信用等级公告

联合〔2019〕1177号

联合资信评估有限公司通过对江苏南通二建集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏南通二建集团有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“17南通二建MTN001”的信用等级为AA^{+}，并维持“18南通二建CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏南通二建集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 南通二建 MTN001	2.00 亿元	2020/1/19	AA+	AA+
18 南通二建 CP001	3.00 亿元	2019/12/17	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 5 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.93	39.11	48.77	44.30
资产总额(亿元)	357.13	497.85	495.43	465.55
所有者权益(亿元)	108.58	115.17	128.02	130.99
短期债务(亿元)	57.05	72.18	89.11	86.40
长期债务(亿元)	9.00	14.29	8.57	8.57
全部债务(亿元)	66.05	86.47	97.68	94.97
营业收入(亿元)	293.39	291.93	302.97	73.26
利润总额(亿元)	13.31	11.03	13.99	3.96
EBITDA(亿元)	15.85	14.35	18.24	--
经营性净现金流(亿元)	1.36	-6.81	4.66	0.12
营业利润率(%)	3.78	5.55	7.07	7.21
净资产收益率(%)	9.11	7.03	7.57	--
资产负债率(%)	69.60	76.87	74.16	71.86
全部债务资本化比率(%)	37.82	42.88	43.28	42.03
流动比率(%)	146.74	133.44	136.10	140.70
经营现金流动负债比(%)	0.57	-1.85	1.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.17	6.03	5.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.81	4.61	4.66	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师： 姚 玥 喻宙宏

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

跟踪期内，江苏南通二建集团有限公司（以下简称“公司”）作为江苏区域建筑施工行业内的龙头企业，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。公司在江苏区域内品牌知名度高，经营管理体系较为完善，项目承接量保持逐年提升，市场区域分布合理。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很大占用、所有者权益稳定性弱、对外担保规模较大、短期偿债压力较大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司积极推进业务结构优化，由单一住宅类工程承包向市政、能源设施等综合建筑类工程拓展延伸。跟踪期内，公司主营业务经营状况良好，收入规模稳步增长，项目储备充足。未来随着城市化建设发展需求的增长、国内外业务区域的不断拓展，公司业务有望保持一定规模。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“17南通二建MTN001”的信用等级为AA+，并维持“18南通二建CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为江苏省建筑施工行业内的龙头企业，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，且公司同部分知名企业集团的战略合作关系稳定，综合竞争实力较强。
2. 跟踪期内，公司新签合同额保持平稳增长趋势，在手项目储备充足，有较好的业务持续性；公司对所承接项目进行全过程管理，资金回笼情况良好。
3. 跟踪期内，公司国内外业务区域不断拓展，有效分散了区域集中风险，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. 跟踪期内，公司流动资产中应收类款项和存货占比大，且与其他关联企业存在较大规模拆借款，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. 跟踪期内，公司短期债务规模较大，短期偿债压力较大。
4. 跟踪期内，公司对外担保规模较大，且被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二建集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏南通二建集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏南通二建集团有限公司（以下简称“南通二建”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为江苏骅东投资有限公司等47个股东共同持股，公司属于民营企业。根据公司2018年2月9日出具的股东会决议，公司注册资本由3.25亿元增至10.18亿元，增加的6.93亿元由江苏苏东投资有限公司（以下简称“苏东投资”）认缴，上述增资事项已于2018年5月2日完成工商变更登记。截至2019年3月底，公司注册资本10.18亿元，由江苏骅东投资有限公司等47家股东共同持股（前10大股东情况见附件1）。公司实收资本3.25亿元，尚未缴足的增资款约定于2033年2月8日前认缴到位。公司前两大股东苏东投资和江苏骅东投资有限公司（以下简称“骅东投资”）分别持有公司股份77.24%和8.87%，苏东投资为公司控股股东（江苏南通二建集团有限公司工会持100%股权），因此江苏南通二建集团有限公司工会为公司实际控制人。工会成立于1998年12月，现共有职工455余人，下设南通二建工会委员会，工会委员会包括工会主席、工会委员，由工会选举产生工会主席、工会委员。公司日常经营中，董事长具有较大影响力，是公司实际经营的最终决策者。

跟踪期内，公司经营范围发生变化。公司经营范围：房屋建筑工程总承包（特级）；市政公用工程施工总承包（壹级）；建筑装修装饰工程专业承包（壹级）；机电设备安装工程专业承包（壹级）；钢结构工程专业承包（壹级）；机电安装工程施工总承包（贰级）；消防设施工程专业承包（贰级）；地基基础工程专业承包（贰级）；起重设备安装工程专业承包（贰级）（涉及专项审批的，在审批机关批准的经营期限内从事经营）；承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目；五金、建筑材料销售；建筑施工机械设备租赁，园林绿化工程、公路工程、铁路工程、电力工程、水利水电工程、建筑智能化工程施工，模块化建筑技术研发、组装，自营和代理一般经营项目商品和技术的进出口业务。（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2019年3月底，公司内设人力资源中心、企业发展中心、工程管理中心、安全管理中心、财务管理中心、资本运营中心、审计稽核中心、行政管理中心、党委办公室和工会10个职能机构；内设集团长信、东田等合计43个事业部；下设上海、北京、天津等22个分公司及办事处。

截至2018年底，公司资产总额495.43亿元，所有者权益合计128.02亿元（其中少数股东权益1.63亿元）；2018年，公司实现营业收入302.97亿元，利润总额13.99亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额465.55亿元，所有者权益合计130.99亿元（其中少数股东权益1.64亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入73.26亿元，利润总额3.96亿元。

公司注册地址：江苏省启东市人民中路683号。法定代表人：杨晓东。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评“17南通二建MTN001”和“18南通二建CP001”尚需偿还债券余额5.00亿元。跟踪期内，公司按期付

息情况良好。截至2019年3月底，上述募集资金均已按计划使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 南通二建 MTN001	2.00	2.00	2017/1/19	3 年
18 南通二建 CP001	3.00	3.00	2018/12/17	1 年
合计	**5.00**	**5.00**	--	--

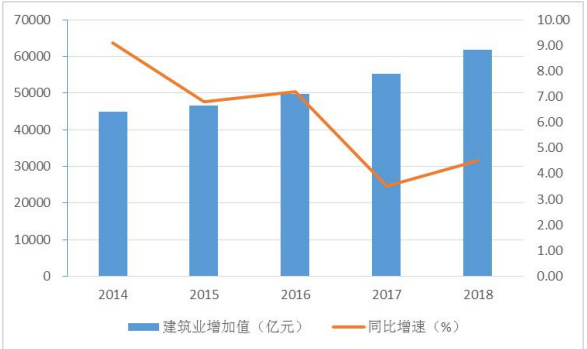
资料来源：联合资信整理

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，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 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

