

# 信用等级公告

联合[2018] 2730 号

联合资信评估有限公司通过对庐江县城市建设投资有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定庐江县城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，庐江县城市建设投资有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年十月十五日



# 庐江县城市建设投资有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果

发行人主体长期信用等级：AA  
担保方主体长期信用等级：AAA<sub>pi</sub>  
本期中期票据信用等级：AAA  
评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：4.5 亿元  
本期中期票据期限：5 年  
偿还方式：每年付息，到期一次还本  
募集资金用途：偿还金融机构债务

评级时间：2018 年 10 月 15 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	2.61	6.12	8.25	18.83
资产总额(亿元)	91.14	94.19	96.09	145.07
所有者权益(亿元)	63.22	66.99	71.58	89.74
短期债务(亿元)	2.45	2.50	5.90	1.77
长期债务(亿元)	20.48	20.93	13.46	49.65
全部债务(亿元)	22.93	23.43	19.37	51.42
营业收入(亿元)	7.29	6.16	6.32	8.14
利润总额(亿元)	3.82	3.78	4.61	5.82
EBITDA(亿元)	4.30	4.55	5.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.83	0.83	6.53	-1.47
营业利润率(%)	45.66	77.93	91.05	76.95
净资产收益率(%)	5.87	5.63	6.40	--
资产负债率(%)	30.64	28.87	25.51	38.14
全部债务资本化比率(%)	26.61	25.91	21.30	36.43
流动比率(%)	1141.99	1453.66	905.13	2875.27
经营现金流动负债比(%)	24.61	13.24	63.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	5.16	3.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.16	6.44	7.64	--

注：1.长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算；2.2018 年上半年财务数据未经审计。

### 分析师

崔俊凯 张勇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是庐江县重要的土地开发整理、安置房及基础设施建设主体，其业务集中在庐江县优先发展的中心城区，具有较强的区域专属性，公司持续获得庐江县政府在资产划拨以及政府补助等方面的有力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地整理收入受当地土地市场行情影响大，公司存货和应收类款项对资金占用明显，以及债务规模大幅扩张等因素对其偿债能力带来的不利影响。

近年来，庐江县持续发展的区域经济和不断增强的财政实力，以及庐江作为合肥市副中心城区，发展空间广阔等均为公司发展提供了良好的外部环境，且公司整理完成待出让的土地储备充足，是未来业务发展的重要保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据由合肥兴泰金融控股(集团)有限公司（以下简称“兴泰控股”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保；经联合资信评定，兴泰控股主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定。兴泰控股担保实力极强，其担保可有效提升本期中期票据的按期偿付。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 庐江县是合肥市副中心城区，在合肥市整体发展规划中地位较高，同时，庐江县持续发展的区域经济以及不断增强的财政实力，为公司未来发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房及基础设施建设主体，区域优势明显，

近年来，庐江县政府在资产划拨以及政府补助上给予公司有力的支持。

3. 公司可供出让土地较为充足，是未来收入的重要保障。
4. 本期中期票据由兴泰控股提供无条件不可撤销连带责任保证担保，兴泰控股担保实力极强，可有效提升本期中期票据的按期偿付能力。

#### 关注

1. 公司重要收入来源土地开发整理收入受当地土地市场行情影响大。
2. 近年来，随着公司土地整理开发、安置房及基础设施项目持续推进，后续投资压力明显；公司债务规模大幅扩张。
3. 公司资产中变现能力弱的存货和应收类款项对资金占用明显，资产流动性弱。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 庐江县城市建设投资有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

庐江县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”），系经庐江县人民政府批准、由庐江县财政局出资于 2006 年 4 月设立，初始注册资本 3.00 亿元，后经多次增资，截至 2018 年 6 月底，公司注册资本 20.49 亿元，实收资本 20.00 亿元<sup>1</sup>，其中庐江县财政局持股 97.60%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股 2.40%，公司实际控制人为庐江县人民政府。

公司经营范围：组织或参与实施县本级政府性投资的城市建设项目；授权受理庐江县城区经营性用地的出让；筹集和管理城市建设资金；开展资本运营，支持和配合国企改革；PPP 项目合作及其他股权投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年 6 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 5 家；本部内设办公室、资产运营部、项目前期部、项目工程部、资金管理部和融资部 6 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 96.09 亿元，所有者权益 71.58 亿元；2017 年，公司实现营业收入 6.32 亿元，利润总额 4.61 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 145.07 亿元，所有者权益 89.74 亿元；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 8.14 亿元，利润总额 5.82 亿元。

公司注册地址：安徽省合肥市庐江县庐城镇晨光路 17 号东方水岸写字楼 13-14 层；法定代表人：夏俊。

### 二、本期中期票据概况

<sup>1</sup> 公司、庐江县人民政府、庐江县财政局和农发基金于 2016 年 2 月签订了《中国农发重点建设基金投资协议》，协议约定农发基金向公司出资 4920.00 万元，但不直接参与公司日常经营活动，从 2019 年起公司分 8 年按照股权转让或减资等方式退出，年投资收益率为 1.2%。按照相关会计准则，公司将上述投资计入“长期应付款”科目。

公司拟于 2019 年注册 8 亿元中期票据，本期计划发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 4.50 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次还本，募集资金全部用于偿还金融机构债务。

本期中期票据由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”或“担保方”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年

1-6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1-6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增

速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费

潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 城市基础设施建设行业

###### (1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的

信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

###### (2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

### （3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施

建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

## 2. 区域经济环境

### 合肥市概况

合肥市是安徽省省会，地处中国华东地区，位于长江、淮河之间，环抱巢湖，总面积 11445.1 平方公里（含巢湖水面 770 平方公里）。截至

2017 年末，合肥市下辖 4 个市辖区、4 个县，代管 1 个县级市，城市建成区面积 428 平方公里，常住人口 796.50 万人。

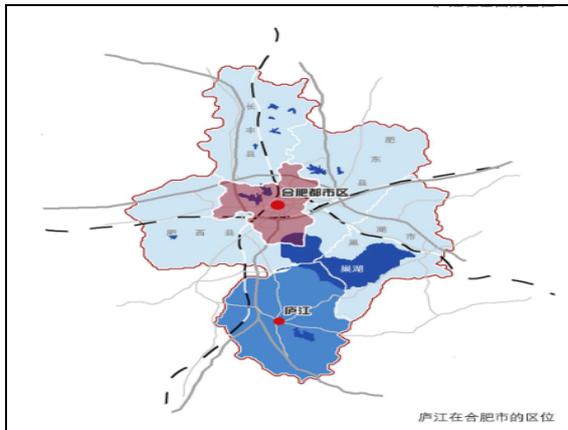
根据 2015~2017 年《合肥市国民经济和社会发展统计公报》，近三年，合肥市分别实现地区生产总值 5660.27 亿元、6274.30 亿元和 7213.45 亿元，按可比价格计算，分别增长 10.5%、9.8% 和 8.5%。三次产业结构由 2015 年的 4.7:54.7:40.6 调整为 2017 年的 3.8:50.5:45.7。2017 年，合肥市人均地区生产总值 91113 元，比上年增加 10975 元。

#### 庐江县概况

庐江县隶属于安徽省合肥市，位于安徽省中部，合肥市南部，毗邻巢湖和长江，总面积 2348 平方千米。截至 2017 年底，庐江县下辖 17 个镇，常住人口 100.1 万人。

庐江县地处江淮之间、长江沿岸，是南北地理、交通上的交结。庐江县区域内合铜黄高速与沪蓉高速公路相互交汇，京九铁路穿境而过，即将建设的合庐铜铁路将成为华东南北铁路第三通道；庐江县县城距新桥国际机场 80 公里、铜陵长江大桥 70 公里，南京禄口机场 200 公里；水路南入长江，北进巢湖，即将实施的引江济巢工程将使庐江通江达海，庐江县交通便利，使得庐江县地位日益重要。

图 1 庐江县区位图



资料来源：《庐江县城总体规划（2015~2030 年）》

2011 年 8 月，经国务院批准，撤销地级巢湖市，庐江县划归合肥市管辖，随后合肥市将

庐江县定位为合肥市副中心城区。根据《庐江县城总体规划（2015~2030 年）》（以下简称“总体规划”），未来庐江县将优先发展庐江中心城区（庐城）以作为合肥市南部综合服务中心、皖中生态宜居文化旅游城市、合肥南部交通枢纽和合肥先进制造业基地，同时带动庐北、庐中及庐南地区的滨湖生态旅游、大庐城新型城镇及庐南循环经济共同发展。

#### 庐江县经济概况

根据 2015~2017 年《庐江县国民经济和社会发展统计公报》，近三年，庐江县分别实现地区生产总值 221.14 亿元、245.32 亿元和 284.90 亿元，按可比价格计算，分别增长 10.2%、10.1% 和 7.0%。三次产业结构由 2015 年的 20.7:45.3:34.0 调整为 2017 年的 16.8:45.3:37.9。2017 年，庐江县人均地区生产总值 23628 元，按可比价格计算，增长 6.8%。

2017 年，庐江县实现全社会固定资产投资 375.3 亿元，增长 11.1%。其中：工业技改投资 59.7 亿元，下降 23.1%；民间投资 244.2 亿元，增长 10.3%。2017 年，庐江县房地产开发投资 70.5 亿元，增长 70.2%；商品房销售面积 90.8 万平方米，下降 18.2%；商品房销售额 72.8 亿元，增长 7.9%；商品房待售面积 11.5 万平方米，下降 14.0%。2017 年，庐江县房地产开发企业实现主营业务收入 48.53 亿元，增长 16.7%；实现利润总额 3.76 亿元，增长 259.5%；主营业务税金及附加 1.98 亿元，下降 30.6%。

2015~2017 年，庐江县公共财政预算收入分别为 16.94 亿元、17.55 亿元和 17.62 亿元，年均复合增长 1.99%，其中税收收入分别占 68.00%、69.91% 和 84.56%；同期，政府性基金收入分别为 23.39 亿元、13.48 亿元和 32.21 亿元，受土地市场变动和国家政策影响波动较大。2017 年，庐江县政府转移支付收入 61.18 亿元，综合财力为 112.28 亿元。

截至 2017 年底，庐江县政府债务余额 53.02 亿元，全部为政府一类债务，债务率为 47.22%（（地方政府债务余额/地方综合财力）

×100%)，整体债务负担一般。

总体看，近年来，庐江县经济持续增长，财政实力逐步增强，另外庐江县作为合肥市副中心城区，未来发展前景良好，均为公司提供了良好的外部环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2018年6月底，公司注册资本20.49亿元，实收资本20.00亿元，其中庐江县财政局持股97.60%，中国农发重点建设基金有限公司(以下简称“农发基金”)持股2.40%，公司实际控制人为庐江县人民政府。

### 2. 企业规模及竞争力

公司是庐江县重要的土地开发整理、安置房及基础设施建设主体。

除公司外，庐江县还有庐江县交通投资有限公司和庐江县产业投资有限公司2个投融资主体，庐江县交通投资有限公司主要负责庐江县交通基础设施建设，庐江县产业投资有限公司主要负责产业类项目投资，与公司在业务划分上有明显区分，公司在业务获取上具有一定的区域垄断优势。

