

安徽省国有资本运营控股集团有限公司

及其发行的 19 国资 01 与 20 皖控 01

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2020] 100502】

评级对象： 安徽省国有资本运营控股集团有限公司及其发行的 19 国资 01 与 20 皖控 01

19 国资 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

首次评级： AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 22 日

20 皖控 01

主体/展望/债项/评级时间

AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

AA+/稳定/AA+/2020 年 2 月 28 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.41	5.72	3.40
刚性债务	2.00	4.99	7.98
所有者权益	48.73	56.29	61.28
经营性现金净流入量	0.91	2.12	0.77
发行人合并数据及指标：			
总资产	213.54	233.49	290.42
总负债	133.24	145.48	190.09
刚性债务	30.91	57.38	90.97
所有者权益	80.30	88.01	100.33
营业收入	81.45	80.04	80.35
净利润	6.13	5.31	7.49
经营性现金净流入量	-1.09	-16.49	1.01
EBITDA	9.57	11.76	15.88
资产负债率[%]	62.40	62.31	65.45
长短期债务比[%]	26.04	41.69	59.72
权益资本与刚性债务比率[%]	259.80	153.39	110.29
流动比率[%]	135.85	119.13	119.32
现金比率[%]	27.97	35.02	33.87
利息保障倍数[倍]	5.80	3.19	2.90
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	3.44	3.26
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.27	0.21

注：发行人数据根据安徽国控经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算，其中 2017 年及 2018 年审计报告均进行了前期重大差错更正，故而表中 2017-2018 年相关数据不具有可比性，差错更正涉及内容详见报告“公司财务质量部分”。

分析师

何泳萱 hyx@shxsj.com

宫晨 gongchen@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对安徽省国有资本运营控股集团有限公司（简称安徽国控、发行人、该公司或公司）及其发行的 19 国资 01 与 20 皖控 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来安徽国控在地方政府支持、主业竞争力、参股优质股权等方面保持的优势，同时也反映了公司在经济及金融环境、业务整合、建筑施工板块债务压力等方面继续面临压力。

主要优势：

- **地方政府支持。** 安徽国控是安徽省唯一的省属国有资本运营公司改革试点单位，功能定位明确，承担了国有资产运营处置、国有股权管理、国有资本投融资三大任务，近年来持续在股权划转等方面获得了安徽省政府的有力支持。
- **持有部分优质股权。** 安徽国控为华安证券第一大股东，其同时参股了九华旅游、中钢天源等省内优质上市企业，能够为公司贡献相对稳定的投资收益。
- **建筑和设计板块区域内竞争力较强。** 安徽国控下属水安集团和建筑设计院分别为安徽省内成立时间最早、规模最大的水利施工和建筑设计单位，其专业领域资质齐全、项目经验丰富，在当地积累了较高品牌知名度，并占有一定市场份额，能够为公司带来相对稳定的经营性收入来源。

主要风险：

- **经济及金融环境风险。** 在宏观经济增速放缓及国内金融监管强化的背景下，我国经济增长和发展伴随的区域结构性风险、产业结构

性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险将影响安徽国控各业务板块的经营。

- 业务整合压力。安徽国控参控股企业数量较多，且部分企业质地较弱，内部管理规范性有待提升，仍需推进市场化改制及人员安置等工作，同时安徽省政府仍有向公司划转国有股权的相关计划，公司后续将持续面临业务整合压力。
- 建筑施工板块债务压力上升。近年来安徽国控旗下水安集团通过大力发展 PPP 项目拓宽业务来源，导致其负债经营程度上升，债务压力和流动性管理压力加大。

➤ 未来展望

通过对安徽国控及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给予上述债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



安徽省国有资本运营控股集团有限公司

及其发行的 19 国资 01 与 20 皖控 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照安徽省国有资本运营控股集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（简称“19 国资 01”）及安徽省国有资本运营控股集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）（简称“20 皖控 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据安徽国控提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对安徽国控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

截至本评级报告出具日，该公司合并报表口径已发行且尚在存续期内的债券余额为 8.00 亿元。从过往债券发行情况来看，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项简称	发行金额 (亿元)	当前余额(亿元)	债券类型	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	下一行权日	本息兑付情况
19 国资 01	5.00	5.00	公司债	3+2	3.99	2019-12-3	2024-12-3	2022-12-3	未到首次 付息日
20 皖控 01	3.00	3.00	公司债	3+2	3.40	2020-3-9	2025-3-9	2023-3-9	未到首次 付息日
合计	8.00	8.00	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：广西金投

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。

受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

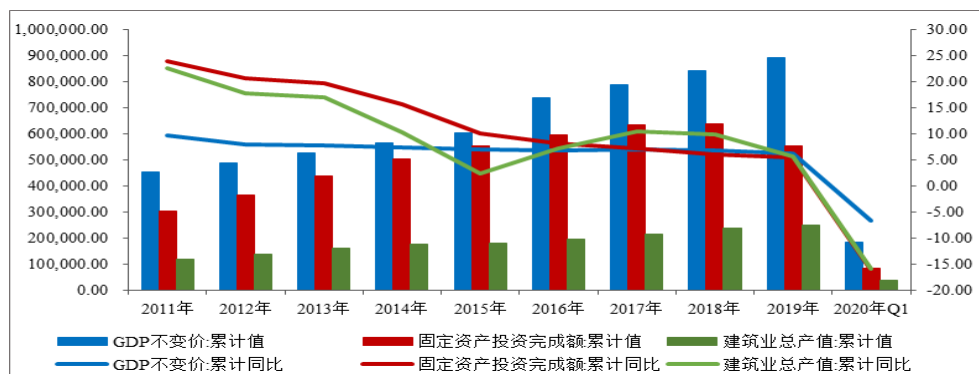
建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。2019年以来，在去杠杆、地方政府债务严监管、房地产维持高压调控等政策背景下，全国固定资产投资增速及建筑行业景气度继续承压。国家有关部门通过加速专项债发行、审批并允许用作符合条件的重大项目资本金以及降低基础设施项目最低资本金比例等措施推动已批复重大项目的投资落地。2020年第一季度建筑施工行业受新冠肺炎疫情较大，未来伴随基建托底的一系列政策落地，预计基建项目投资将有所回暖，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱，建筑施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。

A. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工工业总产值增速亦不断承压，并于2015年跌至2.29%。2016年以来，我国经济发展进入新常态，叠加去杠杆及限制地方融资背景下，固定资产投资维持增长但增速持续下滑。得益于前期保障房及棚户区改造的房建投资拉动及后期的基建补短板，建筑施工行业总产值有所回暖，但未来仍将长期处于低速增长态势。

2019 年，全国实现国内生产总值 89.16 万亿元，固定资产投资累计完成 55.15 万亿元¹，分别同比增长 6.1% 和 5.4%，增速均较上年下降 0.5 个百分点。同年，建筑工业完成总产值 24.84 万亿元，同比增长 5.68%，增速较上年回落 4.19 个百分点，降至 2016 年以来最低点。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑工业产值变化趋势



资料来源: Wind (单位: 亿元, %)

近年来，建筑行业新签合同额总体保持增长，但增速呈下滑态势。2017~2019 年，建筑行业新签合同额分别为 25.47 万亿元、27.29 万亿元和 28.92 万亿元。2018 年以来，国内外经济形势更加严峻、复杂，在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度受到影响，当年建筑业新签合同额增速较上年下降 12.51 个百分点至 7.16%。2019 年建筑行业景气度继续承压，全年新签订单增速继续走弱至 6.00%，较上年下降 1.14 个百分点。

2019 年下半年开始，相关部门通过加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫情更快更大范围的扩散，出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知。受疫情影响，2020 年第一季度我国 GDP 增速掉头向下，同比下降 6.8%。同期，固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为 8.41 万亿元和 3.59 万亿元，分别同比下降 16.10% 和 16.00%。目前国内疫情防控已取得明显成效，各地复工率逐步接近 100%。但我国仍面临境外输入病毒风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，建筑企业的防疫成本管控难度将有所增加。长期来看，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，近期伴随基建托底的一系列政策及规划加快落地，基建项目投资将

¹ 根据第四次全国经济普查、统计执法检查 and 统计调查制度规定，对 2018 年固定资产投资数据进行修订，2019 年增速按可比口径计算。

回暖，基础设施建筑施工企业发展前景仍然稳固，但房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

市政工程施工业

市政工程施工业方面，城镇化发展带动的基础设施建设投资将为市政基础设施施工企业提供较为广阔的成长空间和持续发展的有利条件。2018 年我国城市市政公用设施固定资产投资完成额为 2.01 亿元，占同期全社会固定资产投资总额的 3.65%，占比较上年提高 0.61 个百分点；同比增长 4.12%，增速较上年下降 6.58 个百分点。同年，道路桥梁、轨道交通、园林绿化和地下综合管廊固定资产投资完成额分别为 6,922.4 亿元、6,046.9 亿元、1,854.7 亿元和 619.2 亿元，分别同比增长-1.06%、19.85%、5.40% 和-8.04%。

在轨道交通方面，根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》显示，截至 2019 年末，全国有 40 个城市已开通轨道交通，较上年末新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特 5 市；运营线路 208 条，运营线路总长度为 6,736.2 公里，2019 年新增运营线路 25 条，新增运营线路长度 974.8 公里。2019 年我国轨道交通完成建设投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%；全国在建轨道交通线路长度 6,902.5 公里，可研批复投资额累计 4.64 万亿元。截至 2019 年末，我国共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批（含地方政府批复的 21 个城市），其中，城轨交通线网建设规划在实施的城市共计 63 个，建设规划线路总长 7,399.4 公里（不含已开通运营线路）。目前获批轨道交通建设的城市财政实力强，承建轨道交通工程的建筑企业回款安全性和及时性也有所提高。

在城市道路桥梁方面，截至 2018 年末我国城市道路长度 43.22 万公里，道路面积 85.43 亿平方米，分别较上年末增长 8.65% 和 8.29%，增速分别提高 4.63 和 3.65 个百分点；人均城市道路面积为 16.70 平方米，较上年末增加 0.65 平方米。在园林建设方面，同年末我国城市园林绿地面积 304.71 万公顷，其中公园绿地面积为 72.37 万公顷，分别较上年末增长 4.30% 和 5.13%，增速均较上年略有下降；人均公园绿地面积为 14.11 平方米，较上年末增加 0.10 平方米。