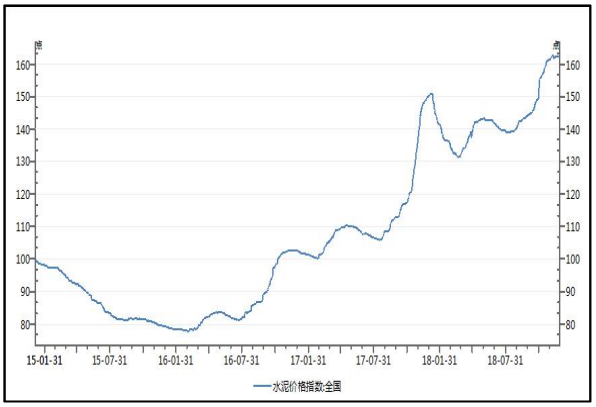
2. 上游原材料供给及下游需求

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。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

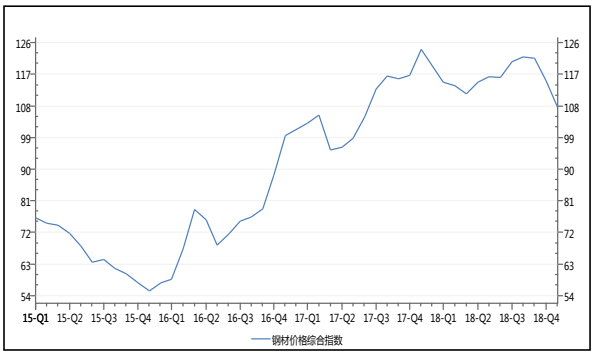
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

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；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

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。

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，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

表 2　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 中国铁建 中国中铁 中国中冶 中国交通建设集团	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。
地方性国企	浦东建设 上海建工 北京建工 其他省属建工企业	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。
大型民营企业	中天建设 南通二建 龙信建设	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。
外资企业	Shimizu 日本清水 Skanska 瑞典斯堪斯卡	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。
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

4. 建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

5. 建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

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

跟踪期内，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。

2018 年，江苏省全年实现地区生产总值 92595.4 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 4141.7 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 41248.5 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 47205.2 亿元，增长 7.9%。全省人均地区生产总值 115168 元，比上年增长 6.3%。劳动生产率持续提高，平均每位从业人员创造的增加值达 194759 元，比上年增加 14247 元。产业结构加快调整，全年三次产业增加值比例调整为 4.5∶44.5∶51，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 0.7 个百分点。

根据《2018 年南通市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，南通市国民经济平稳增长，实现生产总值 8427 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。其中：第一产业增加值 397.77 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 3947.88 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 4081.35 亿元，增长 8.4%。人均 GDP 达到 115320 元，增长 7.1%。按 2018 年平均汇率计算，人均 GDP 为 17427 美元。2018 年，南通市实现建筑业增加值 667.4 亿元，增长 1.5%；建筑企业承建施工面积 8.76 亿平方米，增长 13.4%；建筑队伍人数 180 万人，建筑队伍遍及 40 个国家和地区，年末出国人数 0.6 万人；年末全市拥有特级资质建筑企业 24 家，拥有一级建造师 10382 人。全年新入围鲁班奖 3 项，累计获 103 项，居全国地级市之首。2018 年，南通市固定资产投资额增长 8.8%，其中，民间投资增长 10.8%，工业投资增长 8.0%，其中技改投资增长 24.8%，服务业投资增长 9.6%，基础设施投资增长 10.8%。2018 年，南通市全年房地产开发投资 759.52 亿元，比上年增长 24.5%。商品房施工面积 5718.53 万平方米，增长 10.9%，其中，普通商品房施工面积 4265.61 万平方米，增长 11.9%。全市商品房竣工面积 1114.1 万平方米，增长 1.2%，其中，普通商品房竣工面积 837.82 万平方米，增长 3.6%。商品房销售面积 1731.53 万平方米，增长 4.5%，其中普通商品房 1570.45 万平方米，增长 6.8%。

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，跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为江苏骅东投资有限公司等 47 个股东共同持股。根据公司 2018 年 2 月 9 日出具的股东会决议，公司注册资本由 3.25 亿元增至 10.18 亿元，增加的 6.93 亿元由苏东投资认缴。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 10.18 亿元，实收资本 3.25 亿元。公司前两大持股股东苏东投资和骅东投资，分别持有公司股份 77.24%和 8.87%。（江苏南通二建集团有限公司工会持 100%股权），因此江苏南通二建集团有限公司工会为公司实际控制人。工会成立于 1998 年 12 月，现共有职工 455 余人，下设南通二建工会委员会，工会委员会包括工会主席、工会委员，由工会选举产生工会主席、工会委员。公司日常经营中，董事长具有较大影响力，是公司实际经营的最终决策者。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司经营资质优势突出，海外资质的获取有助于推进公司海外市场业务布局；近年来，公司获得多项建筑类奖项，并注重技术研发与创新，新增多项专利技术，市场竞争力较强。

公司经营有 60 余年经营历史，公司经营资质较齐全，目前共获得特级经营资质 1 项、一级经营资质 4 项、二级经营资质 4 项、三级经

营资质 2 项，类别涵盖房屋建筑施工总承包资质、机电安装工程施工总承包资质、公路工程施工总承包资质、铁路工程施工总承包资质、水利水电工程施工总承包资质、市政公用工程施工总承资质、建筑装修装饰工程专业承包资质、钢结构工程专业承包资质、消防设施工程专业承包资质、机电设备安装工程专业承包资质、地基与基础工程专业承包资质等。2017 年，公司新取得了以色列建筑业最高 G5 资质和外籍劳工许可证，在以色列市场业务得以拓展。

公司于 2018 年荣获鲁班奖 2 项、国优奖 3 项、詹天佑奖 2 项、第 14 次上榜“中国企业 500 强”（列 283 位），第 14 次进入“中国承包商 80 强”（列第 11 位），继续保持江苏建筑百强企业排行榜领先；获得中施协 2018 年中国工程建设诚信典型企业称号，顺利通过中施协全国 3A 信用企业、省工商局的“守合同、重信用”企业年检。全年创省级以上优质工程 113 个、1 项国家发明专利，18 项国家实用新型专利，26 项国家级 QC 成果、135 项省级 QC 成果、工法、新技术示范工程以及项目管理成果奖。截至 2019 年 3 月底，公司拥有国家级工法 6 项、发明专利 12 项、实用新型专利 115 项，主参编国家和行业标准 4 项。