### 3. 人员素质

公司现有高级管理人员4人，包括董事长兼总经理1人、副总经理2人、总经济师1人。

公司董事长兼总经理夏俊先生，1970年生，大专学历，中共党员；曾任庐江县住建局党组副书记、住建局党组副书记、供水集团董事长，现任公司董事长兼总经理。

公司总经济师高勇先生，1971年生，本科学历，中共党员；曾任柯坦镇财政所总预算会计、庐江县会计中心核算会计、庐江县财政局人秘科从事财政信息管理和文字材料工作、庐江县财政局人秘科副科长、庐江县财政局人秘科副科长(主持工作)，现任公司总经济师。

截至2018年6月底，公司拥有在职员工40

人。按照学历划分，高中及以下7人，大专12人，本科21人；按照年龄划分，30岁以下10人，30~50岁24人，50岁以上6人。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的管理经验，员工整体素质尚可，能够满足公司经营需要。

### 4. 外部支持

公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房及基础设施建设主体，在资产划拨和政府补助等方面得到了庐江县人民政府有力支持。

#### (1) 资产划拨

2017年5月，根据《关于对县城市建设投资有限公司资产注入事项的说明》，庐江县人民政府将账面价值15.00亿元的门面房等经营性资产无偿划转给公司，目前相关划转手续正在办理中，资产尚未评估入账。

2018年6月，根据《关于同意划转县美江公司和县金泉公司为县城投公司控股子公司有关事项的批复》，庐江县人民政府将县财政持有的庐江县美江建设有限公司(以下简称“美江公司”)9亿元股权(占股88.76%)和安徽省庐江县金泉旅游投资发展有限公司(以下简称“金泉公司”)持有的美江公司1亿元(占股9.86%)股权无偿划转给公司，将县财政持有的金泉公司2.1亿元(占股67.74%)股权无偿划转给公司，计入公司资本公积。

美江公司主要从事农村基础设施建设业务，截至2018年6月底，美江公司资产总额33.16亿元，负债总额22.92亿元，所有者权益10.24亿元；2018年1~6月，美江公司未实现营业收入，净利润为63.78万元。

金泉公司主要从事旅游开发业务，截至2018年6月底，金泉公司资产总额3.11亿元，负债总额1.01亿元，所有者权益2.10亿元；2018年1~6月，金泉公司未实现营业收入，净利润为25.75万元。

#### (2) 政府补助

2015~2017年，公司分别获得政府补助

1083.04 万元、0.32 万元和 7818.70 万元，计入“营业外收入”或“递延收益”。

#### 5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（G1034012400015780M），截至 2018 年 7 月 27 日，公司本部有 3 笔已结清关注类贷款，授信机构均为国家开发银行，公司无其他已结清和未结清的不良信贷信息记录。

根据国家开发银行股份有限公司安徽省分行出具的说明，公司有 1 笔 2 亿元的应急贷款（抗洪救灾资金）被列示为关注类贷款，系国家开发银行认为该笔贷款无抵押所致，该笔贷款未发生违约或延迟支付本息的情况。

### 六、管理体制

#### 1. 法人治理结构

公司不断完善公司法人治理结构，制定相关的配套制度，规范董事会、监事会的议事规则和程序，决策层、监督层、经营管理层按照工作规则各司其职。

公司设股东会，决定公司的重大事项，但公司合并、分立、解散、增加或减少注册资本及发行公司债券，由县政府决定。

公司设董事会，由 5 名董事组成，董事会成员由县政府委派或更换；设董事长 1 名，董事长为公司法定代表人，由县政府从董事会成员中指派。董事会行使执行股东会的决定、制定公司经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中包含 2 名职工代表监事，非职工代表监事由县政府委派或更换，职工代表监事由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席 1 名，由县政府从监事会成员中委派。监事会行使检查公司财务，对董事、经理执行公司职务时违反法律法规或公司章程的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，总理由董事会聘用，主持公司经营管理工作。副总经理及财务负责人由总经理提名，经董事会审议同意后由总

理聘用。

#### 2. 管理水平

为保证经营管理活动的正常开展，公司根据自身所处行业、经营方式、资产结构并结合自身业务具体情况制订了包括公司“三重一大”事项实施办法、财务管理、工程建设管理等相关内部控制制度，并在实际工作中不断补充、修改，保证内控制度和管理水平不断完善。

“三重一大”事项方面，公司制定了《县城投公司落实“三重一大”事项实施办法》，明确了“三重一大”事项的内容和范围，对于重大事项决策、重要人士任免、重要项目安排、大额资金使用与管理等重大事项须集体决策，由董事会、党组会或联席会议研究做出决策，并提前一天报告县第二纪工委。

财务管理方面，为加强内部财务管理和会计核算，规范公司内部财务行为，保证公司各项资产的安全，公司制定了《县城投公司财务管理制度》，对货币资金管理、材料及固定资产管理、利润及其分配管理、票据管理、财务审批等方面进行了详细规定，并会根据公司经营发展变化的情况进行修订或调整。

工程建设管理方面，为加强公司工程建设管理，严格规范基本建设程序，建立有效的支持、服务和监督、管理机制，确保工程质量、安全、进度、投资等建设目标的实现，公司制定了一系列涉及工程建设的管理办法，对前期工作、设计、进度、质量、工程变更、安全、工程投资、信息等工程建设各环节做出明确规定。

总体看，公司法人治理结构较为完善，内部管理制度能够满足日常经营管理需要。

### 七、经营分析

#### 1. 经营概况

公司是庐江县重要的从事土地开发整理、安置房及基础设施建设主体。

2015~2017 年，公司整体营业收入波动下

降，收入分别为 7.29 亿元、6.16 亿元和 6.32 亿元。土地开发整理收入是公司的核心收入，2015~2017 年，受公司土地整理与政府确认较多的影响，公司的土地开发整理收入持续增长。2015~2017 年，公司承担的基础设施建设大部分项目尚未达到与庐江县政府确认收入条件，收入处于较低水平。公司房产销售业务主要由公司子公司庐江县城投置业有限公司（以下简称“庐江置业”）负责，2015~2017 年，公司房产销售收入快速下滑，主要系自 2015 年 7 栋商住楼销售完成并结转收入后，剩余写字楼售价低，且销售较少所致。

2015~2017 年，受庐江县地价逐年增长，

土地出让溢价较高的影响，公司综合毛利率持续增长，分别为 45.99%、78.22%和 91.22%；公司的基础设施建设仅确认管理费收入，毛利率维持 100%。

2018 年 1~6 月，受庐江县土地市场行情较好的影响，公司整理土地出让较多，土地开发整理收入快速增长带动整体营业收入的增长，当期营业收入为 8.14 亿元，综合毛利率为 76.97%。

总体看，近年来，公司重要的利润来源土地开发整理业务受当地土地市场行情影响大，存在一定的不确定性。

表 2 公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	45482.92	62.43	61.58	59749.48	97.07	80.60	62014.26	98.14	92.97	81126.23	99.94	76.96
基础设施建设	1057.08	1.45	100.00	11.73	0.02	100.00	--	--	--	--	--	--
房产销售	25901.92	35.55	17.73	1356.69	2.20	17.17	575.41	0.91	19.96	--	--	--
其他业务	410.89	0.56	-35.99	433.93	0.70	-59.58	601.31	0.95	-20.35	291.26	0.36	78.00
合计	72852.81	100.00	45.99	61551.83	100.00	78.22	63190.98	100.00	91.22	81417.49	100.00	76.97

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 土地开发整理

庐江县作为合肥市副中心城区，按照庐江县总体规划，优先发展其中心城区，近年来，公司的土地开发整理业务主要集中在庐江县中心城区。公司土地开发整理业务包含中心城区的土地整理和安置房建设。

根据庐江县人民政府出具的《关于土地收储有关事项的通知》庐证秘【2010】5号文件，公司按有关规定审核支付庐江县城新增建设用地和存量土地的征地、拆迁、安置等费用；同时，庐江县政府将整理完成的土地收储后进行挂牌出让，出让后的土地出让金由财政部门在提取有关费用后，一次性全部拨给公司，作为公司的经营收入。

但公司实际操作过程中，庐江县政府将公司整理完成土地挂牌出让，出让金全额返还至公司，用以平衡公司的土地开发整理、安置房

以及代建基础设施建设的成本，公司未缴纳的相关规费暂由庐江县财政代为支付，截至本评级报告出具日，公司应支付庐江县财政的土地出让金的相关规费未在账面上体现。

### 土地开发整理

2015~2017 年，公司整理并由庐江县政府完成出让的土地面积分别为 278.84 亩、219.11 亩和 143.22 亩。随着庐江县被定位为合肥市副中心城区，其中心城区的投资开发日益完善，土地价格快速增长，2017 年，公司负责整理的土地成本较低，同时涉及的出让地块价格较高，导致当年土地整理业务毛利率同比有显著增长。

表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月土地出让情况（单位：亩、万元/亩、万元）

年度	出让面积	用地类型	出让均价	土地出让返还
2015 年	278.84	住宅、商业	163.00	45482.92

2016年	219.11	住宅、商业	273.00	59749.48
2017年	143.22	住宅、商业	423.00	62014.26
2018年 1-6月	180.22	住宅、商业	450.00	81126.23

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月底，公司累计整理土地 8181 亩（其中包含了不可出让的公益性用地），累计投资 40.84 亿元，累计收到土地整理回款 13.35 亿元；公司整理完成并出让的土地合计 908.45 亩，剩余可出让土地储备 5281 亩。

### 安置房建设

公司安置房建设具体操作为公司是安置房建设的项目业主，其建设所需资金均来自公司

自有资金和外部融资，安置房建成后将定向分配给待安置的棚户区拆迁户。安置房的建设资金平衡主要来自土地出让金返还。

截至 2018 年 6 月底，公司建设的安置房共计 6 个，预算总投资 44.17 亿元，已完成投资 23.89 亿元，其中越城南路片区安置房、三中片区安置房和龙桥安置房项目为公司发行的“15 庐江城投债/15 庐江债”的募投项目，城西新区三期安置房为公司发行的“18 庐江城投债/18 庐江债”的募投项目；公司未来拟建的安置房项目为活塞厂安置房项目，预计总投资 18.00 亿元，公司在建及拟建的安置房项目未来需投资 38.28 亿元，存在较大的对外融资压力。

表 4 截至 2018 年 6 月底公司主要建设安置房情况（单位：万元、%）

项 目	预算总投资	建设期间	截至 2018 年 6 月底已投资额	项目进度	未来投资计划		
					2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年
越城南路片区安置房	83200.00	2013.2-2019.12	41468.09	50.00	3000.00	20000.00	16000.00
三中片区安置房	63000.00	2012.12-2018.12	44828.59	主体完工	18000.00	--	--
龙桥安置房项目	80303.00	2012.12-2017.12	80303.00	完工	--	--	--
城西新区三期安置房	115600.00	2017.6-2020.12	14476.00	13.00	25000.00	50000.00	25600.00
白岗片区安置房	35000.00	2012.8.1-2017.11.21	35000.00	完工	--	--	--
汤池双墩安置房	64633.00	2015.12-2019.12	22856.00	35.00	20000.00	19633.00	--
合计	441736.00	--	238931.68	--	66000.00	89633.00	41600.00

