

信用等级公告

联合[2018] 2996 号

联合资信评估有限公司通过对江苏南通三建集团股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定江苏南通三建集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，江苏南通三建集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月十四日



江苏南通三建集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 不超过 5 亿元
本期中期票据期限: 期限为 2+1 年, 附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金
募集资金用途: 偿还银行借款

评级时间: 2018 年 11 月 14 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	28.67	30.54	39.72	38.32
资产总额(亿元)	181.43	230.79	276.11	283.20
所有者权益(亿元)	59.06	73.15	84.15	85.84
短期债务(亿元)	47.03	56.94	63.40	79.91
长期债务(亿元)	17.70	31.47	62.54	59.11
全部债务(亿元)	64.73	88.42	125.94	139.02
营业收入(亿元)	187.45	202.78	207.59	93.86
利润总额(亿元)	10.36	10.94	18.71	4.79
EBITDA(亿元)	12.75	15.15	23.52	--
经营性净现金流(亿元)	-2.17	0.66	2.50	1.03
营业利润率(%)	7.73	9.71	10.96	9.82
净资产收益率(%)	12.53	10.13	16.61	--
资产负债率(%)	67.45	68.30	69.52	69.69
全部债务资本化比率(%)	52.29	54.72	59.95	61.82
流动比率(%)	158.86	168.23	202.34	193.76
经营现金流动负债比(%)	-2.09	0.52	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.08	5.84	5.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.39	4.49	5.92	--

注: 公司 2015 年数据为 2016 年审计报告中追溯调整数据; 公司 2018 年半年报财务数据未经审计。

分析师

张宁 姚玥

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

江苏南通三建集团股份有限公司(以下简称“公司”)是以建筑施工(房建)为核心的大型建筑施工企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司作为江苏区域建筑施工行业内的民营龙头企业之一,在专业资质、施工质量、技术水平、项目承接能力等方面具备明显优势。同时,联合资信也关注到,目前建筑施工行业竞争激烈、公司应收类款项和存货对资金形成较大占用、短期债务规模较大且存在较大的短期偿债压力等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

近年来,公司经营稳健,主营业务经营状况良好,资产规模及收入规模不断增长,项目储备充足。未来随着城市化建设发展需求的增长、公司国内外业务区域的不断拓展,公司业务有望保持一定规模。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 公司作为江苏省建筑施工行业内的民营龙头企业之一,在专业资质、施工质量、技术水平、项目承接能力等方面具备明显优势。
2. 近年来,公司在手项目储备充足,有较好的业务持续性,资金回笼能力较好。
3. 公司单一市场风险低,且收入稳步增长,期间费用控制能力较强。

关注

1. 目前宏观经济增速放缓,基于建筑施工行业与宏观经济的高度相关性,公司业务短期内

- 存在一定的扩张压力。
2. 公司流动资产中应收类款项和存货占比大，如应收类款项回款不及时，将对公司营运资金周转形成一定压力。
 3. 公司部分施工项目采取产融结合和恒大新模式，产融结合和恒大新模式对公司资金形成一定的占用。
 4. 公司短期债务规模较大，短期偿债压力较大。
 5. 公司对外担保企业所处行业和区域集中度高，存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏南通三建集团股份有限公司（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。

江苏南通三建集团股份有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江苏南通三建集团股份有限公司（以下简称“南通三建”或“公司”），前身为 1958 年成立的海门县建筑工程公司。公司经多次改制以及股权变更，2004 年 11 月，公司变更成为陈祖新等 18 位自然人控股的民营企业（持股比例 53.33%），公司注册资本为 3.00 亿元。后经一系列增资及股权转让，2015 年 12 月，公司占有股份前三大的股东黄裕辉、周炳高、季秋野等自然人及海门市城市发展投资有限公司将所持公司股权转让给南通三建控股有限公司（以下简称“三建控股”）；同时，公司工会及部分自然人将所持公司股权转让与南通三建慧创投资管理中心（普通合伙），公司注册资本为 5.01 亿元。2016 年 4 月，南通杰创投资管理中心（有限合伙）与南通广丰投资管理中心（有限合伙）对公司增资，增加注册资本 5012.80 万元，公司注册资本变为 5.51 亿元。2016 年 8 月，公司于全国中小企业股份转让系统挂牌（证券代码：838583）。2016 年 10 月，公司决议向珠海建熠投资管理中心（有限合伙）、嘉兴创泽投资合伙企业（有限合伙）及自然人徐康宁定向发行 4479.67 万股股票，公司注册资本增至 5.96 亿元。2017 年 3 月，公司决议向宁波梅山保税港区逐原投资中心（有限合伙）定向发行 2501.31 万股股票，公司注册资本增至 6.21 亿元。2017 年 9 月，公司以现有总股本 62121.78 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后股本为 124243.56 万股，公司注册资本增至 12.42 亿元。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为 12.42 亿元，三建控股为公司的控股股东（持股比例为 73.05%），由于黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、

袁备、张福斌¹等八人持有三建控股出资额的 50.20%（其中黄裕辉持股比例为 22.04%）。因此，黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、袁备和张福斌八人为公司实际控制人。根据公司 2018 年 10 月 17 日《关于公司股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌的公告》显示，根据自身经营发展需要及资本市场的长期战略发展规划，公司向全国中小企业股份转让系统申请终止股票挂牌，并自 2018 年 10 月 18 日起终止股票挂牌。

公司经营范围为：房屋建筑工程施工总承包、建筑装饰装修工程专业承包、钢结构工程专业承包、机电设备安装工程专业承包、市政公用工程施工总承包、消防设施工程专业承包、地基与基础工程专业承包、机电安装工程、电子与智能化工程专业承包（以上范围凭资质经营）、承包境外工业与民用建筑工程及境内国际招标工程，上述境外工程所需的设备、材料出口，对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员、向境外派遣各类劳务人员（不含海员）、建筑材料销售、机具租赁、建筑节能技术开发与设计、建筑施工技术开发。（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，公司内设人力资源部、信息中心、经营合约部、法律事务部、质量技术部及财务部等 9 个职能部门；公司下设北京、上海、江苏、山东、安徽等 16 个区域分公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 276.11 亿元，所有者权益合计 84.15 亿元（其中少数股东权益 0.08 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 207.59 亿元，利润总额 18.71 亿元。

¹ 8 名自然人为一致行动人，为公司实际控制人。

2018年6月底，公司资产总额283.20亿元，所有者权益合计85.84亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2018年1~6月，公司实现营业收入93.86亿元，利润总额4.79亿元。

公司注册地址：海门市狮山路131号。
法定代表人：黄裕辉。

二、本期中期票据概况

公司拟于2019年注册中期票据规模20.00亿元，其中2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行规模不超过5.00亿元，期限为2+1年，附第2年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据每年付息一次，本金于到期日一次性兑付，募集资金全部用于偿还银行借款。

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、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我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年我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（PPIRM）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，我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，我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，我国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。我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，我国货物进出口总值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我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，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我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年下半年我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. 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017年，全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%；增速同比有所下降。

图1 2013~2017年中国建筑业增加值及其增长速度（单位：亿元、%）



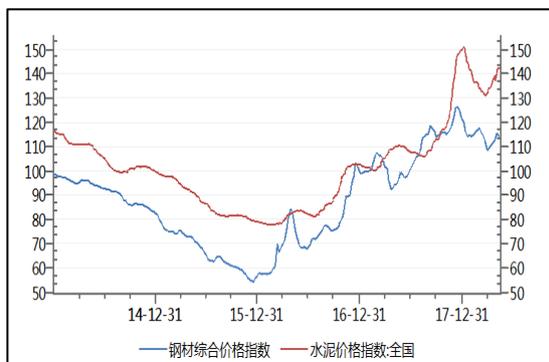
资料来源：国家统计局

2. 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年下半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”

战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20% 以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	

	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑市场企业竞争格局很难打破。

4. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过快扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

5. 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

6. 区域经济

江苏省经济保持稳定发展，综合经济实力位居全国前列；公司所在地南通市经济保持稳定发展，基础设施建设投资力度较大，公司外部环境良好。

近三年，江苏省地区生产总值不断增长。其中，2017年江苏省实现地区生产总值85900.9亿元，比上年增长7.2%。全省人均地区生产总值107189元，比上年增长6.8%。全年三次产业增加值比例调整为4.7:45.0:50.3。

根据江苏省《2017年全省建筑业发展和市场监管工作要点》，2017年江苏省将积极开拓省外建筑市场，消除地区壁垒，支持企业在巩固省内市场份额的同时，在省外拓展重大基础设施工程业务，承揽大型标志性项目；在开拓华北、西北和南方市场的前提下，积极开拓中东部市场。同时，抢抓国家“一带一路”战略机遇。引导企业加快“走出去”步伐。支持企业参与“一带一路”沿线国家基础设施建设和对外援助工程项目，在“一带一路”沿线国家和地区举办江苏建设领域合作推荐会，