3．企业信用记录

跟踪期内，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.G1032068100006670R），截至2019年5月30日，公司无未结清不良信贷信息记录；公司已结清信贷记录中有次级类垫款28笔，均为同一日到期的垫款，根据银行出具说明，以上垫款并非公司恶意逾期。公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 5 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。2018 年，公司已按照章程约定，召开了 2 次董事会、2 次监事会，监督决策机制执行情况良好。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，房屋建筑工程仍为公司营业收入的重要来源，公司业务保持稳步发展，毛利率水平有所提升。

公司营业收入全部来自建筑施工与安装相关业务。其中，房屋建筑工程为公司营业收入的主要来源。2018 年，公司营业收入平稳增长，增至 302.97 亿元。其中房屋建筑工程收入占营业收入比 63%左右，2018 年占比小幅增长，主要系公司商业性住宅和保障性住房工程施工规模增长所致。此外，建筑安装业务收入为公司营业收入的重要补充，2018 年实现收入 50.87 亿元。

从毛利率水平看，2018年公司营业毛利率有所增长，为7.49%，较上年底增加1.52个百分点，主要受公司加大控制项目成本力度以及项目承接时着重选取更为优质项目等因素综合影响所致。整体看，2018年公司各类业务毛利率略有提高，公司业务保持稳步发展。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.26 亿元，相当于 2018 年全年收入的 24.18%。其中房屋建筑工程和建筑安装、架线、管道建筑工程收入分别为 46.52 亿元和 12.34 亿元。2019 年 1~3 月，公司综合毛利率为 7.61%，较上年底提升 0.12 个百分点。

表 3　2017~2019 年 3 月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

房屋建筑工程	184.35	63.15	5.54	192.14	63.42	7.04	46.52	63.50	7.08
建筑安装和架线、管道建筑工程	49.66	17.01	5.69	50.87	16.79	6.76	12.34	16.84	6.95
道路、桥梁、水利、港口建筑工程	12.79	4.38	11.80	13.00	4.29	12.90	3.16	4.31	12.60
建筑装饰建筑工程	24.90	8.53	6.19	25.87	8.54	8.70	6.27	8.56	8.80
其他土木建筑工程	20.23	6.93	6.65	21.09	6.96	8.50	4.97	6.79	8.60
合　计	**291.93**	**100.00**	**5.97**	**302.97**	**100.00**	**7.49**	**73.26**	**100.00**	**7.61**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

从业务区域来看，公司承接业务区域范围较广，特别侧重于江苏、天津、北京、上海、沈阳等地区，2018 年上述五大区域项目收入分别占全年收入的比重为 51.08%、13.15%、5.67%、8.37%和 12.77%。2019 年 1~3 月，前五大区域收入占比与 2018 年基本相当。

（1）房屋建筑施工板块

跟踪期内，公司房屋建筑施工板块收入主要由住宅用房收入构成；公司整体项目储备充足，且承接项目额保持增长趋势，为公司未来收入提供了较好保障。

公司房建业务主要是住宅、商业项目、厂房项目的施工。其中商品性住宅业务主要客户为国内知名开发商，包括万科、华润、中粮、碧桂园等，主要系由于近年来房地产行业政策不断收紧，公司出于自身经营风险的考虑，多与国内著名的实力雄厚的大型房地产商合作住宅项目。保障性住房和公用设施建筑业务的客户主要为地方政府。整体看，公司客户群体较为优质，业务合作关系较为稳定。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房建施工分别实现收入 192.14 亿元和 46.52 亿元。其中住宅用房收入在房建施工收入中占比最高，2018 年为 83.50%。毛利率方面，2018 年及 2019 年 1~3 月，房建施工板块毛利率持续增长，分别为 7.04%和 7.08%。公司房建施工毛利率基本处于 5%~8%之间，受近年来房屋建筑类项目竞争较激烈影响，毛利率相对较低，但 2018 年毛利率有所提升，主要系受公司对项目成本控制力度加强且办公用房的毛利提升等因素影响。

表 4　公司房建施工板块业务情况

（单位：万平方米、亿元）

项目		2017 年	2018 年
住宅用房	施工面积	2906.30	3138.80
	施工产值	218.04	236.58
	累计竣工面积	1085.47	1176.65
	营业收入	156.38	160.44
	毛利润	8.10	9.33
厂房仓库	施工面积	245.38	266.48
	施工产值	15.95	17.28
	累计竣工面积	86.13	93.21
	营业收入	12.35	13.08
	毛利润	0.74	0.76
办公用房	施工面积	280.22	304.30
	施工产值	18.51	20.03
	累计竣工面积	119.82	129.41
	营业收入	15.63	18.62
	毛利润	1.37	3.44

资料来源：公司提供

项目承接

截至 2018 年底，公司在手合同额为 1252.42 亿元，其中在手未完成合同 649.21 亿元。2018 年新承接项目 397 个，金额合计 603.50 亿元，同比增长 4.77%。其中江苏省外项目占 55%。新承接的一亿元以上项目 171 个，金额合计 541.20 亿元。2019 年 1~3 月，公司新承接项目 61 个，金额合计 62.34 亿元。从公司承接项目情况来看，公司新承接项目额充足且保持增长趋势，在手合同充足，对公司未来持续发展提供了有力支撑；同时为了应对竞争压力，分散区域过于集中引起的风险，公司积极拓展业务区域，承接的省外项目金额占比保持较高水平。

表 5　2016~2019 年 3 月公司工程项目承接情况

（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
当年新承接项目个数	366	397	61
其中：省内	131	177	24
省外	235	220	37
一亿元以上项目个数	172	171	19
当年新承接项目金额	576	603.5	62.34
其中：省内	189	266.2	31.49
省外	387	337.3	30.85
一亿元以上项目金额合计	496	541.2	55.5

注：上表数据统计口径含公司其他业务。

资料来源：公司提供

经营模式和结算模式

公司目前主要业务模式为施工总承包，获得项目的途径主要有两种，一是建立长期的战略合作关系，通过多个战略合作伙伴获得，主要是与万科、碧桂园、华润、中粮、绿地、中远等知名房地产开发公司等合作。近年来，通过此种方式承接的业务约占公司总业务量的50%以上；二是公司与政府部门设立的城投平台签订 BT 协议，承建保障房项目等。