2017 年 5 月，住建部和国家发改委联合发布《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，城市建成区路网密度达到 8 公里/平方公里以上、建成区道路面积率达到 15%；城市轨道交通运营里程达到 7,000 公里；全国城市道路综合管廊配建率达到 2% 左右，20% 城市建成区达到海绵城市建设要求；油气管网里程达 16.5 万公里；新建各类公园绿地面积 16 万公顷；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内等。城市轨道交通和地下综合管廊建设等领域的建筑市场发挥空间大。

政府和社会资本合作机制

2015 年以来，在公共服务等领域，国家大力推行政府和社会资本合作（PPP，即 Public-Private Partnership）模式。PPP 模式快速发展，成为推动我国固定资产投资建设的项目模式之一，相关领域的施工企业面临较好的业务拓展环境。为规范 PPP 发展，防止 PPP 模式异化成地方政府变相举债融资途径，2017 年 11 月财政部发布《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），严格项目入库标准，集中清理已入库项目。2018 年以来受入库审核趋严及集中清理整顿的影响，管理库项目数及投资额增速均有所下降，PPP 发展由重数量和速度转变为重质量，PPP 项目落地速度加快。

2019 年，全国政府和社会资本合作综合信息平台管理库新入库项目 1,434 个、投资额 2.2 万亿元，分别同比下降 64.8% 和 62.1%；各地退库项目 648 个、投资额 8,023 亿元；净入库项目 786 个、投资额 1.2 万亿元，分别同比下降 48.2% 和 50.0%。截至 2019 年末，管理库累计项目 9,440 个，同比增加 786 个、增长 9.1%，累计项目投资额 14.4 万亿元，同比增加 1.2 万亿元、增长 9.1%。从项目落地情况来看，2019 年落地项目 1,639 个、投资额 2.7 万亿元，开工项目 1,471 个、投资额 2.4 万亿元。2014 年至 2019 年末，管理库落地项目累计 6,330 个、投资额 9.9 万亿元。截至 2019 年末，管理库项目落地率 67.1%，比 2018 年末上升 12.9 个百分点；开工项目累计 3,708 个、投资额 5.6 万亿元，开工率 58.6%，比 2018 年末上升 10.9 个百分点。

从入库项目的行业分布来看，2019 年末市政工程、交通运输、生态建设和环境保护三个行业的项目入库数和落地数均居前三位，入库项目数/落地项目数分别为 3,793 个/2,662 个、1,317 个/914 个和 924 个/612 个，合计占比分别为 64.0% 和 65.5%；交通运输、市政工程、城镇综合开发三个行业的入库项目投资额和落地项目投资额居前三位，分别为 45,796 亿元/28,688 亿元、41,565 亿元/31,239 亿元和 19,584 亿元/14,426 亿元，合计占比分别为 74.3% 和 75.4%。总体看来，我国市政工程、交通运输、生态建设和环境保护及城镇综合开发行业入库 PPP 项目数量及规模较大，为行业内企业提供了更多的业务发展空间。

新冠肺炎疫情爆发后，各地公布了大规模的基建投资计划，2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议指出，要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。上述指导意见、投资计划的实施将增加 2020 年财政支出压力，而以 PPP 模式运作的基建投资项目，可缓解财政资金的平衡压力。在此背景下，PPP 项目落地推动的固定资产投资将得到保持，相关建筑施工企业市场前景向好。

B. 政策环境

2017年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。2018年初，住房和城乡建设部（简称“住建部”）针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2019年3月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。2019年12月，住建部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

为防范在推进 PPP 项目中存在超出自身财力、固化政府支出责任和泛化运用范围等问题，国家相关部门陆续出台政策禁止政府方向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，或由政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。2019年3月，财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》【财金[2019]10号】，明确财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目；新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出。2020年2月，财政部办公厅印发污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本，以推动相关领域 PPP 项目规范运作；3月，财政部印发《政府和社会资本合作（PPP）项目绩效管理操作指引》，为开展 PPP 项目全生命周期绩效管理提供明确要求，对 PPP 项目提质增效、维护合作方合法权益提供了制度保障。

为稳定经济增长，促进基建投资，2019年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5月6日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设 5G 网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

C. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至 2019 年末，我国建筑施工企业数量为 103,814 家，较上年末增加 8,414 家；从业人数为 5,427.37 万人，较上年同期末减少 135.93 万人。

在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。2019 年上半年我国特、一级资质建筑业企业数量为 6,552 家，占全部资质以上企业的比重为 7.07%；特、一级资质企业新签合同额占全部资质以上企业新签合同总额的 59.18%，建筑业总产值占比为 57.40%。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态。

图表 3. 建筑施工行业概况

项目	单位	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
企业数量	家	80,911	83,017	88,059	95,400	103,814
从业人数	万人	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37

数据来源：国家统计局、Wind

在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建、中国建筑和中国交建等为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。

省级建筑施工企业在各省区域内精耕细作，省内市场拥有一定竞争优势。随着业务区域的不断拓展，拥有超高层建筑、地铁建设、住宅建设、专业施工等领域专业技术的省级建筑企业在省外市场中的竞争力逐渐增强。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	应收账款、合同资产和存货合计占资产比重	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中国建筑股份有限公司	14,198.37	11.10	105.93	43.44	20,344.52	75.33	632.05	-342.20
上海建工集团股份有限公司	2,054.97	10.29	97.84	48.36	2,572.81	85.94	43.12	45.49
云南省建设投资控股集团有限公司	1,327.16	7.01	75.81	18.65	4,056.04	73.54	22.84	63.95
广西建工集团有限责任公司	1,130.18	8.03	113.08	59.95	1,201.49	83.45	16.79	55.13
湖南建工集团有限公司	1,024.80	8.00	87.85	36.80	570.05	75.75	14.87	9.50
北京建工集团有限责任公司	956.68	9.52	110.49	54.35	1,702.04	81.25	16.96	55.21

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	应收账款、合同资产和存货合计占资产比重	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
浙江省建设投资集团有限公司	756.49	5.53	90.93	53.17	793.37	92.40	9.01	-8.12
四川华西集团有限公司	648.14	6.60	96.62	54.21	618.18	83.77	8.52	-3.71
重庆建工集团股份有限公司	521.09	4.35	96.65	57.80	718.45	85.52	6.30	12.58
江西省建工集团有限责任公司	459.37	4.22	100.52	52.92	607.16	88.95	8.25	11.81
江苏省建工集团有限公司	187.16	7.90	108.55	65.43	208.13	54.90	6.48	-3.33
山西建设投资集团有限公司	631.99	10.86	102.80	34.54	1,034.49	72.13	14.32	18.37

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

D. 风险关注

房建投资后续增长乏力。预期短期内国家仍将坚持“房住不炒”定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。一方面棚改货币化退潮、居民入场观望性较强，销售去化压力增大；另一方面房企融资收紧、受限，资金不足，导致房屋开工连续增长势能不足。

垫资施工现象普遍。我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。尽管 2016 年起，政府相关部门开展清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力，但目前施工企业垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。我国建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

成本上升风险。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升、人力成本上涨，中短期内建筑施工行业状况较难转变，盈利水平低的状态将持续。

(3) 区域经济环境

作为我国重要的农产品生产、能源、原材料和加工制造业基地，安徽省材料、汽车及零部件制造、化工及专用装备制造等传统优势产业发展基础较好，产业竞争力强。近年来，安徽省全力推进传统产业升级和培育新

产业新业态，高新技术产业发展较快，全省经济总体运行较为平稳，经济总量在全国排名中游，增速高于全国平均水平。

安徽省地处长江下游，东连江苏，南邻浙江、江西，西靠湖北、河南，北接山东，居华东地区腹地；东西宽约 450 公里，南北长约 570 公里，土地面积 14.01 万平方公里，约占全国总面积的 1.5%。长江、淮河横贯其间，将全省分为淮北、江淮、江南三大自然区。2019 年末全省常住人口 6365.9 万人。

安徽省拥有承东启西、连接南北的区位优势，不仅是承接沿海发达地区经济辐射和产业转移的前沿地带，也是我国实施西部大开发、中部崛起发展战略的重要区域。安徽省紧靠并不断融入以上海为中心的长江三角洲经济区，毗邻的江苏、浙江、山东均属于沿海发达地区，正实施产业升级换代，安徽省在承接发达地区经济辐射和产业转移方面具有先天的地理优势；同时，安徽省西与湖北、河南两省相邻，南与江西省接壤，是我国实施西部大开发、中部崛起发展战略的桥头堡。

安徽省自然和旅游资源丰富，为地方经济发展提供了有利条件。安徽省矿产资源种类繁多，储量丰富，已探明工业储量的矿产有 125 种，其中煤、铁、铜、硫铁矿、水泥用石灰岩和明矾石的探明储量居多，是国家级的原材料工业基地和华东乃至全国重要的能源供应基地。安徽省是中国旅游资源最丰富的省份之一，拥有黄山、九华山等 10 处国家级重点风景名胜，5 座国家级历史文化名城，6 个国家级自然保护区，30 个国家级森林公园以及 130 处国家重点文物保护单位。其中黄山、西递和宏村古民居群等已被联合国教科文组织列入世界文化遗产名录。

安徽省科教资源丰富，其中省会合肥市是全国著名的科教城。截至 2019 年末，安徽省拥有普通高等院校 120 所，各类专业技术人员 236.9 万人，科研机构 6181 个；拥有国家大科学装置 4 个，国家重点（工程）实验室 11 个，省级实验室 185 个；拥有省级以上工程（技术）研究中心 599 家，其中国家级 35 家；拥有高新技术产业开发区 20 个，其中国家级 6 个；高新技术企业 6636 家，其中当年新认定 1233 家。

近年来，安徽省交通设施建设取得了长足的进步。安徽省拥有京沪线、陇海线、京九线等多条铁路干线，其中横贯安徽省北部的陇海线，向西可以挺进中西部地区，向东则可到达连云港出海；京沪、京九两条铁路干线南北纵贯全省。到 2019 年末，全省高速公路达 4877 公里、一级公路达 5377 公里、铁路营业里程达 4716.2 公里，其中高速铁路营业里程 1852 公里。境内合宁高速东达宁沪，芜宣高速南连杭州，合安高速西接武汉，合徐高速北通徐州，已基本形成一个四通八达的高速公路网络。安徽省拥 8 座建成并投入使用的机场，其中合肥新桥国际机场为 4E 级枢纽干线机

