信用等级公告

联合[2018] 1974 号

联合资信评估有限公司通过对江苏省金陵建工集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏省金陵建工集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 金陵建工 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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

江苏省金陵建工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
15 金陵建工 MTN001	4.00 亿元	2018/10/27	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.31	10.61	6.24	4.25
资产总额(亿元)	115.67	129.68	114.45	118.17
所有者权益(亿元)	55.88	66.73	74.04	76.34
短期债务(亿元)	36.04	8.23	4.80	5.68
长期债务(亿元)	4.00	9.13	4.96	5.16
全部债务(亿元)	40.04	17.36	9.76	10.85
营业收入(亿元)	145.72	138.59	99.73	29.57
利润总额(亿元)	13.80	13.16	9.22	3.06
EBITDA(亿元)	14.79	14.07	9.83	--
经营性净现金流(亿元)	-8.90	17.73	2.27	-2.25
营业利润率(%)	10.37	10.42	9.91	10.70
净资产收益率(%)	18.46	14.76	9.34	--
资产负债率(%)	51.69	48.54	35.31	35.40
全部债务资本化比率(%)	41.75	20.65	11.65	12.44
流动比率(%)	207.05	238.84	306.98	315.44
经营现金流动负债比(%)	-15.95	32.95	6.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	1.23	0.99	--
EBITDA/利息倍数(倍)	15.13	15.66	16.34	--

注：2018 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

张婷婷　姚 玥　黄海伦

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

江苏省金陵建工集团有限公司（以下简称“公司”）主营建筑施工业务，涵盖保障房、商品房和商业地产、工业厂房、办公楼等房建板块和市政板块。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跟踪期内公司在江苏省房建领域保持一定的规模和竞争优势，公司项目储备充足、整体偿债能力较强。同时，联合资信也关注到建筑施工行业竞争激烈、公司业务区域集中度较高、跟踪期内公司新签合同额下滑、收入利润持续下滑、保障房及 PPP 项目垫资建设给公司带来筹资压力等因素对公司经营带来的不利影响。

随着国家对保障房的大力推动，保障房建筑市场空间扩大，同时公司积极拓展 PPP 等新的业务模式，公司经营业绩有望增长。

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“15 金陵建工 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司项目储备较为充足，在江苏省房建领域保持一定的规模优势和竞争实力，整体偿债能力较强。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模快速下降，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对公司待偿还债券的覆盖能力强。

关注

1. 建筑行业竞争激烈，行业利润水平较低，跟踪期内，公司收入规模持续下降，盈利能力明显减弱，公司新签约合同总额有所下降，未来项目承揽和业务发展情况需关注。
2. 由于保障房项目及新签约的 PPP 项目所需资金需要公司垫付，公司资金需求大，面

临一定的筹资压力。

3. 公司承接项目主要集中在江苏省内，占新签订合同总额的比重逐年上升，2017 年占比为 81.20%，公司业务区域集中度较高，不利于公司分散经营风险及拓展业务规模。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江苏省金陵建工集团有限公司（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。

江苏省金陵建工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关于江苏省金陵建工集团有限公司（以下简称“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，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 4.01 亿元，其差异系股东尚未缴足认缴资本金所致。公司股东为两名自然人，范广峰持股 90.03%、范烨凝持股 9.97%，二人为父女关系，公司实际控制人为范广峰先生。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司本部内设综合管理部、经营合约部、人力资源部、风险投资部、监督审计部、财务结算部、安全管理部、工程管理部等 13 个职能部门，拥有 5 家全资子公司及 3 家控股子公司。

2017 年底，公司资产总额 114.45 亿元，所有者权益合计 74.04 亿元；2017 年，公司实现营业收入 99.73 亿元，利润总额 9.22 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 118.17 亿元，所有者权益合计 76.34 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.57 亿元，利润总额 3.06 亿元。

公司注册地址：南京市建邺区楠溪江东街 68 号二楼；法定代表人：范广峰。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评“15金陵建工MTN001”尚需偿还债券余额4.00亿元。跟踪期内，公司付息情况良好。“15金陵建工MTN001”募集资金用于偿还银行贷款及补充流动资金，截至2018年6月底，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
15 金陵建工 MTN001	4.00	4.00	2015/10/27	3 年