资料来源：公司提供

总体看，公司可供出让用地储备充足，是未来业务发展的重要保障，同时联合资信也关注到，公司土地开发整理收入受当地土地市场行业影响大，且公司整理完成后的土地未缴纳相关规费，均由庐江县财政代为垫付，导致公司实际土地整理收入及利润将小于其报表值。

### (2) 基础设施建设

根据公司与庐江县人民政府签订的《庐江县大建设项目投资建设与回购协议书》（以下简称“回购协议书”），庐江县人民政府将庐江县重点的市政基础设施工程委托公司进行建设，所需资金由公司自行融资，庐江县人民政府按成本加成 5% 与公司确认收入。

在账务处理上，公司将投资和建设项目过程中支付的工程款计入“存货”科目，待项目完成移交给庐江县人民政府，仅将回购协议书中约定的成本加成 5% 确认为收入。

近年来，由于公司代建的基础设施未能达到与政府结算标准，收入处于较低水平。

截至 2018 年 6 月底，公司已完工未结算工程合计 9.90 亿元，对公司资金占用较为明显。

截至 2018 年 6 月底，公司在建代建项目主要由新纳入合并范围内的子公司美江公司和金泉公司负责建设，共计 9 个，总投资 4.03 亿元，已完成投资 1.21 亿元，未来仍需 2.82 亿元，公司暂未有拟建的基础设施项目。

表 5 截至 2018 年 6 月底公司主要在建代建项目情况（单位：万元、%）

项目	总投资	截至 2018 年 6 月底已完成投资	建设期	工程进度	未来投资计划	
					2018 年 6-12 月	2019 年

沙溪东路（内环东路-经五路）新建工程	3600.00	252.00	2017.1-2018.12	7.00	2000.00	1300.00
湖岗路建设工程	3258.00	1127.00	2017.5-2019.1	35.00	1000.00	1500.00
兆河路（北纬一路-文昌路）改建工程	1922.00	242.00	2016.6-2019.2	13.00	600.00	1000.00
北纬一路	6030.00	1092.00	2016.7-2018.11	18.00	2000.00	3000.00
礅桥路	4183.00	504.00	2016.2018.12	12.00	2000.00	1100.00
内环北路	13762.10	3986.00	2016.6-2018.10	29.00	--	--
矾矿矿区服务设施及路网项目	5000.00	4076.00	2016.1-2018.12	80.00	200.00	700.00
邓湖路道路建设工程项目	1300.00	510.00	2017.5-2018.12	38.00	300.00	500.00
沙溪路工程项目	1200.00	323.00	2017.8-2018.12	25.00	300.00	600.00
<b>合计</b>	<b>40255.10</b>	<b>12112.00</b>	--	--	<b>8400.00</b>	<b>9700.00</b>

资料来源:公司提供

注:内环北路的后续工程已由市级平台承接,未来无需再次投入。

总体看,公司基础设施建设的未来投资压力不大,但是已完工项目未能与政府结算的金额大,对公司资金占用较为明显。

### (3) 房产销售

公司的商品房销售主要由子公司庐江置业负责,东方水岸商住小区项目是目前庐江置业仅有在售的商业地产项目。

东方水岸商住小区项目总投资 3.50 亿元,总占地面积 18412.00 平方米,总建筑面积为 78613.46 平方米,共有 7 栋商住楼(含 456 套住宅)和 1 栋写字楼(共计 15 层)。

2015~2017 年,公司房产销售业务结转收入分别为 2.59 亿元、0.14 亿元和 0.06 亿元,收入快速下滑,主要系商住楼已集中于 2015 年结转所致;2017 年售出的仅为写字楼 1 层,价格较低。2018 年 1~6 月,并未实现销售。

截至 2018 年 6 月底,公司拟建的商品房开发项目为庐江县人才公寓项目,预计投资 5.00 亿元。

房产销售业务作为公司重要的经营性收入,是公司未来发展的重要组成部分,根据 2018 年 2 月庐江县政府常务会议纪要,庐江县政府将对庐江置业增资 1.00 亿元,但是截至本评级报告出具日,庐江县政府拨付的增资仍未到位。但是考虑到庐江县作为合肥市副中心城区,全国性房地产行业龙头如绿地、万达和碧桂园等已提前进入当地市场,竞争对手实力雄厚,公司自身涉足房地产行业经验尚浅,房地产业务的未来发展存在较大的不确定性

### 3. 未来发展

未来,公司作为庐江县重要的土地开发整理、安置房及基础设施建设平台,投资的方向仍将按照庐江县政府规划对中心城区内土地以及县域内重点市政项目进行投资开发建设。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度财务报表,华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论;2018 年上半年财务报表未经审计。

截至 2018 年 6 月底,公司纳入合并范围的子公司共 5 家。2016 年公司合并范围新增 1 家子公司,为庐江顺安机关公共服务有限公司;2017 年公司合并范围无变化;2015~2017 年,公司合并范围新增子公司规模小,财务数据可比性强。2018 年 6 月,公司合并范围新增 2 家子公司,为美江公司和金泉公司,其中美江公司资产规模较大,对公司财务数据可比性造成一定影响。

截至 2017 年底,公司资产总额 96.09 亿元,所有者权益 71.58 亿元;2017 年,公司实现营业收入 6.32 亿元,利润总额 4.61 亿元。

截至 2018 年 6 月底,公司资产总额 145.07 亿元,所有者权益 89.74 亿元;2018 年 1~6 月,公司实现营业收入 8.14 亿元,利润总额 5.82 亿元。

## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 2.68%，2017 年底为 96.09 亿

元，其中流动资产占 96.71%，非流动资产占 3.29%，公司资产以流动资产为主，近三年公司主要资产构成情况见下表。

表 6 2015~2017 年以及 2018 年 6 月公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.61	2.86	6.12	6.50	8.25	8.58	18.81	12.96
应收账款	4.66	5.12	5.79	6.14	6.79	7.06	14.90	10.27
其他应收款	27.51	30.19	17.30	18.37	11.22	11.68	28.37	19.56
存货	49.80	54.64	61.75	65.56	66.67	69.38	78.79	54.31
<b>流动资产合计</b>	<b>85.04</b>	<b>93.31</b>	<b>91.00</b>	<b>96.61</b>	<b>92.93</b>	<b>96.71</b>	<b>140.91</b>	<b>97.14</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6.10</b>	<b>6.69</b>	<b>3.19</b>	<b>3.39</b>	<b>3.16</b>	<b>3.29</b>	<b>4.16</b>	<b>2.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>91.14</b>	<b>100.00</b>	<b>94.19</b>	<b>100.00</b>	<b>96.09</b>	<b>100.00</b>	<b>145.07</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告和财务报表

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 4.54%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致。2017 年底，公司流动资产 92.93 亿元，同比增长 2.12%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2015~2017 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 77.77%，2017 年底为 8.25 亿元，构成主要为银行存款（占 98.06%）。其中使用权受限的货币资金 0.16 亿元，为用于借款担保的定期存款。

2015~2017 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 20.66%，2017 年底为 6.79 亿元，主要为应收庐江县财政局的款项（占 99.98%），该部分款项未计提坏账准备。

2015~2017 年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 36.13%。2017 年底，公司其他应收款 11.22 亿元，同比下降 35.15%，主要系收回庐江县财政局垫付资金所致。从集中度看，其他应收款前 5 名余额合计 11.00 亿元，占其他应收款总额的 88.77%，集中度高。从账龄看，1 年以内的占 79.43%，1~2 年的占 7.69%，2~3 年的占 3.38%，3 年以上的占 9.50%；共计提坏账准备 1.16 亿元，计提比例为 9.36%。总体看，公司其他应收款主要为应收政府及国有企业款

项，综合账龄较短，回收风险不大，但对公司资金占用明显。

表 7 2017 年底公司前 5 大其他应收款情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
庐江县财政局	9.51	76.74
安徽省庐江县人民医院	0.64	5.17
合肥银联文化投资有限公司	0.31	2.52
庐江县城市房屋改造开发有限公司	0.28	2.25
庐江县土地储备中心	0.26	2.09
<b>合计</b>	<b>11.00</b>	<b>88.77</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货持续增长，年均复合增长 15.71%，2017 年底为 66.67 亿元。其中土地使用权 33.27 亿元（划拨土地 4.42 亿元，出让土地 28.85 亿元），占 49.90%；土地开发整理成本 24.07 亿元，占 36.10%；受托建设项目成本 9.33 亿元，占 14.00%。公司存货未计提跌价准备，期末存货中有账面价值 20.40 亿元的土地使用权用于抵押。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续下降，年均复合下降 28.05%，2017 年底为 3.16 亿元。其中可供出售金融资产 1.45 亿元，为持有的庐

江徽银城镇化一号基金（有限合伙）<sup>2</sup>、安徽国融融担保有限公司和庐江县惠民村镇银行有限责任公司股权；投资性房地产 1.67 亿元，同比下降 3.38%，系折旧所致。

2018 年 6 月底，公司资产总额 145.07 亿元，较上年底增长 50.97%，主要系合并范围扩大所致；其中流动资产占 97.14%，非流动资产占 2.86%。2018 年 6 月底，公司货币资金 18.81 亿元，较上年底增长 128.06%，主要系发行 13 亿元“18 庐江城投债”所致；应收账款 14.90 亿元，较上年底增长 119.54%，主要系上半年确认的土地出让收入尚未回款所致；其他应收款 28.37 亿元，较上年底增加 17.15 亿元，主要系合并美江公司所致，其中应收庐江县财政局的款项为 26.70 亿元，占 94.11%；存货 78.79 亿元，较上年底增长 18.19%，主要系合并美江公司所致。

2018 年 6 月底，公司受限资产合计 21.07 亿元，包括货币资金 2.00 亿元、土地使用权 19.07 亿元，受限资产占总资产的比重为 14.52%，资产受限比例较低。

总体看，受益于合并范围扩大，公司资产规模大幅增长，资产构成以流动资产为主；但公司资产中变现能力弱的存货和应收政府类款项占比高，对资金占用明显。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 6.41%，主要系盈余公积和未分配利润增长所致。2017 年底，公司所有者权益 71.58 亿元，同比增长 6.84%，主要由实收资本（占 27.94%）、资本公积（占 38.62%）和未分配利润（占 30.11%）构成。

2018 年 6 月底，公司所有者权益 89.74 亿

元，受益于资产划拨较上年底增长 6.84%，主要由实收资本（占 22.29%）、资本公积（占 44.47%）和未分配利润（占 30.58%）构成。

总体看，受益于资产划拨和留存收益的累积，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

#### 负债

2015~2017 年，公司负债总额持续下降，年均复合下降 6.30%，2017 年底为 24.51 亿元，其中流动负债占 41.88%，非流动负债占 58.12%。

2015~2017 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 17.42%。2017 年底，公司流动负债 10.27 亿元，同比增长 64.01%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，2017 年底公司流动负债主要以应付账款（占 24.81%）、其他应付款（占 12.11%）和一年内到期的非流动负债（占 57.49%）为主。