场。此外，横贯安徽省南部的长江通道，连通安庆、铜陵、芜湖及马鞍山等多个重要港口直达上海。

近年来，安徽省经济总体保持较快增长。皖江城市带承接产业转移示范区建设有助于安徽省参与泛长三角区域发展分工，促进经济发展。同时，丰富的科教资源对当地高新技术产业发展形成了有力的支撑，带动了产业结构的转型升级。

安徽省生产总值在 2009 年首次突破万亿，并在 2010-2013 年间保持了 10% 以上的增长速度。但在我国整体经济增速放缓、产业结构转型升级加快的背景下，2011 年以来安徽省生产总值增速有所下降，但仍高于全国平均水平。2019 年安徽省完成生产总值 37114 亿元，按可比价格计算较上年增长 7.5%，居全国第 11 位；其中，第一产业增加值 2915.7 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 15337.9 亿元，增长 8%；第三产业增加值 18860.4 亿元，增长 7.7%，产业结构持续微调，三次产业比例为 7.9:41.3:50.8，人均生产总值 58496 元。

图表 5. 2017-2019 年安徽省主要经济指标

	2017 年	2018 年	2019 年
地区生产总值（亿元）	27518.70	30006.82	37114
GDP 同比增速（%）	8.5	8.0	7.5
人均生产总值（元）	44206	47712	58496
规模以上工业增加值增速（%）	9.0	9.3	7.3
固定资产投资增速（%）	11.0	11.8	9.2
社会消费品零售总额（亿元）	11192.6	12100.1	13377.7
三次产业结构	9.5:49.0:41.5	8.8:46.1:45.1	7.9:41.3:50.8

资料来源：安徽省国民经济和社会发展统计公报

区域结构看，2010 年 1 月，国务院正式批复了《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，明确将皖江城市带承接产业转移示范区定位为合作发展的先行区、科学发展的实验区、中部地区崛起的重要增长极、全国重要的先进制造业和服务业基地。皖江城市带范围为安徽省长江流域，成员包括合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、巢湖、滁州、宣城九市全境和六安市的舒城县、金安区，共 59 个县（市、区），辐射安徽全省。自皖江城市带示范区上升为国家战略以来，皖江地区经济增长在安徽省内处于领跑地位。而中原经济区及淮河流域所覆盖的皖北地区 7 个地级市（阜阳市、淮北市、亳州市、宿州市、六安市、蚌埠市、淮南市）以及以旅游业为主的黄山市经济总量均相对较低。

产业结构看，安徽省作为我国重要的农产品生产、能源、原材料和加工制造业基地，近年来工业经济发展较快，已形成材料、汽车及零部件制造、化工及专用装备制造等传统优势产业，形成了安徽海螺集团有限责

任公司（简称“海螺集团”）、铜陵有色金属集团股份有限公司、安徽江淮汽车集团有限公司、奇瑞汽车股份有限公司（简称“奇瑞汽车”）及安徽叉车集团公司等代表性企业。在丰富的科教资源及皖江城市带承接产业转移示范区国家发展战略的支撑下，安徽省高新技术产业发展较快，带动了产业结构转型升级。2018 年，安徽省高新技术产业产值增长 22.6%；战略性新兴产业产值增长 16.1%，24 战略性新兴产业集聚发展基地工业总产值增长 16.6%。安徽省第三产业发展虽相对滞后但增长较快，2016-2018 年，第三产业增加值分别为 9883.60 亿元、11420.4 亿元和 13526.7 亿元，同比分别增长 10.9%、9.7% 和 8.6%。

2. 业务运营

该公司业务主要由建筑施工、建筑设计、投资与类金融和商贸物流板块组成。跟踪期内，建筑施工板块收入和利润有所下滑，仍是公司最主要的收入来源。建筑设计板块收入和利润较快增长。类金融板块利润贡献度较高，各业务板块保持发展态势。商贸物流板块随着铁精粉板块销量增长，收入和利润有所上升。此外，得益于产权交易服务业务规模扩大、部分房地产项目确认销售收入，公司其他板块收入和利润显著上升，带动公司整体收入和毛利润提升。跟踪期内，公司已承接部分安徽省内党政机关和事业单位相关国有资产划转，随着此项工作的推进，公司资产管理业务板块逐步投入运营，同时，公司也将面临持续的业务整合压力。

该公司早期作为安徽省国有资产经营主体，对省内多家党政办机关企事业单位进行改制、整合及运营，在安徽省国资国企改革中发挥了重要作用。在多年来接收和整合各类省属企业股权和资产的基础上，公司逐渐形成了建筑施工、建筑设计、投资与类金融、商贸物流四大板块。按营收贡献程度来看，建筑施工板块对公司营业收入贡献度最高，近三年占比均在 80% 左右。按毛利润贡献程度来看，建筑施工与类金融占比相对较高，2017-2019 年上述两项业务毛利润合计占比分别为 78.16%、71.42% 和 63.31%。2019 年，公司其他板块营业收入和利润占比上升，主要系新安集团 2019 年新增工程设计与代理服务板块带来的其他业务收入增长，处置机械大厦房屋产生收入，2019 年产权中心加大市场拓展力度，产权交易服务收入及金融服务收入较上年大幅增加，以及 2019 年盛世桃源 9 号楼和盛世新安 1 号地块 8、9 号楼交付，满足收入成本确认条件。

从毛利率来看，跟踪期内，该公司主营业务综合毛利率有所上升。分业务板块来看，2019 年建筑施工板块毛利率小幅下降；类金融业务主要由安振集团旗下小额贷款、融资担保、融资租赁、保理等业务构成，主营业务成本主要体现为融资担保业务计提的担保风险准备金，毛利率持续处于较高水平；建筑设计板块的成本主要来自人力成本，近年来受市场竞争加

剧及人员成本上升影响，毛利率总体有所下降；商贸物流板块毛利率较低且存在一定波动；其他业务板块毛利率同比显著上升，主要系产权交易服务收入及金融服务收入较上年大幅增加，其成本费用增幅相对较小，同时确认收入的房地产项目毛利率较高。

图表 6. 公司营业收入及利润情况（单位：万元、%）

营业收入	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑施工	673628.50	82.71	660578.28	82.53	598430.87	74.47
类金融	19471.78	2.39	23537.61	2.94	26060.09	3.24
建筑设计	25262.00	3.10	28966.00	3.62	40883.36	5.09
商贸物流	47697.00	5.86	33798.00	4.22	47519.84	5.91
其他	48404.74	5.94	53549.82	6.69	90643.15	11.28
合计	814464.02	100.00	800429.71	100.00	803537.32	100.00

毛利润	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑施工	55951.68	64.46	68774.50	67.04	59113.66	45.73
类金融	17527.48	20.19	20582.70	20.06	22718.40	17.58
建筑设计	8139.76	9.38	9026.79	8.80	12401.88	9.59
商贸物流	1216.82	1.40	1093.00	1.07	1753.76	1.36
其他	3961.35	4.56	3105.58	3.03	33269.24	25.74
合计	86797.09	100.00	102582.57	100.00	129256.94	100.00

资料来源：安徽国控

图表 7. 公司各业务板块毛利率情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
建筑施工	8.31	10.41	9.88
类金融	90.01	87.45	87.18
建筑设计	32.22	31.16	30.33
商贸物流	2.55	3.23	3.69
其他	8.18	5.80	36.70
综合毛利率	10.66	12.82	16.09

资料来源：安徽国控

注：2019 年度数据与安徽国控披露的 2019 年年报数据存在尾差，系单位不同造成

（1）建筑施工业务

该公司建筑施工板块的经营主体主要为安徽水安建设集团股份有限公司（以下简称“水安集团”）。水安集团成立于 2002 年 4 月，是安徽省内的老牌水利水电施工建设企业。截至 2019 年末，水安集团注册资本和实收资本均增至 5.00 亿元，其中安徽国控持股 40.01%。根据水安集团公司章程，安徽国控在水安集团董事会 9 名董事中占 4 席，拥有相对控制权。

截至 2019 年末，水安集团合并口径资产总额 149.50 亿元，净资产 19.04 亿元，资产负债率为 87.26%；当期实现营业收入 61.34 亿元，利润总额 2.58 亿元，净利润 1.88 亿元。

A. 业务模式

水安集团为安徽省内最大的水利水电建筑安装企业之一，在水利水电、建筑工程等领域的竞争力较强，具有水利水电、建筑工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包一级资质，公路工程、电力工程、港口与航道工程、机电工程施工总承包二级资质等。

水安集团工程承包业务模式主要为施工总承包，大多数业务通过传统工程招投标方式获取总包合同，并由水安集团负责组织施工。除传统招投标模式外，2017 年以来，水安集团在基础设施工程领域开始采用 PPP 模式，即水安集团作为社会资本方，与安徽省内部分市县合作成立特殊目的公司（SPV 公司），由 SPV 公司负责项目的筹资、建设及运营。该模式下由于施工企业参与 SPV 公司的投资和运营，因此可获取相对更高的收益水平。截至 2019 年末，水安集团共参与设立 16 家 SPV 公司，全部纳入水安集团合并报表范围进行核算。截至 2019 年末，水安集团共中标 16 个 PPP 项目，已全部纳入财政部 PPP 项目库，其中 2 个项目入选国家示范项目，示范项目在落地率、政府支持和融资等方面更具优势。

B. 业务规模及订单充足性

2019 年，水安集团新签工程施工合同 64 个，涉及合同金额 77.17 亿元，较上年下降 33.30%。从项目类型看，新签合同中传统项目 63 个，涉及合同金额 53.75 亿元，占比 69.65%；PPP 项目 1 个，涉及合同金额 23.42 亿元，占比 30.35%。截至 2019 年末，水安集团在手主要未完工合同金额 101.93 亿元，其中水利水电在手未完工合同金额 71.86 亿元、市政工程未完工合同金额 17.33 亿元、房屋建筑未完工合同金额 12.74 亿元，分别占全部在手未完工合同金额的 70.50%、17.00% 和 12.50%。

图表 8. 水安集团新签合同情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新签合同数量	76	39	64
其中：新签订传统合同数量	69	36	63
新签订 PPP 项目合同数量	7	3	1
新签订合同金额	181.29	115.69	77.17
其中：新签订传统合同金额	51.71	59.82	53.75
新签订 PPP 项目合同金额	129.58	55.87	23.42