从施工总承包业务结算方式来看，公司与业主单位签订工程合同后，业主先预付公司5~10%左右的预付款项；工程完工决算后，业主向公司支付 80%左右的工程款项，剩下10~15%的工程款项作为工程质保金，质量保证期（通常为 1~3 年）度过后无重大施工质量问题出现业主将质保金等返还给公司。

从 BT 项目结算方式来看，公司 BT 项目回购款均由项目所属管委会提供回购担保，在项目竣工验收合格并投入使用后 15 日开始支付回购款项；项目竣工验收合格后 15 日内付工程进度款（含借给甲方用于支付土地拆迁费用及管线迁移等费用）的 60%，余款经政府认可的审计部门确认完毕（出具审计结算报告）之日起 15 日内，付至审计价的 95%；项目竣工验收合格之日起满 2 年付审计价的 4%；满 3 年付清1%的审计价。

此外，公司业务模式还包括 PPP 项目。公司目前参与 PPP 项目主要是通过与资金方组成联合体进行投标，中标后与政府方组成项目公司，公司主要负责项目的施工建设，资金方主要负责项目资本金缺口及后期项目资金的融资。PPP 项目方面，根据公司提供说明，公司前期参与的长兴住房和城乡建设长兴美丽城镇一、二标段 PPP 项目，由于项目甲方缺乏资金，目前项目已停工，公司前期对该项目投入 0.80 亿元，已收回 0.15 亿元，剩余部分将于 2020 年 9 月预计收回，项目清算相关手续正在沟通办理中。公司目前参与的 PPP 项目为扎兰屯职业学院项目，总投资额为 12.50 亿元，公司成立项目公司的出资比例为 69%，已投资 2.00 亿元。考虑到 PPP 项目周期一般较长，公司面临一定资金压力。

截至2019年3月底，公司在建的重大项目主要为国际公寓、世贸中心等项目；业主单位包括哈尔滨世贸集团及上海世贸投资集团等，前十大在建项目总投资为121.73亿元，已投资51.52亿元。

表6　截至2019年3月底前十大在建项目（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同类型	合同金额	已投资金额	施工进度	已回款
哈尔滨国际农业博览中心项目（北区）施工总承包	哈尔滨世贸集团	施工总承包	20.14	15.00	75.00%	11.80
乌鲁木齐儿童医院城北项目	乌鲁木齐儿童医院	施工总承包	15.37	1.70	11.00%	1.00
镇江高校投资建设发展集团有限公司江苏大学京江校区项目	镇江高发校投资建设发展集团有限公司	施工总承包	13.65	7.92	58.00%	3.50
内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院 3P 项目	内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院	施工总承包	12.50	2.00	16.00%	1.50
哈尔滨国际农业博览中心国际花园 01-03#	哈尔滨农博览	施工总承包	11.80	5.50	46.60%	4.20

哈尔滨集团国际商业广场 T4-T7	哈尔滨世贸集团	施工总承包	10.40	2.10	20.00%	1.60
南通市中央创新区医学综合体(一期)项目	南通市市级政府投资项目建设中心	施工总承包	10.05	3.20	32.00%	2.50
上实朱家角特色居住区（四期）工程	上海丰泽置业有限公司	施工总承包	10.00	2.00	20.00%	1.60
启东崇和置业有限公司启隆乡新村沙 C－11 地块	启东崇和置业有限公司	施工总承包	9.68	4.85	50.10%	3.75
南京麒麟科技创新园二期经济适用住房 H 地块	南京启旭房地产开发有限公司	施工总承包	8.14	7.25	89.00%	5.52
合计	--	--	**121.73**	**51.52**	--	**36.97**

资料来源：公司提供

国外项目获取方面，公司主要采取分包大型央企项目以及自主开发模式。随着公司 2017 年获取以色列建筑业最高 G5 资质和外籍劳工许可证后，公司在以色列市场业务得以逐步推进，签署的项目收益率基本在 15%~20%左右，在行业内处于较高水平。截至 2019 年 3 月底，公司在建及已签约的海外项目共 20 个，分布于阿尔及利亚、以色列等国家，其中以色列共 10 个项目。公司已开工项目建筑面积共计 100 万平方米，同比大幅增长，全部项目合同额共计约 44.60 亿元，包括特拉维夫花园小区住宅、拉姆拉住宅大楼等项目。但考虑到公司自主开发承接的海外项目面临的主要风险为当地政治稳定性风险，若项目所在地政治环境动荡，公司项目回款将面临一定不确定性。

物资采购

原材料采购方面，公司主要采购的建筑材料为钢材、水泥、混凝土和地材等。2018 年，钢材约占原材料成本的 38%、水泥约占 4%、混凝土约占 36%、木材约占 7%，其他原材料主要是五金电料、木材、给排水材料等。区域公司与原材料供应商及钢铁生产企业均签有长期供应合作协议，公司总部定期发布各项原料参考采购价格。项目公司根据自身需要制定采购计划，依照总部发布的参考采购价格自行制定采购计划。人工成本增加成为推动公司整体成本增长的主要因素，人力成本增幅约占公司总成本增幅的 80%左右。

对于原材料价格的波动，公司采取两种策略，一是与项目业主签订施工合同时，根据政府对每种原材料的指导价制定总概算，在施工期间如原材料价格在指导价基础上波动幅度超过 5%，公司将调整总概算，由业主承担风险。另一方面，公司基于自己对市场的判断，对于部分原材料在价格低位的时候适当超额买入，仓储备用。

公司目前正积极筹备钢材、水泥等大宗原材料的集中采购工作，预计未来公司统一集中采购模式将有效地提高公司议价能力，大宗原材料采购成本有望保持在较低水平。

（2）建筑安装工程及道路港口工程

公司建筑安装、架线工程和管道工程主要是房屋建筑过程中的延伸工程。跟踪期内，公司建筑安装工程及道路港口工程板块收入仍为公司主营业务收入的重要补充。

建筑安装工程

除房屋建设工程外，公司业务板块中还包括建筑安装、架线工程和管道工程及道路、桥梁、水利、港口建筑工程等。

建筑安装、架线工程和管道工程主要是房屋建筑过程中的延伸工程，包括但不限于电力线路、计算机网络、广播电视线路等的安装铺设；自来水管道、下水管道的安装建设等。在该建筑安装板块中，公司承接省外项目多于省内项目，主要为在各地通过招投标方式获得的订单。