2015~2017 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 15.50%。2017 年底，公司应付账款 2.55 亿元，同比下降 24.74%，主要系应付工程款减少所致。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 35.05%。2017 年底，公司其他应付款 1.24 亿元，同比增加 1.01 亿元，主要系应付往来款增加所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 55.21%，2017 年底为 5.90 亿元，主要为一年内到期的长期借款（1.45 亿元）、一年内到期的长期应付款（2.45 亿元）和一年内到期的应付债券（2.00 亿元）。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 16.59%。2017 年底，公司非流动负债 14.25 亿元，同比下降 31.95%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款减少所致。从构成看，主要以长期借款（占 17.85%）、应付债券（占 56.01%）和长期应付款（占 20.65%）为主。

<sup>2</sup> 庐江徽银城镇化一号基金（有限合伙）（以下简称“基金”）设立于 2016 年，规模为 5.00 亿元，深圳平安大华汇通财富管理有限公司代表“平安汇通徽银庐江一号专项资产管理计划”出资 4.00 亿元作为优先级 LP，公司出资 1.00 亿元作为劣后级 LP。公司从基金获得借款 4.90 亿元，年利率为 6.5%，协议约定从 2018 年起，每半年偿还 25% 的本金，但公司有提前偿还计划。

2015~2017年，公司长期借款持续下降，年均复合下降43.86%，2017年底为2.54亿元，主要由抵押借款（1.39亿元）、质押借款（0.53亿元）和信用借款（0.63亿元）构成。

2017年底，公司应付债券7.98亿元，为2015年发行的“15庐江城投债”，同比下降23.41%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017年，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长21.28%，2017年底为2.94亿元，为庐江徽银城镇化一号基金（2.45亿元）和中国农发重点建设基金（0.49亿元），已纳入长期债务核算。

2018年6月底，公司负债总额55.33亿元，较上年底增长125.73%，主要系长期借款和应付债券增长所致。负债结构方面，流动负债占8.86%，非流动负债占91.14%，非流动负债占比较上年底增幅较大。2018年6月底，公司一年内到期的非流动负债1.77亿元，较上年底下降69.99%；长期借款24.82亿元，较上年底增加22.28亿元，主要系合并美江公司所致；应付债券20.89亿元，较上年底增加12.91亿元，主要系2018年发行的13亿元“18庐江城投债”；长期应付款3.94亿元，较上年底增长33.99%，主要系新纳入合并范围的金泉公司获得中国农发重点建设基金1.00亿元投资资金所致（投资期限为2016年2月26日至2026年1月26日，年投资收益率为1.2%）。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务波动中有所下降，年均复合下降8.09%，2017年底为19.37亿元；从构成看，长期债务占69.52%，短期债务占30.48%。2018年6月底，公司全部债务51.42亿元，较上年底增长165.52%，主要系长期借款和应付债券增长所致；其中长期债务占96.56%，短期债务占3.44%，长期债务占比较上年底上升27.04个百分点。从有息债务期限结构看，2018年6~12月、2019年以及2020年，公司需偿还的有息债务分别为5.08亿元、14.02亿元和7.15亿元。

表8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年6月
短期债务	2.45	2.50	5.90	1.77
长期债务	20.48	20.93	13.46	49.65
全部债务	22.93	23.43	19.37	51.42
长期债务资本化比率	24.47	23.81	15.83	35.62
全部债务资本化比率	26.61	25.91	21.30	36.43
资产负债率	30.64	28.87	25.51	38.14

资料来源：公司审计报告和财务报表

从债务指标看，2015~2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈持续下降趋势，2017年底分别为25.51%、21.30%和15.83%。2018年6月底，上述指标分别为38.14%、36.43%和35.62%，受合并范围扩大和债券发行影响较上年底大幅上升。

总体看，合并范围扩大以及债券发行使得公司债务规模大幅上升，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年，受土地出让及房产销售影响，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降6.87%，2017年为6.32亿元；同期，公司营业成本持续下降，年均复合下降62.45%，2017年为0.55亿元。2015~2017年，公司营业利润率分别为45.66%、77.93%和91.05%。

公司期间费用主要由财务费用构成，2015~2017年，公司期间费用分别为0.19亿元、0.70亿元和0.72亿元，占营业收入的比重分别为2.55%、11.43%和11.38%。2015~2017年，公司利润总额分别为3.82亿元、3.78亿元和4.61亿元。

2015~2017年，公司资产减值损失分别为-0.57亿元、0.32亿元和0.42亿元，全部为坏账损失。

表9 2015~2017年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	7.29	6.16	6.32
营业成本	3.93	1.34	0.55

财务费用	0.13	0.65	0.67
资产减值损失	-0.57	0.32	0.42
利润总额	3.82	3.78	4.61
营业利润率	45.66	77.93	91.05
总资产收益率	4.80	4.95	5.81
净资产收益率	5.87	5.63	6.40

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资产收益率持续上升，2017年为5.81%；净资产收益率波动中有所上升，2017年为6.40%。

2018年1~6月，公司实现营业收入8.14亿元，相当于2017年全年的128.80%，主要系土地开发整理收入大幅增长所致；营业利润率为76.95%，较2017年有所下降；利润总额为5.82亿元。

总体看，近年来公司收入规模受土地出让及房产销售影响较大，营业利润率高，期间费用和资产减值损失对利润总额造成一定侵蚀，整体盈利能力一般。

## 5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长122.91%，2017年为13.18亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金5.30亿元，同比增长5.38%；收到其他与经营活动有关的现金7.88亿元，同比下降11.09%，主要系收到的往来款减少所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长184.72%，2017年为6.65亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金6.20亿元，同比下降29.25%。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.83亿元、0.83亿元和6.53亿元。从现金收入质量看，2015~2017年，公司现金收入比分别为4.77%、81.76%和83.92%，收入实现质量较差。

表10 2015~2017年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入量	2.65	13.89	13.18
经营活动现金流出量	0.82	13.06	6.65

经营活动产生的现金流量净额	1.83	0.83	6.53
投资活动产生的现金流量净额	-15.68	0.01	-0.03
筹资活动产生的现金流量净额	14.26	2.52	-4.38
现金收入比（%）	4.77	81.76	83.92

资料来源：公司审计报告

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.68亿元、0.01亿元和-0.03亿元。2015年，公司投资活动现金净流出规模较大，主要是当年补缴土地出让金所致。

筹资活动现金流方面，2015~2016年，公司筹资活动现金流入量分别为20.95亿元和8.42亿元，主要来自吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量持续下降，年均复合下降19.05%，2017年为4.38亿元，主要为偿还债务和偿付利息支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为14.26亿元、2.52亿元和-4.38亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流入1.75亿元，经营活动产生的现金流量净额为-1.47亿元，现金收入比为0.25%；同期，投资活动产生的现金流量净额为4.57亿元，筹资活动产生的现金流量净额为7.63亿元。

总体看，近年来，公司收入实现质量较差，但得益于往来资金的流入，公司经营活动现金持续净流入，考虑到未来的项目投入及债务偿还，公司仍存在较大的对外融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率波动中有所下降，速动比率持续下降，2017年底分别为905.13%和255.82%，2018年6月底，上述两项指标分别为2875.27%和1267.54%，较上年底均大幅上升。近三年，公司经营现金流动负债比分别为24.61%、13.24%和63.64%，经营活动产生的现金净流量对公司流动负债的保障能力整体较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017

年，公司 EBITDA 分别为 4.30 亿元、4.55 亿元和 5.37 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 5.33 倍、5.16 倍和 3.60 倍；EBITDA 利息倍数分别为 10.16 倍、6.44 倍和 7.64 倍。公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 6 月底，公司共获得各银行授信总额 51.40 亿元，已使用额度 34.25 亿元，尚未使用额度 17.15 亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为 4.50 亿元，分别相当于 2018 年 6 月底长期债务和全部债务的 9.06% 和 8.75%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2018 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别 38.14%、36.43% 和 35.62%。以公司 2018 年 6 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 40.00%、38.39% 和 37.63%，公司债务负担将有所加重，考虑到公司募集资金主要将用于偿还金融机构债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 2.65 亿元、13.89 亿元和 13.18 亿元，分别为本期中期票据的 0.59 倍、3.09 倍和 2.98 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.83 亿元、0.83 亿元和 6.53 亿元，分别为本期中期票据的 0.41 倍、0.18 倍和 1.45 倍，公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力一般。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 4.30 亿元、4.55 亿元和 5.37 亿元，分别为本期中期

票据的 0.96 倍、1.01 倍和 1.19 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。

### 3. 增信措施

本期中期票据由兴泰控股提供无条件不可撤销连带责任保证担保；担保范围包括本期中期票据本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用；期间为本期中期票据的存续期及到期日起两年。

经联合资信评估，兴泰控股主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定，其担保实力极强，可有效增强本期中期票据的偿付保障能力。（兴泰控股评级报告见附件 6）

## 十、结论

庐江县作为合肥市城市副中心城区，其区域经济持续发展及财政实力不断增强，庐江中心城区的土地开发整理、安置房及基础设施建设投资需求不断加大，为公司发展创造了良好的外部环境。公司作为代表庐江县政府从事中心城区的土地开发整理、安置房建设以及县域内的基础设施建设主体，获得地方政府在资产划拨以及政府补助等方面的支持力度大。

公司资产以应收类款项和存货为主，资产流动性差，公司未来存在较大的资本支付压力；公司收入规模受当地的土地市场行情影响大，盈利能力一般；公司现金类资产较为充足，对其短期债务保障能力较强，同时考虑公司在庐江县的土地开发整理、安置房及基础设施建设等领域所具有的重要地位，以及近年来庐江县政府对公司持续稳定的支持，公司整体偿债能力较强，其主体长期信用风险很低。

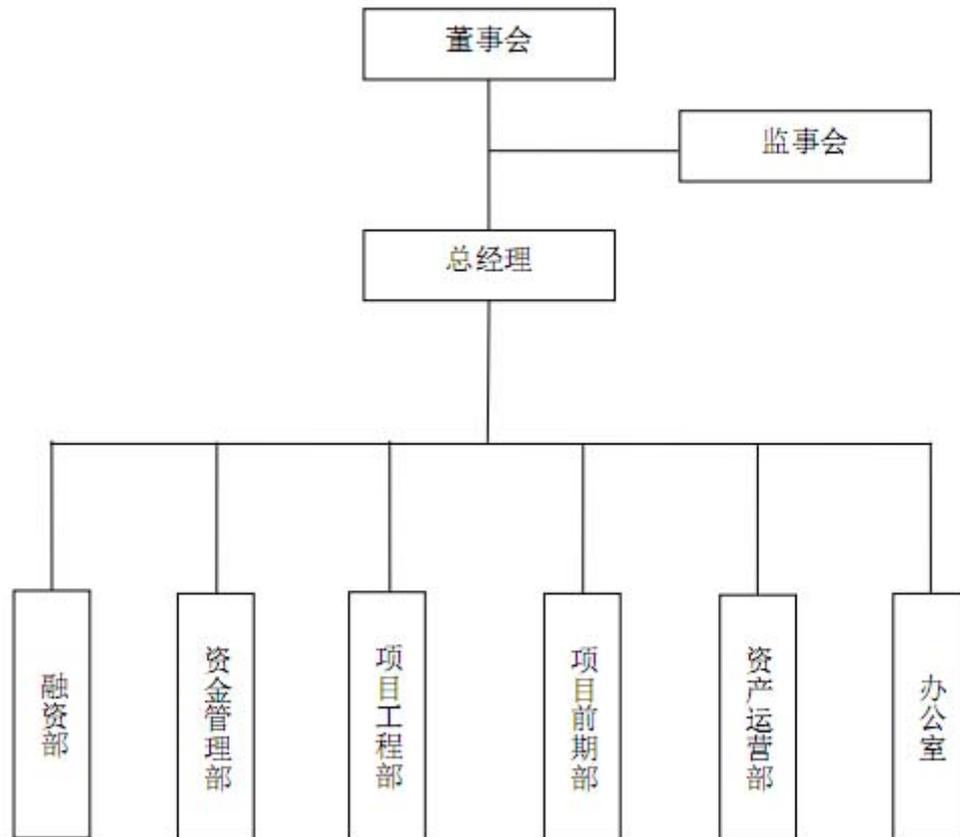
本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响，近年来，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强，EBITDA 对本期中期票据保障能力尚可。