资料来源：水安集团

随着外部环境的变化和经营策略调整，水安集团营业收入有所波动，2019 年，水安集团营业收入为 61.34 亿元²，较上年下降 7.14%。近年来，融资环境趋紧，公司 PPP 项目落地速度及施工进度趋缓对收入产生一定影响。分业务板块来看，跟踪期内，水安集团水利水电业务收入占比提升，2019 年，水利水电工程收入占比 40.50%，较上年上升 4.74 个百分点。从各业务板块利润来看，水利水电毛利率呈上升趋势，该板块毛利率主要受到原材料价格波动影响；市政公路工程的毛利率有所波动，主要受 PPP 项目落地情况影响；房屋建筑工程毛利率相对较低，2019 年以来有所回升，主要系水安集团加强管理，对材料、设备及劳务进行招标管理，该板块业务成本有所降低。

图表 9. 水安集团营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2017		2018		2019 年	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
水利水电	21.91	7.53	23.62	10.71	24.84	12.60
市政公路工程	28.03	10.63	24.65	11.48	20.17	10.45
房屋建筑工程	12.92	-2.53	13.84	2.39	12.72	5.49
其他	4.51	28.67	3.95	30.09	3.61	6.28
合计	67.36	8.31	66.06	10.41	61.34	10.14

资料来源：安徽国控

从经营区域看，目前水安集团承接业务仍以安徽省内为主，2019 年，水安集团安徽省内项目营业收入占比 85.59%，省外项目占比 12.13%，海外项目占比 2.28%。目前水安集团在手海外合同主要分布在斯里兰卡、刚果（布）、埃塞俄比亚和柬埔寨等国家。

在建项目方面，截至 2019 年末，水安集团在建工程项目合同金额合计 133.54 亿元，已完成投资 86.28 亿元。随着在建项目工程进度的推进，水安集团持续面临一定的资金周转压力。

图表 10. 2019 年末水安集团主要在建项目一览表（单位：亿元）

项目名称/运作模式	合同金额	已投金额	预计工期	业务板块
引江济淮 C005 标	11.42	6.39	2022.1	水利水电
引江济淮枞阳 C001 标	9.78	1.16	2022.6	水利水电
引江济淮 J010-1 标	9.41	4.04	2022.5	水利水电
涡阳县黑臭水体整治及污水处理 PPP 项目幸福河、向阳河、东向阳河、新城河、柳沟 5 条河流综合治理工程项目	4.50	3.24	2019.12	水利水电
涡阳县黑臭水体整治及污水处理 PPP 项目、涡楚河、涡标河、南护城河、葛沟、官路坑工程	5.10	2.30	2020.8	水利水电
舒城县杭埠镇防洪工程 PPP 项目	20.19	0.80	2022.4	水利水电

² 数据取自水安集团 2019 年财务报表数据，与该公司合并报表口径统计数据存在一定差异。

合肥市新站区综合管廊（通济路、魏武路）工程项目	13.72	10.22	2019.12	市政工程
滨湖新区方兴大道（沪蓉高速—包河大道）、方兴大道（汕头路—南淝河路）道路工程 1 标段	4.96	4.40	2020.1	市政工程
宁国港口园区 PPP 项目	5.39	2.07	2021.8	房建工程
青龙潭路厂房工程	4.94	1.73	2020.9	房建工程

资料来源：安徽国控

C. 结算方式及项目资金安排

从已竣工项目回款情况看，2019 年，水安集团前十大投资规模的已竣工项目实际总投资规模为 28.04 亿元，截至 2019 年末，已回笼资金共计 26.66 亿元，前十大已竣工项目回款占项目总投资比例为 95.08%。

图表 11. 2019 年期间水安集团已完工/竣工主要项目一览表

项目名称/运作模式	实际总投资 (亿元)	完工/竣工验收 时间 (年/月)	已回笼 资金 (亿元)	备注
南七花园 A02 地块四标段工程	1.11	2019/11	1.16	共含 11#、12#、13#、14#、15#、16#、17#、19# 八栋楼及 C 区地下车库，其中 2019 年 11 月完成的是 8 栋楼验收，C 区地库于 2020 年 6 月办理竣工验收
郎溪路二三标（包河大道立交-巢湖南路）工程/自营	7.29	2019/9	6.98	已竣工验收
淮北市老濉河水生态环境综合整治工程 PPP 项目	1.99	2019/8	2.23	-
涡阳县黑臭水体整治及污水处理 PPP 项目（经开区污水处理厂）	1.01	2019/8	1.16	-
德来安县顿丘南路（中央大道至 S312 段）工程	2.22	2019/3	1.79	-
S343 霍陈路一级公路改造（城西湖大桥及接线工程二标段）	2.81	2019/6	2.69	-
宁国电镀厂 PPP 项目	1.33	2019/10	1.15	-
合肥新四中项目建设工程施工二标段	1.88	2019/12	1.36	-
南七花园 A02 地块四标段工程	1.11	2019/11	1.16	-
郎溪路二三标（包河大道立交-巢湖南路）工程/自营	7.29	2019/9	6.98	-

资料来源：安徽国控

融资方面，水安集团目前主要融资手段有流动资金贷款、银行汇票、信用证、信托贷款、融资租赁和 PPP 项目贷款等。年平均融资成本在 7% 之内。截至 2019 年末，水安集团有息债务³合计为 70.85 亿元，较上年末增加 24.03 亿元，其中银行借款和融资租赁借款分别为 58.81 亿元和 8.36 亿元。整体而言，PPP 项目建设期对金融机构融资的依赖程度高，近年来随着水安集团对 SPV 公司股权投资支出及项目建设资金投入的增加，水安集团的有息债务规模上升，债务偿付压力加大。

³ 有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

除建筑施工业务外，水安集团于 2018 年 12 月将其与建筑施工业务不相关的业务分立，成立了安徽水安投资控股有限公司（简称“水安控股”）。目前，水安控股主要业务为房地产开发与建设，截至 2019 年末，水安控股房地产板块共有 3 个存续项目，均位于安徽省省内，总投资规模为 33.20 亿元，累计实现合同销售金额 29.36 亿元。2019 年，水安控股房地产板块实现合同销售金额 7.57 亿元，当年结转销售收入 5.53 亿元，其中，盛世新安项目结转销售收入 1.83 亿元，盛世桃源项目结转销售收入 3.70 亿元，北湖南岸项目结转销售收入 5 万元。

图表 12. 截至 2019 年末水安控股房地产存续项目基本情况

名称	所在地区	总投资规模（万元）	累计投资规模（万元）	可售面积（万方）	已售面积（万方）	累计合同销售金额（万元）	已结转销售收入（万元）
盛世新安	滁州市来安县	238900	166383.25	48.89	32.47	153762.00	88826
盛世桃源	合肥市丹霞路与金寨南路交叉口	85000	102327.95	15.96	15.79	128051.09	130660
北湖南岸	合肥北二环以北，龙灯路以东	8100	11025.10	2.76	2.69	11789.13	11550.71
合计	-	332000	279736.3	67.61	50.95	293602.2	231036.7

资料来源：安徽国控

（2）建筑设计业务

该公司建筑设计板块的经营主体主要为安徽省建筑设计研究总院股份有限公司（以下简称“建筑设计研究院”）。建筑设计研究院是由成立于 1952 年的安徽省建筑设计研究院改制成立的国有控股股份有限公司，截至 2019 年末注册资本 6000 万元，安徽国控持股 40.00%。建筑设计研究院是安徽省成立最早、规模最大的国有甲级综合性建筑设计院。具有建筑工程设计甲级、工程咨询甲级、工程监理甲级、一类审图机构、城市规划乙级、电力行业专业及人防工程乙级、工程造价咨询乙级等资质，可面向全国承接各类民用和工业建筑的设计、工程建设可行性研究、城乡规划设计、景观设计、装饰设计、市政设计、绿色建筑设计与咨询、工程造价咨询、工程项目管理、施工图审查、工程检测、工程监理等业务。尤其是在医院、城市综合体、文教体育、居住区规划和住宅单体等专项设计中，积累了丰富的经验，形成了优势特色产品。

2017-2019 年，建筑设计研究院分别实现总产值 2.51 亿元、2.87 亿元和 3.74 亿元；同期新签合同金额分别为 3.72 亿元、3.53 亿元和 5.75 亿元。截至 2019 年末，建筑设计研究院总资产 5.97 亿元，净资产 2.98 亿元，当年实现营业总收入 3.74 亿元，净利润 0.62 亿元，资产及收入规模较上年均保持增长。

图表 13. 公司 2019 年末科研设计板块前十大客户（单位：万元）

序号	客户名称	业务类型	合同金额
1	长丰县北城医院	医疗建筑	5421.00
2	北京航空航天大学合肥创新研究院	其他建筑	2800.00
3	合肥经济技术开发区建设发展局	办公建筑	2354.47
4	镇江华建置业有限公司	住宅建筑	2266.60
5	合肥新创投资控股有限公司	住宅建筑	2225.40
6	恒盛恒茂（合肥）房地产开发有限公司	商业建筑	2219.80
7	中国邮政储蓄银行股份有限公司	办公建筑	1735.02
8	长丰县教育教体局	教育建筑	1656.00
9	安徽省国有资本运营控股集团有限公司	办公建筑	1644.36
10	合肥市第九中学、合肥新创投资控股有限公司	教育建筑	1394.20

资料来源：安徽国控

（3）投资与类金融业务

该公司投资与类金融业务主要由安徽安振产业投资集团有限公司（以下简称“安振集团”）及公司本部资本运作和股权管理部负责运营。其中安振集团主要以类金融业务为主体，经营范围包括融资担保、小额贷款、融资租赁、保理、基金等。本部资本运作和股权管理部主要负责以政策性投资为主的资本运作业务，以及以自营投资为主的股权投资与管理业务。

A. 类金融业务

安振集团是在原安徽安振投资有限公司基础上增资重组设立的国有控股产业投资类公司。2015 年 11 月，安徽省国资委将其持有安振集团 81.27% 股权划转至公司。截至 2019 年末，安振集团注册资本 22.7 亿元，实收资本 9.13 亿元，其中安徽国控持股 81.27%⁴。2019 年末，安振集团资产总额 40.61 亿元，净资产 23.93 亿元；当期实现营业收入 2.72 亿元，净利润 0.77 亿元。