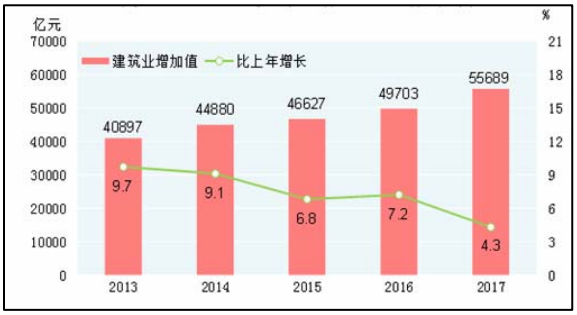
资料来源：联合资信整理

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

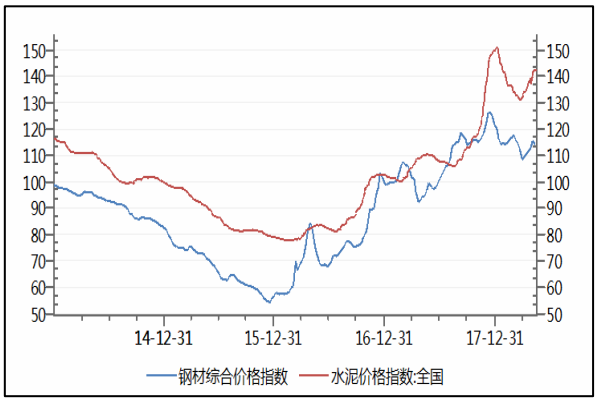
2. 上游原材料供给及下游需求

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 年后半年开始持续攀升，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 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	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，短期内中国建筑业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，部分过速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. 区域经济分析

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，有助于公司建筑施工业务的持续发展。

公司业务主要集中于江苏省，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。2018 年 1~3 月，江苏省实现生产总值 21093 亿元，同比增长 7.1%。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 4.01 亿元，其差异系股东尚未缴足认缴资本金所致。公司股东为两名自然人，范广峰持股 90.03%、范烨凝持股 9.97%，二人为父女关系，公司实际控制人为范广峰先生。

2. 企业规模

跟踪期内，公司作为江苏省大型民营建筑企业，建筑资质齐全；公司持续进行科研经费投入，保持较高的技术水平。

公司以建筑施工为主业，其中房建施工业务占主导地位，业务区域主要覆盖江苏省。

公司各类资质较为齐全，包括房屋建筑工程施工总承包特级资质、建筑行业（建筑工程）设计甲级资质、机电安装工程施工总承包壹级资质、市政公用工程施工总承包壹级资质、建筑装修装饰工程专业承包壹级资质、钢结构工程专业承包壹级资质、消防设施工程专业承包壹级资质、地基与基础工程专业承包壹级资质等。同时，经国家商务部核准，公司具有承包境外工程和境内国际工程的资格。

为更好的鼓励科技创新，推动研究和开发各项重点技术，公司不断加大科技投入，2017 年，公司科研经费投资额为 913.69 万元，用于推进科技创新及研发人员工资奖金等，在工法、专利、行业标准制定方面都取得了一定的成果。公司目前拥有国家级工法 3 项，省级工法 16 项、发明专利 5 项、实用新型专利 3 项，制定完成了行业规范 2 部。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信用记录。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1032010500308110I），截至 2018 年 7 月 2 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 7 月 16 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，公司治理架构及管理体制无重大变化，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主要来源，收入占比超过80%。公司收入受建筑行业竞争日趋激烈影响而有所下降。

2017年，受建筑行业竞争日益激烈影响，公司业务订单减少，结转收入规模相应减少，公司实现营业收入99.73亿元，各板块业务均有不同程度的下降。其中房建业务收入88.45亿元，同比下降27.52%，主要系保障房业务、商品房和商业地产业务等板块收入有所萎缩所致。跟踪期内，公司市政工程收入继续下降，2017年为6.72亿元，同比下降31.29%，主要系近年来市政施工企业门槛降低，行业竞争激烈，公司盈收空间被压缩所致；公司其他业务主要是装饰装修、机电设备安装、园林建设、公路铺设、房地产开发，2017年该板块收入4.56亿元。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率为10.44%，同比减少1.90个百分点。其中2017年房建板块整体毛利率10.46%，同比下降1.73个百分点，主要系公司房屋建筑类工程市场竞争激烈，主材价格上涨，人工费大幅上升，利润空间进一步缩小所致。公司房屋建筑板块中占比较高的保障房和办公楼建设毛利率分别为10.48%和10.40%，同比分别下降1.82个和2.13个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入29.57亿元，各板块收入占比变化不大。毛利率整体较2017年底增长0.62个百分点。

