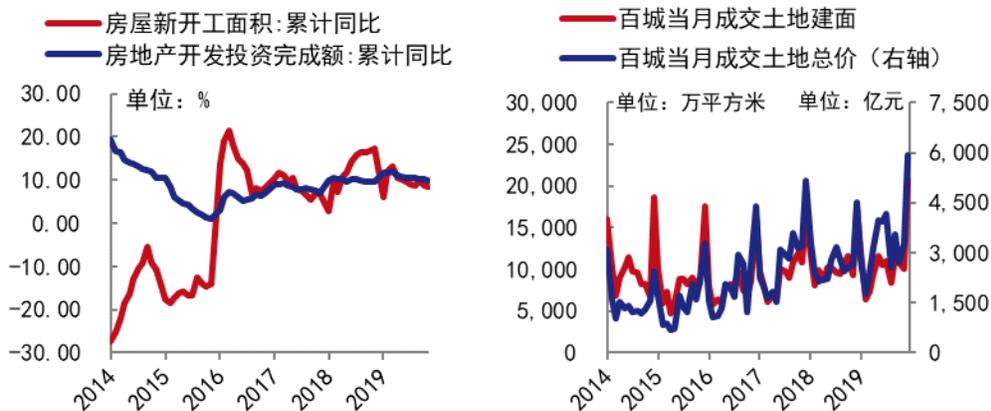
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019 年房屋新开工绝对规模保持较快增长, 开发投资规模增长韧性较强; 土地市场

成交量回落，不同能级城市市场行情分化

房屋新开工方面，2019 年全国房屋新开工面积同比增长 8.5%，增速较上年下滑 8.7 个百分点。2019 年多数房企为实现回款加快推盘节奏，房屋新开工绝对规模保持较快增长，对开发投资形成较好的支撑。开发投资方面，2019 年房地产开发投资同比增长 9.9%，较上年提高 0.4 个百分点，仍延续较强的增长韧性。2019 年土地市场由热转冷，上半年一、二线土地市场的回暖带动土地购置费用规模保持较快增长，三季度以来，在房企融资趋严、过热城市加大土地市场调控力度的背景下，全国土地出让市场整体走低，全年土地购置费用同比增长 14.5%，较上年 57% 的增速大幅回落；建筑工程投资全年同比增速由 2018 年的负增长转为增长 11.8%。

图 6 房屋新开工面积以及开发投资同比增速 图 7 百城成交土地情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

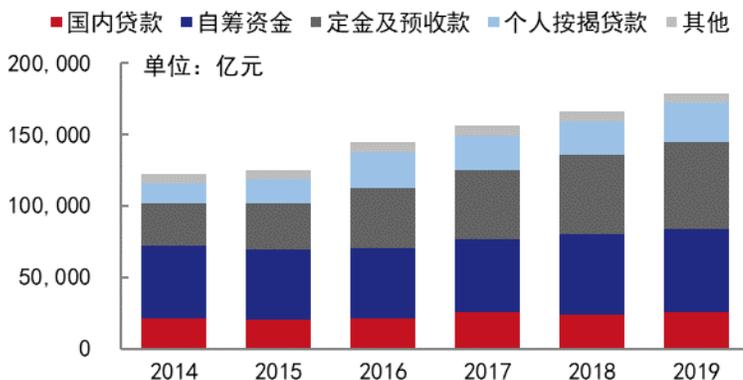
2019 年百城成交土地规划建筑面积同比增长 2.38%，较 2018 年 9.76% 的增速回落 7.38 个百分点。分城市能级来看，受益于市场需求释放及房企拿地战略回归，一线和二线城市土地市场行情回暖，交易量明显回升，全年成交建面分别增长 20.85% 和 6.67%；受制于前期市场购买力透支、叠加棚改货币化安置政策的渐次退出，房企在三四线城市拿地积极性下滑，加之部分存在库存压力的城市收紧供应，三线城市土地市场整体成交量明显下行，百城中三线城市成交土地建面同比减少 2.88%。土地成交价格方面，2019 年以来各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地溢价率及二三线城市楼面地价明显下行。

2019 年房企融资形势仍较为严峻，销售回款占资金来源比重持续上升

2019 年房企融资形势仍较为严峻，5 月银保监会 23 号文要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，多家信托公司收到银保监会窗口指导，要求

控制房地产信托业务规模，国家发改委发文要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。2019 年房地产开发投资资金合计为 178,608.59 亿元，同比增加 7.62%，增速较上年回升 1.27 个百分点。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，2019 年房企国内贷款 25,229.00 亿元，规模同比增加 5.10%，占投资资金的比重为 14.13%，占比有所下滑。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。2019 年个人按揭贷款和定金及预收款分别为 27,281.00 亿元和 61,359.00 亿元，合计占总资金比例为 49.63%，占比同比上升 1.95 个百分点。

图 8 房地产开发投资资金来源情况



来源：Wind，中证鹏元整理

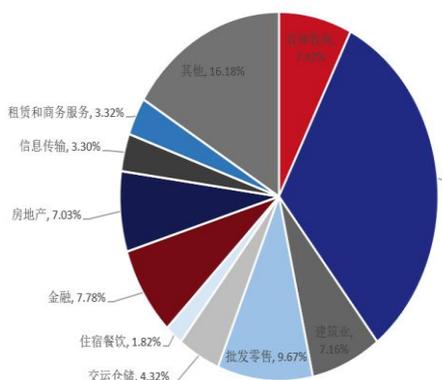
在当前经济增速放缓、消费和出口压力加大的背景下，建筑施工业稳定器作用将会提升，叠加先导指标预测，预计未来建筑施工行业景气度将迎来弱复苏

建筑施工行业发展对固定资产投资状况依赖性较强，具有较强的投资拉动特点和强周期属性。目前我国经济增长方式仍为投资主导型¹，建筑业²受国内经济影响较大。2019 年，建筑业增加值实际增速 5.6%，同比增长 0.8 个百分点，对实际 GDP 增速形成向上支撑的效果，在 GDP 中所占比重较高的工业、农业、批发零售等行业都出现了不同程度的实际增速下降。在经济下行压力较大的 2016、2018、2019 年，建筑业均对经济产生向上支撑的效果，如下图。

¹ 2018 年我国投资的 GDP 贡献率为 32.4%，虽然有所下滑，但仍然高于世界平均水平（25%），故仍为投资主导型经济。

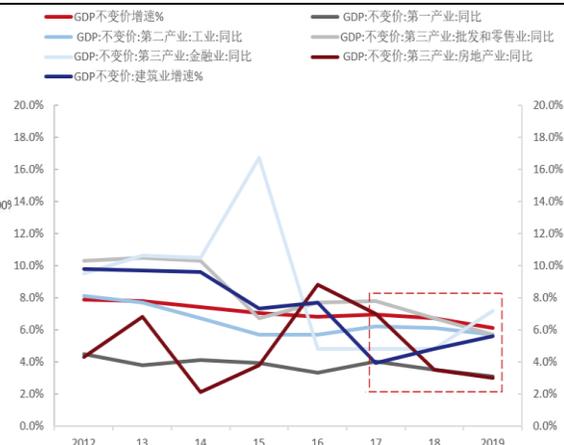
² 因建筑施工行业增加值等细分的宏观数据难以采集，故用建筑业数据替代，下同。

图 9 2019 年建筑业增加值占 GDP 比重为 7.16%



数据来源：wind，中证鹏元整理

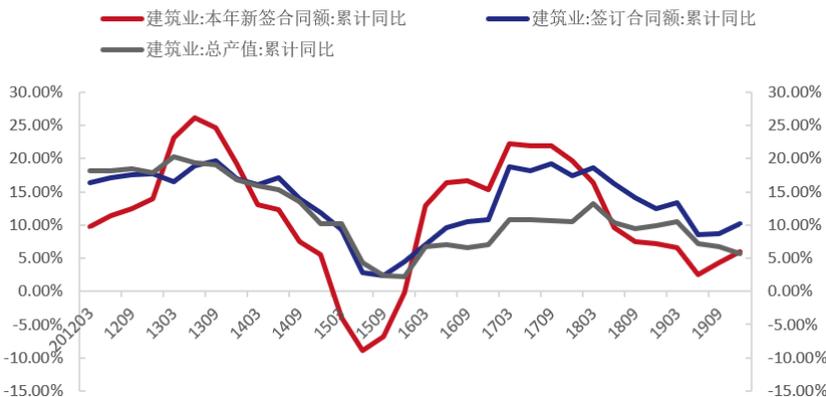
图 10 近年建筑业对实际 GDP 增速形成上支撑



数据来源：wind，中证鹏元整理

建筑投资托底经济。我国经济增速保 6 压力加大，消费需求不足，且叠加中美贸易摩擦和疫情影响，净出口存在波动风险，由此 2020 年稳定经济主要依靠投资。建筑业是固定资本形成的核心，根据 wind，2016 年以来建筑业总产值占资本形成总额比重均高达 58% 以上，因此建筑业投资托底经济。