截至 2019 年 3 月底，公司在建的主要建筑安装和架线、管道建筑工程包括“亿利集宁博览馆增补项目”及“廊坊市证合泰房地产开发有限公司证大大拇指广场项目二三期绿化装饰安装项目”等，项目总投资为 15.80 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 6.30 亿元。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司建筑安装、架线工程和管道工程分别实现收入 50.87 亿元和 12.34 亿元，是公司主营业务收入的重要补充。毛利率方面，2018 年及 2019 年一季度分别为 6.76%和 6.95%。

道路港口工程

道路、桥梁、水利和港口建筑工程板块主要系公司承接的政府项目，该部分项目利润相对较高。截至 2019 年 3 月底，道路、桥梁、水利和港口建筑工程板块在建项目主要包括乌鲁木齐东进场高架道路综合管廊二标段等项目，项目总投资为 4.50 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 1.80 亿元。

2018 年，公司建筑安装、架线工程和管道工程新承接合同金额为 87.20 亿元，同比小幅增长。其中省内项目合同金额为 35.10 亿元。在建筑安装、架线工程和管道工程板块，公司承接省外项目多于省内项目，主要为公司在各地通过招投标方式获得的订单。

2018 年及 2019 年 1~3 月，道路、桥梁、水利和港口建筑工程板块分别实现收入 13.00 亿元和 3.16 亿元。毛利率方面，同期公司道路、桥梁、水利和港口建筑工程板块毛利率分别为 12.90%和 12.60%，保持较高水平。

3. 经营效率

2018 年，公司存货周转效率及债权周转次数均有所下降，分别为 1.28 次和 3.09 次，总资产周转次数为 0.61 次。整体看，公司资产经营效率一般。

4. 未来发展

公司未来发展目标明确，在以房建施工主业的基础上，将注重发展住宅精装、清洁能源、海外业务、基础设施、资本投资等业务板块。

公司计划将品牌作为集团首要战略资源，通过主副市场互补发展，提高与战略合作伙伴的合作精度、深度和广度，撬动高端大项目；对建筑市场进行细分，积极开拓专业板块，做大精装修产业，关注养老地产和 PC 项目，介入光伏发电等新能源产业和铁路、高速公路、城市轨道交通等专业施工领域。

公司计划进一步加强集团品牌建设，打造具有市场竞争优势、融资优势、管理团队优势、施工工艺技术优势的诚信企业。建立集团“四库一平台”，包括经营数据库、财务数据库、人力资源数据库、质安技术数据库和集团诚信平台，四库一平台基础数据共享、运营数据联动，以集团运营大数据支撑集团快速、正确决策。

公司经营目标为至 2020 年，集团产值超 700 亿（每年递增 10%）。其中海外产值超 10 亿美元，力争占总产值超 10%。至 2025 年，集团规模超千亿，3 个区域规模超百亿；以房建施工为主业，住宅精装、清洁能源、海外业务、基础设施、资本投资等业务板块总额超 50%，争取“十三五”末有一业务板块进入上市辅导期，打造资本市场融资平台。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

从财务报表合并范围看，2018 年，公司合并范围新增子公司 5 家，全部为投资设立。2019 年 1~3 月，公司合并范围并无变化。总体看，上述合并范围变化对公司整体影响较小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 495.43 亿元，所有者权益合计 128.02 亿元（其中少数股东权益 1.63 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 302.97 亿元，利润总额 13.99 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 465.55 亿元，所有者权益合计 130.99 亿元（其中少数

股东权益 1.64 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.26 亿元，利润总额 3.96 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，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，对资金形成很大占用，资产流动性一般，资产整体质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 495.43 亿元，同比下降 0.49%，主要系应收类款项下降所致。公司资产结构以流动资产为主，符合建筑施工企业特征。

截至2018年底，公司流动资产487.47亿元，主要由货币资金、应收类款项和存货构成。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.19	7.47	45.61	9.21	41.20	8.85
应收账款	104.68	21.03	86.08	17.37	80.13	17.21
存货	211.45	42.47	225.74	45.56	211.81	45.50
其他应收款	126.97	25.50	111.95	22.60	107.49	23.09
流动资产	**491.60**	**98.74**	**487.47**	98.39	**457.71**	98.32
固定资产	1.08	0.22	1.60	0.32	1.62	0.35
递延所得税资产	3.05	0.61	2.60	0.52	2.49	0.53
非流动资产	**6.25**	**1.26**	**7.95**	1.60	**7.84**	1.68
资产总额	**497.85**	**100.00**	**495.43**	**100.00**	**465.55**	**100.00**

注：由于 2018 年会计准则变更，将资产负债表中的“应收利息”和“应收股利”科目归至“其他应收款”合并列报，故对于 2016~2017 年报表该科目进行追溯调整

资料来源：根据公司财务报告、2019年一季报整理

截至2018年底，公司货币资金45.61亿元，同比增长22.64%，由银行存款（占比41.75%）和其他货币资金（主要为承兑汇票保证金和短期借款保证金，占比57.40%）构成。其中受限资金26.18亿元，受限比例较高。

随着公司项目承建规模的逐年增长，公司应收账款波动较大。截至2018年底，应收账款净额86.08亿元，同比下降17.77%。按信用组合计提坏账准备的应收账款90.61亿元，其中账龄在1年以内占54.87%、账龄在1至2年占20.14%、账龄在2至3年占14.37%、3至4年的占10.62%，综合账龄偏长。从应收账款集中度看，前5名单位合计应收占应收账款净额的13.05%，集中度较低。截至2018年底，公司已计提坏账准备4.53亿元，计提比例5.00%，计提比例尚可。

表 8 截至 2018 年底公司应收账款前五名单位

（单位：亿元、%）

债务人名称	账龄	金额	占应收账款原值的比例
天津市西青区大寺镇门道口村民委员会	1 年以内	3.77	4.16
朝阳宏达房地产开发有限公司	1 年以内	2.31	2.55
大连海通房地产开发有限公司	1 年以内	2.22	2.45
新疆健康产业投资股份有限公司	1 年以内	1.79	1.97
江苏第二师范学院	1 年以内	1.74	1.92
合计	--		**13.05**