图表 14. 安振集团主要板块营业收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
担保业务	0.24	0.37	0.47
利息收入	1.39	1.39	1.16
租赁业务	0.01	0.36	0.60
保理业务收入	-	0.17	0.30
合计	1.64	2.29	2.53

资料来源：安徽国控

➤ 担保业务

⁴ 根据安振集团公司章程规定，公司注册资本分两次出资，第一期出资 8.63 亿元已到位，其中安徽国控出资 4.38 亿元，占比 50.69%，第二期出资 14.10 亿元，由公司在完成相关工作后出资。

安振集团担保业务主要由安徽省皖投融资担保有限责任公司（以下简称“皖投担保”）开展。2019 年末，皖投担保资产总额 14.17 亿元，净资产 12.05 亿元；当期实现营业收入 1.06 亿元，净利润 0.35 亿元。跟踪期内，皖投担保业务规模进一步上升，2019 年末，皖投担保担保余额为 69.19 亿元，担保放大倍数（含非融资担保业务）为 5.74 倍。

图表 15. 皖投担保担保业务基本情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
期末担保余额(亿元)	49.55	52.87	69.19
其中：融资担保余额（亿元）	21.25	19.18	25.57
期末在保客户数（户）	346	378	471
当期担保发生额（亿元）	20.64	23.62	34.51
担保放大倍数(倍)	4.19	4.44	5.74
当期待偿额（亿元）	0.19	0.20	-
当期待偿户数（户）	2	1	-
当期担保代偿率(%)	0.84	0.97	-

资料来源：安徽国控

► 小贷业务

安振集团的小贷业务主要由安徽省安振小额贷款有限公司（以下简称“安振小贷”）负责开展。2019 年末，安振小贷资产总额 8.24 亿元，净资产 6.41 亿元；当期实现营业收入 0.69 亿元，净利润 0.29 亿元。

近年来，由于宏观经济下行对小微实体经济造成的冲击较大，安振小贷业务投放趋于谨慎，投放规模有所下降。2017-2019 年，安振小贷当期贷款投放规模分别为 12.70 亿元、8.20 亿元和 7.48 亿元，同期末，贷款余额相对平稳，分别为 8.92 亿元、8.01 亿元和 8.15 亿元。

图表 16. 安振小贷贷款业务基本情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
期末贷款余额(亿元)	8.92	8.01	8.15
期末贷款客户数（户）	845	826	763
当期贷款投放金额（亿元）	12.70	8.23	7.48
不良贷款余额（万元）	3760.92	3527.81	3528
不良贷款率（%）	4.20	4.41	4.32

资料来源：安徽国控

安振小贷不良贷款率保持在较高水平，2019 年末，不良贷款率为 4.32%，较年初略有下降。安振小贷关注类贷款规模逐年下降，但占比较高，2019 年末关注类贷款占总贷款比重为 11.92%。拨备计提方面，截至 2019 年末，安振小贷计提的贷款准备金余额为 1.13 亿元。

图表 17. 安振小贷贷款五级分类（单位：万元、%）

五级分类	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	72332	81.05	64656	80.76	68227	83.76
关注类	13149	14.73	11873	14.83	9706	11.92
不良贷款合计	3761	4.21	3528	4.41	3518	4.32
次级类	1565	1.75	1470	1.84	1470	1.80
可疑类	2196	2.46	2058	2.57	2048	2.51
损失类	0	0.00	0	0.00	0	0.00
合计	89242	100.00	80057	100.00	81451	100.00

资料来源：安徽国控

► 租赁和保理业务

安振集团的租赁和保理业务分别由安振（天津）融资租赁有限责任公司（以下简称“安振租赁”）和安振（天津）商业保理有限公司（以下简称“安振保理”）开展。上述两家公司分别成立于 2017 年和 2018 年，注册资本分别为 3.00 亿元和 5000 万元。租赁和保理板块展业时间较短，仍处于业务拓展阶段，目前采用两块牌照一套班子的模式经营。

截至 2019 年末，安振租赁融资租赁款本金余额为 10.38 亿元，较年初增加 2.60 亿元；安振保理依托省属平台客户，保理业务快速扩张，当年投放保理款本金 5.70 亿元，应收保理款余额由年初的 0.54 亿元增至 4.90 亿元。2019 年，安振租赁实现营业收入 0.60 亿元，净利润 0.17 亿元；安振保理实现营业收入 0.30 亿元，净利润 0.16 亿元。截至 2019 年末，安振租赁和安振保理未出现关注及不良类资产。

B. 投资及资产管理业务

自营投资方面，该公司持有华安证券、九华旅游、中钢天源、中电兴发等 4 家上市公司股权。此外，公司还参股安徽皖垦种业股份有限公司、合肥皖垦小额贷款股份有限公司、安徽神剑股份有限公司等非上市公司股权。公司参股的部分企业资质较好，能够为公司带来相对稳定的分红及其他投资收益。2019 年，公司实现投资收益 3.54 亿元，其中按权益法核算的长期股权投资收益 3.13 亿元，可供出售金融资产持有期间取得的分红收益为 0.42 亿元。

图表 18. 2019 年末公司自营投资重要在投上市企业明细

企业名称	持股比例 (%)	成本价 (万元)	公允价值 (万元)	账面价值 (万元)	2019 年分红收益 (万元)	2019 年投资总收益 (万元)
华安证券	25.1	101874.18	663585.26	354123.74	132	27284.61
九华旅游	2.40	899.22	6014.2	6014.2	44.41	104.12
中钢天源	0.71	535	1389.99	1389.99	10.09	10.09
中电兴发	1.24	179.99	5666.31	5666.31	40.11	100.75

资料来源：安徽国控

政策性投资方面，该公司通过下属安徽省属企业改革发展基金管理有限公司作为普通合伙人（GP）设立安徽省属企业改革发展基金（有限合伙）（以下简称“省改基金”）。省改基金合伙协议约定的总出资额为人民币 20 亿元，其中，公司认缴 4.65 亿元（占 23.245%，认缴资金来源于安徽省财政对公司注入的资本金 5 亿元，专项用于省改基金组建）。截至 2019 年末，省改资金认缴资金已到位 6.57 亿元，其中公司到位资金 4.65 亿元。目前省改基金已对外投资的项目为长江文化影视产业私募投资基金 1 号投资和安徽水安恒诚商贸有限公司，投资金额分别为 0.5 亿元和 2.00 亿元。除用于上述两个项目投资外，投资前后的闲置资金基本用于购买银行各类理财产品、结构性存款等。

此外，该公司于 2018 年起受托管理安徽省科技成果转化引导基金（以下简称“科技成果转化基金”），科技成果转化基金为安徽省从省级创新型省份建设专项资金拨付，主要投向国内外在皖转化的各类先进科技成果。2019 年末，科技成果转化基金认缴规模为 20 亿元，实缴规模为 4.5 亿元，较年初增加 5000 万元。今后将通过采取设立子基金、直接股权投资等方式进行投资。

除上述投资业务外，该公司在安徽省《关于推进中央党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管试点的实施意见》（中发办[2018]44 号文）的背景下，正积极筹备国有资产的承接及管理工作。中发办[2018]44 号文下发后，安徽省深发委第三次会议上讨论形成了《关于推进中央党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管试点的实施意见（讨论稿）》（以下简称“讨论稿”）。讨论稿指出，对于与行使公共职能和发展公共事业无关的企业，将企业股权划转移交至安徽国控、安徽省投资集团控股有限公司（以下简称“安徽投控”）或相关国有企业。目前，首批改革试点单位名单已形成，共计 63 家企业，总资产 143 亿元，净资产 35 亿元。

为承接安徽省党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管试点工作，该公司本部设立了资产管理部，同时，全资设立了安徽国控资产管理有限公司（以下简称“安徽国控资管”），二者共同开展资产管理业务。根据制定的初步接收方案，公司计划将资质较好的公司合并为一级子公司；规模较小，资质较差的公司通过改制和混改等手段进行处置。其中，公司本部资产管理部主要负责集团资产转移处置和投资相关制度建设，安徽国控资管则负责具体的国有资产的承接、处置和盘活等工作。跟踪期内，公司共完成 7 户企业的股权资产接收工作，经统计，累计接收企业总资产 6.19 亿元，所有者权益 2.22 亿元，按照持股比例测算净资产合计 1.45 亿元。目前公司正积极推进接收企业的分类管理、结构布局调整及处置等工作。

此外，根据安徽省政府 2018 年发布的《安徽省划转部分国有资本充实社保基金实施方案》（以下简称“实施方案”），为充实养老保险基金而划转的企业国有股权由安徽国控进行专户管理。公司将对划入的国有股权

进行资本和收益管理，同时，公司持有的国有资本收益，由省级财政部门统筹考虑，适时进行收缴。该项专户管理工作也将交由公司本部的资本运作和股权管理部负责运营。2020年3月，安徽省财政厅牵头发布《关于做好全省划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》（以下简称“通知”），通知分解了划转年度工作目标，制定划转阶段任务目标。目前，在主管部门的领导下，公司已完成全省国有企业基本信息的调查摸底工作，划转建议方案审核工作正在进行中。

（4）商业贸易板块

安徽国控商业贸易板块的运营主体为安徽省金安实业有限责任公司（以下简称“金安公司”）。跟踪期内，公司将所持金安公司股权全部划转至下属子公司安徽国控资管，截至2019年末，金安公司注册资本1.11亿元，安徽国控资管持有其100%股权。金安公司主要下设安徽省金安汇成投资有限责任公司（以下简称“金安汇成”）、安徽省二轻供销公司（以下简称“二轻供销”）、安徽省皮革塑料有限公司（以下简称“皮革塑料公司”）、安徽省建材物资供销公司（以下简称“建材物资供销”），上述子公司分别经营铁精粉、钢材、塑料原料、标准砂的商贸业务。

2019年，金安公司实现营业收入4.75亿元，同比增长40.60%，主要系铁精粉板块收入较上年增长46.94%，铁精粉板块占金安公司总收入的比例升至77.15%，较上年提升3.33个百分点。从毛利率看，2019年，金安公司各板块毛利率均较上年上升，此外，由于金安公司为标准砂在安徽的唯一经销商，标准砂贸易板块毛利率维持较高水平，当年公司贸易业务毛利率整体上升。未来，公司计划逐步退出毛利率较低的钢材贸易和塑料原料贸易板块，扩大标准砂贸易规模。