图 11 建筑业新签合同额增速领先反应建筑业总产值增速



数据来源：wind，中证鹏元整理

从行业领先指标来看，建筑投资迎来弱复苏。建筑业新签合同额增速领先于建筑业总产值增速，领先 1-2 个季度（见上图）。2018 年及 2019 年 1-6 月我国建筑业新签合同增速放缓，累计增速分别为 7.14% 和 2.47%，分别同比下滑 12.56 和 7.17 个百分点；2019 年 6-12 月我国建筑业新签合同增速开始回升。

后续建筑业资金将获得一定的支撑，从而支持未来建筑业投资增长。受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响，近年建筑业发展压力较大。当前我国大力推动产业转型升级，更注重经济增长的质量，叠加政府债务负担加重，2019 年初发放的专项债额度

优先用于借新还旧，上半年建筑业总产值增速放缓，2019年9月4日国务院常务会议提前下达2020年专项债额度，释放出基建将稳定运行的信号。另外，2019年9月迎来较好的降息窗口³，货币政策可刺激信用投放，降低银行资金成本，托底经济。

综合建筑业的经济托底作用、先导指标回升及资金支撑等因素，我们推断未来建筑业景气度将迎来弱复苏。

受严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆的影响，2018年以来地方债务杠杆效应大大降低，基建投资增速表现疲弱；随着基建项目资本金制度的改善，2020年基建投资增速将温和回升

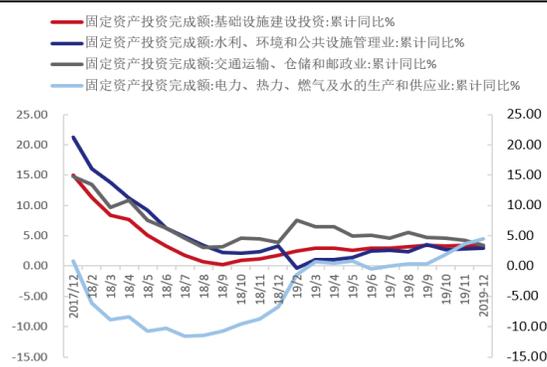
我国基建多为公益性施工投资，对地方财力变动和隐性债务治理较为敏感。在《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）（以下简称“财金23号文”）下发前，公益性基建主要通过政府拨款和自有资金作为资本金，来撬动银行贷款等社会资本；财金23号文⁴下发后，叠加PPP模式遭遇严监管，新增公益性项目大多只能通过政府拨款方式进行建设。虽然降低了地方政府隐性债务负担隐患，但杠杆效应也大大降低。

在严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆、防风险的持续约束下，近两年我国广义基建投资增速⁵下滑至10%以内，尤其2018年基建投资整体表现疲弱，2019年末广义基建投资增速仅回升至3.33%，明显低于市场预期。

图12 2018年4月财金23号文下发后社融增速下滑，杠杆效应降低



图13 近两年广义基建增速下滑至10%以内，增速从2017年末的14.93%断崖式下滑至2018年末1.79%，2019年末仅回升至3.33%



³根据 wind，1 年期贷款市场报价利率（LPR）从 2019 年 8 月 4.31%，下降至 2019 年 9 月的 4.20%。

⁴ 财金 23 号文规定：除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

⁵ 广义基建投资包含水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业等。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

基建项目资本金制度的改善或将推动基建投资增速缓慢回升。随着基建项目资本金制度的改善，尤其是“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金、降低部分基础设施项目最低资本金比例”的规定，进一步拓宽了基建项目资本金的来源、有助于促进各地加大符合政策要求的基建投资、提高财政资金的使用效率、更好地实现国家供给侧结构性改革总目标，由此我们预计 2020 年基建投资增速将温和回升。

表 1 改善基建项目资本金制度相关文件

时间	发布机关和文件	主要内容
2019 年 6 月	国务院《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 7 月起施行	国务院《政府投资条例》	政府投资资金应投向公益服务、基础设施等领域。这一领域基本与 PPP 的投资领域相一致，因此政府投资可以与 PPP 有机结合。
2019 年 9 月	国常会	专项债用于资本金的领域扩大，含部分无收益和收益低的基建
2019 年 11 月	国常会	1.降低部分基础设施项目最低资本金比例；2.针对基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。3.地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

此外，随着我国建筑市场竞争的加剧，建筑企业带资承包、垫资施工已成为建筑市场的普遍现象，建筑企业能否垫资施工已经成为影响获得建筑工程项目的关键因素。因此，我国建筑行业存在比较严重的临时性资金占压现象，在企业实际施工生产经营中经常出现由于建设方（业主）资金短缺而无法及时给施工单位支付工程款的现象，施工单位在生产中处于被动地位，资金经常被临时性占压，工程款的垫付给施工企业带来一定的资金压力。

近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，但需关注新冠疫情对旅游行业的负面冲击

在国内经济基本面稳健和旅游消费常态化的支撑下，近年旅游经济发展处于持续较快发展通道，我国旅游业继续实现稳步增长，旅游市场量质齐升。根据文化和旅游部网站信息，2019 年国内旅游人数 60.06 亿人次，较 2017 年增长 20.10%；入出境旅游总人数 3.0 亿人次，较 2017 年增长 11.11%；实现旅游总收入 6.63 万亿元，较 2017 年增长 22.78%。2019 年旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。但受 2019 年末爆发的新冠疫情影响，旅游需求大幅减少，旅游产业收入大幅减少，需关注新冠疫情对旅游行业的负面冲击。

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。2019年我国旅游直接就业2,825万人，旅游直接和间接就业7,987万人，占全国就业总人口的10.31%，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高，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以及新冠疫情的旅游行业带来的负面冲击。

三、公司治理与管理

（一）公司治理

公司依据《公司法》等法律法规要求，制订了《祥源控股集团有限责任公司章程》。公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，决定公司的经营计划和投资计划等；董事会制定、审定和决定相关方案或事项；监事会依法对公司及相关人员行使监督职责。

公司设董事会，董事会由5人组成，由股东会选择产生。董事会设董事长1人，副董事长1人，由董事会选举产生。董事任期3年，任期届满，连选可以连任。董事会主要职责包括召集股东会会议，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案等。

公司设监事会，由3人组成，其中非职工监事2人，由股东会选举产生，职工代表1人，由职工代表大会民主选举产生，设监事会主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事任期每届3年，任期届满，可以连选连任。监事的主要职权包括检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会

决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正等。

（二）公司管理

组织机构方面，公司总经理下设有地产事业群、文旅事业群、建设事业群三个事业群，资本管理中台、组织管理中台两个中台和董事会办公室。其中地产事业群包括投资拓展部、客户及市场研究部、运营管理部等10个职能部门和全国各项目公司，文旅事业群包括旅游产业研究院、国内拓展、国际拓展、景区建设等6个职能部门以及全国各旅游目的地，资本管理中台下设财务管理部、法务管理部和融资管理部，组织管理中台下设人力资源部、行政管理部和祥源大学，董事会办公室下设审计监察部、秘书室和董事会秘书。经过多年的发展和经验积累，公司已建立了涵盖公司本部、下属部门及子公司各层面、各业务环节的各项相关管理活动的内部控制体系，制定了财务管理制度、资金管理制度、关联交易管理制度等规章制度。公司组织结构图见附录三。

人员素质方面，公司高级管理人员从业时间较早、学历较高、经验丰富，为公司的持续发展提供良好的基础。截至2019年末，公司主要高级管理人员从业情况如表2所示。

表 2 截至 2019 年末公司董事及主要高级管理人员从业情况

姓名	年龄（岁）	现任职务	入职时间	学历	从业时间
俞发祥	48	董事长、总裁	1992-01-01	硕士研究生	2007-06
赖志林	55	执行总裁	2004-01-15	硕士研究生	2001-07
沈保山	48	执行总裁	1993-01-01	硕士研究生	2009-09
干勇	49	助理总裁	1992-03-01	硕士研究生	1993-06
俞红华	40	副总裁	1998-10-01	大学本科	2007-01
欧阳明	50	董事会秘书、副总裁	2008-2-18	硕士研究生	2012 年 7 月
宋友强	40	执行总裁	2019-05-20	大学本科	2003 年 7 月
常宇	51	副总裁	2014-7-11	大学本科	1990 年 7 月
苏立	48	副总裁	2018-01-15	硕士研究生	1993 年 7 月
何林海	41	副总裁	2019-03-19	大学本科	2000 年 10 月
刘屹	41	副总裁	2017-09-26	大学本科	2000 年 7 月
江涛	39	副总裁	2019-06-03	硕士研究生	2005 年 7 月

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司共有员工5,815人，从专业结构上看，营销人员为574人，占比9.87%，主要是房地产项目推广及销售人员；开发及工程技术人员为1,092人，占比为18.78%，包括开发报建、工程技术及其他人员。从学历上看，大专及以上学历人数合计为3,754人，合计占总人数的比重为64.56%，员工素质结构良好。