资料来源：公司审计报告

由于2018年会计准则变更，对于2016~2017年“其他应收款”科目进行追溯调整。公司其他应收款主要为公司股东及参股企业的借款、其他单位临时性借款以及项目保证金、投标保证金、押金等款项以及“应收利息”及“应收股利”。截至2018年底，公司其他应收款净额

111.95亿元，同比下降11.83%，主要系公司加大对内清欠工作，对2016年年末前事业部经营中以借款、票据及其他形式占用集团资金的陈欠款（包括以集团参股子公司名义借款的）进行清收所致。按账龄看，公司其他应收款中账龄在1年以内的占比约60.32%、1至2年的占39.68%，整体坏账计提比例5.00%。从集中度看，前5名净额合计23.30亿元，占其他应收款总额的19.84%。总体看，公司其他应收款账龄较短，集中度一般。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及原材料、周转材料等。截至2018年底，公司存货225.74亿元，同比增长6.76%，主要系随着公司承接工程量的增加，公司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（6.35亿元，占2.81%）以及已竣工未结算款（217.75亿元，占96.46%）等，目前未计提存货跌价准备。

截至2018年底，公司非流动资产7.95亿元，同比增长27.24%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和递延所得税资产等构成。

截至2019年3月底，公司资产总额465.55亿元，较上年底同比下降6.03%，主要系受公司结转部分工程项目确认收入，并收到回款等影响，公司存货及应收款项均有所下降所致。公司资产构成较上年底变化不大。

截至2019年3月底，公司用于抵、质押的资产账面价值共计3.62亿元，其中抵押物多为房产和土地；受限货币资金合计26.18亿元，主要为保证金。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

截至2018年底，公司所有者权益128.02亿元，其中归属母公司的所有者权益占98.73%，少数股东权益占1.27%。归属母公司所有者权益以实收资本、盈余公积和未分配利润为主。近年来，公司所有者权益中未分配利润较高，主要系公司净利润逐年增加留存所致。近年来，公司利润分配规律为：按各股东持公司股权比例分配10%分红，按各股东持骅东公司股权比例分配15%分红，剩余部分转入公司未分配利润，用于公司再经营。2018年，公司利润分配金额1.35亿元；未来一年内，公司仍将按该分配计划进行利润分配，且不会对已转入公司经营的未分配利润进行分配。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计130.99亿元（含少数股东权益1.64亿元），较上年底增长0.46%，构成基本保持不变。

表9 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.25	2.82	3.25	2.54	3.25	2.48
资本公积	0.06	0.05	0.06	0.05	0.06	0.05
盈余公积	12.61	10.95	12.61	9.85	12.61	9.63
未分配利润	98.45	85.48	107.44	83.92	110.40	84.28
少数股东权益	0.80	0.69	1.63	1.27	1.64	1.25
所有者权益	**115.17**	**100.00**	**128.02**	**100.00**	**130.99**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告、2019年一季报整理

跟踪期内，公司债务规模有所上升，有息债务以短期债务为主，符合一般建筑类企业特点；但目前公司短期债务规模较大，面临较大短期偿债压力。

截至 2018 年底，公司负债总额 367.41 亿元，同比下降 3.99%。从负债结构看，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 358.16 亿元，同比下降 2.78%。流动负债以短期借款、应付账款和其他应付款为主。

表 10　公司负债主要构成（单位：亿元、%）

主要负债	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	45.70	11.94	50.31	13.69	47.21	14.11
应付票据	21.98	5.74	30.10	8.19	36.48	10.90
应付账款	138.38	36.16	132.98	36.19	110.32	32.97
其他应付款	111.12	29.04	94.82	25.81	85.14	25.45
流动负债	**368.39**	**96.27**	**358.16**	**97.48**	**325.31**	**97.24**
应付债券	6.50	1.70	5.00	1.36	5.00	1.49
非流动负债	**14.29**	**3.73**	**9.25**	**2.52**	**9.25**	**2.76**
负债合计	**382.68**	**100.00**	**367.41**	**100.00**	**334.56**	**100.00**

注：由于 2018 年会计准则变更，将资产负债表中的“应收利息”和“应收股利”科目归至“其他应收款”合并列报，故对于 2016~2017 年报表该科目进行追溯调整

资料来源：根据公司财务报告、2019年一季报整理

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。截至 2018 年底，公司短期借款 50.31 亿元，同比增长 10.08%，主要由保证借款和信用借款构成。

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。截至 2018 年底，公司应付票据 30.10 亿元，同比增长 36.94%，主要系随着公司业务扩张，原材料采购规模也相应增长，而原材料结算款主要为票据结算所致。

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、设备款等。截至 2018 年底，公司应付账款 132.98 亿元，同比下降 3.90%。从账龄来看，全部为 1 年以内账款，公司应付账款账龄短。

公司预收款项主要为工程项目的预收工程款。截至 2018 年底，公司预收款项 21.71 亿元，同比增长 15.51%，主要系部分业主方提前支付了未确认进度手续的工程款增长所致。

由于 2018 年会计准则变更，对于 2016~2017 年“其他应付款”科目进行追溯调整。公司其他应付款主要为应付的工程分包单位（主要为关联企业）的分包款，主要是应付内部项目公司工程款；分包单位借用公司施工资质对外承接工程，工程款回笼至公司账户，待工程决算后将相应的工程款付至分包单位。截至 2018 年底，公司其他应付款 94.82 亿元，同比下降 14.67%，主要系 1 年以内的分包款下降所致。从账龄看，1 年以内其他应付款占 99.23%。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 3.00 亿元，为公司发行的短期融资券“17 南通二建 CP001”，为有息性质。

截至 2018 年底，公司非流动负债 9.25 亿元，同比下降 35.28%，主要由长期借款和应付债券构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 3.57 亿元，同比下降 54.17%，主要由抵押借款和保证借款构成。

截至 2018 年底，公司应付债券 5.00 亿元，

为公司发行的企业债“14 南通二建债/PR 南二建”（一年以上到期的余额 3.00 亿元）和“17 南通二建 MTN001”（本金 2.00 亿元）。

截至2019年3月底，公司负债总额334.56亿元，较上年底下降8.94%，主要为流动负债下降所致。公司负债构成中流动负债占97.24%，较上年底变化不大。流动负债中应付账款和其他应付款均呈现不同程度的下降。非流动负债中长期借款和应付债券均有所下降。

有息债务方面，2018 年公司调整后全部债务增至 100.68 亿元。债务结构方面，其中短期债务占比为 91.49%，公司短期债务规模较大。2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 97.97 亿元，其中短期债务 89.40 亿元、长期债务 8.57 亿元，公司面临较大短期偿债压力。