本期中期票据由兴泰控股提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效保障了本期中期票据的按期偿付。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中

期票据偿债能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图及组织结构图



## 附件 2 截至 2018 年 6 月底公司纳入合并范围子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例(%)
1	庐江顺安机关公共服务有限公司	县政府机关车辆服务	300.00	100.00
2	庐江县潜城物业服务有限公司	物业服务	300.00	100.00
3	庐江县城投置业有限公司	房地产开发	1000.00	100.00
4	庐江县美江建设有限公司	基础设施建设	101400.00	98.62
5	安徽省庐江县金泉旅游投资发展有限公司	旅游开发	31000.00	67.74

### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	2.61	6.12	8.25	18.83
资产总额(亿元)	91.14	94.19	96.09	145.07
所有者权益(亿元)	63.22	66.99	71.58	89.74
短期债务(亿元)	2.45	2.50	5.90	1.77
长期债务(亿元)	20.48	20.93	13.46	49.65
全部债务(亿元)	22.93	23.43	19.37	51.42
营业收入(亿元)	7.29	6.16	6.32	8.14
利润总额(亿元)	3.82	3.78	4.61	5.82
EBITDA(亿元)	4.30	4.55	5.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.83	0.83	6.53	-1.47
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	1.56	1.18	1.01	--
存货周转次数(次)	0.08	0.02	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	4.77	81.76	83.92	0.25
营业利润率(%)	45.66	77.93	91.05	76.95
总资本收益率(%)	4.80	4.95	5.81	--
净资产收益率(%)	5.87	5.63	6.40	--
长期债务资本化比率(%)	24.47	23.81	15.83	35.62
全部债务资本化比率(%)	26.61	25.91	21.30	36.43
资产负债率(%)	30.64	28.87	25.51	38.14
流动比率(%)	1141.99	1453.66	905.13	2875.27
速动比率(%)	473.30	467.24	255.82	1267.54
经营现金流动负债比(%)	24.61	13.24	63.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	5.16	3.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.16	6.44	7.64	--

注：1.长期应付款中的有息部分已纳入长期债务核算；2.2018 年上半年财务数据未经审计。

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

## 附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 6 担保方评级报告

## 联合资信评估有限公司关于 庐江县城市建设投资有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

庐江县城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

庐江县城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，庐江县城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注庐江县城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现庐江县城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如庐江县城市建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对庐江县城市建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与庐江县城市建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

## 一、担保方主体信用风险分析

### 1. 基本情况

合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“兴泰控股”）是经合肥市国有资产管理委员会（以下简称“合肥市国资委”）批准设立的合肥市属国有独资有限责任公司。兴泰控股前身为合肥兴泰投资有限责任公司，经根据合肥市国有资产管理委员会办公室合国办[1998]23号文批准，于1999年1月18日成立，注册资本为人民币3.92亿元。2002年5月24日，合肥市委、市政府印发《合肥市国有资本营运体系总体方案》（合发[2002]19号），决定在合肥市兴泰投资有限公司的基础上组建以金融资本运作为特征的合肥兴泰投资控股有限公司，并将合肥市政府、市财政持有的国元证券股份有限公司、合肥城市商业银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、太平洋保险股份有限公司等地方金融机构的国有股权授予其经营，同期注册资本增至人民币8.72亿元。2004年2月25日，经一届四次董事会决议通过和合肥市国资委同意更名为“合肥兴泰控股集团有限公司”，并于2004年3月16日完成相关工商变更登记手续。2012年7月，根据第一届董事会第十三次会议决议，经合肥市国资委批复同意和修改后的章程规定，兴泰控股将资本公积和未分配利润转增资本，注册资本增至人民币20.00亿元。2015年3月，合肥市委、市政府办公厅印发《合肥市国有资本营运机构调整方案》，根据合肥市国资国企改革的整体部署，对合肥市国有资本运营机构进行调整，形成基础设施建设、产业及地方金融三大控股集团，以提升国有资产的整体水平和综合实力；作为地方金融控股集团将注册名称变更为现名；同期，合肥市财政局和商务局划拨子公司增资款10.47亿元；合肥市国资委将合肥国控建设融资担保有限公司（以下简称“国控担保”）和合肥国控小额贷款有限公司（以下简称“国控小贷”）无偿划拨转入兴泰控股。2016年1月，根据合

肥市国企改革要求，合肥市国资委将合肥城建发展股份有限公司（以下简称“合肥城建”）和合肥力澜置业有限公司（以下简称“力澜置业”）股权无偿划拨转入兴泰控股，分别增加资本公积8.97亿元和2.10亿元。2017年，合肥市国资委向兴泰控股无偿划入合肥市产业投资引导基金有限公司全部股权以及划拨子公司增资款，分别增加资本公积24.26亿元和3.79亿元；2017年8月，经合肥市国资委批复同意，兴泰控股将资本公积34.19亿元和未分配利润5.81亿元转增资本，注册资本由人民币20.00亿元增加至60.00亿元，上述转增资本事项已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审验并出具会验字[2018]0052号验资报告，已于2018年7月完成工商变更登记手续。2018年上半年，根据合肥市国企改革要求，兴泰控股接受合肥市国资委无偿划拨转入建信信托股份有限公司增资款6.27亿元和财政拨付的产业引导基金增资款3.08亿元，均计入资本公积。截至2018年7月底，兴泰控股注册资本为60.00亿元，实收资本60.00亿元，实际控制人为合肥市国资委。

兴泰控股经营范围：对授权范围内的国有资产进行经营以及从事企业策划、管理咨询、财务顾问、公司理财、产业投资以及经批准的其他经营活动。

截至2018年6月底，兴泰控股设有办公室、投资发展部、计划财务部、人力资源部、审计稽核部、信息管理部、金融研究所、驻京招商联络处、专家委员会9个职能部门。截至2018年6月底，兴泰控股纳入合并范围的子公司共18家。

截至2017年底，兴泰控股（合并）资产总额为452.83亿元，所有者权益合计为156.10亿元（其中少数股东权益23.55亿元）。2017年，兴泰控股合并口径实现营业总收入44.35亿元，利润总额12.84亿元。

截至2018年6月底，兴泰控股（合并）资产总额为479.51亿元，所有者权益合计为

170.98 亿元（其中少数股东权益 24.43 亿元）。2018 年 1~6 月，兴泰控股合并口径实现营业收入 20.06 亿元，利润总额 9.26 亿元。

兴泰控股注册地址：安徽省合肥市蜀山区祁门路 1688 号；法定代表人：程儒林。

## 2. 政府支持

兴泰控股是经合肥市国资委批准设立的合肥市属国有独资有限责任公司。作为合肥市唯一金融控股平台，得到了当地政府在资本金注入、股权划拨等多方面的支持。

根据《合肥市国有资本营运体系总体方案》（合发[2002]19 号），合肥市委、市政府于 2002 年 5 月 24 日决定将合肥市政府、市财政持有的国元证券股份有限公司、合肥城市商业银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、太平洋保险股份有限公司等地方金融机构的国有股权对兴泰控股增资，增资完成后，兴泰控股注册资本由 3.92 亿元增至人民币 8.72 亿元。根据合肥市国资国企改革的整体部署，2015 年，合肥市财政局和商务局对兴泰控股划拨子公司增资款 10.47 亿元；2015~2017 年，合肥市国资委先后将国控担保、国控小贷合肥城建和力澜置业股权无偿划拨转入兴泰控股，并于 2017 年向兴泰控股无偿划入合肥市产业投资引导基金有限公司全部股权以及划拨子公司增资款 3.79 亿元。2017 年 8 月，经合肥市国资委批复同意，兴泰控股将资本公积 34.19 亿元和未分配利润 5.81 亿元转增资本，兴泰控股注册资本由人民币 20.00 亿元增加至 60.00 亿元，上述转增资本事项已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审验并出具会验字[2018]0052 号验资报告，兴泰控股已于 2018 年 7 月完成工商变更登记手续。2018 年上半年，根据合肥市国企改革要求，兴泰控股接受合肥市国资委无偿划拨转入建信信托增资款 6.27 亿元和财政拨付的产业引导基金增资款 3.08 亿元，均计入资本公积。

## 3. 治理结构

兴泰控股是经合肥市国资委批准组建的国有独资公司，是国家授权的控股经营公司，合肥市国资委作为兴泰控股的唯一出资者，以其出资额为限承担有限责任。兴泰控股不设股东会，由合肥市国资委授权董事会行使股东会部分职权，决定重大事项。兴泰控股设董事会，董事会由 5 名董事组成，每届任期 3 年，可以连任。董事会成员由合肥市国资委委派和更换。董事会设董事长 1 名，由合肥市国资委从董事会成员中指定。董事会在国资委授权范围内行使股东会部分职权，依法审议和决定重大事项。

兴泰控股监事会由 3 名监事组成，其中职工代表 1 名；职工代表按照有关法律、行政法规的规定由职工民主选举产生。其余监事由授权方委派，监事会主席由授权方指定。监事每届任期三年。

兴泰控股设总经理 1 名，副总经理 3 名，经合肥市国资委批准同意，董事会成员可以兼任经理。经理对董事会负责，负责日常经营管理工作，组织实施董事会决议并向董事会报告工作。

## 4. 管理体制

兴泰控股根据自身实际情况，在财务管理、资金管理、投资管理、担保管理等方面建立了较规范的内部管理制度。

财务和资金管理方面，兴泰控股制定了《公司资金管理和财务开支审批暂行办法》、《公司财务处理程序规定》、《公司会计政策》、《公司临时资金调度暂行办法》等具体财务管理规定，并在经营过程中严格执行，以强化业务规范和内部管理，严格控制成本支出，提高整体经济效益水平。

投资管理方面，兴泰控股制定了《投资管理制度》和《合肥兴泰控股集团有限公司成员企业短期投资暂行规定》等，重点做好投资管理的制度制定、机构设置、人员管理、原流程和监督考核。

担保管理方面，兴泰控股制定了《合肥兴

泰控股集团有限公司对外担保暂行办法》，规范担保申请审核手续、担保合同审查和担保履行期间管理，实行较为严格的担保审批管理。

总体看，兴泰控股作为合肥市国资委直接管理的国有企业，内部管理严格，管理风险较低。

### 5. 经营分析

兴泰控股作为合肥市唯一金融控股平台，以金融为主业，承担建立和完善合肥市地方金融服务体系的责任，主营业务包括房地产开发业务、金融服务业务、保安服务业务、招投标服务收入及其他主营业务等业务；其中金融服务业务收入包括租赁收入、典当业务收入、咨询费收入、委托贷款理财收入、贷款利息收入、融资性担保费收入等。