表 3 截至 2019 年末公司员工构成情况（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例
营销人员	574	9.87%
开发及工程技术人员	1,092	18.78%
财务人员	333	5.73%
行政、人事人员	465	8.00%
其他	3,351	57.63%
合计	5,815	100.00%

学历	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	159	2.73%
大学本科	1,735	29.84%
大专	1,860	31.99%
大专以下	2,061	35.44%
合计	5,815	100.00%

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

公司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，其中房地产业务是公司收入的主要来源。2017-2019年公司分别实现营业收入88.30亿元、1,08.83亿元和144.47亿元，复合增长率为27.91%，增长较快，主要系房地产业务大幅增加所致；2019年三大类业务收入占比分别为24.09%、60.03%和15.87%，其中房地产业务占比较2017年提高了16.68个百分点。

毛利率方面，近年公司综合毛利率较为稳定，基本维持在30%左右，其中房地产开发和文化旅游业务毛利率相对较高。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	348,100.05	9.63%	307,747.13	9.46%	319,947.09	10.28%
房地产开发	867,322.31	36.06%	572,972.41	37.38%	382,750.32	40.33%
文化旅游	229,281.85	40.82%	207,586.96	43.83%	180,292.49	41.92%
合计	1,444,704.21	30.45%	1,088,306.51	30.72%	882,989.90	29.77%

注：文化旅游业务包含茶叶等业务销售收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、房地产业务板块

公司具有较为丰富房地产项目运营和管理经验，通过产业协同，具有一定的成本优势；近年公司房地产业务板块发展迅速，目前在售项目较多，短期内业绩较有保障；但公司三、四线城市房地产项目占比较高，部分项目去化周期较长

公司房地产业务的运营主体为祥源房地产集团有限公司（以下简称“祥房地产”），祥

源地产具有房地产开发一级资质和物业服务一级资质，累计开发面积超过 1,500 万方，具有较为丰富的项目运营和管理经验。近年来，公司在深耕安徽合肥、阜阳市场的同时，逐步向上海、宁波、长沙等地拓展，但目前公司房地产项目在三四线城市占比较高，项目区域分布一般。开发模式方面，公司主要通过景城联动拓展地产项目，利用公司文化旅游行业良好的品牌形象和较强的开发建设运营能力，通过与产业协同发展，锁定区域内土地综合开发，获得低成本土地，具有一定的成本优势。

项目销售方面，近年公司推盘规模持续加大，整体销售规模持续增长。2017-2019 年公司合同销售面积分别为 72.36 万平方米、84.35 万平方米和 143.11 万平方米，近三年复合增长率为 40.63%；同期合同销售金额分别为 72.57 亿元、73.07 亿元和 115.13 亿元，其中 2019 年同比大幅增加 57.56%，主要系当年阜阳、宁波项目预售较多所致；销售均价方面，2017-2019 年销售均价分别为 10,029.02 元/平方米、8,662.71 元/平方米和 8,044.86 元/平方米，近年持续下降主要系阜阳等三四线城市项目销售占比持续增加所致。

项目开发方面，公司近年来业务快速拓展，新开工面积、竣工面积增长较快。2017-2019 年公司新开工面积分别 24.20 万平方米、77.86 万平方米和 197.24 万平方米，近三年复合增长率为 185.49%，增长较快，主要系公司房地产项目销售表现较好，持续加快补库存所致；在此期间，竣工面积分别为 51.66 万平方米、78.93 万平方米和 86.17 万平方米，近三年复合增长率为 29.15%。

随着公司竣工交付项目较多，公司房地产项目结转面积和结转金额稳步增长。结算均价方面，2017-2019 年结算均价分别为 7,145.79 元/平方米、6,979.29 元/平方米和 8,333.01 元/平方米，结算均价波动增加主要系合肥项目的竣工结算较多所致。

表 5 2017-2019 年公司房地产开发业务指标

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	197.24	77.86	24.20
竣工面积（万平方米）	86.17	78.93	51.66
合同销售面积（万平方米）	143.11	84.35	72.36
合同销售金额（亿元）	115.13	73.07	72.57
结算面积（万平方米）	104.08	82.10	53.57
结算金额（亿元）	86.73	57.30	38.28

资料来源：公司提供

公司在售项目阜阳文旅城位于安徽省阜阳市，该项目从 2015 年开始采用滚动开发模式，开发区域内协议建设用地约 5,500 亩，目前已取得区域内 1,585 亩土地。阜阳文旅城规划建筑面积为 256.50 万平方米，计划总投资 98.00 亿元，总可售面积为 190.00 万平方米。该项目目前主要在售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 2019 年末，阜阳文旅城累计已投资 75.91 亿元，累计销售金额为 105.00 亿元，已售比例为 80.52%，销售去化尚可。

阜南公园城位于安徽省阜阳市阜南县，为公司进入阜南县第一个项目，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 2019 年末，合同销售金额为 31.62 亿元，剩余可售面积为 4.56 万平方米，销售去化尚可。

阜南祥源城位于安徽省阜阳市阜南县，距离县一中和新县医院约 300 米，距离阜南县最大的酒店和购物中心约 1.5 公里，建筑面积为 75.00 万平方米，由高层住宅和配套商业组成。该项目计划总投资 40.00 亿元，总可售面积为 59.00 万平方米，于 2018 年 12 月开工建设，2019 年 2 月开盘销售。截至 2019 年末，该项目已投资 12.41 亿元，合计推货一期和二期共 21.00 万平方米，已售面积为 11.04 万平方米，销售去化率 52.57%，销售去化情况一般。

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，去化速度相对较慢。截至 2019 年末，该项目已投资 53.88 亿元，累计销售比例 76.32%，剩余可售面积为 48.27 万平方米。

合肥祥源城项目靠近合肥高新区管委会，东临大蜀山国家森林公园、西傍蜀西湖公园，靠近望江西路、创新大道、长江西路等城市交通主干道，紧邻地铁二号线、四号线，拥有高新银泰城、奥特莱斯等商业配套以及安医一附院、安徽省妇幼保健院、中科院肿瘤医院等医疗配套。总得来说，合肥祥源城区位较好、交通较为便利、周边配套较为健全。该项目占地面积 488 亩，总建筑面积为 117 万平方米，总可售面积为 87 万平方米，计划总投资 63.00 亿元，项目分四期开发，为“城系列”为主的大型城市综合体项目，业态涵盖高层住宅、联排别墅、花园洋房、大型风情商业街、公寓办公、超高层办公酒店以及以大型购物中心等多种类型。该项目于 2013 年 4 月份实现首次开盘销售，目前合肥祥源城一期、二期东区、三期、四期一均已交付，二期西区尚未动工，四期二裙房土建工程已全部完成，外幕墙第三次样板段施工、屋面钢结构安装已全部完成，塔楼主楼三层砼浇筑完成，四层主体结构施工 50%。截至 2019 年末，该项目累计投资 48.08 亿元，累计销售面积为 53.96 万平方米，剩余可售面积为 33.04 万平方米，整个项目去化情况较好。

祥源花世界项目位于合肥市肥西县花世界生态旅游区项目周边，从 2018 年开始采用滚动开发的模式，开发区域内协议建设用地 1,280 亩，目前已取得区域内 296 亩土地。该

项目总建筑面积 53.36 万平方米，总可售面积为 41.65 万平方米，预计总投资 37.00 亿元，主要建设住宅及商业。该项目首期于 2018 年拿到预售证，截至 2019 年末，累计已投资 17.17 亿元，累计合同销售金额 14.58 亿元，剩余可售面积为 29.06 万平方米，整体销售去化尚可。

合肥金港湾项目位于合肥高新区，东至长宁大道、南至云飞路、西至学田路、北至彩虹路，于 2015 年 12 月取得位于合肥高新区蜀西湖畔 263 亩住宅用地，该项目总投资 49 亿元，总建筑面积 54.64 万平方米，由高层住宅、洋房等业态组成。项目分三期进行开发，截至 2019 年末已投资 45.42 亿元，一期 15 栋住宅、3 幢商业及二期 16 幢住宅已竣工交付，剩余 28 幢住宅和 3 幢商业组成在建。该项目于 2016 年 9 月开始销售，截至 2019 年末，已实现合同销售额 67.31 亿元，剩余可销售面积 6.41 万平方米，已售比例为 85.94%，项目销售去化情况较好。

合肥玖悦湾项目位于合肥市长丰县，总建筑面积 22 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，计划总投资 14.50 亿元，总可售面积为 15.00 万平方米。该项目于 2017 年 12 月开盘销售，截至 2019 年末，累计已投资 11.94 亿元，累计合同销售额为 15.14 亿元，剩余可售面积 1.68 万平方米，整体销售去化尚可。