帮助企业拓展境外市场。

根据《2017年南通市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，南通市国民经济平稳增长，实现生产总值7734.6亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%。人均GDP达到105903元，增长7.8%。2017年，南通市实现建筑业增加值600.1亿元，增长0.7%；建筑企业承建施工面积7.72亿平方米，增长7.7%。年末全市拥有特级资质建筑企业20家，拥有一级建造师9644人。全年新入围鲁班奖9项，累计获100项，居全国地级市之首。2017年，南通市完成固定资产投资额4959.2亿元，比上年增长8.9%；完成基础设施投资674.7亿元，增长1.9%。2017年，南通市房地产开发投资610亿元，比上年增长4.4%。商品房施工面积5157.5万平方米，增长1.1%。其中，普通商品房施工面积3812.5万平方米，增长1.3%。全市商品房竣工面积1100.9万平方米，增长4.9%。其中，普通商品房竣工面积809万平方米，增长7.2%。商品房销售面积1657.7万平方米，增长38.1%。其中普通商品房1471.1万平方米，增长31.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司属于民营企业，股权较为分散。截至2018年6月底，公司注册资本为12.42亿元，三建控股为公司的控股股东（持股比例为73.05%），黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、袁备和张福斌²八人为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司经营资质齐全，有助于增强公司市场竞争实力。近年来，公司及公司母公司获得多项建筑类奖项，注重技术研发与创新，有利于提高公司项目承接的竞争力。

公司经营资质较齐全，目前获得建筑工

² 8名自然人为一致行动人，为公司实际控制人。

程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级、建筑装修装饰工程专业承包一级资质 8 项、二级经营资质 2 项、具备对外承包工程和劳务合作经营权和对外援助成套项目施工 A 级实施企业资格。

公司施工队伍遍及全国 28 个省、市、自治区，北京、上海、广州、青岛、大连、沈阳等 120 多个大中城市以及世界五大洲，俄罗斯、等 30 多个国家和地区。2010~2017 年，三建控股名列江苏省建筑业综合实力百强企业，并先后 13 次入选“全球知名承包商 250 强”，连续 13 年荣列“中国企业 500 强”，连续 11 年荣列“中国民营企业 500 强”。2017 年，荣列“中国企业 500 强”第 194 位，“中国民营企业 500 强”第 40 位，“中国建筑业竞争力百强企业”第 16 位。公司连续多年被评为“全国建筑业先进企业”、“全国优秀施工企业”、“全国重信用守合同企业”、“全国 AAA 级工程建设企业”，还荣获“全国创鲁班奖特别荣誉企业”、“全国创鲁班奖突出贡献企业”，累计获得 55 项扬子杯、15 项白玉兰杯以及 600 余项省市优质工程奖，并有上百项被列为“省建筑新技术应用示范工程”。

公司设立的技术中心为省级科研中心，目前已获得 95 项省、部及国家级 QC 成果，86 项专利，其中包括 19 项发明专利和 67 项实用新型专利，6 项国家级工法以及 15 项省级工法。

3. 人员素质

公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，主要领导素质较高，拥有较长时间的建筑行业从业经历和丰富的管理经验；生产部门以工人为主，学历普遍偏低，与公司所处行业相符，可满足现阶段业务需求。

截至 2018 年 6 月底，公司高级管理人员共 8 人，主要包括董事长兼总经理 1 人、副董事长兼执行总经理 1 人，副总经理 6 人。

黄裕辉先生，1971 年出生，硕士学历，

高级经济师、高级工程师、一级建造师、在读博士；历任龙信建设集团有限公司董事、副总经理兼南通三建北京直属分公司经理；龙信建设集团有限公司董事、副总经理兼第九分公司董事长；南通市裕成建设有限公司董事长；龙信投资有限公司总经理、法人代表；江苏南通三建集团有限公司常务副董事长、总经理；江苏南通三建集团有限公司董事长、总经理。2015 年 12 月至今，任三建控股董事长、法人代表；2016 年 4 月至今，任公司董事长兼总经理。

周炳高先生，1963 年出生，硕士学历，高级经济师、高级工程师、一级建造师；历任江苏南通三建集团有限公司苏州·盐城分公司副经理；江苏南通三建集团有限公司副总经理兼南京分公司常务副经理；江苏南通三建集团有限公司副董事长、常务副总经理、执行总经理。2015 年 12 月至今，任三建控股副董事长、总经理；2016 年 4 月至今，任公司常务副董事长。

施晖先生，1970 年出生，本科学历，高级经济师、工程师；历任海门市江洲建筑安装工程有限公司总经理；江苏江洲建设发展有限公司董事长；江苏南通三建集团有限公司董事、副总经理；江苏南通三建集团有限公司副董事长、副总经理。2015 年 12 月至今，任三建控股副董事长、副总经理；2016 年 4 月至今任公司副董事长、执行总经理。

王卫冲先生，1972 年出生，本科学历，高级会计师、注册会计师；历任海门建工局国外工程部驻科威特 278 项目部总账会计；海门建工局驻大连、大庆办总经理助理、总账会计；江苏南通三建集团有限公司第八分公司经理助理；江苏南通三建集团有限公司总经理助理、副总经理、财务总监、董事、副总经理等职；2015 年 12 月至今，任三建控股董事；2016 年 4 月至今任公司董事兼财务总监、副总经理。

截至 2018 年 6 月底，公司拥有固定员工

3905 人。按学历看，其中博士生员工硕士及以上学历员工占 0.82%，本科学历员工占 17.49%，专科学历员工占 36.39%，其他学历员工占 45.30%；按年龄看，30 岁以下的占 21.46%、30~39 岁的占 21.36%、40~49 岁的占 29.55%、50 岁以上的占 27.63%。

截至 2018 年 6 月底，公司拥有各类技术职称人员 2688 人，其中研究员级高级职称员工 2 人、高级职称员工 189 人、中级职称员工 637 人；公司拥有建造师共计 302 人，其中一级注册建造师 219 人，注册造价工程师、注册安全工程师等其他各类执业注册人员 96 人。

4. 企业信用记录

公司无新增不良信用记录，过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用报告（银行版，编号：NO.G1032068400052930K），截至2018年10月23日，公司无未结清不良信贷信息记录。公司历史上具有5笔欠息记录，根据公司出具欠息说明，根据农业银行成都蜀都支行及中国银行青岛市北支行出具的欠息说明，欠息系人为操作失误原因，公司无恶意欠息行为。

截至 2018 年 11 月 14 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司现有治理结构较为完善，且执行情况良好。

根据国家有关法律法规及公司章程的规定，公司设立了符合现代企业制度要求的法人治理结构，设有股东会、董事会、监事会和经理层。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使下列职权：决定公司的经营方针

和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会或监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；对公司增加或者减少注册资本做出决议；对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算等事项做出决议；修改公司章程等。

公司董事会由 7 名董事组成，董事会设董事长 1 人，副董事长 2 人，董事 4 人，经股东会会议选举产生，董事会会议的表决实行一人一票。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会行使下列职权：召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，监事 3 人，由股东代表 2 名和职工代表 1 名组成，设监事会主席 1 人。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。公司监事行使下列职权：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；检查公司财务等职权。

公司设总经理一名，经董事会聘任，由副董事长担任。总经理对董事会负责，任期三年，可连聘连任。总经理行使下列职权：主持公司的生产、经营及研发管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案等职权。

2017 年，公司已按照章程约定，举办了 9 次董事会、2 次监事会，监督决策机制执行情况良好。

2. 管理水平

公司内部管控制度基本健全，并且在日

常经营过程中能够得到有效实施，基本满足公司经营需要。

公司重视内部控制体系的建设。根据国家相关政策法规，公司结合自身实际情况，制定并不断完善对公司治理、财务管理、内部审计等一系列的内部控制制度。

财务管理方面，公司不断加强财务会计体系建设。制定了《企业内部财务管理办法》和《资金管理辦法》等规章制度，以完善公司的内部控制体系。《企业内部财务管理办法》明确了公司财务部门及财务工作岗位的职责以及集团与各分子公司财务岗位的职责分工，明确了公司的财务工作的流程；明确了公司支票业务和现金业务的操作流程、相关人员的作业准则及审批权限；明确了公司存货、固定资产的管理。公司通过财务规章制度的建立，以保证公司资金实施集中管理。

预算管理方面，公司的财务预算围绕企业的战略要求和发展规划，编制财务预算按照内部经济活动的责任权限进行，并遵循以下基本原则和要求：第一，效益原则，实行总量平衡，进行全面预算管理；第二，积极稳健原则，确保以收定支，加强财务风险控制；第三，权责对等原则，确保切实可行，围绕经营战略实施。该制度规定，财务预算一经批复下达，各预算执行单位必须认真组织实施，并将财务预算指标层层分解，从横向和纵向落实到内部各部门、各单位、各环节和各岗位，形成全方位的财务预算执行责任体系。

担保管理方面，公司章程规定，公司董事会对公司对外担保作出决议，对外担保必须按照《公司法》和公司章程的规定，并收取一定的风险基金。公司股东会就公司为公司股东提供担保进行表决，关联股东须回避，同时须经代表三分之二以上表决权的股东通过。