表3 截至2018年3月底公司经营情况（单位：亿元、%）

	2016年			2017年			2018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
房建板块	122.00	88.02	12.19	88.45	88.70	10.46	26.26	88.79	11.05
其中：--保障房	71.51	51.59	12.30	51.83	51.98	10.48	15.35	51.91	11.09
--商品房和商业地产	14.70	10.61	11.01	10.58	10.61	10.41	3.23	10.93	11.16
--工业厂房	14.35	10.35	12.30	10.77	10.80	10.47	3.16	10.67	10.91
--办公楼	21.44	15.47	12.53	15.27	15.31	10.40	4.52	15.28	10.97
市政板块	9.78	7.06	15.24	6.72	6.73	10.18	1.96	6.63	10.88
其他板块	6.81	4.91	10.28	4.56	4.57	10.44	1.35	4.58	11.33
合 计	**138.59**	**100.00**	**12.34**	**99.73**	**100.00**	**10.44**	**29.57**	**100.00**	**11.06**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，受公司项目承揽量减少的影响，整体新签合同额继续下降，业务区域集中度较高；鉴于公司在手项目较为充足，对短期内业务发展仍能提供良好支撑。

公司房建板块业务结构较为多元化，主要包括保障房建设、商品房和商业地产建设、工业厂房建设和办公楼建设。2017年，公司保障房施工收入51.83亿元，占房建板块收入的51.98%，商品房和商业地产施工收入占10.61%、工业厂房施工收入占10.80%、办公楼施工收入占15.31%，各细分板块收入占比较上一年变化不大。

受宏观环境调控使得行业景气度持续走低，市场竞争加剧以及公司缩减规模相对较小的项目承接量等因素影响，2017年公司建筑施工新签合同83.95亿元，同比下降27.13%。其中保障房新签合同占比仍保持较高水平，为53.70亿元。

表4　2016~2018年一季度公司新签合同构成

（单位：亿元）

业务类型	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
房屋建筑	**100.74**	**73.46**	**60.57**
其中：保障房	42.52	53.70	54.75
商品房和商业地产	19.75	11.31	2.15
工业厂房	17.42	4.15	1.80
办公楼	21.05	4.30	1.87
市政工程	**5.88**	**4.01**	**3.25**
其他	**8.60**	**6.48**	**1.42**
合计	**115.22**	**83.95**	**65.24**

资料来源：公司提供

从区域分布来看，公司建筑施工业务仍主要集中在江苏省内，2017年，江苏省新签合同金额占新签合同总额的比例为81.20%，同比上升12.88个百分点，市场集中度进一步提高。

截至2018年3月底，公司在手合同金额为216.40亿元，其中房建业务在手合同额为198.34亿元。截至2017年底，公司主要在建房建项目已完成施工38.98亿元，2018年和2019年分别计划投资28.44亿元和18.90亿元。

表5　截至2017年底公司主要在建房建项目（单位：万元）

业主单位	项目名称	合同金额	截至 2017 年底已完成	2018 年计划投资	2019 年计划投资
江苏省鸿元电子商务产业发展有限公司	江苏省电子商务产业园（一期）项目	59324.00	55943.00	3381.00	--
扬州经济技术开发区	扬州滨江西苑三期项目	45782.00	43590.00	2192.00	--
扬州经济开发区园区发展中心	扬州魏西小区三期项目	43000.00	42084.00	916.00	--
扬州邗江开发区管委会	扬州运西安置三期小区	39600.00	35067.42	4532.58	--
扬州经济技术开发区	扬州滨江西苑四期廉租房项目	42200.00	36408.15	5791.85	--
扬州京华城中城生活置业有限公司	扬州京华城中城新住宅项目	89000.00	52476.00	36524.00	--
扬州联创软件园置业有限公司	联创（扬州）金融中心项目工程	200000.00	1600.00	80000.00	75000.00
扬州市西区新城管理委员会	扬州西区新城新盛拓展区	363630.00	28000.00	54000.00	54000.00
上海亨炜贸易有限公司	联合汽车电子有限公司二厂扩建项目	21000.00	20000.00	1000.00	--
上海舜涪实业有限公司	上海通用汽车有限公司设计与工程技术中心金桥基地	35000.00	28460.00	5540.00	--
上汽通用汽车有限公司	金桥通用新厂准备车间扩建项目	35000.00	19351.26	15648.74	--
安徽盛世无源国际养生文化发展有限公司	天悦·域荣项目合同	46263.00	18030.00	22582.00	5651.00
泰兴市新能源房地产开发有限公司	新世界广场 5B 地块 1#2#3#号楼	26427.74	4739.15	9500.00	10000.00
泰兴市新能源房地产开发有限公司	新世界广场 5B 地块 5#6#7#号楼	24340.18	4076.28	8500.00	8000.00
徐州市贾汪城市建设投资有限公司	贾汪区安置房建设工程	400000.00	0.00	13340.00	13330.00
深圳粤源建设有限责任公司	上海通用凯迪拉克站房钢结构工程	45809.18	0.00	21000.00	23000.00
零星合同	--	284000.00	--	--	--
合计		**1800376.10**	**389825.26**	**284448.17**	**188981.00**