宁波祥源漫城项目位于浙江省宁波市，总建筑面积 125.45 万平方米，主要建设高层住宅、洋房和商业，计划总投资 85.72 亿元，总可售面积为 90.00 万平方米。该项目于 2019 年 9 月开始预售，截至 2019 年末，累计已投资 18.92 亿元，累计合同销售额 14.95 亿元，剩余可售面积为 77.87 万平方米，整体销售去化尚可。

上海万锦项目系公司 2018 年并购华侨城的项目，位于上海市普陀区核心位置，北至新会路、东至西康路、南至安远路、西至常德路，和静安区一路之隔，步行 5 分钟即达长寿路商圈，靠近地铁 7 号线、13 号线，项目区位较好，交通较为便利。该项目计划总投资 35.00 亿元，建筑面积为 6.70 万平方米，可售面积为 4.60 万平方米，总货值预计 55 亿元；截至 2019 年末已投资 26.76 亿元，尚未开始销售，预计将于 2020 年 6 月开盘。

湖北祥源湾项目位于十堰郧阳岛，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，2019 年末已投资 16.50 亿元，项目自 2015 年开始销售，截至 2019 年末已售比例 17.37%，累计销售金额 8.22 亿元、累计回笼资金 7.28 亿元，剩余可售面积 39.66 万平方米，销售进度较为缓慢。

整体上看，2019 年末公司剩余可售面积为 472.30 万平方米，剩余可售面积较大，短期内房地产业绩较有保障。剩余可售面积中，上海、合肥、宁波及长沙一二线城市占比为

33.91%，阜阳、十堰、岳阳、滁州三四线城市占比为 41.05%，阜南、五河等县级市占比为 25.04%；其中一二线城市区域风险相对较低，随着人口聚集，未来房地产市场仍有一定支撑，但公司三四线城市占比较高，且部分项目下沉到县级区域，项目去化周期较长。

表 6 截至 2019 年末公司主要在售项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总可售面积	累计合同销售面积	已售比例	剩余可售面积	累计合同销售金额	累计回款资金
阜阳文旅城	190.00	152.98	80.52%	37.02	105.00	104.00
阜阳城南之星	50.19	0.00	0.00%	50.19	0.00	0.00
阜南祥源城	59.00	11.04	18.74%	47.83	6.69	5.33
阜南公园城	58.00	54.29	92.24%	4.56	31.62	29.34
五河祥源城	204.00	155.68	76.32%	48.27	65.47	64.97
合肥祥源城	87.00	53.96	62.02%	33.04	55.65	55.54
合肥金港湾	45.60	39.19	85.94%	6.41	67.31	65.11
祥源花世界	41.65	12.59	30.23%	29.06	14.58	12.39
宁波祥源漫城	90.00	12.13	13.48%	77.87	14.95	6.38
岳阳城市之光	48.35	2.95	6.11%	45.40	2.76	1.90
合肥玖悦湾	15.00	13.32	88.80%	1.68	15.14	13.33
上海万锦项目	4.60	0.12	0.00%	4.60	2.48	2.22
湖北祥源湾	48.00	8.34	17.37%	39.66	8.22	7.28
长沙梅溪湖	7.50	0.00	0.00%	7.50	0.00	0.00
滁州祥源项目	7.36	2.54	34.49%	4.82	2.51	2.08
齐云山项目	17.59	-	-	17.59	-	-
祥源中央公园	16.80	-	-	16.80	-	-
合计	990.64	519.13	-	472.30	392.38	369.87

注：（1）阜阳文旅城和祥源花世界项目系采用滚动开发模式；（2）阜南公园城项目剩余可售面积包含部分政府回购的安置房项目；（3）上海万锦项目的销售系收购后剩下车位及尾盘。

资料来源：公司提供

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。但截至 2019 年末，公司主要在建房地产项目预计总投资合计 656.38 亿元，已完成投资 379.39 亿元，未来尚需投资 276.99 亿元，尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表 7 截至 2019 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	已投资	建筑面积	预售时间
阜阳文旅城	安徽阜阳	商住	98.00	75.91	256.50	2015.9
阜阳城南之星	安徽阜阳	商住	40.00	9.00	69.30	2020.1

五河祥源城	安徽蚌埠	商住	60.00	53.88	240.00	2010.1
合肥祥源城	安徽合肥	商住、办公	63.00	48.08	117.00	2013.4
合肥金港湾	安徽合肥	住宅	49.00	45.42	54.64	2016.8
上海万锦项目	上海	住宅	35.00	26.76	6.70	预计 2020.6
阜南祥源城	安徽阜阳	商住、办公	40.00	12.41	75.00	2019.1
阜南公园城	安徽阜阳	商住	33.00	22.83	70.00	2018.2
湖北祥源湾	湖北十堰	住宅	25.00	16.50	50.00	2015.1
祥源花世界	安徽合肥	住宅	37.00	17.17	53.36	2018.10
合肥玖悦湾	安徽合肥	商住	14.50	11.94	22.00	2017.12
宁波祥源漫城	浙江宁波	商住	85.72	18.92	125.45	2019.9
岳阳城市之光	湖南岳阳	商住	56.62	11.31	66.48	2019.9
长沙梅溪湖	湖南长沙	商住	12.12	5.73	13.20	预计 2020.7
滁州祥源项目	安徽滁州	商住	7.42	3.53	13.87	2019.1
合计	-	-	656.38	379.39	1,233.50	-

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

资料来源：公司提供

拿地方面，近年公司加大了土地获取力度，2017-2019 年分别获取土地项目 4 个、6 个和 6 个，新增土地价款分别为 23.26 亿元、51.42 亿元和 78.63 亿元，占当期合同销售金额的比重分别为 32.05%、70.37%和 68.30%，其中 2018 年和 2019 年占比较高，系公司深耕安徽市场的同时加大对外布局，增加上海、宁波、长沙、岳阳项目所致。拿地均价方面，2017-2019 年新增土地楼面均价分别为 1,810.82 元/平方米、2,394.97 元/平方米和 2,355.96 元/平方米，公司土地成本较低，一方面系公司三四线城市及以下项目较多，另一方面系部分项目通过文旅产业协同获取土地所致。

表 8 公司 2017-2019 年土地获取情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新增项目数量（个）	6	6	4
新增建筑面积（万方）	333.75	214.70	128.45
当期土地价款（亿元）	78.63	51.42	23.26
新增土地楼面均价（元/平方米）	2,355.96	2,394.97	1,810.82
期末土地储备建筑面积（万方）	504.75	-	-

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2019 年末，公司在建房地产项目中土地储备建筑面积 504.75 万平方米，土地储备较为充足，可满足 3 年左右的销售，为公司后续发展提供一定的支撑。土地储备中安徽阜阳占比 26.07%、浙江宁波占比 21.39%、湖北十堰占比 19.81%、安徽蚌

埠占比 9.94%、安徽合肥占比 7.41%，其中三、四线城市占比较高，且阜阳和十堰地区土地储备较多，区域集中风险较高，未来区域房地产形势存在一定不确定性。

表 9 截至 2019 年末公司的土地储备情况（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
合肥金港湾	安徽合肥	住宅	8.06	8.06	4.47	7.27
合肥祥源城	安徽合肥	商住、办公	2.99	2.99	5.92	30.14
宁波祥源漫城	浙江宁波	商住	22.70	17.38	36.24	107.97
湖北祥源	湖北十堰	住宅	6.70	6.70	126.81	100.00
五河祥源	安徽蚌埠	住宅	4.74	4.74	29.51	50.17
阜南祥源城	安徽阜阳	商住、办公	6.50	6.50	24.44	46.26
阜阳城南之星	安徽阜阳	商住	11.08	7.89	20.10	53.81
阜阳芳华园	安徽阜阳	商住	3.40	3.40	11.47	31.50
岳阳城市之光	湖南岳阳	商住	13.99	9.88	8.65	26.73
长沙梅溪湖	湖南长沙	商住	5.43	5.43	8.98	13.20
上海万锦项目	上海市	商住	23.54	23.54	1.40	6.70
齐云山	安徽齐云山	商住	0.71	0.71	29.31	31.00
合计	-	-	109.84	97.22	307.30	504.75

资料来源：公司提供

公司自持物业主要位于合肥市，近年租金收入持续增长，为公司贡献较为稳定的现金流，但疫情对实体经济和消费冲击较大，可能会影响公司的租金收入

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，公司物业租金收入归入文化旅游板块核算。截至 2019 年末，公司物业可出租面积合计 16.69 万平方米，已全部出租。其中祥源广场于 2013 年建成投入运营，总体经营情况较好，2017-2019 年租金收入较为稳定，是公司最主要的租赁资产。上城国际大润发位于合肥市阜阳北路与凤台路北侧，于 2016 年开始出租，可出租面积为 2.11 万平方米，2017-2019 年租金收入分别为 1,459.46 万元、1,620.00 万元和 1,700.00 万元，近年持续增加；六安西都百货位于安徽省六安市，可出租面积为 3.64 万平方米，2017-2019 年租金收入分别为 1,737.07 万元、1,829.10 万元和 1,920.56 万元，租金收入规模持续增加。