对下属子公司的管理方面，公司明确了对控股子公司的重大事项监督管理，对投资

企业依法享有投资收益、重大事项决策的权利，对子公司对外投资、向银行贷款、对外担保、财务管理、人员管理、内部审计监督和档案管理做了相应的规定。控股子公司建立重大事项报告制度和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务、财务事项以及其他可能对公司产生重大影响的信息。

内部审计方面，公司建立专门的独立于财务的内部审计部门，并通过董事会批准的相关制度明确内部审计的职责和权限，以及相应的工作内容、程序和质量控制要求等，以充分保证审计工作的独立性与结果的客观性。在具体审计方面，主要通过实施任期经济责任审计、效益审计、内部控制审计和其他专项审计，以保障公司经营管理有序和财务数据的真实可靠。同时，通过内部审计，对公司内控制度的有效性进行自评，并出具内控自评报告，提交董事会审阅。

施工安全管理方面，公司按照国家建设部《建筑施工企业安全生产许可证管理规定》等有关规定制订了施工安全管理制度。对外承包工程时，必须签订施工安全合同，合同中明确安全技术要求。在制定施工组织计划时，必须制定安全技术措施计划，经逐级审核，资料必须报建设单位审核备查。施工安全管理责任落实到人，项目经理、工长、施工员、班组长在各自职责范围内承担相应的施工安全管理责任。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司作为江苏民营建筑行业的龙头企业之一，收入规模稳定增长，收入构成以建筑施工为主，并辅以道路施工及其他业务板块，毛利率均维持在相对稳定状态。

公司经营以建筑施工为主，并辅以道路施工等其他业务。近三年，公司营业收入稳定增长，分别为 187.45 亿元、202.78 亿元和

207.59 亿元，建筑施工收入是公司收入的主要来源，近三年占比均在 94.00%以上；此外道路施工以及其他业务收入占比较小，2017 年分别为 5.43%和 0.96%。毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率较为稳定，分

别为 11.14%、10.85%和 11.23%。

2018 年 1~6 月，公司实现收入 93.86 亿元，相当于上年的 45.21%。同期，公司综合毛利率为 10.23%，较上年下降 1.00 个百分点，较为稳定。

表2 2015~2017年及2018年1~6月公司营业收入构成情况（单位:亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年度			2017 年度			2018 年 1-6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建筑施工	180.48	96.28	10.52	194.85	96.09	10.19	194.32	94.52	9.52	92.81	98.88	9.66
其中：民用	148.09	79.00	10.19	160.33	79.07	10.08	156.65	76.20	9.44	73.05	77.83	9.61
工业	15.58	8.31	12.14	16.91	8.34	10.53	18.96	9.13	9.86	7.90	8.42	9.88
公共设施	11.82	6.30	12.18	12.27	6.05	10.68	13.10	6.31	9.77	6.12	6.52	9.63
其他工程	4.99	2.67	11.42	5.34	2.63	11.24	5.61	2.73	9.98	5.73	6.11	10.12
道路施工	4.69	2.50	24.27	6.48	3.20	11.11	11.27	5.43	26.48	0.36	0.38	22.65
其他业务	2.28	1.22	32.97	1.45	0.72	98.18	2.00	0.96	92.00	0.69	0.74	79.71
合计	187.45	100.00	11.14	202.78	100.00	10.85	207.59	100.00	11.23	93.86	100.00	10.23

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 房屋建筑施工

公司建筑施工板块资质齐全，近年来收入规模稳定增长，毛利率总体相对平稳；经营布局以经济发达的省市为主，单一市场风险较低；公司工程承揽能力稳步提升，新签合同以亿元以上为主；公司未来项目投资规模较大，存在一定筹资压力。

公司房屋建筑施工板块业务主要包含民用房建、工业房建、公共设施房建以及其他业务四大板块。目前，公司工程施工承包的经营主体主要为子公司裕成建设、浩嘉恒业以及江洲建设和公司本部。

公司在建筑施工方面拥有建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、古建筑工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级、机电安装总承包二级、机电设备安装工程专

业承包一级、消防设施工程专业承包一级、对外承包工程和对外劳务合作经营权、城市园林绿化企业资质证书一级、对外援助成套项目施工 A 级实施企业资格、文物保护工程施工资质二级，资质齐全。

2015~2017 年，公司建筑施工业务板块收入稳定增长，分别为 180.48 亿元、194.85 亿元和 194.32 亿元。从收入构成来看，民用房建收入是其主要来源，2017 年占比为 76.20%；工业房建以及公用设施房建也对其形成一定补充，2017 年占比分别为 9.13%和 6.31%；此外其他工程主要由维修改造、装饰装修、安装等构成，收入规模较小，对工程施工收入影响有限。毛利率方面，近三年受市场竞争激烈以及原材料价格上升影响，公司建筑施工各个构成板块毛利率均略有下降，2017 年民用、工业、公共设施以及其他工程板块毛利率分别下降至 9.44%、9.86%、9.77%和

9.98%；受此影响，公司建筑施工板块毛利率有所下降但总体保持相对稳定，2017 年为 9.52%。2018 年 1~6 月，公司实现建筑施工收入 92.81 亿元，相当于上年的 47.76%，毛利率为 9.66%，较上年底基本持平。

①业务模式

国内业务

针对国内业务，公司主要通过传统总包模式获取项目，为避免系统内部竞标导致损失，公司原则上要求各区域分公司及子公司只对其所在区域内的项目进行投标，对于未划分片区的同一项目竞标的情况，由公司统一协调参与投标，所有招投标项目从前期可研报告到后期合同签订均需要通过公司本部审核。同时，公司本部还与各大地产商签订长期战略合作协议，之后根据项目所在地向各区域分、子公司分配（目前公司主要与恒大地产等地产商建立了战略合作伙伴关系）。除上述两种方式外，公司还采用 PPP 的模式获取项目。

工程结算方面，若公司在项目建设过程中部分资金由业主方预付，则在工程施工阶段业主一般按工程实际完成量的 70%~85% 结算，工程竣工验收合格后业主一般结付工程款总量的 95%~98%，其余 2%~5% 作为工程的维修金或质保金，工程质保金预留时间因项目的不同而不同，通常为 1~3 年，如果在预留期间未出现质量问题，公司会及时要求业主支付质量保证金。此外，若公司所承接的项目由公司自己垫资（该类项目规模较小），则待项目验收合格后第一次付合同价 40% 工程款及按投标约定利率计算出的利息费用，项目验收合格后满一年付至审计结算价的 70% 及按投标约定利率计算出的利息费用，项目验收合格后满二年付至审计结算价的 100% 及按投标约定利率计算出的利息费用。

海外业务

公司海外项目主要包括援外项目和外经项目。其中，援外项目主要由公司通过参与

国家商务部或中建工程总公司的项目招标进行承接。由于援外项目合同一般由公司直接与商务部或中信建设有限责任公司签订，建筑施工款也直接由国家商务部或中信建设有限责任公司进行划拨和结算，回款稳定且风险较小；外经项目主要由公司直接与国外的当地政府接洽而取得，项目主要涉及医院、学校、体育场等。

工程结算方面，对于援外项目，一般要求由国家商务部或中信建设有限责任公司预付 30% 的工程款用于采购原材料及设备，待工程正式开工后再支付 20% 的工程款，之后再按照合同约定的进度付款；对于外经项目，合同签订后、项目正式开工前一般要求业主先行支付公司 15%~20% 的项目工程款，待项目主体封顶后支付 90% 工程款后再进行装修，余款待项目完工后支付完毕。

产融结合模式

为缓解业主方的资金压力及提高公司利润率，在综合考虑施工项目销售情况和业主方的资金实力等方面后，公司会选择对部分项目采取产融结合模式。具体模式为：公司与业主方会签订借款协议以及施工合同，在借款协议中约定公司对业主方提供的借款金额、借款期限和借款利息等，同时业主方承诺将工程项目交由公司进行施工建设，与公司签订施工合同。在账务处理方面，公司产融结合模式下的借款体现在“其他应收款-单位及个人借款”科目，施工方面的结算模式和账务处理则与一般模式下相同。公司产融模式下对公司资金形成一定的占用，该部分借款的回收可能具有一定不确定性。

恒大新模式

2018 年以来，恒大对施工方推出恒大新模式，即对采用恒大新模式的项目需施工方垫资至同一批次开工的全部楼栋外立面实际完工为止，恒大新模式下合同包工总价由工程核算总价和市场风险核算包干费构成，其中工程核算总价由各类型建筑物单体工程施

工图核算造价之和构成，市场风险核算包干费为根据工程核算总价在工程开工至全部楼栋外立面计划完工期间按 10% 利率计算的利息。款项结算方面，同一批次核算的全部楼栋外立面实际完工并验收合格后 30 天内，按该批次核算工程包干总价 90% 支付进度款；待全部工程竣工验收合格后，累计支付全额市场风险包干费，同时工程核算总价累计支付至 97%，剩余部分作为质保金。