图表 19. 金安公司收入结构和毛利率情况（单位：万元）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
铁精粉	36503	2.30	24949	3.28	36660	3.70
钢材	7815	3.56	6077	2.86	7450.84	2.88
塑料原料	2982	0.46	2434	0.62	2804	0.85
标准砂	397	21.49	338	25.38	605	26.28
合计	47697	2.55	33798	3.23	47519.84	3.69

资料来源：安徽国控

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为安徽省国资委。公司法人治理结构完整，内部组织机构设置较合理，并建立了与自身经营发展相适应的各项制度，形成了较规范的管理体系。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，出资人和实际控制人均为安徽省国资委。公司产权状况详见附录一。

根据该公司 2020 年 2 月 13 日公告，公司原总经理张子良同志请求辞去总经理职务，经安徽省国资委同意，免去张子良同志公司总经理职务。目前总经理职责暂由董事长代为行使，上述人事变动对公司日常经营管理影响有限。

2018 年以来，随着省属国有资本运营公司试点单位的定位加以明确，该公司结合自身实际对组织架构进行调整，出台了《安徽省国有资本运营控股集团有限公司本部机构改革方案》。调整后公司本部设 9 个职能部门和 1 个部门管理机构，9 个职能部门包括办公室（党委办、董事会办、总经理办）、资本运作与股权管理部、资产管理部、发展改革部、财务管理部、审计法务风控部、党群工作部（企业文化部）、人力资源部（外部董事总会计师工作部）、纪检监察室；1 个部门管理机构即后勤服务中心。公司组织结构图见附录二。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司共 13 家。其中重要一级子公司包括水安集团、建筑设计研究院、安振集团等，主要负责公司旗下建筑施工、建筑设计、投资与类金融等重点业务板块的经营。2019 年，公司合并报表范围新纳入 2 家一级子公司，其中安徽省水电有限责任公司系从安徽省水利厅整体接收取得，安徽国控资产管理有限公司系公司（简称“安徽国控资管”）通过设立取得。公司主业涉及的主要经营主体及其概况详见附录三。

子公司管理方面，该公司通过向子公司委派/推荐董事、监事、领导班子成员或财务负责人等来实现对子公司的有效管理，具体措施包括明确规定子公司重大事项报告、建立对子公司的薪酬管理制度等。公司以《所属企业领导班子和领导人员年度考核评价办法（试行）》为依据，将全资子公司和绝对控股子公司领导班子及成员、集团公司相对控股子公司党委班子及成员等纳入综合考核评价范围，对考核对象主要从发展（企业经营业绩、可持续发展等）和党建两个方面考核评价，并将综合考评结果作为领导班子和领导人员选拔任用、培养教育、管理监督、激励约束的重要依据。

截至 2019 年末，除存在控制关系已纳入该公司合并范围的子公司，公司无其他重大关联交易事项。

根据公开市场信息、审计报告披露信息、该公司提供的 2020 年 6 月 15 日《企业信用信息公示报告》以及其他信息，公司不存在违约记录。

财务

跟踪期内，该公司营业总收入和营业总成本保持平稳，对联营企业投资收益的增加推动了公司当期盈利水平的提升。整体来看，得益于建筑施工、建筑设计、类金融和其他业务的发展，以及重要参股企业经营业绩的提升，公司收入和盈利水平总体有所提升，但随着水安集团和安振集团的负债经营程度上升，公司盈利能力及其稳定性仍有待观察。

随着各业务板块的发展，该公司杠杆水平和刚性债务逐年上升，其中水安集团债务偿付压力明显加大。但公司整体刚性债务占总负债比重不大，且以长期债务为主，加之公司货币资金存量相对充裕，能够对即期债务偿付形成保障。

1. 公司财务质量

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

该公司于 2017 年度对财务报表进行会计估计变更及前期差错更正。会计估计变更方面，公司子公司水安集团在 IPO 上市辅导过程中，制定了相关坏账分账龄计提比例，并对该项会计估计变更采取了追溯调整，补提以前年度坏账准备 2.39 亿元。

2017 年度，该公司重大差错更正事项包括：（1）公司以前年度对华安证券股权投资在可供出售金融资产核算，2017 年度持股比例 24.5%，对华安证券具有重大影响，故对其股权投资的核算方法改为权益法，并追溯调整；（2）子公司安振小贷未就暂时性差异确认递延所得税资产及相关递延所得税费用，且所得税计算错误；（3）子公司安徽省国资金融投资有限公司所得税计算错误；（4）子公司安振集团、水安集团、建筑设计院等对前期重大差错进行更正。上述差错更正对公司 2017 年初及 2016 年经营成果影响如下：调整增加 2017 年初总资产 34.94 亿元，调整增加总负债 14.85 亿元，调整增加所有者权益 20.08 亿元，调整减少 2016 年营业收入 2.06 亿元，调整减少利润总额 0.81 亿元，调整减少净利润 0.83 亿元。

2018 年度，该公司重大差错更正事项包括：收入、成本调整，未经董事会决议批准调整达账项调整，补提坏账准备、累计折旧、累计摊销、

税金、补确认递延所得税资产及负债，往来重分类、固定资产重分类及费用重分类等。上述差错更正对公司 2018 年初及 2017 年经营成果影响如下：调整减少 2018 年初总资产 15.67 亿元，调整减少总负债 13.71 亿元，调整减少所有者权益 1.97 亿元，调整减少利润总额 3.42 亿元，调整减少净利润 2.90 亿元。

2019 年度，该公司差错更正事项包括：对应交税费、未分配利润、盈余公积、对属于母公司所有者权益、固定资产及少数股东权益的调整。上述差错更正对公司 2019 年初及 2018 年经营成果影响如下：调整增加 2019 年初总资产 0.58 亿元，调整增加总负债 0.46 亿元，调整增加所有者权益 0.12 亿元，调整增加利润总额 0.05 亿元，调整减少净利润 0.04 亿元。

2019 年，该公司合并范围内新纳入安徽国控资产管理有限公司和安徽省水电有限责任公司 2 家一级子公司。金安公司和安徽省省属企业托管资产管理有限公司因股权划入安徽国控资管，成为公司二级子公司，此外，安徽诚通资产运营有限责任公司于 2019 年注销，不再作为一级子公司纳入公司合并报表范围。

2. 盈利能力

近年来，该公司营业总收入总体保持平稳，2017-2019 年，公司营业总收入分别为 82.84 亿元、81.44 亿元和 81.51 亿元。从收入构成来看，建筑施工板块的收入占比最高，近年来呈一定波动。类金融业务板块收入呈上升趋势，主要得益于旗下各业务板块的持续发展。建筑设计板块收入近年来保持较快增长，2018 年和 2019 年，该板块收入同比增速分别为 14.66% 和 41.14%。商贸物流板块收入呈现一定波动，随着铁精粉销售收入的上升，2019 年该板块收入同比增长 40.60%。此外，2019 年公司其他业务收入较上年增长 69.27%，主要系水安集团 2019 年新增工程设计与代理服务板块带来的其他业务收入增长，处置机械大厦房屋产生收入，产权交易服务收入及金融服务收入较上年大幅增加，以及 2019 年盛世桃源 9 号楼和盛世新安 1 号地块 8、9 号楼交付，满足收入成本确认条件。

图表 20. 公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑施工	673628.50	82.71	660578.28	82.53	598430.87	74.47
投资与类金融	19471.78	2.39	23538.00	2.94	26060.09	3.24
建筑设计	25262.00	3.10	28966.00	3.62	40883.36	5.09
商贸物流	47697.00	5.86	33798.00	4.22	47519.84	5.91
其他	48404.74	5.94	53549.82	6.69	90643.15	11.28

合计	814464.02	100.00	800429.71	100.00	803537.32	100.00
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：安徽国控

除经营性业务形成的收入外，该公司由股权转让以及对联营及合营企业的投资而形成的投资收益是公司收入的有力补充。2017-2019 年，公司投资收益分别为 2.71 亿元、3.20 亿元和 4.64 亿元，2019 年投资收益上升，主要得益于权益法核算的长期股权投资收益增加，可供出售金融资产持有期分红收益上升，以及处置持有至到期投资取得的收益。其中，2019 年公司权益法核算的长期股权投资收益为 3.13 亿元，同比增长 200.96%，主要系联营企业华安证券和安徽安华基金投资有限公司经营业绩提升，当年分别确认投资收益 2.72 亿元和 0.37 亿元。此外，2019 年公司处置持有至到期投资取得收益 0.83 亿元，系处置安徽宏源水利水电建设有限公司债权取得的收益。

图表 21. 公司投资收益明细（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年
权益法核算的长期股权投资收益	1.90	1.04	3.13
处置长期股权投资产生的投资收益	0.11	1.99	-0.0006
处置以公允价值计量的金融资产取得的投资收益	0.23	0.001	-0.001
可供出售金融资产等取得的收益	0.19	0.10	0.42
处置可供金融资产取得的收益	0.12	0.004	-
处置持有至到期投资取得的收益	-	-	0.83
其他	0.16	0.065	0.26
合计	2.71	3.20	4.64

资料来源：安徽国控

2017-2019 年，该公司营业总成本分别为 78.50 亿元、77.10 亿元和 77.75 亿元。从成本构成情况看，公司营业总成本主要由各板块营业成本、期间费用和资产减值损失构成。近三年，公司营业成本小幅下降，2017-2019 年，公司营业成本分别为 72.77 亿元、69.78 亿元和 67.40 亿元。公司营业成本下降，主要受益于政府调价政策，水安集团 PPP 项目原材料成本有所下降。

该公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大。公司期间费用呈上升趋势，2017-2019 年，分别为 4.60 亿元、7.12 亿元和 7.36 亿元。其中，财务费用增长较快，2019 年，公司财务费用同比增长 20.35%至 2.88 亿元，主要系近年来建筑施工板块承接 PPP 项目导致融资成本上升，以及安振集团下属租赁板块业务发展导致融资成本上升。2017-2019 年，公司期间费用率分别为 5.65%、9.10%和 9.03%。公司资产减值损失波动较大，2017-2019 年，公司分别计提资产减值损失 0.33 亿元、-0.65 亿元和 1.34 亿元。2018 年公司资产减值损失为负，主要系安振集团加大了长期