2017-2019 年公司商业物业产生租金收入分别为 8,856.26 万元、9,922.80 万元和 10,213.37 万元，复合增长率为 7.39%，贡献了较为稳定的现金流，但需关注其租户的稳定性以及 2019 年末爆发的新冠疫情对实体经济和销售影响较大，可能会影响公司的租金收入规模。

表 10 截至 2019 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	可出租	已出租	出租率	租金收入
------	------	-----	-----	-----	------

		面积	面积	(%)	2019	2018	2017
六安西都百货	六安	3.64	3.64	100	1,920.56	1,829.10	1,737.07
合肥城隍庙商场	合肥	0.72	0.72	100	800.00	800.00	759.75
上城国际大润发超市	合肥	2.11	2.11	100	1,700.00	1,620.00	1,459.46
绍兴市昌安农贸市场	绍兴	0.57	0.57	100	286.00	286.00	189.63
祥源广场	合肥	6.09	6.09	100	4,795.00	4,567.00	4,710.35
善水街	武当山	1.08	1.08	100	12.44	30.00	-
神马项目	合肥	2.48	2.48	100	699.37	790.70	-
合计		16.69	16.69	100	10,213.37	9,922.80	8,856.26

资料来源：公司提供

2、基础设施建设板块

公司基础设施建设业务资质较为齐全，目前在手合同金额较大，未来业务收入较有保障

公司基础设施建设板块的主要运营主体为上市子公司交建股份（603815.SH）和祥源建设有限责任公司（以下简称“祥源建设”），其中交建股份（603815.SH）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。交建股份（603815.SH）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；以及交建股份（603815.SH）在上海证券交易所成功上市增加了其资本实力，有利于拓展业务范围，在巩固安徽省市场地位的同时，逐步提高长三角地区的市场占有率，并不断拓展全国业务。祥源建设拥有建筑工程施工总承包壹级资质、建筑装饰装修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。2017-2019年公司基建板块新中标合同数量分别为57个、49个和55个，业务承接能力较强；新中标合同金额分别为52.85亿元、84.90亿元和45.70亿元，其中2018年新中标合同金额较大主要系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所致。新中标合同中，2017-2019年公路施工业务合同金额占比分别为55.26%、9.92%和24.37%、市政工程占比分别为23.01%、75.90%和36.83%、房建业务占比分别为21.72%、14.18%和38.80%，房建业务占比波动上升。

表 11 2017-2019 年公司基础设施业务主要经营指标（单位：个、万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新中标合同数量	55	49	57
新中标合同金额	456,971.04	849,038.34	528,489.53
其中：公路工程施工业务	111,374.75	84,198.89	292,056.64
市政工程施工业务	168,302.07	644,409.63	121,625.05
房建业务	177,294.22	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，受完工进度影响，近年公司基础设施收入有所波动，2017-2019 年分别为 31.99 亿元、30.77 亿元和 34.81 亿元；毛利率方面，2017-2019 年基础设施建设业务毛利率分别为 10.28%、9.46%和 9.63%，较为稳定，但毛利率水平相对偏低。

收入确认方面，2017 年确认收入的项目主要包括长江西路与沿线道路立交工程、方兴大道（南淝河路—龙兴大道）河道工程、海南桂林洋国家热带农业公园基础设施及配套工程、祥源颍淮生态文化旅游区一期基础设施及配套工程项目；2018 年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；2019 年确认收入的项目主要包括怀宁路下穿天鹅湖工程、兴业大道（长江西路-光福路）工程 2 标段、萧山时代大道改建工程 3 标段等项目。2017-2019 年前十大确认收入金额分别为 14.68 亿元、14.49 亿元和 16.79 亿元，占收入的比重分别为 45.88%、47.09%和 49.23%，占比逐年提升。

收入持续性方面，截至 2019 年末，公司基础设施业务在手合同金额约为 164 亿元，已确认收入部分约为 58 亿元，尚未确认收入金额约为 106 亿元，在手合同金额较大，随着项目陆续建设，未来基础设施建设业务收入较有保障。

表 12 2017-2019 年公司基础设施建设业务前十大收入情况（单位：万元）

年份	工程名称	业主名称	合同金额	确认收入
2019 年	怀宁路下穿天鹅湖工程	合肥城建投资控股有限公司	26,990.28	22,313.03
	兴业大道（长江西路-光福路）工程 2 标段	合肥市重点工程建设管理局	22,666.88	18,451.87
	萧山时代大道改建工程 3 标段	杭州萧山交通建设管理有限公司	66,810.00	18,042.14
	白云路、昌北路、禄口路、遥墙路道路工程及 506 项目周边市政道路绿化提升等工程施工	合肥经济技术开发区重点工程建设管理局	21,414.47	17,402.29
	合肥高新区 2018 年第一批市	合肥高新城创建设投资有限	31,791.87	17,367.37

	政工程	公司		
	云谷路（蓬莱路-沪蓉高速）工程、方兴大道、青鸾路等中水管网工程	合肥经济技术开发区重点工程建设管理局	20,311.13	17,180.94
	太平湖路（北京路-上海路）等五条道路施工总承包	合肥市包河建设发展投资有限公司	23,323.83	16,204.96
	亳州市蕪城区 2017-2018 年改善人居环境 PPP 项目	亳州祥居建设工程有限公司	45,191.00	14,255.45
	阜阳航颖路建设工程	阜阳市重点工程建设管理局	30,810.89	13,663.26
	滨湖新区扬子江路（上海路—万泉河路）等 7 条道路工程	合肥市滨湖新区建设投资有限公司	20,554.50	12,990.56
	合计		309,864.84	167,871.87
2018 年	亳州市蕪城区 PPP 项目	亳州市蕪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		465,317.70	144,910.26
2017 年	长江西路与沿线道路立交工程	合肥市重点工程建设管理局	35,541	29,913
	方兴大道（南淝河路—龙兴大道）下穿十五里河隧道工程和十五里河干支流小流域治理河道及湿地工程	合肥市重点工程建设管理局	67,325	29,662
	海南桂林洋国家热带农业公园基础设施及配套工程	海南桂林洋热带农业公园有限公司	68,357	16,777
	祥源颍淮生态文化旅游区一期基础设施及配套工程	阜阳市颍州区城市建设投资有限责任公司	61,639	16,742
	海口市 21 条城市道路改造提升工程（PPP）II	海口海中城建项目管理有限公司	55,569	11,957
	淮北市跨中湖快速通道（龙山路-梧桐路）	淮北市重点工程建设管理局	17,022	11,588
	滁淮高速滁州至定远段、定远至长丰段路面工程施工招标 DCLM-01 标段	安徽省交通控股集团有限公司	25,250	7,906
甬台温高速 7 标	浙江温州沈海高速公路有限	40,205	7,475	

	公司		
S603 环太平湖俞家隧道工程 2 标段	黄山市黄山区交通运输局	10,423	7,473
G237 六安北互通至农科院段 改建工程	六安市交通基础设施建设投资有限公司	12,936	7,297
合计		394,266	146,790

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建重要工程项目包括安徽省固镇至蚌埠高速公路路基 3 标、萧山时代大道改建工程 3 标段、蚌埠市经开区长淮卫城镇化一期(EPC)建设项目司马庄路专业分包等项目，主要在建重要工程项目总造价为 37.16 亿元，且大部分项目尚未开始建设，考虑到建筑行业存在比较严重的临时性资金占压现象，公司未来可能面临一定的资金压力。

表 13 截至 2019 年末公司主要在建工程情况（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
安徽省固镇至蚌埠高速公路路基 3 标	51,736.00	6,088.60	2021/12/31	1.73%
萧山时代大道改建工程 3 标段	66,810.00	32,133.02	2021/7/30	28.31%
明光至巢湖高速公路滁州段路基路面工程	31,586.40	0.00	2021/11/30	0.00%
G40 沪陕高速公路滁州支线（滁州西环高速）路面工程施工	30,882.77	145.02	2021/2/28	0.00%
京沪高铁滁州站至沪汉蓉铁路全椒站连接线工程 3 标段	22,037.12	0.00	2021/11/30	0.00%
蚌埠市经开区长淮卫城镇化一期(EPC)建设项目司马庄路专业分包	55,000.00	3,745.52	2021/5/30	6.68%
2019 年经开区慢行系统完善工程	18,065.40	0.00	2021/2/28	0.00%
2019 年界首市农村公路扩面延伸工程（第二批）项目施工	17,086.58	32.09	2020/12/31	0.00%
霍邱县贫困村提升工程（一期）龙马路道路工程	16,748.21	778.22	2021/2/28	0.00%
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	42,478.57	2021/11/30	62.47%
合计	371,591.48	85,401.03	-	-