② 业务承揽与分布

近年来公司工程承揽能力逐年平稳提升，2015~2017 年公司新签合同分别为 233.30 亿元、237.11 亿元和 242.37 亿元，主要以亿元以上合同为主，近三年占比均在 71.00% 以上。近三年公司期末在手合同不断增长，2017

年增长至 422.36 亿元。公司在手合同中，采取战略合作形式签订的与恒大在手合同占比不断提升，2017 年为 24.24%，公司对单一客户占比比重较高；海外项目占比较小，2017 年为 2.44%。2018 年 1~6 月，公司在手合同额，新接合同总额 114.21 亿元，相当于上年的 47.12%，在手合同 421.96 亿元，较上年底基本持平。

从施工区域分布看，公司承接的工程遍布全国及海外各地，特别侧重于山东、北京、天津、上海以及江苏等经济发展较快的地区。截至 2018 年 6 月底，上述省市的占比分别为 21.95%、9.01%、11.65% 和 12.05%，从市场占比来看公司单一市场风险低。

表3 2015~2017年及2018年1~6月公司建筑施工合同情况表（单位：亿元、万平方米、个、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
当年新签合同金额	233.30	237.11	242.37	114.21
其中：来自恒大新签合同	14.86	20.44	60.52	35.62
亿元以上项目数量	61	67	75	39
亿元以上项目合同金额	166.29	168.42	172.65	88.31
亿元以上项目金额占比	71.27	71.64	71.23	77.32
当年新接施工面积	1042.66	1071.04	1123.21	576.32
期末在建项目数量	342	352	359	362
期末在手合同金额	391.25	408.21	422.36	421.96
其中：恒大在手合同金额	50.07	78.97	102.36	122.92
海外项目在手合同金额	9.57	12.95	10.32	8.72

资料来源：公司提供

表4 2015~2017年及2018年1~6月公司新签合同情况表（单位：亿元、%）

分布省市	2015年		2016年		2017年		2018年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
山东	54.33	23.29	63.47	26.77	53.23	21.96	25.07	21.95
江苏	48.23	20.67	52.34	22.07	29.14	12.02	13.76	12.05
上海	24.88	10.66	28.94	12.21	29.12	12.01	13.31	11.65

天津	21.73	9.31	27.97	11.80	29.59	12.21	13.31	11.65
北京	20.75	8.89	24.09	10.16	21.90	9.04	10.29	9.01
安徽	14.40	6.17	14.99	6.32	19.90	8.21	9.41	8.24
河南	4.43	1.90	12.92	5.45	23.93	9.87	11.56	10.12
海外	11.12	4.77	8.21	3.46	6.28	2.59	1.91	1.67
其他	33.43	14.33	4.18	1.76	29.28	12.08	15.59	13.65
合计	233.3	100.00	237.11	100.00	242.37	100.00	114.21	100.00

资料来源：公司提供

③经营现状

国内项目方面，目前公司采用传统总承包模式前十大在建的建筑施工项目总投资 41.12 亿元（具体情况见表 5），截至 2018 年 6 月底已投资 17.24 亿元；公司采用战略合作模式主要在建的建筑施工项目总投资 26.03 亿元（具体情况见表 6），截至 2018 年 6 月底，已投资 2.53 亿元。

公司采用 PPP 模式建设的建筑施工项目目前仅有海门大学科技园 PPP 项目，该项目总投资 11.00 亿元，公司对项目公司持股比例为 80%，公司对其运营期限为 20 年，截至 2018

年 6 月底，已投资 2.88 亿元，2018 年 7~12 月、2019 年及 2020 年分别计划投资 1.50 亿元、0.28 亿元和 6.34 亿元。PPP 项目拟建项目主要为龙陵县现代生物产业园和炳三区至报社隧道工程、渡仁西线复线（和润小区段、那招段）工程 PPP 项目，拟建项目总投资 25.04 亿元。账务处理上，公司将 PPP 项目投入计入“其他非流动资产”科目反映。

国外项目方面，援建项目及外经项目合计总投资合计 13.16 亿元，截至 2018 年 6 月底，已投资 0.78 亿元，尚需投资 12.38 亿元。

表5 截至2018年6月底公司采用传统总承包模式重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主方	合同金额	已投资	2018 年计划投资
汝州市温泉镇棚户区改造项目施工	汝州市温泉水生态投资建设 有限公司	13.20	6.10	3.25
天鸿景水岸景城一、二期建设项目	徐州天鸿置业有限公司	5.00	0.47	1.12
华山金屿双创孵化产业园（A 区）北区工程施工	威海蓝创建设投资有限公 司	4.33	1.57	0.95
呼和浩特恒大城地块六项目 31#-32#、34#、37#-42#住宅楼及 地下车库、样板间、商业六主体及配套建设工程	内蒙古鲁桥置业有限公司	4.26	1.59	0.97
路劲城 4B 期总承包工程	常州路劲房地产开发有限 公司	3.20	1.62	1.24
菏泽将军苑住宅小区二期 8#-13#楼及地下车库、1#-2#商业、 北大门、西大门工程	菏泽通阳置业有限公司	2.68	1.62	1.12
绿城百合花园项目二期紫薇园 1#-4#住宅楼、S1 商业楼、S2#	淄博绿城置业有限公司	2.16	2.10	0.40

商业楼及地下车库、幼儿园、二期玫瑰园 1#-8#住宅楼、20# 配套公建及地下车库工程				
廊桥水岸二期 G1、G3、G4、G5、G6、G10、G11、变电所 1、 变电所 2、所属地下室及幼儿园土建安装工程	南通金科房地产开发有限 公司	2.16	0.72	0.64
淄博绿城百合花园二期项目 1#-10#及地下车库	淄博绿城置业有限公司	2.13	0.83	0.85
东莞洪梅紫岸花城 004、005 地块土建及水电安装工程	东莞市紫岸花城房地产开 发有限公司	2.10	0.62	0.53
合计	--	41.12	17.24	11.07

资料来源：公司提供

表6 截至2018年6月底公司采用战略合作模式的在建项目情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	已投资
吉林恒大城首期主体及配套建设工程	吉林市恒大城坤盛房地产开发有限公司	35200.00	3191.00
赤峰恒大华府项目地块一 1-8#住宅楼、销售中心、 综合楼 11、幼儿园、换热站、大门和周边地库主体 及配套建设工程	赤峰市恒锦房地产开发有限公司	23400.00	1328.25
宁波恒大河悦府项目主体及配套建设工程	宁波恒曜房地产开发有限公司	62000.00	3027.65
南通恒大悦珑湾二期主体及配套建设工程	南通金水湾置业有限公司	15000.00	4565.86
宿迁恒大翡翠华庭二期	宿迁恒大绿洲房地产开发有限公司	23000.00	4970.13
泰州恒大悦府项目	泰州恒骏通房地产开发有限公司	12572.96	-
柳州恒大御府三期 17#-22#楼主楼及配套工程	柳州御景龙恒房地产开发有限公司	37100.00	4091.38
哈尔滨恒大中央广场二期（7#、8#、9#、15#、16#、 17#）楼主体及配套建设工程	哈尔滨市振业房地产开发有限公司	52000.00	4096.88
合计	--	260272.96	25271.15

资料来源：公司提供

表7 截至2018年6月底公司海外援建项目在建情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	已投资	
援外项目	援刚果（金）加丹加省综合医院项目	商务部	7700.00	2100.00
	援科特迪瓦阿比让精英学校项目	商务部	14700.00	1400.00
	援也门国家大图书馆项目	商务部	29212.00	1000.00
外经项目	刚果（金）希图鲁氢氧化钴和二期铜矿项目	希图鲁款谷股份公司	80000.00	3343.00
合计	--	131612.00	7843.00	

资料来源：公司提供

(2) 道路施工板块

安徽省路网交通建设集团有限公司（以下简称“安徽路网”）不再纳入公司报表合并范围后，公司道路施工板块收入下降明显。

2017年12月23日前，公司道路施工板块主要由公司子公司安徽路网以及公司本部负责。安徽路网具备公路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、公路交通工程（公路安全设施）专业承包一级资质；公司本部具有地基基础工程专业承包壹级资质。2017年12月23日，由于安徽路网上市需要（母子公司不能存在同业竞争），公司对其持股比例由55.00%减至30.00%（出让25%的股权，出让价格为6.25亿元），不再纳入公司合并范围。安徽路网划出后，公司本部尚有部分简单的道路施工项目。

近三年，公司道路施工板块收入规模不断增长，2017年增长至11.27亿元，同比增长73.92%，主要系公司承接项目大幅增长，且项目施工期较短收入基本于当年确认所致。毛利率方面，2015~2017年公司道路工程施工毛利率波动较大，分别为24.27%、11.11%和26.48%，其中2016年毛利率较低，且较2015年下降13.16个百分点主要系公司当年确认收入的蚌埠淮上科创产业园施工项目以及太和县正启和施工项目的毛利润较低以及受“营改增”政策