从偿债指标看，2018 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.16%、44.02%和 6.27%。2019 年 3 月底，上述比率分别为 71.86%、42.79%和 6.14%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，整体发展较为稳健；利润规模有所增长，公司整体业务运行情况良好。公司较为充足的合同量，将对收入形成良好支撑。

公司营业收入全部来自建筑施工与安装业务，2018 年，公司实现营业收入 302.97 亿元，保持平稳稳步。同期，公司营业成本 280.28 亿元；营业利润率同比升至 7.07%，同比有所增长。考虑到公司较为充足的合同量，公司未来收入仍将保持一定规模。

期间费用方面，公司期间费用全部为管理费用和财务费用。管理费用主要是公司差旅费、业务招待费、交通费、会议费、办公费等费用。2018 年，公司期间费用 5.57 亿元，同比增长 91.40%，主要系受公司偿还债务支付的现金利息收入减少同时利息支出增加影响，财务费用增长所致。同期，公司期间费用占营业收入比 1.84%，公司对期间费用控制力较强，但较上年同期有所弱化。

2018 年，公司利润总额为 13.99 亿元，主要为经营性业务利润；资产减值损失 0.71 亿元，全部为公司计提的坏账准备。公司营业外收入主要包括崇明区财政局扶持资金、先进企业奖励等政府补助，2018 年，公司营业外收入为 0.18 亿元。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率及净资产收益率小幅增长，2018 年底分别为 5.95%和 7.57%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.26 亿元，相当于 2018 年全年的 24.18%；利润总额 3.96 亿元；营业利润率为 7.21%，较 2018 年小幅提升。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量较好，但受公司在手订单建设进度的推进、公司业务规模的扩张等因素影响，加之公司偏短的债务结构，公司仍面临一定的筹资压力。

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量377.47亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金346.13亿元构成；公司收到其他与经营活动有关的现金31.34亿元，主要为经营往来款。2018年，公司经营活动现金流出量372.81亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2018年，经营活动产生的现金流量净额4.66亿元。从收入实现质量指标看，2018年，公司现金收入比为114.25%，公司收入的实现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流量相对较小。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为净流出1.70亿元，较上一年净流出规模有所减少，主要系收回投资收到的现金同比增长127.12%，增至2.68亿元所致，系公司赎回购买的理财产品款项；2018年，公司投资支付的现金主要为公司购买理财产品支出款项，为1.86亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动流入量为 61.53 亿元，同比保持稳定，主要为取得借款收到的现金 59.75 亿元构成；公司筹资活动现金流出量为 68.26 亿元，同比增长 33.98%，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，分别为 59.67 亿元和 5.09 亿元。同期，公司筹资活动现金流量净额为净流出 6.73 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 62.02 亿元，全部为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出为 61.90 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 0.12 亿元。2019 年 1~3 月，公司现金收入比为 84.65%。同期，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出规模较小，投资活动现金流量为净流出 0.02 亿元。筹资活动现金流入 6.68 亿元，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 6.89 亿元，主要由偿还债务支付的现金 5.31 亿元构成，筹资活动现金流净额为-0.22 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力较大，长期偿债能力较好，公司间接融资渠道有待拓宽。但考虑到公司整体业务运营情况良好，且公司具有较强的项目承接优势；公司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，2018 年，公司的流动比率为 136.10%。同期，由于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，速动比率为 73.08%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 140.70%和 75.59%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 1.30%，经营性现金流对公司短期债务保障能力弱。2018 年底，公司扣除受限资金后的现金类资产 22.53 亿元，为同期调整后短期债务的 0.24 倍。整体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA有所下降，为18.24亿元，公司调整后全部债务/EBITDA为5.52倍；EBITDA利息倍数为4.66倍。公司EBITDA对调整后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2019年3月底，公司共获得授信额度总量为96.85亿元，已使用74.07亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额合计 17.97 亿元，主要为对江苏启安建设集团有限公司担保 5.12 亿元、对江苏中润建设集团有限公司担保 2.18 亿元；被担保企业目前全部正常经营未产生逾期，但担保对象大多为南通市的建筑企业，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 13.65%（以 2019 年 3 月底所有者权益计算）。公司有两笔余额为 0.43 亿元关注类担保，系对南通恒润建设工程有限公司（由原“南通启益建设集团有限公司”重组成立，以下简称“南通恒润”）贷款进行的担保。根据公司提供说明，该笔贷款系受原南通启益建设集团有限公司又对江苏中信建设集团有限公司（以下简称“江苏中信”）公司贷款进行担保，江苏中信有逾期贷款影响，因而公司该笔担保被银行调至关注类。根据目前情况，南通恒润经营情况正常，且公司对该笔担保具有反担保措施。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。

7. 母公司财务分析

母公司对集团资金有较强的掌控能力，资产规模、负债和收入规模占合并口径的比重高。

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 488.92 亿元，同比下降 0.43%。截至 2018 年底，母公司流动资产 476.22 亿元，占总资产的 97.40%；非流动资产 12.70 亿元。截至 2018 年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的 98.69%，占比高。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计

126.06 亿元，主要由实收资本、盈余公积和未分配利润构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 362.86 亿元，同比下降 3.71%。从结构上看，母公司流动负债占 97.45%；非流动负债占 2.55%。截至 2018 年底，母公司负债占合并报表负债的 98.76%，占比高。

2018 年，母公司实现营业收入 300.90 亿元，占合并报表营业收入的 99.32%，占比高。母公司利润总额 13.70 亿元，占合并报表利润总额的 97.93%，占比高。

九、存续债券偿债能力分析

截至跟踪日，公司存续债券的短期兑付压力较小，未来集中偿债压力较小。

截至跟踪日，公司一年内到期兑付债券本金为4.50亿元（含“14南通二建债/PR南二建”分期还本金额1.50亿元和“18南通二建CP001”还本金额共3.00亿元），达到存续债券待偿本金峰值。2018年底，公司现金类资产48.77亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为377.47亿元、4.66亿元和18.24亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	4.50
未来待偿债券本金峰值	4.50
现金类资产/一年内到期债券余额	10.84
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	83.88
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.05