注：收入按不含税，工程进度按累计计量产值。

资料来源：公司提供

3、文化旅游板块

公司拥有旅游资源较为丰富，旅游门票收入持续保持增长，但需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面冲击

近年来公司加大产业结构调整力度，加快旅游板块的建设，加强对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 2019 年末，公司拥有及参与运营湖南黄龙洞、广东丹霞山、青岛崂山等多个国家 5A 级旅游景区，以及

拥有安徽齐云山、安徽阜阳颍淮生态乐园、庐阳区三十岗生态文化旅游区、祥源花世界、湖南凤凰古城等多个国家 4A 级旅游景区的开发权和运营权。2017-2019 年公司经营的景区共接待游客分别为 841 万人次、821 万人次和 925 万人次，实现门票收入分别为 3.87 亿元、4.41 亿元和 4.74 亿元，近年持续增长。

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% 归齐云山景区管委会所有，山下部分收入 100% 归公司所有。2017-2019 年实现门票收入（未包含索道运营收入）分别为 7,318 万元、7,620 万元和 7,406 万元，经营较为稳定。

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。2019 年颍淮项目接待游客 215 万人次，实现门票收入 6,720 万元，同比小幅下降。

凤凰古城、黄龙洞系公司通过收购方式取得，2017 年 1 月，公司收购凤凰古城文化旅游投资股份有限公司 51% 股权，取得对凤凰古城景区、黄龙洞景区经营权的实际控制，交易对价 8 亿元。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，2017-2019 年两个景区共产生的门票收入分别为 2.28 亿元、2.67 亿元和 2.84 亿元，是公司景区收入的主要来源。

祥源花世界项目位于合肥市下属的肥西县，是公司自主研发的“花世界”系列主题项目，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。祥源花世界项目总占地面积 4,000 多亩，依托潭冲湖环湖而建，构建了“一湖·八园”的空间格局，包含家庭休闲、亲子教育、户外运动、互动体验等主力业态，打造与地方文化相结合的都市休闲生态旅游目的。祥源花世界于 2019 年 10 月对外开放试营业，2019 年实现收入约 124 万元，未来随着进一步开发，业务收入将进一步增长。

表 14 近年公司经营的景区情况（单位：万人次、万元）

景区	权益比例	2019 年		2018 年		2017 年	
		客流量	门票收入	客流量	门票收入	客流量	门票收入
齐云山生态文化旅游区项目	山下旅游项目 100%，山	148	7,406	150	7,620	128	7,318

	上景区 80%						
阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目	80%	215	6,720	220	8,027	287	6,983
凤凰古城、黄龙洞	51%	393	28,440	370	26,695	370	22,759
丹霞山索道	100%	60	1,588	50	1,344	26	1,172
庐阳区三十岗生态文化旅游区项目	70%	18	398	31	459	30	431
祥源花世界生态文化旅游区	100%	50	124	-	-	-	-
太姥山景区交通	51%	41	2,748	-	-	-	-
合计	-	925	47,424	821	44,145	841	38,663

注：齐云山项目收入未包括索道及其他配套设施收入。

资料来源：公司提供

截至 2019 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。截至 2019 年末，公司主要在建景区项目计划总投资 24.00 亿元，已投资 15.08 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。但景区项目对运营能力要求较高，随着业务不断扩大，需关注项目的运营风险。同时中证鹏元关注到，受 2019 年末爆发的新冠疫情影响，旅游需求大幅减少，旅游产业收入大幅减少，公司经营景区暂停对外开放，2020 年以来游客同比下降明显，需关注新冠疫情对公司旅游业务的负面冲击。

表 15 截至 2019 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
祥源花世界生态旅游区项目	12.00	5.35
阜阳颍淮生态文化旅游综合开发项目	12.00	9.73
合计	24.00	15.08

资料来源：公司提供

近年祥源文化净利润持续大幅下降，公司商誉减值损失严重侵蚀利润

2017 年 8 月，公司通过收购浙江祥源实业有限公司⁶（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。2017-2019 年祥源文化主要财务数据如表 16 所示，截至 2019 年末，祥源文

⁶ 原名“万好万家集团有限公司”，于 2017 年 8 月 17 日更名为现名。

化总资产 121,172.23 万元，归属于母公司所有者权益 100,074.76 万元，资产负债率 20.10%。2019 年祥源文化实现营业收入 42,231.83 万元，实现净利润-87,751.48 万元，近年持续下降，主要系 2015 年祥源文化收购厦门翔通动漫有限公司（以下简称“翔通动漫”）、翔通动漫未达到 2015-2017 年业绩承诺计提商誉减值准备所致，祥源文化收购翔通动漫的商誉基本上已全部计提了减值准备，商誉减值损失严重侵蚀了公司利润。

表 16 2017-2019 年祥源文化主要财务数据（单位：万元）

名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产总额	121,172.23	206,274.36	208,542.44
负债总额	24,359.69	19,402.00	20,685.98
归属于母公司所有者权益合计	100,074.76	186,416.59	187,750.67
营业收入	42,231.83	72,058.64	79,171.18
营业利润	-87,211.29	-3,008.54	5,152.30
净利润	-87,751.48	1,272.85	9,242.13
经营活动产生的现金流量净额	-18,517.77	-21,642.35	6,384.04

资料来源：祥源文化 2017-2019 年年报

2017-2019 年祥源文化实现主营业务收入分别为 79,111.18 万元、72,058.64 万元和 42,231.83 万元，近年持续下降，其中 2019 年同比大幅减少 41.39%，主要系翔通动漫经营乏力、祥源文化对业务线及产品结构进行了调整。受境外游戏合作内容商提高分成比例的影响，祥源文化降低了境外游戏的推广力度，导致年公司游戏运营业务收入持续大幅下降。近年祥源文化的主营业务毛利率为较为稳定。

表 17 2017-2019 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	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
动漫及其衍生业务	38,021.17	32.46%	64,232.81	32.41%	67,650.91	30.68%
游戏运营业务	771.87	61.57%	3,540.54	31.08%	8,158.79	62.14%
其他	2,964.45	58.59%	4,225.83	94.11%	3,301.48	73.65%
合计	42,231.83	35.48%	72,058.64	36.02%	79,111.18	35.71%

资料来源：祥源文化 2017-2019 年年报，中证鹏元整理

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，截至 2019 年末各类经销商和授权专营店达 500 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，2017-2019 年茶叶销售收入分别为 14,001.66 万元、13,136.07 万元和 16,635.22 万元。

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2017-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年，纳入合并范围的子公司新增6家，分别为湖北武当祥源旅游发展投资有限公司、合肥徽银祥源旅游产业投资合伙企业（有限合伙）、祥源丹霞旅游投资(广东)有限公司、太姥山祥源旅游发展有限公司、祥源实业和杭州小岛网络科技有限公司，减少1家子公司，为安徽欧力机电有限公司；2018年，纳入合并范围的子公司新增4家，分别为广东祥源旅游发展有限公司、祥源花世界旅游景区开发有限公司、滁州祥源旅游发展有限公司和三亚洋海船务实业有限公司；2019年，纳入合并范围的子公司新增3家，分别为湖南祥源旅游发展有限公司、上海源途远旅游文化有限公司、阜阳文化旅游发展股份有限公司。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，但整体资产流动性一般，以及商誉规模较大，存在一定减值风险

随着业务的发展，近年公司资产规模持续增长，2019年末公司总资产规模为492.23亿元，近三年复合增长率为18.72%。公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占比为64.55%。

表 18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	369,630.27	7.51%	329,862.47	8.13%	328,393.56	9.40%
应收账款	216,054.47	4.39%	198,013.94	4.88%	165,886.99	4.75%
预付款项	101,019.43	2.05%	165,602.46	4.08%	130,559.99	3.74%
其他应收款	114,713.03	2.33%	123,860.80	3.05%	158,790.92	4.55%
存货	2,335,828.64	47.45%	1,804,180.48	44.44%	1,445,263.95	41.38%
流动资产合计	3,177,475.16	64.55%	2,668,634.47	65.74%	2,244,738.57	64.27%
投资性房地产	760,227.34	15.44%	637,250.30	15.70%	611,865.40	17.52%
固定资产	194,405.03	3.95%	129,624.93	3.19%	101,341.09	2.90%
在建工程	110,923.64	2.25%	161,365.57	3.98%	114,142.19	3.27%
无形资产	145,425.78	2.95%	17,531.12	0.43%	18,508.48	0.53%