影响所致。2018年1~6月，公司实现道路施工收入0.36亿元，相当于上年的3.19%，规模很小主要系安徽路网不再纳入公司报表合并范围所致。

公司道路施工板块主要采取传统的工程总承包模式；工程结算方面，在工程施工阶段业主一般按工程实际完成量的75%~85%结算，工程竣工验收合格后业主一般结付工程款总量的90%~98%，其余2%~10%作为工程的维修金或质保金，工程质保金预留时间因项目的不同而不同，通常为1~3年，如果在预留期间未出现质量问题，公司会及时要求业主支付质量保证金。此外，安徽路网有少部分项目采用PPP模式规模较小，安徽路网不再纳入公司报表合并范围后划出投资0.58亿元（反映在“其他非流动资产”科目）。目前，公司业务主要集中在六盘水市和三亚市。

从合同签订情况来看，近三年，公司道路施工新签合同波动增长，2017年为9.12亿元，较上年底增长4.14亿元；由于公司承接的道路施工项目施工周期多在1年以内，因此2017年公司期末在手合同减少至1.02亿元。

从在建项目来看，公司目前主要是在建项目总投资0.83亿元，截至2018年6月底已投资金额0.54亿元，受安徽路网划出影响在建项目规模较小。

表8 2015~2017年及2018年1~6月公司道路施工合同情况表（单位：个、亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
新签合同额	5.44	4.98	9.12	0
新签合同个数	3	4	6	0
期末在手合同金额	2.21	3.17	1.02	0.83
在手合同个数	5	7	6	6

注：期末在手合同统计口径为合同总金额扣除已经结转收入后的合同金额，因此近三年公司期末在手合同小于新签合同。
资料来源：公司提供

表9 截至2018年6月底公司道路施工板块在建项目情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额	已投资
六盘水市钟山区老城街区综合改造工程	六盘水市钟山区基础设施发展公司	24572.72	4262.00

三亚市凤凰水城 C、D、E 区市政配套道路（1 号、5 号、6 号）工程项目	三亚凤凰城实业有限公司	1719.19	213.00
三亚市凤凰水城 C、D、E 区市政配套道路（2 号）工程项目	三亚凤凰城实业有限公司	2762.96	364.00
三亚市凤凰水城 C、D、E 区市政配套道路（3 号、4 号）工程项目	三亚凤凰城实业有限公司	430.66	29.00
三亚市凤凰水城 C、D、E 区市政配套道路（8 号、）工程项目	三亚凤凰城实业有限公司	294.42	34.00
三亚市凤凰水城 C、D、E 区市政配套道路（沿河路）工程项目	三亚凤凰城实业有限公司	3049.66	521.00
合计	--	32829.61	5423.00

资料来源：公司提供

（3）其他业务

近年来，公司其他业务板块收入规模较小，毛利率波动较大，但对公司收入规模影响有限。

公司其他业务主要包括利息收入以及项目结束时零星未用完材料的出让收入等，该板块收入规模较小，近三年分别为 2.28 亿元、1.45 亿元和 2.00 亿元，对公司营业收入影响有限。2016~2017 年毛利率分别高达 98.18% 和 92.00%。2018 年 1~6 月，公司其他业务收入 0.69 亿元，毛利率下降至 79.71%，主要系零星材料卖价相对较低所致。

3. 未来发展

未来，公司在建筑施工方面，将继续坚持国内工程施工板块以工程总承包为主，并不断探索以及采用战略合作和 PPP 等新模式获取项目；国外工程施工方面公司将主要开发外经项目，但由于受新项目所处地区政治环境稳定性影响，新项目开工时间存在很大不确定性。道路施工板块，受安徽路网不再纳入公司报表合并范围影响，公司体现在“营业收入”的道路施工业务大幅萎缩，未来主要由公司本部以工程总承包的形式发展该类业务。截至 2018 年 6 月底，公司未来拟建项目总投资合计 95.87 亿元，总体看，公司未来筹资压力较大。

表10 公司未来拟建项目（单位：亿元）

项目名称		计划投资	2018 年 7-12 月计划投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
国内	龙陵县现代生物产业园	8.60	4.20	3.30	1.10
PPP 项目	炳三区至报社隧道工程、渡仁西线复线（和润小区段、那招段）工程 PPP 项目	16.40	9.80	3.60	3.00
国内	吉林恒大城首期主体及配套建设工程	3.52	0.25	0.50	0.45
与恒	赤峰恒大华府项目地块一 1-8#住宅楼、销售中心、综合楼 11、幼儿园、换热站、大门和周边地库主体及配套建设工程	2.34	0.23	0.45	0.43
略合	宁波恒大河悦府项目主体及配套建设工程	6.20	0.50	0.45	0.50

作 目	南通恒大悦珑湾二期主体及配套建设工程	1.50	0.20	0.20	0.20
	宿迁恒大翡翠华庭二期	2.30	0.25	0.50	0.30
	泰州恒大悦府项目	1.26	0.20	0.50	0.20
	柳州恒大御府三期 17#-22#楼主楼及配套工程	3.71	0.26	0.5	0.43
	哈尔滨恒大中央广场二期（7#、8#、9#、15#、16#、17#）楼主体及配套建设工程	5.20	0.51	0.51	0.30
	长春恒大北湖印象项目（住宅 1-11#楼、13-17#楼、12#楼幼儿园、商业、地库）主体及配套建设工程	3.97	0.32	0.5	0.27
	句容恒大童世界首期住宅 A 标段（A-021 一标段、A-022、A-023 地块）	6.34	0.56	0.52	0.42
	苏州恒大童世界首期住宅主体及配套工程	8.10	0.68	0.6	0.52
	泰州恒大悦府工程项目二期	2.34	0.3	0.51	0.37
	南宁恒大悦龙台首期主体及配套公司	1.30	0.2	0.2	0.10
	烟台恒大御海天下首期 4#地块 3#楼、5#-10#楼、综合楼、大门及周边车库主体及配套建设工程	2.00	0.20	0.30	0.20
	烟台恒大御海天下首期主体及配套建设工程	0.60	0.10	0.20	0.10
国 内 总 承 包 项 目	深惠颐景园项目三期二标、四期工程	4.69	0.50	0.52	0.51
	4-01#员工集体宿舍等 16 项（北京中科创新置业有限公司中科创新园项目）	3.82	0.20	0.50	0.30
	淄博绿城百合花园郁金香园地块建安工程	3.18	0.23	0.5	0.26
	海门锦源国际项目 C 地块二期（2.2 期）：8-11#、13#、15#、3#变电所、4#变电所及地下车库二（1）及三期（S5、S6）工程	2.83	0.24	0.50	0.21
	青特地铁花屿城项目总承包工程（一标段）	2.00	0.21	0.10	0.12
	天隼汇公馆	1.61	0.25	0.21	0.12
	康盛工业园加建升级改造一期工程	1.16	0.25	0.21	0.10
	年产 200 万箱婴幼儿辅助食品新建项目	0.90	0.12	0.15	0.10
合计	95.87	20.76	16.03	10.61	

注：由于公司拟建的海外项目所处地区政治稳定性较差，项目何时开工尚未获知，因此未将海外项目列入拟建项目内。

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年 1~6 月财务数据未经审计。由于公司于 2015 年底进行股

份制改革，并于2016年年报中对期初财务数据进行追溯调整，财务分析中公司2015年财务数据采用2016年审计报告期初数。

从财务报表合并范围看，2017年，公司合并范围投资设立子公司2家，由于股权转让减少子公司9家。2018年1~6月，公司合并范围新增1家子公司。截至2018年6月底，公司纳入合并报表范围内控股子公司共计19家。其中划出的安徽路网2017年底财务情况：总资产28.68亿元，总负债21.35亿元，所有者权益7.33亿元；实现营业收入11.27亿元，净利润1.66亿元。划出该公司对公司资产负债表影响不大，主要对少数股东权益、投资收益等科目具有一定影响。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产结构以流动

资产为主。流动资产中应收类款项和存货占比大，对资金形成较大占用，公司资产流动性一般，资产整体质量一般。

2015~2017年，公司资产规模持续增长，年均复合增长23.36%。2017年底，公司资产总额276.11亿元，同比增长19.63%，主要系货币资金、存货和应收类款项增长所致。公司资产结构以流动资产为主，符合建筑施工企业特征。

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长25.82%。2017年底，公司流动资产261.40亿元，主要由货币资金、应收类款项和存货构成。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	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	24.17	13.32	29.19	12.65	36.79	13.32	30.93	10.92
应收账款	28.19	15.54	33.34	14.45	41.02	14.86	41.99	14.83
存货	71.82	39.59	81.01	35.10	105.38	38.17	107.75	38.05
其他应收款	32.02	17.65	61.29	26.56	70.01	25.36	74.57	26.33
流动资产	165.11	91.00	211.26	91.54	261.40	94.67	267.46	94.44
固定资产	3.43	1.89	3.47	1.50	3.18	1.15	3.79	1.34
其他非流动资产	2.23	1.23	4.04	1.75	3.46	1.25	3.17	1.12
非流动资产	16.32	9.00	19.53	8.46	14.71	5.33	15.74	5.56
资产总额	181.43	100.00	230.79	100.00	276.11	100.00	283.20	100.00