2015~2017年，兴泰控股主营业务收入快速增长，其中2016年主营业务收入规模增幅较大，主要系合肥城建纳入合并范围导致当年房地产开发收入大幅增长所致。2017年，兴泰控股实现主营业务收入44.22亿元，同比增长8.44%；从构成看，房地产开发业务、金融服务业务、保安服务业务、招投标服务收入和其他主营业务分别为27.40亿元、8.24亿元、3.99亿元和3.48亿元，分别占主营业务收入的61.96%、18.63%、9.02%、7.88%和2.51%；其中房地产开发业务收入规模同比增长3.05%，主要受区域房地产市场较好的景气度影响；；金融服务业务

收入同比增长5.24%，主要系公司各金融板块子公司业务规模扩大所致。

毛利率水平看，2015~2017年，兴泰控股综合毛利率波动下降，分别为80.94%、37.74%和42.85%；其中2016年同比大幅下降，主要系合肥城建纳入合并范围，使当年毛利率相对较低的房地产开发业务收入规模大幅增长所致。2017年，公司房地产开发业务毛利率为26.72%，同比增加8.93个百分点，主要系主要是因为房地产市场房价总体呈上行趋势，购房需求旺盛所致；金融服务毛利率为95.39%，同比减少2.57个百分点，仍保持在较高水平；保安服务业务毛利率为26.32%，同比减少5.88个百分点；招投标服务业务毛利率为58.17%，同比略有增长。

2018年1~6月，兴泰控股实现主营业务收入19.99亿元；其中房地产开发收入11.49亿元，金融服务业务收入3.55亿元，保安服务收入2.31亿元，招投标服务业务收入1.99亿元。毛利率方面，2018年1~6月，兴泰控股综合毛利率为53.58%，其中房地产开发业务、金融服务业务、保安服务业务和招投标服务业务的毛利率分别为42.21%、95.77%、27.27%和75.38%。

整体看，近年来，兴泰控股主营业务收入规模快速增长，金融服务和房地产开发业务规模持续扩大；受2016年合肥城建并表影响，房地产开发板块收入规模和比重增长明显；整体盈利能力强。

表1 兴泰控股主营业务收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2015年			2016年			2017年			2018年1-6月		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
房地产开发业务	0.15	1.75	13.33	26.59	65.20	17.79	27.40	61.96	26.72	11.49	57.48	42.21
金融服务业务	6.26	73.22	97.92	7.83	19.20	97.96	8.24	18.63	95.39	3.55	17.76	95.77
保安服务业务	1.85	21.64	30.81	2.95	7.23	32.20	3.99	9.02	26.32	2.31	11.56	27.27
招投标服务业务	--	--	--	2.64	6.47	57.58	3.48	7.88	58.17	1.99	9.95	75.38
其他主营业务	0.29	3.39	68.97	0.77	1.90	66.23	1.11	2.51	62.16	0.65	3.25	50.77
<b>合计</b>	<b>8.55</b>	<b>100.00</b>	<b>80.94</b>	<b>40.78</b>	<b>100.00</b>	<b>37.74</b>	<b>44.22</b>	<b>100.00</b>	<b>42.85</b>	<b>19.99</b>	<b>100.00</b>	<b>53.58</b>

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### (1) 房地产开发业务

兴泰控股的房地产业务板块经营主体为子公司合肥城建。合肥城建成立于1999年，注册资本3.20亿元，原第一大股东为合肥市国有资产控股有限公司（以下简称“合肥国控”，原持有合肥城建57.89%股份），于2008年在深圳证券交易所上市（股票代码：002208.SZ）。根据合肥市国资调整计划，兴泰控股通过从合肥国控处无偿划入合肥城建57.89%的股份（2016年3月18日，在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理过户登记手续）和在二级市场增持合肥城建0.01%的股份，共计持有合肥城建57.90%的股份（无质押），对合肥城建形成实际控制。合肥城建主要从事房地产开发业务，业务区域集中于安徽省合肥、蚌埠、广德等城市，产品开发以普通商品住宅为主，商业地产为辅，在区域房地产市场积累了较丰富的经验。截至2017年底，合肥城建资产总额115.68亿元，所有者权益18.68亿元；2017年实现营业收入27.52亿元，净利润1.66亿元。截至2018年6月底，合肥城建资产总额125.94亿元，所有者权益20.07亿元；2018年1~6月实现营业收入11.44亿元，净利润1.71亿元。

2017年以来，受合肥市房地产政策调控影响，楼市呈现量缩价稳的特征；合肥城建在售项目所在地中，蚌埠市及宣城市房产交易较为活跃，市区商品房成交价格同比增长近20%。2017年，合肥城建在建项目共计9个，包括合肥在建项目5个、蚌埠在建项目1个、宣城在建项目1个、巢湖在建项目1个以及海南三亚在建项目1个；在售项目主要为合肥琥珀瑞安家园、琥珀名郡、巢湖琥珀新天地、宣城琥珀新天地。截至2017年底，合肥城建累计推盘209.37万平方米，累计销售196.17万平方米，销售率达93.70%，销售毛利率约26.73%。2017年，合肥城建实现营业收入27.52亿元，净利润1.66亿元，同比分别增长4.65%和65.49%。截至2017年底，

合肥城建在建项目总投资合计195.41亿元，已累计投资99.66亿元。2018年3月底，合肥城建在项目已投资118.65亿元。未来其将利用房地产项目预售回笼资金实现滚动开发。

2016年，合肥城建以出让方式取得肥西县、瑶海区及蜀山区三幅地块，面积合计约390亩，出让金合计约61亿元。其中肥西县出让地块面积为12.15万平方米，出让金总计27.15亿元，截至2017年底尚未支付的出让金余额为13.57亿元。三幅地块地理位置较好，相关项目开发能够在一定程度上支撑合肥城建未来的经营业绩。但合肥城建在建项目集中于合肥市区和周边，当地房地产市场波动和政府房地产调控政策调整对未来项目销售影响较大。

表2 截至2017年底合肥城建房地产开发项目情况

(单位：万平方米、%)

项目	项目状态	权益比例	占地面积	计划建筑面积	累计竣工面积
合肥琥珀名城(和园)	竣工	100.00	13.34	23.43	31.42
合肥琥珀五环城	竣工	100.00	12.88	45.09	56.83
合肥瑞安家园	竣工	100.00	8.63	24.18	28.11
肥东琥珀名郡	在建	65.00	15.99	39.97	13.36
肥东琥珀庄园	在建	100.00	7.00	14.00	--
蚌埠琥珀新天地	在建	100.00	22.72	49.99	32.51
广德琥珀新天地	竣工	100.00	6.53	14.84	17.83
宣城琥珀新天地	在建	100.00	7.92	23.40	12.99
巢湖琥珀新天地	在建	80.00	10.31	25.78	13.89
三亚琥珀假日天地	在建	51.00	6.30	10.71	--
合肥肥西御宾府	在建	100.00	12.15	26.72	--
合肥瑶海华东府	在建	100.00	8.09	20.20	--
合肥蜀山琥珀蜀西府	在建	100.00	5.36	17.72	--
<b>合计</b>	--	--	<b>137.22</b>	<b>336.03</b>	<b>206.94</b>

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

### (2) 融资租赁板块

兴泰控股融资租赁业务板块的运营实体为子公司安徽兴泰融资租赁有限责任公司（以下简称“兴泰租赁”）。兴泰租赁成立于2004年3月，由兴泰控股作为主发起人出资设立，是安徽省内首家经商务部、国家税务

总局批准的第二批全国内资融资租赁业务试点企业和合肥市国资委重点监管企业；兴泰租赁主要经营范围包括融资性租赁业务、信用担保、资信调查及咨询服务、财务顾问等；服务领域涵盖社会公共事业、装备制造、交通运输、医疗设备、高新技术、印刷传媒和建筑建材等诸多行业，主要服务对象为安徽区内企事业单位；截至2017年底，兴泰租赁的注册资本为10亿元，兴泰控股持有其75%股份。2017年，兴泰租赁新增业务22笔，放款金额合计12.57亿元，较上年27.34亿元有较大幅度减少，且新增业务以省外项目为主。从模式来看，2017年兴泰租赁新增16笔融资租赁业务，包括直笔融资租赁业务0.08亿元和售后回租业务10.34亿元；新增5笔保理业务，投放金额2.10亿元；新增委托贷款业务1笔，放款金额为0.05亿元。2017年，兴泰租赁的客户集中度显著下降，当年末前五大客户应收融资租赁款余额为12.53亿元，占比26.06%，较上年末下降8.97个百分点。

截至2017年底，兴泰租赁资产总计51.78亿元，较上年末减少14.16%；其中应收融资租赁款本金余额为46.06亿元，较上年末减少14.42%，应收保理款余额为1.42亿元，较上年末增长43.20%，委托贷款余额为0.61亿元，较上年末减少41.73%。随着存量中小客户信用风险逐步暴露，兴泰租赁资产质量向下迁徙压力依然较大，2017年末债权类资产中正常类占比81.47%，较上年末下降4.95个百分点。同期兴泰租赁加强不良资产的催缴力度，部分不良类应收融资租赁款因债务人还款情况好转而转入关注类，但仍存在较大的清收压力。

表3近三年兴泰租赁债权类资产质量变化情况  
(单位: 亿元、%)

类别	2015 年底		2016 年底		2017 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	31.86	80.70	41.36	86.42	34.78	81.47
关注类	4.19	10.62	1.15	2.41	3.31	7.76

不良类	3.43	8.68	5.35	11.17	4.60	10.77
合计	39.49	100.00	47.86	100.00	42.69	100.00

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

从盈利能力看，2017年，兴泰租赁实现营业收入3.22亿元，同比减少7.37%；实现净利润0.58亿元，同比大幅增长，主要系由于资产减值损失下降所致。融资方面，兴泰租赁主要通过由兴泰控股担保或应收款项质押的方式取得银行借款，并以资金往来的方式取得外部资金支持（以非关联方为主）。截至2017年底，兴泰租赁长期借款（含一年内到期）余额为29.77亿元，长期应付款余额为5.86亿元，资产负债率为71.52%，较上年末下降5.00个百分点。

### (3) 担保板块

兴泰控股担保业务板块的运营实体主要为子公司合肥市兴泰融资担保集团有限公司（以下简称“兴泰担保”）和全资子公司国控担保。其中兴泰担保系市属规模最大的担保公司，主要从事中小企业融资担保、住房置业及诉讼保全等。2017年，兴泰担保累计新增业务10929笔，新增担保金额138.21亿元，同比大幅降低主要系受合肥市房地产调控政策影响，公积金贷款显著缩减所致。其中，融资性担保金额新增3044笔，合计97.42亿元，非融资性担保业务新增70笔合计8.87亿元，公积金贷款担保业务新增7815笔合计31.92亿元。从融资性担保客户的行业分布来看，制造、建筑业、批发及零售业在保余额占比较高，建筑业受房地产市场调控影响较大。近年来，随着宏观经济增速的放缓，兴泰担保出现了一定规模的代偿，2017年新增30笔代偿，金额合计1.79亿元，同比上升9.56%，当年末应收代偿款余额为3.29亿元，较上年底增长89.08%。