挂账的应收款项回收力度；2019 年资产减值损失较上年增加 1.99 亿元，系水安集团对 PPP 项目按照账龄计提坏账准备所致。

图表 22. 公司各板块毛利率情况（单位：%）

业务板块	2017 年	2018 年	2019 年
建筑施工	8.31	10.41	9.88
投资与类金融	90.01	87.45	87.18
建筑设计	32.22	31.16	30.33
商贸物流	2.55	3.23	3.69

资料来源：安徽国控

近年来，该公司营业利润及净利润呈增长趋势，2017-2019 年，公司营业利润分别为 7.06 亿元、7.65 亿元和 9.06 亿元；净利润分别为 6.13 亿元、5.31 亿元和 7.49 亿元。跟踪期内，得益于投资收益的增加，公司盈利水平和盈利指标有所提升，2019 年，公司营业利润率、净利润率和净资产收益率分别为 11.11%、9.19%和 7.96%，较上年分别上升 1.73 个百分点、2.67 个百分点和 1.65 个百分点。

3. 资本结构

（1）财务杠杆

2017-2019 年末，该公司所有者权益分别为 80.30 亿元、88.01 亿元和 100.33 亿元。从净资产构成看，2019 年末，公司实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为 22.76 亿元、18.34 亿元、21.08 亿元和 34.56 亿元，其中实收资本较 2019 年年初增加 5.90 亿元，主要系当年资本公积中安徽省财政厅拨付的国有资本经营预算支出资金 5.00 亿元转增实收资本，此外，安徽省财政厅拨付 0.90 亿元补充公司资本金；2017-2019 年，公司分别向股东分配现金股利 0.79 亿元、0.36 亿元和 0.24 亿元，占同期归属于母公司所有者净利润的比例分别为 65.83%、10.47%和 5.11%；公司少数股东权益金额较大，主要为水安集团、建筑设计研究院、安振集团等非全资并表子公司其他股东权益。

随着各业务板块的发展，尤其是水安集团 PPP 业务的快速发展，该公司负债规模不断上升，2017-2019 年末，公司合并口径负债总额分别为 133.24 亿元、145.48 亿元和 190.09 亿元；同期末公司资产负债率分别为 62.40%、62.31%和 65.45%，呈逐年上升态势。

（2）债务结构

从负债结构来看，随着近年来水安集团业务规模的扩张，该公司长期借款相应增加，公司短期负债占比逐年下降，2017-2019 年末，流动负债分别占负债总额的 77.93%、70.58%和 62.61%。2019 年末，公司负债主要

分布于刚性债务、应付票据及应付账款、预收账款和其他应付款，占年末负债总额的比例分别为 47.86%、28.84%、7.09% 和 9.91%。2019 年末，公司刚性债务余额为 90.97 亿元，其中短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的刚性债务分别为 16.43 亿元、5.80 亿元、56.59 亿元、5.00 亿元和 5.70 亿元；刚性债务较上年末增加 33.59 亿元，其中，短期借款、长期借款和长期应付款中的刚性债务较上年末分别增加 1.39 亿元、28.45 亿元和减少 0.50 亿元；长期应付款主要为水安集团筹借的应付融资租赁借款。应付票据及应付账款主要为水安集团因施工产生的材料款和工程分包款尚未支付款项，2019 年末为 54.82 亿元，较上年末增长 13.40%。预收款项主要为房地产项目预售形成的款项，2019 年末为 13.48 亿元，较年初增长 11.07%，主要系地产项目销售增加但未达到结转收入、预收新站管廊的政府补助款未重分类以及 PPP 项目和引江济淮项目预付款增加所致，地产主要涉及项目包括盛世新安、盛世桃源、北湖南岸、金安广场、金安春天项目。其他应付款为 18.84 亿元，主要包括水安集团应付工程分包商的质保金及押金（7.19 亿元）、施工奖励以及集团及各子公司的对外往来款（4.56 亿元）、工程项目工程款（3.56 亿元）、代收代付暂存款（2.14 亿元）和应付其他费用等。此外，公司长期应付款年末余额为 8.44 亿元，包含长期应付款（应付融资租赁款）5.70 亿元和专项应付款 2.75 亿元，专项应付款主要包括科技成果转化基金（0.53 亿元）和公司于 2018 年起受托管理的托管中心及下属办事处专项应付款和可用改制费用等其他费用。

整体看，该公司业务扩张和投资力度加强使其刚性债务不断上升，其中水安集团债务偿付压力明显加大，但公司整体刚性债务占总负债比重不大，且长期债务占比相对较高，整体债务偿付压力尚可。

（3）刚性债务

截至 2019 年末，该公司刚性债务余额为 90.97 亿元，其中银行借款、信托借款、应付债券和应付融资租赁款规模分别为 73.49 亿元、0.75 亿元、5.00 亿元和 8.29 亿元。从期限结构来看，2019 年末，公司短期债务（含一年内到期的非流动负债）和长期债务占比分别为 23.19% 和 76.81%。从借款方式来看，2019 年末，公司银行及信托借款合计为 74.24 亿元，其中信用借款、质押借款、保证借款和抵押借款分别占比 16.80%、4.33%、14.15% 和 64.72%。

从资金筹措主体看，该公司短期债务主要由水安集团、安振集团和金安公司筹措，长期债务主要由水安集团、安振集团和公司本部筹措，其中信托借款和应付融资租赁款均由水安集团筹措。从融资成本来看，公司合并口径银行借款利率采用基准利率上浮 0%-30% 不等，信托借款利率为 7-8%，租赁借款综合融资成本接近 10%。

图表 23. 2019 年末公司借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计	筹措主体	抵/质押物
信用借款	7.76	-	4.71	12.47	集团本部为主	-
保证借款	5.96	1.21	3.34	10.50	安振集团、水安集团为主	-
质押借款	2.22	-	1.00	3.22	水安集团为主	PPP 项目收益权质押
抵押借款	0.50	-	47.54	48.04	水安集团为主	水安工业园等资产抵押
合计	16.43	1.21	56.59	74.24	-	-

资料来源：安徽国控

债券发行方面，截至本评级报告出具日，该公司已发行且尚在存续期内的债券余额为 8.00 亿元。

图表 24. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	起息日	本息兑付情况
19 国资 01	5.00	3+2	3.99	2019-12-3	未到首次付息日
20 皖控 01	3.00	3+2	3.40	2020-3-9	未到首次付息日

资料来源：安徽国控

4. 或有负债

根据该公司 2019 年度审计报告披露信息，截至 2019 年末，水安集团涉及部分未决诉讼或仲裁事项，主要涉及工程项目产生的劳务费、材料费、工程款欠款等。除上述事项外，截至 2019 年末，公司不存在其他或有事项。

5. 现金流量

该公司经营活动产生的现金流主要受到水安集团工程项目支出及回款、安振集团小贷、租赁、保理等业务资金投放及收回、以及与其他企业的资金往来等影响。2017-2019 年，公司营业收入现金率分别为 108.67%、127.41% 和 96.56%，近三年公司主业获现能力较强，同期，经营活动产生的现金流量净额分别为-1.09 亿元、-16.49 亿元和 10.08 亿元。2019 年，公司经营性现金净流入较往年增加，主要系 2019 年度水安集团前期垫资的工程款回流所致。

2017-2019 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-14.88 亿元、-8.50 亿元和-29.71 亿元。2017 年公司投资性现金净流出额增加，主要系公司 PPP 业务在建工程投资支出增加所致。2019 年公司投资活动产生的现金净流出量同比显著增加，主要系水安集团 PPP 项目进入集中建设期，投资增长较快所致。

2017-2019 年, 该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 23.06 亿元、31.92 亿元和 30.88 亿元。2017 年以来, 随着水安集团业务的快速发展, 公司通过银行借款、融资租赁等方式获取较大规模资金, 筹资性现金流量净额显著上升。整体而言, 近两年公司主要通过外部融资弥补水安集团等经营及投资环节产生的资金缺口, 筹资性现金净流入尚能对非筹资性现金净流出形成覆盖。

2017-2019 年, 该公司 EBITDA 分别为 10.33 亿元、11.76 亿元和 15.88 亿元, 对利息支出的保障倍数分别为 4.51 倍、3.44 倍和 3.26 倍。随着利息支出的增加, EBITDA 对利息支出的保障程度有所下降, 但尚处于合理水平。

图表 25. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	6.25	3.44	3.26
EBITDA/刚性债务(倍)	0.41	0.27	0.21
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-1.18	-15.97	0.91
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-0.98	-11.83	0.60

资料来源: 安徽国控

6. 资产质量

2017-2019 年末, 该公司合并口径资产总额分别为 213.54 亿元、233.49 亿元和 290.42 亿元。公司建筑板块应收账款和未结算工程规模较大, 流动资产比重相对较高, 2017-2018 年, 随着 PPP 项目的投资陆续落地, 流动资产占比呈下降态势。2019 年以来, 随着 PPP 项目的施工进展长期应收款规模上升, 流动资产占比继续下降。2017-2019 年末, 流动资产占总资产的比重分别为 66.06%、52.38%和 48.90%。

从资产构成来看, 2019 年末, 该公司资产主要分布于货币资金、应收票据及应收账款、存货、长期应收款和长期股权投资, 上述资产占期末资产总额的比例分别为 13.31%、13.99%、10.07%、23.40%和 12.29%。其中, 货币资金为 38.65 亿元(其中, 公司本部、水安集团和安振集团货币资金分别为 3.40 亿元、15.13 亿元和 5.25 亿元), 包括受限货币资金 1.80 亿元。应收票据及应收账款为 40.62 亿元, 较上年末上升 17.43%, 主要为水安集团传统工程项目形成的应收款项。公司存货主要为原材料、库存商品、房地产开发成本和水安集团已完工未结算款项, 2019 年末为 29.24 亿元, 其中在产品(包含已完工未结算工程和在建房地产开发产品)、库存商品(包含已完工房地产开发产品)和原材料分别为 26.09 亿元、2.41 亿元和 0.73 亿元。长期应收款为 67.97 亿元, 较上年末增长 62.06%, 长期应收款主要为子公司安振集团旗下租赁业务形成的应收融资租赁款, 以及水安集团