资料来源：公司提供

公司保障房建设主要以承接经济适用房和拆迁安置房为主，主要集中在扬州、徐州等江苏省内。

保障房业务收入确认方式方面，公司工程施工过程中每季度按完工百分比法确认收入，同时结转相应成本；结算付款方式方面，主要采取 5：3：2 或 4：3：3 比例，即保障房竣工交房后政府支付 50%（40%）回购款，1 年内支付 30%（30%），2 年内支付剩余的 20%（30%）。在保障房成本核算方面，公司结算以投标预算价为准，当工程决算价高于预算价10%以上，政府在预算价基础上按一定比例上调决算成本。

公司商品房和商业地产、工业厂房以及办公楼项目主要经营模式为总承包建设，按完成工程量的节点给付工程款。在承建此类项目时，公司对项目建设方、招标条件、付款条款均进行筛选：商品房和商业地产为二线城市以

上较发达地区的大型开发商开发的项目；工业厂房与办公楼为国有、上市公司建设的项目，均有进度款或预付款，且规模较大，有利于降低成本。

跟踪期内，公司积极开展 PPP 项目的承接，截至 2017 年底，公司承接了扬州西区新城新盛拓展区 PPP 项目。该项目模式为公司与当地政府按一定比例出资成立项目公司进行项目建设，建设完工后政府在运营期内购买服务或进行可行性缺口补助。PPP 项目投资金额较大且建设周期较长，将使公司面临一定的资本支出压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司已签约 PPP 项目（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	公司出资比例	已投资	预计投资		建设期	运维期
				2018 年	2019 年		
扬州西区新城新盛拓展区 PPP 项目	36.36	90.00	3.05	5.40	5.40	3 年	10 年

资料来源：公司提供

公司市政业务内容主要是承接保障房建设项目配套的基础设施和广场施工，公司具有市政公用工程施工总承包一级等资质。业务主要分散在南京、扬州、连云港、长沙、宿迁和哈尔滨等地。由于市政建设对于准入的施工方资质要求较低，导致市场竞争加剧，跟踪期内，此部分业务收入和毛利润有所下降。2017 年公司市政施工新签合同额 4.01 亿元，同比下降 31.80%。

公司其他业务主要是装饰装修、机电设备安装、园林建设、公路铺设等。2017 年，公司其他业务收入 4.56 亿元，占营业收入的比重很小。

跟踪期内，受建筑行业竞争激烈以及公司承接项目规划调整影响，公司新签合同额和收入均有所下降。公司加大房建业务承揽并积极开展 PPP 模式的业务拓展，业务区域集中度较高；但保障房项目及新签约的 PPP 项目所需资金需要公司垫付，公司资金需求大，面临一定的筹资压力。

3．原材料采购

公司建筑施工需要采购大量原材料，主要包括钢材、木材、水泥及其制品，为提高公司的议价能力，降低成本，上述大宗建材均由公司统一采购，从合格的供应商中选择，其他材料经批准后由各施工分公司自行采购。另外，为降低高额的运输费用，水泥和沙石等原材料通常需要在当地购买。由于钢材、混凝土等大宗建材价格波动较大，公司采购价格随行就市；在结算方式上，2013 年底起公司推行大宗材料以保理方式结算，材料款分批滚动结算。

4．经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分别为 2.91 次、0.82 次和 2.66 次，均较 2016 年有小幅下降。公司整体经营效率一般。