表4 近三年兴泰担保业务情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期担保发生额（亿元）	187.75	234.93	138.21
当期解保金额（亿元）	52.78	115.51	115.00

期末担保余额(亿元)	347.87	467.31	490.52
当代偿额(亿元)	0.69	1.64	1.79
当代偿笔数(笔)	17	39	30
当期追偿额(亿元)	0.39	1.15	0.72
累计担保代偿率(%)	1.29	1.38	1.45
担保放大倍数(倍)	6.39	6.45	6.57

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

资金运用方面，兴泰担保主要投资于理财产品并辅以委托贷款投资和关联方资金往来。截至 2017 年底，兴泰担保投资理财理财产品余额为 18.83 亿元，委托贷款余额为 3.61 亿元，应收关联方款项余额为 7.82 亿元。截至 2017 年底，兴泰担保资产总计 49.32 亿元，所有者权益为 19.46 亿元，分别较上年底增长 7.73% 和 15.70%。2017 年，兴泰担保实现营业收入 1.29 亿元，同比减少 16.91%，实现净利润 0.64 亿元，同比增长 69.23%，增量主要来自公允价值变动损益及投资收益。

国控担保成立于 2009 年 5 月，注册资本为 5.00 亿元，原为合肥国控的全资子公司；根据合肥市国资调整计划，于 2015 年 10 月无偿划入兴泰控股，成为兴泰控股的全资子公司；国控担保主要从事融资性担保及工程履约担保等业务，2017 年新增担保业务 1876 笔，金额合计 66.02 亿元，当年代偿金额为 0.74 亿元，年底在保余额为 91.30 亿元，主要集中于建筑业、制造业、批发业等。截至 2017 年底，国控担保实收资本为 5.00 亿元，资产总计 10.59 亿元，所有者权益合计 7.03 亿元；2017 年实现营业收入 0.77 亿元，净利润 0.08 亿元。

#### (4) 典当及小额贷款业务板块

典当业务板块的运营实体为全资子公司安徽兴泰典当有限责任公司（以下简称“兴泰典当”）。兴泰典当成立于 2006 年 4 月，是经合肥市国资委批准登记的国有综合性典当融资服务机构和合肥市典当行业协会会长单位；业务范围主要包括不动产抵押典当、财产权利质押典当、房地产抵押典当、限额内

绝当物品变卖、鉴定评估及咨询服务及商务部批准的其他典当业务。2017 年，兴泰典当全累计新增典当业务 168 笔，投放资金 7.82 亿元，投放资金同比增加 3.08 亿元；期末在当余额 5.74 亿元，其中制造业、建筑业及贸易行占比较高，分别为 47.04%、22.84% 和 23.11%；当年清理逾期贷款 0.40 亿元，成效较明显。2017 年底，兴泰典当总资产为 5.77 亿元，所有者权益合计 3.37 亿元；2017 年实现营业收入 0.44 亿元，净利润 0.15 亿元。

兴泰控股旗下小额贷款公司主要包括子公司合肥市兴泰资产管理有限公司控股的合肥市兴泰小额贷款有限公司和合肥市兴泰时雨小额贷款有限责任公司以及兴泰控股直接控股的国控小贷。2017 年，兴泰资产小额贷款业务更趋小额分散，当年发放贷款 1758 笔，合计 15.28 亿元，同比增加 7.96 亿元；同期回收贷款 1073 笔，合计 9.87 亿元，资金周转较为顺畅。截至 2017 年底，兴泰资产贷款余额为 10.24 亿元，不良贷款率为 1.45%；当年实现小额贷款利息收入 0.74 亿元。2017 年，国控小贷累计发放贷款 945 笔，金额合计 14.16 亿元；回收贷款 830 笔，金额合计 12.05 亿元；截至 2017 年底，存量客户 569 户，贷款余额合计 9.50 亿元，不良贷款率为 4.73%；2017 年实现营业收入 0.86 亿元，净利润 0.42 亿元。

#### (5) 股权投资板块

兴泰控股作为合肥市唯一金融控股集团，在市政府的支持下从事股权投资业务，其作为主要股东参股了建信信托、徽商银行、国元证券、华富基金、合肥科技农村商业银行、池州九华农村商业银行和国元农业保险等金融机构。2017 年底，兴泰控股长期股权投资合计 37.25 亿元，较上年底增长 27.03%；可供出售金融资产合计 38.25 亿元，较上年底增长 18.44%。

表5 近三年股权投资业务余额总体情况

(单位：亿元)

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底
长期股权投资余额	24.26	29.33	37.25
可供出售金融资产余额	43.86	32.30	38.25
<b>合计</b>	<b>68.12</b>	<b>61.63</b>	<b>75.50</b>

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

综合看，兴泰控股目前持有的金融资产多为合肥市本地优质金融机构股权，相关机构具备较强的资本实力和较好的盈利能力，在安徽省特别是合肥地区内具备较强的竞争力，能为公司贡献较为稳定的投资收益。2017年，公司按权益法核算的长期股投资收为5.23亿元，主要来自建信信托，同比增长29.53%；持有可供出售金融资产取得的投资收益为0.52亿元，同比减少45.51%。

建信信托目前注册资本15.27亿，其中建设银行持股67%，兴泰控股持股33%（2018年上半年，合肥市国资委将合肥国控持有的建信信托5.5%股权划转至兴泰控股）。为满足银监会对信托公司净资本与各项业务风险比率的监管要求及建信信托发展规划的需要，建信信托拟由股东按原持比例增资60.00亿元，目前增资事项仍处于报批阶段。若增资计划获批，兴泰控股认缴增资金额为20.00亿元，目前兴泰控股已获得用于建信信托增资的合肥市财政注资10.00亿元，其中2018年上半年，根据合肥市国企改革要求，兴泰控股接受合肥市国资委无偿划拨转入建信信托股份有限公司增资款6.27亿元，目前该笔款项已计入资本公积。

#### （6） 创投与基金管理板块

兴泰控股的创投与基金管理业务板块的运营主体为全资子公司合肥兴泰股权投资管理有限公司（以下简称“兴泰股权”）和全资子公司合肥兴泰资本管理有限公司（以下简称“兴泰资本”）。根据合肥市金融办《2015年合肥市政府投资引导基金实施方案》，合肥市政府安排专项资金作为引导基金，通过阶段参股、直接投资、设立增信类产品以及其

他投资等方式运作，设立产业投资引导基金、创业投资引导基金和天使投资引导基金三只母基金。目前产业投资引导基金由兴泰控股通过兴泰资本进行管理，创业及天使投资引导基金由合肥市三大控股集团中的合肥市产业投资控股（集团）有限公司负责管理。

产业投资引导基金为公司制基金，主要支持合肥市优势及行业龙头企业，促产业重点突破和跨越发展。截至2017年底，由兴泰资本管理的产业投资引导基金规模为26.67亿元，参股8支子基金（已实际出资），认缴出资21.26亿元，实缴出资6.65亿元，并通过协议约定子基金在合肥市的投资额需不低于母基金出资额的两倍，以保障对合肥市产业投资的引导作用。截至2017年底，产业投资引导基金的投资方向总体以战略新兴产业及创新企业为主。此外，产业投资引导基金直投项目合计4个，投资总额为5.50亿元，系投向合肥通富微电子有限公司、合肥矽迈微电子科技有限公司、安徽星能膜材料科技有限公司以及安徽黑钰颜料新材料有限公司。

表6截至2017年底产业投资引导基金投资情况

（单位：亿元）

子基金名称	成立时间	基金规模	引导基金认缴规模	投资余额
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	2015.4	10.00	2.50	7.34
合肥启兴股权投资合伙企业（有限合伙）	2015.12	2.00	0.50	0.79
安徽同创安元股权投资合伙企业（有限合伙）	2016.1	2.00	0.20	1.99
安徽高新金通安益股权投资基金（有限合伙）	2015.3	4.20	0.42	13.97
安徽高新金通安益二期创业投资基金（有限合伙）	2015.12	10.61	1.26	
合肥高新兴泰产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2017.2	50.00	12.38	2.99
合肥同创安元二期股权投资合伙企业（有限合伙）	2017.9	3.00	0.40	0.39
安徽安华创新风险投资基金有限公司	2017.11	40.00	3.60	--

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

兴泰股权成立于1994年4月，为兴泰控股全资子公司，并于2016年1月取得中国证

券投资基金业协会颁发的私募基金管理人资格；兴泰股权管理的基金主要为合肥兴泰新型城镇化发展基金，成立于2015年3月，主要投资方向为合肥地区新型城镇化基础设施建设项目，截至2018年6月底，基金规模为5.00亿元，其中兴泰控股出资0.05亿元，投资余额为4.39亿元；截至2017年底，兴泰股权注册资本1.57亿元，总资产16.24亿元，所有者权益6.82亿元；2017年实现营业收入0.96亿元，净利润0.32亿元。总体来看，兴泰控股的产业投资引导基金及创投基金业务尚处于起步阶段，目前资金使用率较低，投资方向有待进一步明确，退出收益情况仍需观察。

#### (7) 保安服务业务

兴泰控股的保安服务业务主要由子公司合肥保安集团有限公司（以下简称“保安集团”）及旗下子公司负责经营（取得安徽省公安厅颁发的编号为“皖公保服20100006号”的保安服务许可证）。2014年，合肥市公安局与合肥市国资委签订《资产划转移交协议》规定，合肥市公安局将其所属保安集团全部资产及债权、债务、人员整体划转移交至合肥市国资委，合肥市国资委又将其全部划转至兴泰控股旗下。兴泰控股保安服务业务的主要业务有人力防范、武装押运、武装守库、技防设计和安装维护、金融服务外包、城市停车管理等，在合肥市押运安保领域占据龙头地位，收入及盈利均较为稳定。2017年，保安集团实现营业收入3.99亿元，净利润0.43亿元。

#### (8) 招投标服务业务

兴泰控股的招投标业务主要由安徽公共资源交易集团有限公司（以下简称“公共资源集团”）及旗下子公司负责经营。公共资源集团于2015年10月由兴泰控股发起设立，主要负责经营管理各类产权交易所，是合肥市市政工程、政府采购及产权交易的最大平台；2016年，合肥市政府将安徽诚信项目管

理有限公司、合肥市产权交易中心、安徽联合技术产权交易所有限公司、安徽省文化产权交易所有限公司、安徽省环境能源交易所有限公司、安徽省农村综合产权交易所有限公司划转至公共资源集团。2017年，公共资源集团完成各类项目8572个，交易金额合计1705.98亿元，成交金额合计1450.07亿元，同比分别增长12%、7%和21%。招投标业务是公共资源集团2016年新增业务，主要以收取平台使用费为盈利点；2016年、2017年和2018年1~6月，招投标业务营业收入分别为2.64亿元、3.48亿元和1.99亿元。

### 6. 财务分析

兴泰控股2015~2017年度审计报告经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。兴泰控股2018年半年报未经审计。