商誉	324,242.71	6.59%	315,198.24	7.76%	324,003.28	9.28%
非流动资产合计	1,744,849.25	35.45%	1,390,749.80	34.26%	1,247,679.60	35.73%
资产总计	4,922,324.41	100.00%	4,059,384.27	100.00%	3,492,418.17	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金余额 36.96 亿元，主要为银行存款，其中受限货币资金为 2.66 亿元，系票据保证金、保函保证金以及质押存单等。2019 年末，公司应收账款账面价值为 21.61 亿元，较 2017 年末增加 30.24%，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合肥市重点工程建设管理局、合肥经济技术开发区重点工程建设管理局、阜阳市颍州区城市建设投资有限责任公司、海口海中城建项目管理公司和阜阳市重点工程建设管理局，前五大应收款占比 39.26%，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 1.14 亿元。公司预付款项主要由预付房地产开发项目款组成，2019 年末账面价值 10.10 亿元，同比减少 39.00%，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结算所致。2019 年末，公司其他应收款账面价值为 11.47 亿元，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。存货是公司主要的资产，主要包括房地产开发与工程施工成本，2019 年末存货账面价值为 233.58 亿元，其中房地产开发成本账面价值为 213.69 亿元，施工成本账面价值为 17.13 亿元；随着房地产项目建设持续推进以及基建业务规模扩大，近年公司存货规模持续上涨，2017-2019 年复合增长率为 27.13%。2019 年末，公司存货中已做融资性抵押的账面价值为 38.27 亿元，占期末存货账面价值的比重为 16.38%，且存货中房地产项目在三四线及以下城市占比较高，部分项目去化周期较长，未来需关注存货去化及跌价情况。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，主要为自持出租的物业，主要位于合肥市，区域分布较好，2019 年末账面价值 76.02 亿元，较 2017 年末增长 24.25%，主要系存货中银泰中心完工转入所致；投资性房地产受限账面价值为 50.66 亿元，受限比例为 66.64%，受限比例较高。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2019 年末账面价值为 19.44 亿元，较 2018 年末增长 91.83%，主要系收购资产以及部分旅游项目分期完工转入固定资产所致；2019 年末固定资产受限账面价值为 1.78 亿元，受限比例为 9.16%。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，2019 年末账面价值为 11.09 亿元，同比减少 31.26%，主要系在建商业转投资性房地产所致。2019 年末公司无形资产账面价值为 14.54 亿元，同比大幅增加 729.53%，主要系并购上海元一酒店管理有限公司持有的希尔顿酒店特许经营权。2019

年末公司商誉 32.42 亿元，主要来源于收购祥源实业（15.66 亿元）、凤凰古城（6.28 亿元）、上海万锦项目（7.02 亿元）产生的并购溢价；公司商誉规模较大，2019 年末公司商誉已计提减值准备 9.83 亿元，其中祥源文化针对翔通动漫计提商誉减值准备 9.71 亿元，后续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，近年公司资产规模持续保持增长，其中存货和投资性房地产占比较高，投资性房地产主要位于合肥市，区位分布较好，但存货中房地产项目三四线及以下城市占比较高，部分项目去化周期较长；且投资性房地产受限比例为 66.64%，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，以及商誉规模较大，存在一定减值风险。

盈利能力

近年公司整体经营状况表现较好，但资产减值损失侵蚀利润规模

近年公司整体经营状况表现较好，2017-2019 年实现营业收入分别为 88.30 亿元、108.83 亿元和 144.47 亿元，复合增长率为 27.91%。从主要业务板块情况看，房地产项目竣工交付较多，近年结转的房地产收入大幅增长；近年公司大力发展文旅板块，经营的旅游项目收入持续增长。考虑到公司基建板块在手合同规模较大，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，近年基本保持稳定。

期间费用方面，近年公司期间费用率较为稳定，2017-2019 年分别为 10.43%、11.62% 和 10.88%。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，2017-2019 年，公司资产减值损失分别为 7,512.76 万元、13,590.02 万元和 75,751.79 万元，其中 2018-2019 年主要由商誉减值损失组成，商誉减值损失主要是祥源文化针对翔通动漫计提的减值损失。

2017-2019 年公司公允价值变动收益分别为 27,795.22 万元、23,701.51 万元和 542.63 万元，其中 2017-2018 年系投资性房地产评估增值所致，未来投资性房地产价值变动存在一定不确定性；此外，2017-2019 年公司营业外收入分别为 15,690.23 万元、12,650.04 万元和 3,213.30 万元，其中 2017-2018 年规模较大系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款全部计入营业外收入。受商誉减值损失的影响，2019 年公司实现利润总额为 172,451.21 万元，同比减少 18.28%。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	1,444,704.21	1,088,306.51	882,989.90

资产减值损失	75,751.79	13,590.02	7,512.76
公允价值变动收益	542.63	23,701.51	27,795.22
营业利润	175,753.95	202,486.99	186,753.20
营业外收入	3,213.30	12,650.04	15,690.23
利润总额	172,451.21	211,031.84	200,676.08
净利润	116,088.86	152,544.42	144,570.59
综合毛利率	30.45%	30.72%	29.77%
期间费用率	10.88%	11.62%	10.43%
总资产回报率	4.59%	6.40%	7.54%
净资产收益率	7.99%	12.62%	15.23%
营业收入增长率	32.75%	23.25%	23.57%
净利润增长率	-23.90%	5.51%	25.14%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营现金流表现尚可，但投资活动现金净流出规模较大，考虑到在建房地产和建筑板块项后续投资规模较大，公司面临较大资金压力

随着房地产项目销售回款的持续增长以及建筑和旅游板块业务表现较好，公司主营业务现金回款能力表现较好，2017-2019年公司收现比分别为1.25、1.16和1.12。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，2019年公司FFO规模为32.76亿元，较2017年增长111.27%。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，近年公司营运资本占用资金持续增加。2017-2019年公司经营活动产生的现金流量净额分别为9.62亿元、9.42亿元和8.56亿元，表现尚可。

投资活动方面，受公司对外并购较多的影响，以及积极推进旅游项目建设，近年投资活动产生现金持续净流出。为满足各业务板块项目投资的资金需求，公司主要通过银行借款方式募集资金，2017-2019年公司筹资活动产生的现金流量净额为20.24亿元、17.96亿元和16.11亿元。考虑到公司在建的房地产项目和建筑项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	116,088.86	152,543.42	144,570.59
非付现费用	101,057.31	33,999.38	15,526.41
非经营损益	110,482.03	8,669.55	-5,022.80

FFO	327,628.20	195,213.35	155,074.20
营运资本变化	-242,056.75	-101,037.49	-58,866.29
其中：存货减少（减：增加）	-531,648.15	-358,916.53	-368,974.85
经营性应收项目的减少（减：增加）	30,029.40	3,256.66	16,041.79
经营性应付项目增加（减：减少）	259,562.00	254,622.38	294,066.77
经营活动产生的现金流量净额	85,571.46	94,175.85	96,207.92
投资活动产生的现金流量净额	-219,000.72	-275,468.01	-262,381.69
筹资活动产生的现金流量净额	161,083.67	179,644.83	202,423.32
现金及现金等价物净增加额	27,668.32	-1,647.46	36,249.55

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，面临较大的债务偿还压力

受益于自身经营积累，公司资本实力持续增强，2019年末所有者权益合计158.81亿元，较2017年末增长44.38%。同时债务规模持续增至333.42亿元，较2017年末增长39.37%。2019年末，公司产权比率为209.94%，较2017末略有下降，但所有者权益对负债的保障程度偏低。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	3,334,184.41	2,741,675.10	2,392,410.28
所有者权益	1,588,140.01	1,317,709.17	1,100,007.89
产权比率	209.94%	208.06%	217.49%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2019年末流动负债占总负债的比重为53.23%，同比减少7.60个百分点，主要系长期借款规模增加所致。

公司短期借款主要为抵押借款和保证借款，2019年末余额为15.30亿元，较2017年末增长31.54%。2018年末公司应付账款余额33.02元，较2017年末增长33.56%，主要系房地产项目的工程款、基建板块应付供应商款项增加所致。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房产项目销售增加等因素影响，近年公司预收款项余额持续增加，2019年末为64.49亿元，较2017年末增长23.99%。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，2019年末余额为11.20亿元，同比增加56.16%，主要系合作项目股东投入增加所致。2019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27.18亿元和一年内到期的应付债券6.00亿元。