PPP 项目形成的施工成本⁵，后续将按照合同约定与地方政府进行结算，上述两项资产净额分别为 10.16 亿元（2019 年末减值准备 0.07 亿元）和 57.82 亿元，PPP 项目施工成本明显上升，主要系 PPP 项目公司拆迁款及工程结算款增加所致。长期股权投资 33.11 亿元，其中持有华安证券的股权账面价值为 32.09 亿元。此外，2019 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、固定资产、投资性房地产增幅较快，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 1.66 亿元，较上年末增长 1792.41%，主要系公司增持华安证券股票所致；固定资产为 11.38 亿元，较上年末增长 43.93%，主要系公司购入合肥胡冰徽盐世纪广场 9-17 层，同时水安公司孵化中心大道可使用状态转入固定资产所致；投资性房地产为 3.62 亿元，较上年末 118.45%，主要系水安集团购入来安及盛世桃源房产作为投资性房地产，以及出租金安广场 1-5 层作为投资性房地产所致。

图表 26. 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.88	13.52	35.89	15.37	38.65	13.31
应收账款	38.16	17.87	32.97	14.81	40.41	13.92
存货	28.61	13.40	24.67	10.56	29.24	10.07
长期应收款	11.63	5.45	41.94	17.96	67.97	23.40
长期股权投资	31.63	14.81	33.11	14.18	35.68	12.29
其他	74.63	34.95	63.29	27.10	78.46	27.02
合计	213.54	100.00	233.49	100.00	290.42	100.00

资料来源：安徽国控

7. 流动性/短期因素

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 135.85%、119.13%和 119.32%；速动比率分别为 97.81%、93.56%和 93.26%。公司流动资产中货币资金占比相对较高，截至 2019 年末，公司可动用货币资金 36.85 亿元；除货币资金外，公司持有的短期金融资产还包括以公允价值计量变动计入当期损益的金融资产 1.66 亿元、保本理财 0.20 亿元（计入一年内到期的非流动资产）、短期理财产品 0.20 亿元（计入其他流动资产）。2019 年末上述资产合计为 38.91 亿元，能够对 22.23 亿元的短期刚性债务形成覆盖。除货币资金和短期金融资产外，公司流动资产主要分布于应收账款和存货，上述两类资产实际变现能力较弱。

⁵ 体现为长期应收款下的“分期收款提供劳务”科目。

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	135.85	119.13	119.32
速动比率（%）	97.81	93.56	93.26
现金比率（%）	27.97	35.02	33.87

资料来源：安徽国控

截至 2019 年末，该公司受限资产合计 5.67 亿元，其中货币资金 1.38 亿元，主要为保函保证金；固定资产 3.64 亿元，主要为抵押资产；股权 0.65 亿元，为安振集团持有安徽省国金融投资有限公司的股权质押融资。

图表 28. 2019 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产类别	账面价值	受限原因
货币资金	1.80	保函、汇票等各类保证金、质押定期存款
固定资产	2.73	借款质押
无形资产	0.09	抵押
股权	0.65	借款质押
其他	0.53	借款抵押（投资性房地产）
合计	5.79	-

资料来源：安徽国控

外部支持因素

该公司是安徽省唯一的省属国有资本运营公司改革试点单位，功能定位明确，承担了国有资产运营处置、国有股权管理、国有资本投融资三大任务，近年来持续在股权划转等方面获得了安徽省政府的有力支持。

截至 2019 年末，该公司获得主要贷款银行的授信额度合计 143.15 亿元，未使用额度 65.23 亿元。相对充裕的银行授信能够对公司债务偿付形成支撑。

跟踪评级结论

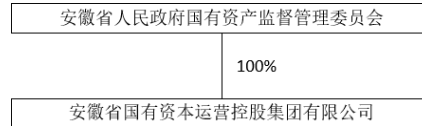
跟踪期内，该公司建筑施工板块收入和利润有所下滑，但仍是公司最主要的收入来源。建筑设计板块收入和利润较快增长。类金融板块利润贡献度较高，各业务板块保持发展态势。商贸物流板块随着铁精粉板块销量增长，收入和利润有所上升。此外，得益于产权交易服务业务规模扩大、部分房地产项目确认销售收入，公司其他板块收入和利润显著上升，带动公司整体收入和毛利润提升。跟踪期内，公司已承接部分安徽省内党政机关和事业单位相关国有资产划转，随着此项工作的推进，公司资产管理业务板块逐步投入运营，同时，公司也将面临持续的业务整合压力。公司营

业总收入和营业总成本保持平稳，对联营企业投资收益的增加推动了公司当期盈利水平的提升。随着各业务板块的发展，公司杠杆水平和刚性债务逐年上升，其中水安集团债务偿付压力明显加大。但公司整体刚性债务占总负债比重不大，且以长期债务为主，加之公司货币资金存量相对充裕，能够对即期债务偿付形成保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观、区域经济环境及政策环境变化对该公司各项业务经营及资产质量的影响；（2）水安集团有息债务变化趋势及对公司杠杆水平和流动性管理的影响；（3）安徽省中央党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管试点工作给公司带来的业务整合、人员安置等方面的压力；（4）水安集团项目工程款回收情况及流动性管理情况；（5）利息支出增加、资本市场波动、重要参股企业经营业绩波动以及水安集团资产减值计提政策的调整对公司盈利稳定性的影响。

附录一：

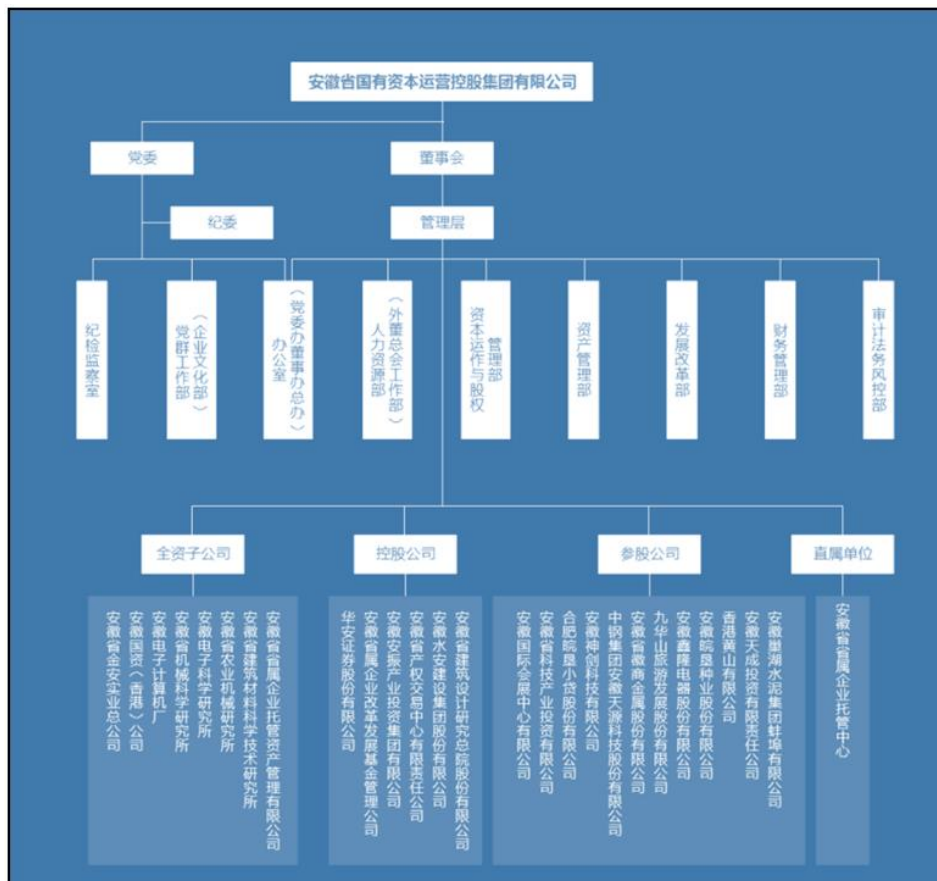
公司与实际控制人关系图



注：根据安徽国控提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据安徽国控提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		注册资本	实收资本	母公司 持股比例 (%)	主营业务	备注
全称	简称					
安徽水安建设集团股份有限公司	水安集团	5.00	5.00	40.01%	建筑施工	
安徽安振产业投资集团有限公司	安振集团	9.13	9.13	81.27%	担保、小贷、租赁、保理、投资	
安徽省建筑设计研究总院股份有限公司	建筑设计院	0.60	0.60	40.00%	建筑设计	
安徽国控资产管理有限公司	金安公司	5.00	-	100.00%	商业贸易	

注：根据安徽国控提供资料整理（截至 2019 年末）

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	213.54	233.49	290.42
货币资金 [亿元]	28.88	35.89	38.65
刚性债务[亿元]	30.91	57.38	90.97
所有者权益 [亿元]	80.30	88.01	100.33
营业收入[亿元]	81.45	80.04	80.35
净利润 [亿元]	6.13	5.31	7.49
EBITDA[亿元]	9.57	11.76	15.88
经营性现金净流入量[亿元]	-1.09	-16.49	1.01
投资性现金净流入量[亿元]	-14.88	-8.50	-29.71
资产负债率[%]	62.40	62.31	65.45
长短期债务比[%]	28.31	41.69	59.72
权益资本与刚性债务比率[%]	259.80	153.39	110.29
流动比率[%]	135.85	119.13	119.32
速动比率 [%]	97.81	93.56	93.26
现金比率[%]	27.97	35.02	33.87
利息保障倍数[倍]	5.80	3.19	2.90
担保比率[%]	—	—	—
毛利率[%]	10.66	12.82	16.12
营业利润率[%]	8.67	9.55	11.11
总资产报酬率[%]	5.00	4.88	5.39
净资产收益率[%]	9.11	6.31	7.96
净资产收益率*[%]	6.45	5.86	7.55
营业收入现金率[%]	107.36	127.41	96.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.18	-15.97	0.91
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.98	-11.83	0.60
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.36	-24.20	-25.90
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.45	-17.93	-17.11
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	3.44	3.26
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.27	0.21

注：表中数据依据安徽国控经审计的 2017-2019 年度数据整理、计算，其中其中 2017 年及 2018 年审计报告均有重大差错更正，故而表中 2017-2018 年数据不具有可比性。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]+365/[报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）》（发布于 2019 年 8 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。