资料来源：联合资信整理

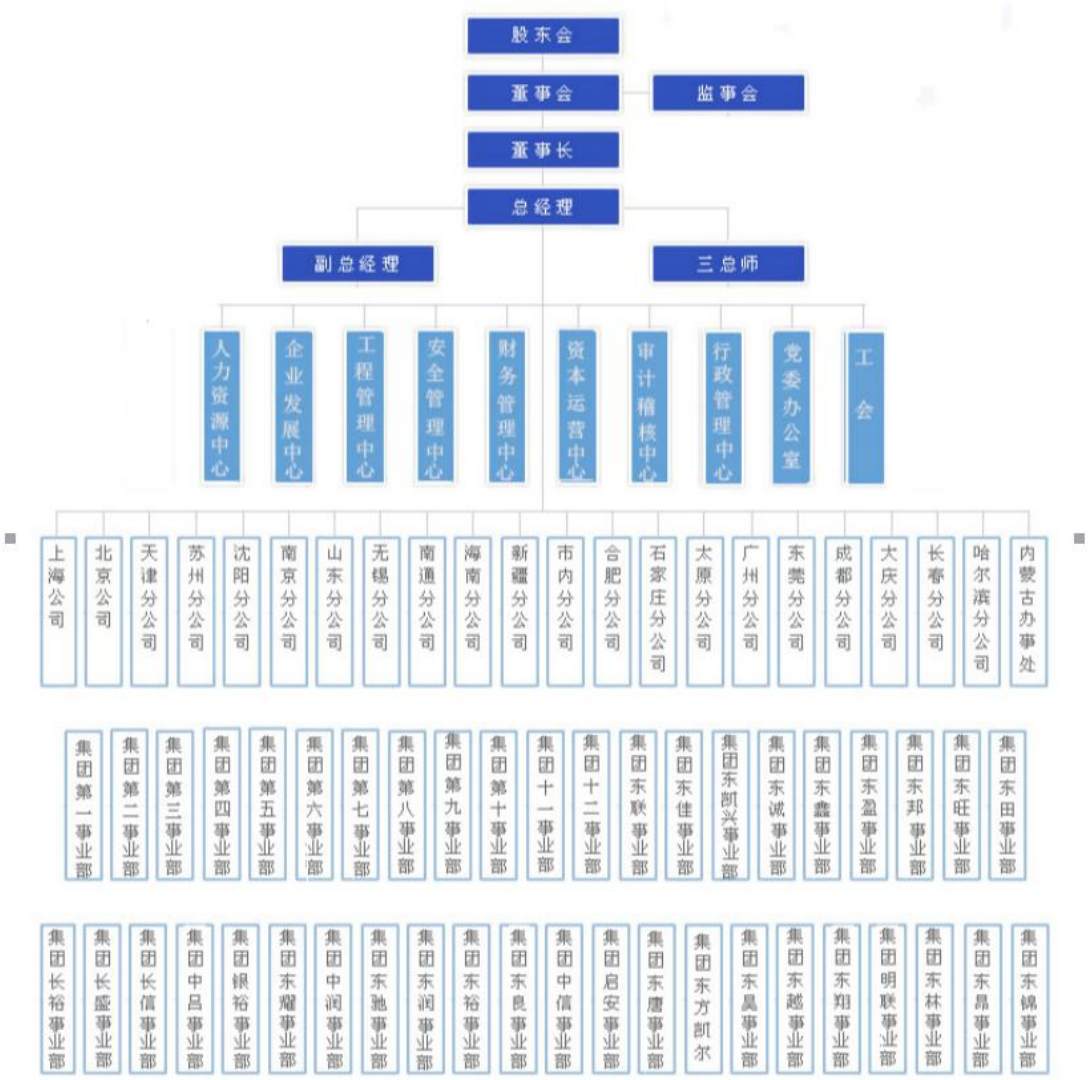
总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障程度好；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度好，经营活动现金流净额对未来待偿债券本金峰值不具有保障能力。存续债券方面，公司对存续债券的短期兑付压力较小，未来集中偿债压力较小。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^{+}，维持“17南通二建MTN001”的信用等级为AA^{+}，并维持“18南通二建CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　公司前十大股东情况及组织结构图

股东名称	出资金额（万元）	出资比例（%）
江苏苏东投资有限公司	78629.33	77.24
江苏骅东投资有限公司	9020.67	8.87
江苏南通二建集团第一建筑安装工程有限公司	550.00	0.54
江苏南通二建集团第六建筑安装工程有限公司	550.00	0.54
江苏南通二建集团第八建筑安装工程有限公司	550.00	0.54
江苏南通二建集团东凯兴建设工程有限公司	550.00	0.54
江苏南通二建集团第七建筑安装工程有限公司	450.00	0.44
江苏南通二建集团第九建筑安装工程有限公司	450.00	0.44
江苏南通二建集团东联建筑安装工程有限公司	450.00	0.44
江苏南通二建集团东佳建筑安装工程有限公司	450.00	0.44
合计	**91650.00**	**90.03**



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.93	39.11	48.77	44.30
资产总额(亿元)	357.13	497.85	495.43	465.55
所有者权益(亿元)	108.58	115.17	128.02	130.99
短期债务(亿元)	57.05	72.18	89.11	86.40
长期债务(亿元)	9.00	14.29	8.57	8.57
全部债务(亿元)	66.05	86.47	97.68	94.97
调整后全部债务(亿元)	66.05	89.47	100.68	97.97
营业收入(亿元)	293.39	291.93	302.97	73.26
利润总额(亿元)	13.31	11.03	13.99	3.96
EBITDA(亿元)	15.85	14.35	18.24	--
经营性净现金流(亿元)	1.36	-6.81	4.66	0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.32	3.00	3.09	--
存货周转次数(次)	2.19	1.57	1.28	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.68	0.61	--
现金收入比(%)	105.18	102.14	114.25	84.65
营业利润率(%)	3.78	5.55	7.07	7.21
总资本收益率(%)	7.00	5.48	5.95	--
净资产收益率(%)	9.11	7.03	7.57	--
长期债务资本化比率(%)	7.65	11.04	6.27	6.14
全部债务资本化比率(%)	37.82	42.88	43.28	42.03
调整后全部债务资本化比率(%)	37.82	43.72	44.02	42.79
资产负债率(%)	69.60	76.87	74.16	71.86
流动比率(%)	146.74	133.44	136.10	140.70
速动比率(%)	89.17	76.05	73.08	75.59
经营现金流动负债比(%)	0.57	-1.85	1.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.17	6.03	5.36	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.17	6.24	5.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.81	4.61	4.66	--

注：公司 2019 年一季报财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务

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	（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)^（1/(n-1)）-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	
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　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 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4　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