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。2019年末公司长期借款余额为125.27亿元，主要为抵押借款、保证借款和质押借款；应付债券余额为5.99亿元，为“16祥源债”债券。公司长期应付款主要是融资租赁款，属有息债务，2019年其余额为6.88亿元，同比减少16.48%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。由于投资性房地产增值等因素，2019年末公司递延所得税负债为17.69亿元。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	153,026.16	4.59%	150,161.85	5.48%	116,334.20	4.86%
应付账款	330,158.30	9.90%	283,479.24	10.34%	247,190.62	10.33%
预收款项	644,880.42	19.34%	534,178.90	19.48%	520,104.05	21.74%
应交税费	156,223.64	4.69%	88,782.22	3.24%	73,449.23	3.07%
其他应付款	112,038.29	3.36%	65,367.71	2.38%	76,094.96	3.18%
一年内到期的非流动负债	337,701.95	10.13%	494,424.33	18.03%	203,501.22	8.51%
流动负债合计	1,774,835.53	53.23%	1,667,711.88	60.83%	1,293,018.81	54.05%
长期借款	1,252,706.14	37.57%	789,145.70	28.78%	791,324.29	33.08%
应付债券	59,905.50	1.80%	119,524.33	4.36%	169,014.52	7.06%
长期应付款	68,804.79	2.06%	82,378.56	3.00%	57,461.64	2.40%
递延所得税负债	176,938.92	5.31%	81,254.64	2.96%	75,074.88	3.14%
非流动负债合计	1,559,348.88	46.77%	1,073,963.22	39.17%	1,099,391.47	45.95%
负债合计	3,334,184.41	100.00%	2,741,675.10	100.00%	2,392,410.28	100.00%
其中：有息债务	1,872,144.53	56.15%	1,635,634.76	59.66%	1,337,635.87	55.91%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为187.21亿元，占总负债的比重为56.15%，近三年复合增长率为18.03%，增长较快。从公司有息债务偿还的分布情况来看，2020-2021年公司需偿还的有息债务规模分别为49.07亿元和76.25亿元，2020和2021年公司面临较大的债务偿还压力。

表 23 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
有息债务本金	490,728.10	762,458.50	255,396.91	363,561.02

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，2019年末公司资产负债率为67.74%，扣除预收款项的资产负债率62.87%，近年基本保持稳定。公司流动比率和速动比率表现一般，2019年末指标值分别为

1.79和0.47，其中速动比率持续下降，尽管房企流动负债中预收款项较大，但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受限。2019年公司EBITDA为22.13亿元，同比减少15.49%，主要系资产减值损失侵蚀利润所致，EBITDA利息保障倍数下降至1.81。2019年末公司净负债率为94.61%，同比略微下降，主要系销售回款引起货币资金增加较多所致；同时现金短期债务比同比上升至75.39%，但仍处于偏低水平。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年	2017年
资产负债率	67.74%	67.54%	68.50%
扣除预收款项的资产负债率	62.87%	62.62%	62.99%
流动比率	1.79	1.60	1.74
速动比率	0.47	0.52	0.62
EBITDA（万元）	221,317.23	261,883.14	235,842.90
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.37	2.45
有息债务/EBITDA	8.46	6.25	5.67
债务总额/EBITDA	15.07	10.47	10.14
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.06	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.03	0.04
净负债率	94.61%	99.09%	91.75%
现金短期债务比	75.39%	51.21%	102.77%

资料来源：公司2017-2019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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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

1、对外担保

截至2019年12月31日，公司对外担保金额为12,023.33万元，与年末净资产之比为0.76%，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，担保对象均为民企，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 25 截至 2019 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	2020 年 8 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	11,253.33	2022 年 12 月	否
张家界百龙天梯旅游发展有限公司	民企	470.00	2020 年 4 月	否
合计	-	12,023.33	-	-

资料来源：公司提供

2、未决诉讼

公司收购祥源文化前因龙薇传媒收购祥源文化控制权交易涉嫌证券虚假陈述，截至 2019 年 12 月 31 日，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 593 起，诉讼标的共计 6,496.51 万元，对公司带来一定的负面影响。截至祥源文化年报出具日，已有 579 起案件组织开庭审理，其中 487 起案件收到一审判决金额共计 2,418.73 万元；23 起案件达成调解协议，调解金额共计 183.47 万元；53 起案件收到撤诉裁定书，涉及诉讼标的 235.25 万元；16 起案件尚在审理过程中。除调解案件及 20 起被法院驳回诉讼请求的案件外，祥源文化针对剩余判决已于法定期限内向浙江省高级人民法院提起了上诉，已收到 369 起二审判决，判赔金额合计 2,165.83 万元。另外祥源文化原实际控制人孔德永先生承诺如因个人违反证券法律法规导致上市公司需承担任何行政责任、刑事责任及民事赔偿责任而遭受经济损失的，均由孔德永先生无条件向上市公司予以赔偿，以及公司进一步承诺对此承担连带保证责任。中证鹏元将持续关注该事项的后续进展情况。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	369,630.27	329,862.47	328,393.56
应收账款	216,054.47	198,013.94	165,886.99
存货	2,335,828.64	1,804,180.48	1,445,263.95
流动资产合计	3,177,475.16	2,668,634.47	2,244,738.57
投资性房地产	760,227.34	637,250.30	611,865.40
商誉	324,242.71	315,198.24	324,003.28
非流动资产合计	1,744,849.25	1,390,749.80	1,247,679.60
总资产	4,922,324.41	4,059,384.27	3,492,418.17
短期借款	153,026.16	150,161.85	116,334.20
应付账款	330,158.30	283,479.24	247,190.62
预收款项	644,880.42	534,178.90	520,104.05
一年内到期的非流动负债	337,701.95	494,424.33	203,501.22
流动负债合计	1,774,835.53	1,667,711.88	1,293,018.81
长期借款	1,252,706.14	789,145.70	791,324.29
应付债券	59,905.50	119,524.33	169,014.52
长期应付款	68,804.79	82,378.56	57,461.64
非流动负债合计	1,559,348.88	1,073,963.22	1,099,391.47
总负债	3,334,184.41	2,741,675.10	2,392,410.28
有息债务	1,872,144.53	1,635,634.76	1,337,635.87
所有者权益合计	1,588,140.01	1,317,709.17	1,100,007.89
营业收入	1,444,704.21	1,088,306.51	882,989.90
营业利润	175,753.95	202,486.99	186,753.20
净利润	116,088.86	152,544.42	144,570.59
经营活动产生的现金流量净额	85,571.46	94,175.85	96,207.92
投资活动产生的现金流量净额	-219,000.72	-275,468.01	-262,381.69
筹资活动产生的现金流量净额	161,083.67	179,644.83	202,423.32
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	30.45%	30.72%	29.77%
期间费用率	10.88%	11.62%	10.43%
营业利润率	12.17%	18.61%	21.15%
总资产回报率	4.59%	6.40%	7.54%
净资产收益率	7.99%	12.62%	15.23%
营业收入增长率	32.75%	23.25%	23.57%
净利润增长率	-23.90%	5.51%	25.14%

资产负债率	67.74%	67.54%	68.50%
流动比率	1.79	1.60	1.74
速动比率	0.47	0.52	0.62
EBITDA（万元）	221,317.23	261,883.14	235,842.90
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.37	2.45
有息债务/EBITDA	8.46	6.25	5.67
债务总额/EBITDA	15.07	10.47	10.14
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.06	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.03	0.04
净负债率	94.61%	99.09%	91.75%
现金短期债务比	75.39%	51.21%	102.77%

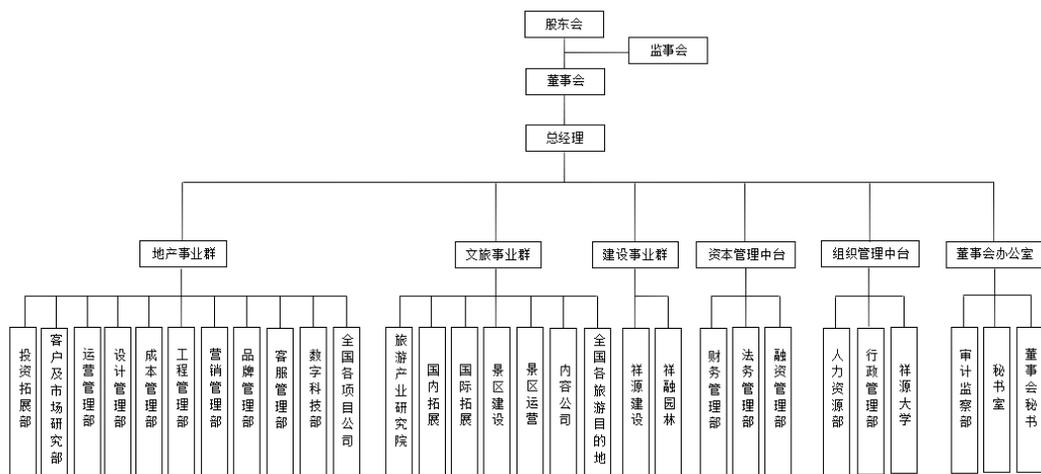
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 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	49,900.00	54.97%	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	50,000.00	60.00%	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	99.74%	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	20,000.00	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	90.00%	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
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
湖南祥源旅游发展有限公司	10,000.00	100.00%	旅游项目开发、旅游管理服务等
上海源途远旅游文化有限公司	1,000.00	85.00%	旅游咨询、酒店管理等
阜阳文化旅游发展股份有限公司	10,000.00	60.00%	旅游资源开发和经营管理等

资料来源：公司 2019 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

附录三 截至 2020 年 3 月末公司组织架构图



附录四 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	$(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务} \times 100\%$

附录五 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。