资料来源：根据公司财务报告、2018年半年报整理。

2017年底，公司货币资金36.79亿元，同比增长26.04%，由银行存款（占比50.58%）和其他货币资金（主要为承兑汇票保证金和其他保证金，占比49.01%）构成。其中其他保证金为用于外存内贷的美元1.34亿。公司货币资金中受限资金18.27亿元，受限比例较高。

2015~2017年，随着公司项目承建工程增长以及施工产值的增加，公司应收账款快速增长，年均复合增长20.62%。2017年底，应收账款净

额41.02亿元，同比增长23.03%。按账龄结构看，其中账龄在1年以内占85.16%、账龄在1至2年占11.58%、账龄在2至3年占2.59%，综合账龄短。从应收账款集中度看，前5名单位合计应收占应收账款的13.28%，集中度低。2017年底，公司已计提坏账准备1.91亿元，计提比例4.45%，计提比例一般。

表12 2017年底公司应收款前五名单位

(单位: 亿元、%)

债务人名称	账龄	金额	占应收账款原值的比例
启动誉豪置业有限公司	1年以内	1.45	3.47
港通科技城发展(海门)有限公司	1年以内	1.19	2.87
宿迁恒大绿洲房地产开发有限公司	1年以内	1.09	2.61
焦作御景置业有限公司	1年以内	0.92	2.20
连云港永盛房地产开发有限公司	1年以内	0.89	2.13
合计	--	5.53	13.28

资料来源: 公司审计报告

公司其他应收款主要是公司对其他单位临时性借款以及项目保证金、投标保证金、押金以及往来款等。2015~2017年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 47.87%。2017 年底, 公司其他应收款净额 70.01 亿元, 其中单位及个人借款 60.74 亿(剥离房产金融公司形成借款 22.10 亿, 投入产融结合项目 23.33 亿, 其余为预发项目职工工资等)及对其他单位的临时借款 9.55 亿构成, 其中 2017 年同比增长 14.23%。按账龄看, 公司其他应收款中账龄在 1 年以内的占比约 75.67%、1 至 2 年的占 17.22%、2 至 3 年的占 3.86%, 整体坏账计提比例 6.02%。从集中度看, 前 5 名合计 18.65 亿元, 占其他应收款总额的 26.64%。总体看, 公司其他应收款账龄短, 集中度较低。公司应收类款项(应收账款+其他应收款)规模较大, 且持续增长, 对公司资金形成较大占用。

公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算工程款、以及原材料、周转材料等。2015~2017 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 21.14%。2017 年底, 公司存货 105.38 亿元, 同比增长 30.08%, 主要系随着公司承接工程量的增加, 已完工未结算款的余额增长所致。公司存货主要包括原材料(1.34 亿元, 占 1.27%)以及已完工未结算款(103.19 亿元, 占 97.92%)等, 目前未计提存货跌价准备。

2015~2017 年, 公司非流动资产波动下降, 年均复合下降 5.06%。2017 年底, 公司非流动资产 14.71 亿元, 同比下降 24.70%, 主要系长

期应收款下降所致。公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产等构成。2017 年底, 公司长期应收款减少 4.60 亿元, 主要系公司剥离安徽路网后, 相关项目投资款一并减少所致。

2015~2017 年, 公司其他非流动资产波动增长, 年均复合增长 24.48%。2017 年底, 公司非流动资产 3.46 亿元, 主要为港通科技城发展(海门)有限公司 PPP 项目投资款 2.88 亿元构成, 同比下降 14.41%, 主要系安徽路网划出后, 其相应 PPP 项目投资款减少所致。

2018 年 6 月底, 公司资产总额 283.20 亿元, 较上年底同比增长 2.57%, 主要系应收类款项有所增长所致。公司资产构成较上年底变化不大。

受限资产方面, 截至 2018 年 6 月底, 公司用于抵、质押的资产账面价值共计 20.92 亿元, 其中受限货币资金合计 19.44 亿元, 主要为保函保证金等; 抵、质押资产 1.48 亿元。公司受限货币资金占比较大, 对公司流动性产生一定影响。

3. 资本结构

公司所有者权益有所增长, 其中资本公积占比较高, 所有者权益稳定性尚可。

2015~2017 年, 公司所有者权益快速增长, 年均复合增长 19.37%, 主要系实收资本(股本)和未分配利润增长所致。2017 年底, 公司所有者权益中归属母公司的所有者权益占 99.90%。其中归属母公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主。近年来, 公司所有者权益中资本公积和未分配利润较高。

2015~2017 年, 由于公司多次增资扩股, 实收资本快速增长, 年均复合增长 57.43%。2017 年底, 公司实收资本 12.42 亿元, 同比增长 108.39%, 主要系公司 2017 年 9 月以现有总股本 62121.78 万股为基数, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 转增后股本为 124243.56 万股, 注册资本增至 12.42 亿元所致。

2015~2017 年, 公司资本公积波动增长,

年均复合增长 6.45%。2016 年底，公司资本公积 54.80 亿元，较上年底增长 19.47%，主要系公司于 2016 年增资计提股本溢价 8.94 亿元所致。2017 年底，公司资本公积 51.97 亿元，同比下降 5.17%，主要原因为：①公司 2017 年定向增发股份产生股本溢价 3.38 亿元。②公司 2017 年 9 月以资本公积向全体股东转增股本，减少资本公积 6.21 亿元。

2015~2017 年，公司少数股东权益快速下降，年均复合下降 88.17%。其中 2016 年较上一年有所下降，主要系当年划出南通三建建筑劳务有限公司及珠海建融投资控股有限公司所

致。2017 年，公司少数股东权益 0.08 亿元，同比下降 97.76%，主要系安徽路网不再纳入公司资产负债表合并范围所致。

2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 253.20%。其中 2015 年规模偏小，主要系受当年公司股份制改革将未分配利润转为资本公积所致。2017 年底，公司未分配利润大幅增长，主要系净利润留存转入科目所致。

2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 85.84 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元），较上年底增长 2.01%，构成基本保持不变。

表 13 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

项目	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
实收资本	5.01	8.48	5.96	8.16	12.42	14.76	12.42	14.47
资本公积	45.87	77.67	54.80	75.03	51.97	61.77	51.97	60.54
盈余公积	--	--	0.75	1.03	2.17	2.58	2.17	2.53
未分配利润	1.39	2.35	7.62	10.43	17.35	20.62	19.06	22.20
少数股东权益	5.82	9.85	3.64	4.98	0.08	0.10	0.09	0.10
所有者权益	59.06	100.00	73.15	100.00	84.15	100.00	85.84	100.00

资料来源：根据公司财务报告、2018 年半年报整理

公司债务规模快速增长，有息债务中短期债务规模较大，公司面临一定的短期偿债压力。

2015~2017 年，公司负债快速增长，年均复合增长 25.25%。2017 年底，公司负债总额 191.96 亿元，同比增长 21.77%。从负债结构看，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 11.49%。2017 年底，公司流动负债 129.19 亿元，同比增长 2.87%。流动负债以短期借款、应付账款、应付票据和其他应付款为主。

表 14 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

主要负债	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
短期借款	25.68	20.99	32.93	20.89	37.29	19.43	43.56	22.07
应付票据	20.89	17.07	17.14	10.87	19.59	10.21	25.88	13.11
应付账款	16.49	13.48	25.77	16.35	27.52	14.34	22.83	11.57
其他应付款	20.79	16.99	21.66	13.74	13.77	7.17	10.99	5.57
流动负债	103.94	84.94	125.58	79.66	129.19	67.30	138.03	69.94
长期借款	9.76	7.98	13.89	8.81	23.43	12.21	19.34	9.80
应付债券	7.94	6.49	17.58	11.15	39.11	20.37	39.77	20.15

非流动负债	18.44	15.07	32.06	20.34	62.77	32.70	59.32	30.06
负债合计	122.37	100.00	157.64	100.00	191.96	100.00	197.35	100.00

资料来源：根据公司财务报告、2018年半年报整理

随着公司承包的施工业务增加，公司对流动资金的需求增加，导致公司短期借款规模维持在较高水平。2015~2017年，公司短期借款快速增长，年均复合增长增长 20.50%。2017年底，公司短期借款 37.29 亿元，同比增长 13.22%，主要由保证借款构成。

公司应付票据主要包括银行承兑汇票、商业承兑汇票、信用证等。2015~2017年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 3.15%。2017年底，公司应付票据 19.59 亿元，同比增长 14.34%，主要系随着公司业务扩张，公司为节省财务成本，对外支付材料款时增加以承兑汇票形式支付所致。