5．未来发展

跟踪期内，公司在传统建筑领域继续开展业务的同时进入建筑工厂化行业；公司拟建项目投入及建筑工厂化业务的前期投资大，公司有一定筹资压力。

未来，公司将继续加强与政府的合作，加大政府项目投入。公司在保障房维持一定规模的基础上，加大 PPP 项目承接力度。根据战略规划，截至 2017 年底，公司意向性合作的大项目共 4 个，合同总额 181 亿元。在市场区域方面，利用与政府多年来形成的良好的合作关系，继续重点拓展江苏地区。

表7　2017年公司在谈拟建项目　（单位：亿元）

项目名称	计划合同额	项目周期	项目合作模式
贾汪区安置房建设工程二期	45.00	5 年	工程总承包
商丘保障房建设工程	58.00	5 年	工程总承包

盐城百河国际 IP 文创小镇项目	40.00	6 年	工程总承包
周口保障房建设工程	38.00	3 年	工程总承包
合计	**181.00**	--	--

资料来源：公司提供

在传统建筑领域继续开展下，2015年公司通过与远大住宅工业集团股份有限公司（以下简称“远大集团”)合作，正式进入建筑工厂化行业。建筑工业化可分为工厂化建筑和现场建筑，主要系通过采用先进的技术、标准化的构件以及大型工具进行生产和施工，实现建筑设计标准化、构配件生产工厂化、施工机械化和组织管理科学化。目前，公司已与远大集团合作成立江苏金陵远大建筑工业有限公司和扬州金陵远大建筑工业有限公司，公司持股51%。截至2017年底，南京建筑工业化基地建设用地选址结束，已支付土地款0.36亿元，预计2018年内开工，建造厂房总投资1.50亿元。扬州建筑工业化基地选址结束，即将支付土地款，预计建造厂房总投资1.50亿元，将于2019年开始投产。建筑工厂化业务的开展或将为公司未来带来经济效益的增长。同时，联合资信注意到建筑工厂化的投资为公司带来一定筹资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

从财务报表合并范围看，2017 年公司合并范围新增 2 家一级子公司。截至 2018 年 3 月底，公司拥有 8 家子公司，其中 5 家为全资子公司，3 家为控股子公司；公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产中应收款项、预付款项和存货占比较高，公司仍存在一定资金周转压力，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 114.45 亿元，同比下降 11.74%。公司资产以流动资产为主，占 95.09%，符合建筑施工企业特征。

2017 年底，公司流动资产 108.83 亿元，同比下降 15.33%，主要系货币资金和应收账款下降所致。公司流动资产主要以存货、应收账款和预付款项为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.05	7.75	5.59	4.88	3.84	3.25
应收账款	38.62	29.78	28.73	25.10	32.89	27.83
预付款项	32.35	24.95	29.05	25.38	31.79	26.90
存货	34.94	26.94	32.17	28.11	33.23	28.12
其他应收款	12.00	9.25	12.14	10.61	13.31	11.26
流动资产	**128.53**	**99.11**	**108.83**	**95.09**	**115.67**	**97.88**
长期应收款	--	--	4.43	3.87	--	--
在建工程	--	--	--	--	1.38	1.17
非流动资产	**1.15**	**0.89**	**5.62**	**4.91**	**2.50**	**2.12**
资产总额	**129.68**	**100.00**	**114.45**	**100.00**	**118.17**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年一季度财务数据整理

2017 年底，公司货币资金 5.59 亿元，同比下降 44.40%，主要系其他货币资金下降所致。公司货币资金主要以银行存款（占 96.96%）为主；公司其他货币资金为银行承兑汇票及信用证保证金、质押存单等受限资金；应收账款 28.73 亿元，同比下降 25.61%，主要为收到部分工程款所致；公司应收账款前五大单位合计 16.35 亿元，占比 56.89%，集中度一般；从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 98.89%，1~2 年的占 0.73%，公司账龄较短。公司全部应收账款按照账龄分析法计提坏账准备，累计计提坏账准备 0.01 亿元。

表 9　截至 2017 年底公司应收账款欠款金额前五名客户情况　（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占比	账龄
扬州金丰置业发展有限公司	59018.39	20.54	1 年以内
南京紫金（玄武）科技创业特别社区建设发展有限公司	36869.64	12.83	1 年以内
扬州联创软件园置业有限公司	26798.84	9.32	1 年以内
扬州京华城中城生活置业有限公司	20544.40	7.15	1 年以内
安徽盛世天源国际养生文化发展有限公司	20254.26	7.05	1 年以内
合计	**163485.53**	**56.89**	--