表7兴泰控股主要财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年6月
现金类资产(亿元)	41.36	97.95	113.75	125.43
资产总额(亿元)	220.12	389.32	452.83	479.51
所有者权益(亿元)	98.54	118.47	156.10	170.98
短期债务(亿元)	24.07	36.26	64.31	77.21
长期债务(亿元)	42.03	82.11	78.03	69.52
全部债务(亿元)	66.10	118.37	142.34	146.73
营业收入(亿元)	8.57	40.83	44.35	20.06
利润总额(亿元)	4.71	9.03	12.84	9.26
EBITDA(亿元)	8.22	13.56	19.36	--
经营性净现金流(亿元)	0.62	21.60	5.21	-4.69
营业利润率(%)	75.86	33.63	38.32	48.45
净资产收益率(%)	4.43	6.71	6.82	--
资产负债率(%)	55.23	69.57	65.53	64.34
全部债务资本化比率(%)	40.15	49.98	47.69	46.18
流动比率(%)	153.40	145.13	142.71	134.38
经营现金流动负债比率(%)	0.93	12.27	2.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.04	8.73	7.35	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.52	3.41	3.33	--

数据来源：联合资信根据公开资料整理。

资产质量方面，2015~2017年，兴泰控股资产总额分别为220.12亿元、389.32亿元、

452.83 亿元，年均复合增长率为 43.43%。从资产结构来看，截至 2017 年底，兴泰控股流动资产和非流动资产分别占总资产的 64.44% 和 35.56%，流动资产占比较高。兴泰控股流动资产主要由货币资金、存货、其他流动资产构成，分别占 41.56%、24.25% 和 17.63%。截至 2017 年底，兴泰控股货币资金 121.28 亿元，较上年增长 20.13%，其中使用受限的 9.42 亿元；预付款项 13.82 亿元，较上年下降 57.49%，主要由合肥城建的预付土地款构成；存货 70.75 亿元，较上年增长 63.26%，主要为房地产开发业务的在建项目；存出保证金 7.36 亿元，较上年增长 2.52%，系旗下担保公司为客户从银行借款提供担保而被要求存入银行的保证金，可于担保业务解除时予以退还；应收代偿款 6.57 亿元，较上年增长 2.25%，主要系子公司合肥担保、国控担保和保障金对外提供代偿业务增加所致；其他流动资产为 51.45 亿元，较上年增长 20.99%，主要包括委托贷款 12.73 亿元和理财产品 30.69 亿元。截至 2017 年底，兴泰控股非流动资产为 161.04 亿元，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、发放贷款及垫款、其他非流动资产构成，分别占 23.75%、17.00%、23.13%、15.11%、11.95%。截至 2017 年底，兴泰控股可供出售金融资产 38.25 亿元，同比增长 18.44%，多为权益类工具，包括国元证券（2.92 亿元）、徽商银行（12.49 亿元）等上市公司股权；长期应收款 27.38 亿元，同比下降 17.67%，为兴泰租赁形成的应收融资租赁款，在租资产减值准备为 4.19 亿元；长期股权投资 37.25 亿元，同比增长 27.03%，主要为权益法核算的建信信托（持股 27.50%）、华富基金（持股 24%）等；发放贷款及垫款 24.33 亿元，同比增长 66.73%，系子公司业务规模扩张所致，其中一般贷款 18.99 亿元系兴泰小贷、国控小贷、时雨小贷对外发放的小额贷款，其余为抵押和质押贷款，系兴泰典当对外发放；其他非流动资产

19.25 亿元，同比增长 72.20%，其中 13.12 亿元为子公司保障金、兴泰股权、合肥担保等购买的 1 年以上资管计划产品，小微债 4.98 亿元为兴泰控股发行的 5 亿元债券，用于小微企业贷款。

截至 2018 年 6 月底，兴泰控股资产总额 479.51 亿元，流动资产占比 63.18%；其中预付款项降至 0.25 亿元；存货增至 97.43 亿元，主要系房地产项目投入增加；长期股权投资增至 48.52 亿元，主要系接受国资委划转建信信托股权所致。

总体看，兴泰控股货币资金较为充裕，股权投资中虽有较多上市公司股权，但均为战略性持有，受合肥市国资委统筹规划，变现程度低；受外部经济下行、中小企业经营恶化影响，兴泰控股的发放贷款及垫款的不良率存在上升风险。

2015~2017 年，兴泰控股负债总额持续增长，年均复合增长率为 56.23%。截至 2017 年底，兴泰控股负债总额为 296.73 亿元，较上年增长 9.55%，构成上以流动负债为主（占 68.91%）。由于 2016 年新增子公司合肥城建，其主要从事资本密集型房地产开发活动，兴泰控股借款大幅增长。2017 年底，兴泰控股流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成，分别占 11.51%、21.84%、40.63% 和 17.69%。截至 2017 年底，兴泰控股短期借款同比增长 77.32% 至 23.53 亿元；预收款项 44.65 亿元，同比增长 11.32%，主要为预收售房款及物业费；其他应付款 83.08 亿元，较上期略降 5.78%，主要为合肥市财政划入的 31.40 亿元合肥市重大产业项目国有投资风险保障金等、兴泰担保住房置业担保业务形成的 18.64 亿元公积金保障金及与合肥市国有资产控股有限公司、合肥兴泰新型城镇化发展基金合伙企业（有限合伙）的往来款 3.62 亿元等。截至 2017 年底，兴泰控股非流动负债 92.26 亿元，主要为长期借款 46.61 亿元及应付债券

31.42 亿元。2015~2017 年，兴泰控股资产负债率有所上升，三年平均值为 64.68%，2017 年底为 65.53%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动增长趋势，三年平均值分别为 46.87%和 34.92%，2017 年底分别为 47.69%和 33.33%。

截至 2018 年 6 月底，兴泰控股负债总额 308.53 亿元，流动负债占比升至 73.08%；短期借款增至 34.13 亿元，长期借款降至 38.07 亿元，长期应付款增至 10.55 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.34%、46.18%和 28.90%，分别较 2017 年底减少 1.18 个百分点、1.51 个百分点和 4.42 个百分点。

总体看，在原有金融、类金融等主业扩张和合肥城建并表的综合影响下，兴泰控股债务负担快速上升，短期债务比例明显上升。

所有者权益方面，2015~2017 年，兴泰控股所有者权益年均复合增长率为 25.86%，2017 年底为 156.10 亿元，从构成看，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 38.44%、22.57%、16.42%、15.08%；其中实收资本较 2016 年底增长 40.00 亿元，主要系经合肥市国资委批复同意，兴泰控股将资本公积 34.19 亿元和未分配利润 5.81 亿元转增资本所致。截至 2018 年 6 月底，兴泰控股所有者权益 170.98 亿元，其中资本公积增至 44.55 亿元，未分配利润增至 32.13 亿元。总体看，兴泰控股近年来连续获得地方政府资产注入，资本实力快速提升，权益稳定性较好。

现金流方面，兴泰控股自身业务发展较为迅速，且合肥城建的并入使经营性现金流规模大幅上升。2015~2017 年，兴泰控股经营活动现金流量净额分别为 0.62 亿元、21.60 亿元和 5.21 亿元，经营性现金流入分别为 52.51 亿元、128.90 亿元、89.47 亿元，其中 2016 年金融及类金融板块因接受合肥市财政注入的风险保障金而产生大额现金流入。收

入实现方面，2015~2017 年，兴泰控股现金收入比分别为 234.67%、176.30%和 139.47%，收入实现质量不断下降但仍保持良好态势。随着兴泰控股创投基金对外投资及担保公司的股权投资支出的增加，兴泰控股近年来对外投资规模迅速攀升，2015~2017 年，投资支付的现金分别为 12.02 亿元、25.10 亿元、48.33 亿元；投资活动产生的现金流量净额分别为-1.84 亿元、4.50 亿元和-19.33 亿元，其中 2016 年形成净流入系合肥城建在划拨日货币资金余额的转入所致。筹资活动方面，2015~2017 年，兴泰控股筹资活动现金流量净额分别为 32.18 亿元、30.67 亿元和 35.32 亿元。

盈利能力方面，2015~2017 年，兴泰控股营业收入分别为 8.57 亿元、40.83 亿元和 44.35 亿元，年均复合增长率为 127.47%，主要系 2016 年合肥城建带来大额房地产销售收入，同时成本规模也大幅增加，2015~2017 年，兴泰控股营业利润率分别为 75.86%、33.63%和 38.32%，降幅明显。近三年，兴泰控股利润总额分别为 4.71 亿元、9.03 亿元和 12.84 亿元，呈持续增长态势，综合盈利能力上升；近三年投资收益分别为 5.13 亿元、5.06 亿元、6.34 亿元，主要为权益法核算的对建信信托长期股权投资的损益调整以及参股企业的分红收益，其中 2017 年建信信托损益调整为 5.08 亿元，金融资产分红为 0.52 亿元。2018 年 1~6 月，兴泰控股实现营业收入 20.06 亿元，同比增长 1.83%；营业利润率为 48.45%，同比增加 8.56 个百分点；投资收益为 4.65 亿元，同比增长 57.09%，主要以权益法核算的长期股权投资收益为主；利润总额为 9.26 亿元，同比增长 68.06%。总体看，近三年兴泰控股主业盈利有所增长，投资收益对利润贡献程度仍较高。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2015~2018 年 6 月底，兴泰控股流动比率分别为 153.40%、145.13%、142.71%、134.38%，

速动比率分别为 153.39%、120.51%、108.11%、91.17%，2015~2017 年经营现金流动负债比分别为 0.93%、12.27% 和 2.55%。兴泰控股经营活动现金净流量的波动较大，对流动负债的保障能力一般，但考虑到货币资金较为充足，整体看，兴泰控股短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，兴泰控股 EBITDA 持续增长，分别为 8.22 亿元、13.56 亿元和 19.36 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.52 倍、3.41 倍和 3.33 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力强；全部债务/EBITDA 分别为 8.04 倍、8.73 倍和 7.35 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。整体看，兴泰控股长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 6 月底，兴泰控股对外担保 60.65 亿元，其中对外借款担保 15.06 亿元，系对合肥产业投资控股（集团）有限公司、合肥市工业投资控股有限公司、合肥市国有资产控股有限公司和安徽福佑健康产业有限公司提供的债务担保；按揭担保 45.59 亿元，为合肥城建为业主按揭购房提供的连带自认保证。截至 2018 年 6 月底，兴泰控股担保比率 35.47%。

未决诉讼方面，截至 2018 年 6 月底，兴泰租赁逾期应收融资租赁款 2.74 亿元、国控担保应收代偿款 2.09 亿元、兴泰典当逾期贷款 1.50 亿元、融资担保应收代偿款 3338.52 万元、兴泰资产逾期委托贷款 300 万元，合计 6.69 亿元正处于诉讼追偿过程中；合肥城建建设工程施工合同纠纷一案诉讼标的 1953 万元，一审判决合肥城建应付未付工程款 760.55 万元，合肥城建已提起上诉。

截至 2018 年 6 月底，兴泰控股银行授信 162.39 亿元，已使用 106.62 亿元，未使用 55.77 亿元，间接融资渠道较为畅通。子公司合肥

城建为上市公司（股票代码：002208），具备直接融资渠道。

## 7. 结论

综合评估，联合资信确定兴泰控股主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定。