公司应付账款主要为应付相关单位（非关联企业）的工程材料款、分包款等。2015~2017年，随着公司承接的工程量有所增加，公司应付账款快速增长，年均复合增长 29.16%。其中 2016 年较上一年底大幅增长，主要系由于承接政府类垫资项目增加以及子公司安徽路网的道路建设的结算周期较长所致。2017 年底，公司应付账款 27.52 亿元，同比增长 6.79%。从账龄来看，1 年以内的占 55%、1~2 年的占 25%，公司应付账款账龄较短。

公司预收款项主要为工程项目的预收工程款。2015~2017年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 2.94%。2017 年底，公司预收款项 3.25 亿元，同比下降 15.95%。

公司其他应付款主要为应付的工程保证金、质量及风险保证金以及主要与参股的子公司之间的资金拆借等。2015~2017年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 18.61%。2017 年底，公司其他应付款 13.77 亿元，同比下降 36.43%。从账龄看，1 年以内其他应付款占 77%，1~2 年的占 16%。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 273.89%。2017

年底，一年内到期的非流动负债 6.52 亿元，主要为一年内到期的应付债券 4.99 亿元构成。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 84.52%。2017 年底，公司非流动负债 62.77 亿元，同比增长 95.81%，主要由长期借款和应付债券构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 54.99%。2017 年底，公司长期借款 23.43 亿元，主要由保证借款 23.14 亿元构成。其中 1~2 年的占 98.76%，3 年以上的占 1.24%。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 121.93%。2017 年底，公司应付债券 39.11 亿元，同比增加 21.53 亿元，主要是公司于 2017 年 4 月、10 月分别发行 10 亿元公司债券“17 南三 01”及 3 亿美元海外债券“17 南三美元 1”所致。

2018年6月底，公司负债总额197.35亿元，较2017年底增长2.81%，主要为流动负债增长所致。负债构成中流动负债占69.94%，较上年底增加2.64个百分点。流动负债中，短期借款及一年内到期的非流动负债均有所增长；非流动负债较上年底下降5.49%，主要系将期限为一年内的长期借款调至一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司有息债务快速增长，分别为 64.73 亿元、88.42 亿元和 125.94 亿元。债务结构方面，2017 年短期债务占比为 50.34%，公司短期债务规模较大。2018 年 6 月底，公司全部债务 139.02 亿元，其中短期债务 79.91 亿元、长期债务 59.11 亿元，公司面临较大短期偿债压力。

从偿债指标看，受公司债务总额波动增长影响，2015~2017年，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续提升。2017 年底，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为 69.52%、

59.95%和42.64%。2018年6月底,上述比率分别为69.69%、61.82%和40.78%,整体债务负担略有加重。

4. 盈利能力

公司收入规模持续增长,整体业务运行状况良好。考虑到公司较为充足的合同量,未来收入将保持一定规模。

2015~2017年,公司分别实现营业收入187.45亿元、202.78亿元和207.59亿元,呈持续增长趋势。同期,公司营业成本分别为166.57亿元、180.78亿元和184.28亿元。2017年公司营业利润率同比升至10.96%,同比增长1.25个百分点,主要系公司工程收入增长及营业税金及附加减少所致。

期间费用方面,公司期间费用全部为管理费用和财务费用。2015~2017年,公司期间费用分别为4.95亿元、7.37亿元和7.58亿元。其中管理费用分别为2.75亿元、5.26亿元和3.33亿元,2016年管理费用增长较大,主要系于当年4月,南通杰创投资管理中心(有限合伙)与南通广丰投资管理中心(有限合伙)向公司增资时,相应计提股本溢价28886万元并同时计提股份支付,计入当期管理费用所致。

同期,公司期间费用占营业收入比分别为2.64%、3.64%和3.65%,公司对期间费用控制力较强。2015~2017年,公司利润总额分别为10.36亿元、10.94亿元和18.71亿元,主要为经营性业务利润。其中2017年,公司利润总额同比增长70.90%,主要系当年投资收益增长所致。2017年,公司资产减值损失1.24亿元,全部为公司计提的坏账准备;投资收益4.71亿元,同比大幅增长,主要系公司转让子公司安徽路网部分股权,形成的投资收益,考虑到公司投资收益系处置股权收益所得,可持续性具有一定不确定性。

从盈利指标来看,近三年公司总资本收益率及净资产收益率波动增长,2017年分别为8.55%和16.61%,分别增加1.87个和6.48个百

分点。其中净资产收益率增长较大,主要系受安徽路网股权划转形成的投资收益增长,因而净利润增长所致。

2018年1~6月,公司实现营业收入93.86亿元,相当于2017年全年的45.21%;利润总额4.79亿元;营业利润率为9.82%,较2017年下降1.14个百分点。

5. 现金流分析

公司现金回笼能力尚可,但受公司在手订单建设进度的推进、公司偏短的债务结构以及公司目前投资所需的资金总量仍存在较大的资金缺口,公司面临一定的筹资压力。

经营活动方面,2015~2017年,公司经营活动现金流入量相对稳定,年均复合增长2.65%。其中2017年为219.48亿元,主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为经营往来款、项目相关保证金以及押金等,2017年为13.30亿元。2015~2017年,公司经营活动现金流出量分别为210.45亿元、208.81亿元和216.98亿元,主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2015~2017年,经营活动产生的现金流量净额分别为-2.17亿元、0.66亿元和2.50亿元,其中2017年增长主要系公司加强了工程款回收管理,经营现金流得到优化所致。从收入实现质量指标看,2015~2017年,公司现金收入比分别为101.15%、102.10%和99.32%,公司收入的实现质量较好。

投资活动方面,2015~2017年,公司投资活动现金流入快速增长,年均复合增长83.35%,2017年增长至20.95亿元;近年来,公司收回投资收到的现金波动下降,其中2016年为6.57亿元,主要系公司挂牌时处置子公司收到的款项所致;收到其他与投资活动有关的现金主要由产融结合项目借款构成(以借款形式反映在“其他应收款”中),2017年除收到产融结合有关的现金外还包括部分出让安徽路网股权的资金,2017年该现金流入为19.58亿元。2015~2017年,

公司投资活动产生的现金流出量分别为10.02亿元、40.69亿元和47.61亿元，主要由支付其他与投资活动有关的现金构成（主要为产融结合项目借款）；近三年，公司投资支付的现金波动增长，2017年为6.78亿元，同比减少24.79%，主要为安徽路网PPP项目投资款5.63亿元构成（原计入“其他非流动资产”科目，后安徽路网于2017年12月划出）。近三年，公司投资活动现金流净额分别为-3.79亿元、-30.37亿元和-26.66亿元，整体缺口较大。

由于公司投资活动现金流缺口较大，公司对筹资的需求较大。筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动流入快速增长，年均复合增长41.05%，2017年为96.46亿元，主要为吸收投资收到的现金3.63亿元和取得借款收到的现金63.55亿元构成，其中吸收投资收到的现金定向增发股分形成的资金流入。筹资活动现金流出快速增长，2017年为70.03亿元，主要由偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金构成；2017年支付其他与筹资活动有关的现金8.76亿元，主要由支付的外存内贷保证金（以借款的形式体现在“其他货币资金”）构成。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为7.66亿元、34.49亿元和26.43亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流入98.23亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出为97.20亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成，经营活动现金流量净额为1.03亿元。2018年1~6月，公司现金收入比为99.32%。同期，公司投资活动现金流入规模较小；支付其他与投资活动有关的现金14.39亿元，系资金拆借款构成；投资活动现金流出15.43亿元，投资活动现金流量为净流出11.24亿元。筹资活动现金流入28.49亿元，主要为取得借款收到的现金。收到其他与筹资活动有关的现金1.05亿元，主要由收回前期支付的外存内贷款构成；筹资活动现金流出25.38亿元，主要由偿还债务支付的现

金20.97亿元构成，筹资活动现金流净额为3.12亿元。

6. 偿债能力

公司面临较大的短期偿债压力，长期偿债能力较好，公司间接融资渠道有待拓宽。考虑到公司具有较强的项目承接优势；未来经营收入有望保持一定规模。整体看，公司未来偿债风险较小。

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司的流动比率分别为158.86%、168.23%和202.34%。同时，公司未结算工程存货规模较大，因此速动比率与流动比率相差较大，2015~2017年，速动比率分别为89.76%、103.72%和120.77%。截至2018年6月底，公司流动比率及速动比率分别为193.76%和115.70%。2017年，公司经营现金流动负债比为1.93%，经营性现金流对公司短期债务保障能力弱。2018年6月底，公司现金类资产38.32亿元，为同期短期债务的0.48倍。整体看，公司短期偿债能力弱，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，公司EBITDA主要由利润总额构成。2015~2017年，公司EBITDA快速下降，分为12.75亿元、15.15亿元和23.52亿元，公司全部债务/EBITDA分别为5.08倍、5.84倍和5.35倍；EBITDA利息倍数分别为7.39倍、4.49倍和5.92倍。公司EBITDA对全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较好。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至2018年6月底，公司共获得授信额度总量为87.08亿元，已使用69.19亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年6月底，公司对外担保余额合计13.41亿元，被担保单位主要是龙信建设集团有限公司、海门市广播电视台、山东天诚市政公路工程有限公司、南通市金磊建设工程有限公司、安徽省路网交通建设集团股份有限公司等；主要为关联企业及其他建筑类企业