资料来源：公司提供

2017 年底，公司预付款项 29.05 亿元，同比下降 10.21%，主要为预付大宗建材款下降所致；其他应收款 12.14 亿元，同比增长 1.16%，主要系垫付配套费及规费以及保证金增长所致，公司前五大欠款单位合计占比 47.40%，集中度较高；存货 32.17 亿元，同比下降 7.94%，主要由建造合同形成的已完工未结算成本 30.86 亿元构成，占当年存货账面余额的比例为 95.95%，2017 年未计提存货跌价准备。

2017 年底，公司非流动资产 5.62 亿元，主要由可供出售金融资产和长期应收款构成。2017 年底，公司可供出售金融资产 1.00 亿元，为公司投资的私募基金；长期应收款 4.43 亿元，主要为扬州西区新城新盛拓张区 PPP 项目应收款；固定资产 0.09 亿元，主要系房屋建筑、机器设备和运输设备等。

2018 年 3 月底，公司资产总额 118.17 亿元，较 2017 年底变化不大。流动资产占比 97.89%，较上年底小幅增长，整体构成变化不大。其中非流动资产为 2.50 亿元，较上年底下降 55.58%，主要系公司季报中将长期应收款金额全部计入应收账款中所致。

3. 资本结构

跟踪期内，公司未分配利润规模大，所有者权益结构稳定性弱。总体看，跟踪期内，公司债务规模下降，债务结构有所改善，债务负担轻。

2017 年底，公司所有者权益 74.04 亿元，同比增长 10.96%，主要来自未分配利润增长。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 76.34 亿元，较上年底增长 3.10%，主要系未分配利润的增长所致；公司所有者权益构成较 2017 年底变动不大。

表 10　公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	4.01	6.01	4.01	5.42	4.01	5.25
盈余公积	2.01	3.01	2.01	2.71	2.01	2.63
未分配利润	60.70	90.96	67.62	91.33	69.91	91.58
少数股东权益	--	--	0.40	0.54	0.40	0.52
所有者权益	**66.73**	**100.00**	**74.04**	**100.00**	**76.34**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年一季度财务数据整理

2017 年底，公司负债总额 40.41 亿元，同比下降 35.80%，主要系应付账款、其他应付款和应付债券下降所致。从构成来看，公司流动负债占 87.73%，非流动负债占 12.27%，非流动负债占比下降 2.23 个百分点。

表 11　公司负债主要构成（单位：亿元、%）

主要负债	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	6.96	11.06	0.61	1.51	1.49	3.56
应付账款	31.86	50.61	24.89	61.59	24.16	57.76
预收款项	3.35	5.32	1.25	3.09	0.99	2.37
其他应付款	8.23	13.07	3.37	8.34	4.76	11.38
一年内到期的非流动负债	--	--	4.19	10.37	4.19	10.02
流动负债	**53.82**	**85.50**	**35.45**	**87.73**	**36.67**	**87.66**
应付债券	8.94	14.20	4.96	12.27	4.96	11.86
非流动负债	**9.13**	**14.50**	**4.96**	**12.27**	**5.16**	**12.34**
负债合计	**62.95**	**100.00**	**40.41**	**100.00**	**41.83**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年一季度财务数据整理

2017 年底，公司流动负债 35.45 亿元，同比下降 34.12%。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017 年底，公司应付票据 0.61 亿元，同比下降 91.24%，主要系公司偿付银行承兑汇票以及全部商业承兑汇票所致；应付账款 24.89 亿元，同比下降 21.88%，主要系受业务量下降影响，公司材料款支出下降所致；预收款项 1.25 亿元，同比下降 62.59%，主要系工程款下降所致；其他应付款 3.37 亿元，同比下降 59.08%，主要系工程保证金及往来款下降所致；新增一年内到期的非流动负债 4.19 亿元，主要为公司质押借款 0.19 亿元和“15 金陵建工 MTN001”4.00 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 4.96 亿元，同比下降 45.68%，主要系受公司将一年内到期的“15 金陵建工 MTN001”4.00 亿元调至一年内到期的非流动负债所致。