（都是互保企业）的担保，被担保企业目前全部正常经营未产生逾期，但行业集中度高。公司担保比率（即对外担保余额/所有者权益*100%）为15.64%（以2018年6月底所有者权益计算）。整体看，公司担保规模较大，且行业趋于集中，存在一定或有负债风险。

截至2018年6月底，公司存在4起未结案件的重大诉讼和仲裁事项，涉及金额合计公司存在一定的或有负债风险。

表15 截至2018年6月底公司未决诉讼情况（单位：万元）

原告	诉讼原因	涉及金额
浙江天鸿钢结构有限公司	建设工程分包合同纠纷	807.90
北京安协洪消防器材有限公司	建设工程分包合同纠纷	668.00
南京国电南自电网自动化有限公司	建设工程分包合同纠纷	701.00
江苏华能建设工程集团有限公司	建设工程分包合同纠纷	1657.40
合计	--	3843.30

资料来源：公司提供

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

若本期中期票据拟发行规模不超过5.00亿元，假设全部发行，本期中期票据分别相当于2017年底公司长期债务和全部债务的7.99%和3.97%，对公司现有债务结构具有一定影响。

2017年底，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为69.52%、59.95%和42.64%。以公司2017年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据全部发行后，不考虑其他因素，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70.07%、60.88%和44.53%。公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还银行借款，本期中期票据发行后，公司债务指标或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额的2.55倍、3.03倍和4.70倍，EBITDA对本期中期票据保障程度好；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的41.66倍、41.89倍和43.90倍；2015~2017年，公司经营活动现金流净额分别为本期中期票据的-0.43倍、0.13倍和0.50倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高。

若本期中期票据发行期限为2年，发行规模5亿元，并于2019年发行成功，且公司已发行的“16南三01”于之前年度未回售，“17南三01”于第四年回售，则公司可能共需于2011年对付债券峰值合计达25.00亿元，2015~2017年，公司现金类资产分别为公司2022年待偿还债券峰值的1.15倍、1.22倍和1.59倍；2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为2021年待偿还债券峰值的8.33倍、8.38倍和8.78倍。整体看，公司经营活动现金流入规模大，对公司需集中兑付的债券本金保障能力很强。

若本期中期票据发行期限为3年，发行规模5亿元，并于2019年发行成功，且公司已发行的“17南三01”于之前年度未回售，则公司于2022年当年可能需偿付的存续债券峰值合计达15.00亿元。2015~2017年，公司现金类资产分别为公司2022年待偿还债券峰值的1.91倍、2.04倍和2.65倍；2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为2021年待偿还债券峰值的13.89倍、13.96倍和14.63倍。整体看，公司经营活动现金流入规模大，对公司需集中兑付的债券本金保障能力很强。

总体看，公司整体业务运营情况良好，且公司在建筑施工领域具有较高的行业地位，项目经验丰富，具有较强的项目承接优势；未来公司经营收入有望保持一定规模。整体看，本期中期票据整体偿债能力很强。

十、结论

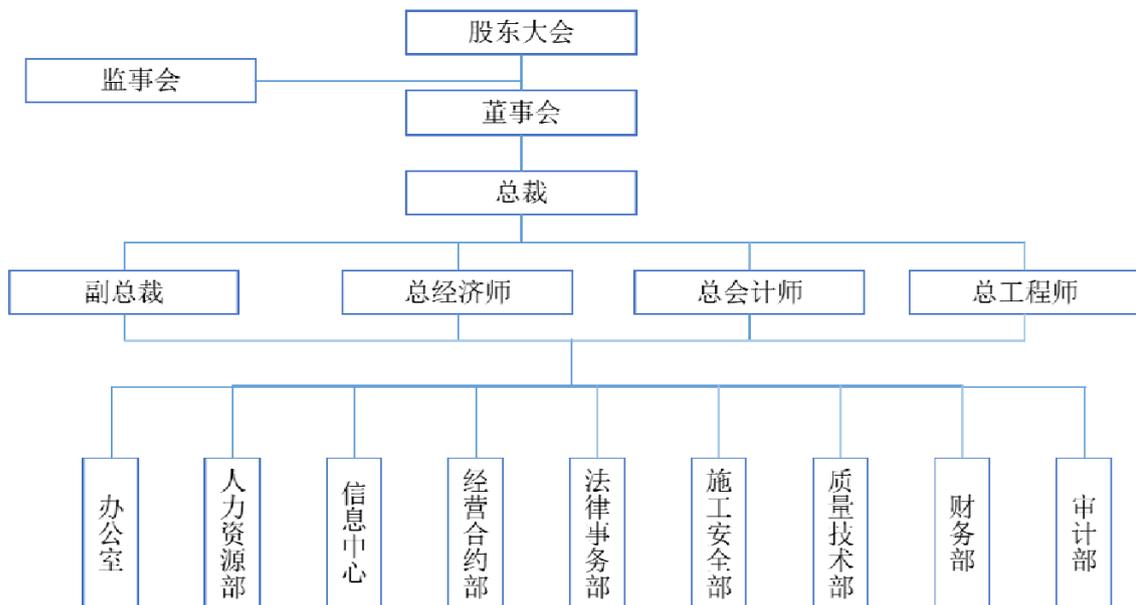
建筑业作为国家的支柱产业之一，在国民经济中占有重要地位。基于建筑行业与宏观经济和投资增速的高度相关性，虽近期受宏观经济放缓影响，建筑行业增速有所放缓，但从长期看，随着中国城市化进程的加快，中国建筑业仍面临较好的发展环境，未来有望继续实现稳定增长。公司以建筑施工（房建）为主业，未来具有较好的发展前景。

公司作为地区龙头建筑企业之一，在区域影响力、专业资质、施工质量、技术水平等方面具备明显优势。目前，公司发展较为稳健，收入规模较大且保持稳步增长。同时，联合资信也关注到，建筑施工行业竞争激烈、公司应收类款项和存货对资金形成较大占用、公司短期债务规模较大且存在较大的短期偿债压力、对外担保行业集中度较高等对公司经营及信用水平带来的不利影响。本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险很低，安全性很高。

附件 1 截至 2018 年 6 月底公司前十大股东情况及组织结构图

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
南通三建控股有限公司	90764.00	73.05
南通杰创投资管理中心(有限合伙)	6163.40	4.96
宁波梅山保税港区逐原投资中心(有限合伙)	5002.62	4.03
南通三建慧创投资管理中心(普通合伙)	4652.00	3.74
珠海建熠投资管理中心(有限合伙)	4135.08	3.33
嘉兴创泽投资合伙企业(有限合伙)	4135.08	3.33
南通广丰投资管理中心(有限合伙)	1945.00	1.57
蔡峥浩	1400.00	1.13
王裕达	1200.00	0.97
克拉斯(北京)投资有限公司	1000.00	0.80
合计	120397.18	96.91



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.67	30.54	39.72	38.32
资产总额(亿元)	181.43	230.79	276.11	283.20
所有者权益(亿元)	59.06	73.15	84.15	85.84
短期债务(亿元)	47.03	56.94	63.40	79.91
长期债务(亿元)	17.70	31.47	62.54	59.11
全部债务(亿元)	64.73	88.42	125.94	139.02
营业收入(亿元)	187.45	202.78	207.59	93.86
利润总额(亿元)	10.36	10.94	18.71	4.79
EBITDA(亿元)	12.75	15.15	23.52	--
经营性净现金流(亿元)	-2.17	0.66	2.50	1.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.47	6.02	5.28	--
存货周转次数(次)	2.32	2.37	1.98	--
总资产周转次数(次)	2.07	0.98	0.82	--
现金收入比(%)	101.15	102.10	99.32	101.40
营业利润率(%)	7.73	9.71	10.96	9.82
总资本收益率(%)	7.37	6.67	8.55	--
净资产收益率(%)	12.53	10.13	16.61	--
长期债务资本化比率(%)	23.06	30.08	42.64	40.78
全部债务资本化比率(%)	52.29	54.72	59.95	61.82
资产负债率(%)	67.45	68.30	69.52	69.69
流动比率(%)	158.86	168.23	202.34	193.76
速动比率(%)	89.76	103.72	120.77	115.70
经营现金流动负债比(%)	-2.09	0.52	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.08	5.84	5.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.39	4.49	5.92	--

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数；公司 2018 年半年报财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估有限公司关于 江苏南通三建集团股份有限公司 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。

江苏南通三建集团股份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。

江苏南通三建集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏南通三建集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江苏南通三建集团股份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江苏南通三建集团股份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，如发现江苏南通三建集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江苏南通三建集团股份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。

如江苏南通三建集团股份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江苏南通三建集团股份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江苏南通三建集团股份有限公司联系，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。