2018 年 3 月底，公司负债合计 41.83 亿元，较 2017 年底增长 3.51%，同比变化不大。

有息债务方面，2017 年，公司全部债务为 9.76 亿元，同比下降 43.79%。债务结构方面，短期债务占比为 49.18%，占比小幅增长。2018 年 3 月底，公司全部债务 10.85 亿元，债务规模小幅增长。从偿债指标看，受公司债务总额下降影响，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下降至 35.31%、11.65%和 6.28%。2018 年 3 月底，上述比率分比为 35.40%、12.44%和 6.33%，公司整体债务负担轻。

4. 盈利能力

跟踪期内，受业务量下降影响，公司收入及利润规模均有所下降，期间费用控制能力强，整体盈利能力较强。

2017 年，公司实现营业收入 99.73 亿元，同比下降 28.04%；主要系房建业务板块收入下降所致；同期，公司营业成本降至 89.32 亿元；公司营业利润率为 9.91%，同比变化不大。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用为 0.73 亿元，同比下降 39.40%。其中管理费用和财务费用分别下降至 0.26 亿元和 0.47 亿元。2017 年公司期间费用占营业收入的 0.73%，保持稳定，公司期间费用控制能力强。

2017 年，公司利润总额为 9.22 亿元，同比下降 29.96%；从盈利指标来看，公司总资本收益率降至 8.25%，净资产收益率降至 9.34%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.57 亿元，营业利润率为 10.70%，较 2017 年底略有增长；公司利润总额 3.06 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模有所下降，公司收现质量有所提升。

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主（主要为主营业务中收到的工程款）。2017

年公司经营活动现金流入109.84亿元，同比下降20.98%。其中销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别为107.15亿元和2.70亿元。经营活动现金流出107.58亿元，主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主（主要为购买建材、支付劳务人员工资、支付机械费等），2017年为99.12亿元。2017年，公司经营活动现金流净额2.27亿元；现金收入比为107.44%，公司收入实现质量有所提升。

从投资活动来看，2017年公司未发生投资活动现金流入，投资活动现金流出5.23亿元，主要由公司投资支付的现金构成，主要为公司对扬州西区新城新盛拓展区PPP项目的投资支出款以及购买理财产品款。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入3.88亿元，主要由收到其他与筹资活动有关的现金3.48亿元构成；筹资活动现金流出2.02亿元，主要由偿还债务支付的现金为1.27亿元构成；2017年，公司筹资活动现金流净额1.86亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流表现为净流出2.25亿元；投资活动现金流量净额0.30亿元；筹资活动现金流量净额0.20亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务支付能力一般，长期偿债能力较强，公司间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别增至306.98%和216.24%；2017年公司经营现金流动负债比为6.39%。2018年3月底，公司流动比率和速动比率进一步提升，分别为315.44%和224.83%；公司现金类资产4.25亿元，为公司短期债务的0.75倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，受利润总额下降影响，2017年公司EBITDA为9.83亿元，公司全部债务/EBITDA为0.99倍。公司长期偿债能力强。

截至2018年3月底，公司对外担保3.03亿元，担保比率为4.09%（以2017年底所有者权益计算）。主要为对江苏金路建筑材料有限公司担保0.45亿元，对扬州金丰置业发展有限公司担保2.00亿元。被担保公司主要为公司的上下游业务往来对象，经营状况良好，或有负债风险整体可控。

截至2018年3月底，公司获得各家商业银行授信总额83.30亿元，其中尚未使用额度76.93亿元，公司间接融资渠道畅通。

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5.00亿元（含“15金陵建工MTN001”4.00亿元、“18金陵建工SCP001”1.00亿元），达到存续债券待偿本金峰值；此外，若“16金工01”于2019年选择全部赎回，则当年将偿付5.00亿元。2017年底，公司现金类资产6.24亿元；2017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109.84亿元、2.27亿元和9.83亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.25
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	21.97
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.45
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.97

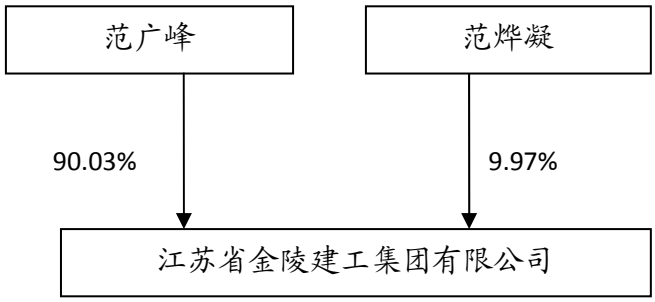
资料来源：联合资信整理

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尚可；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保障程度较弱，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。

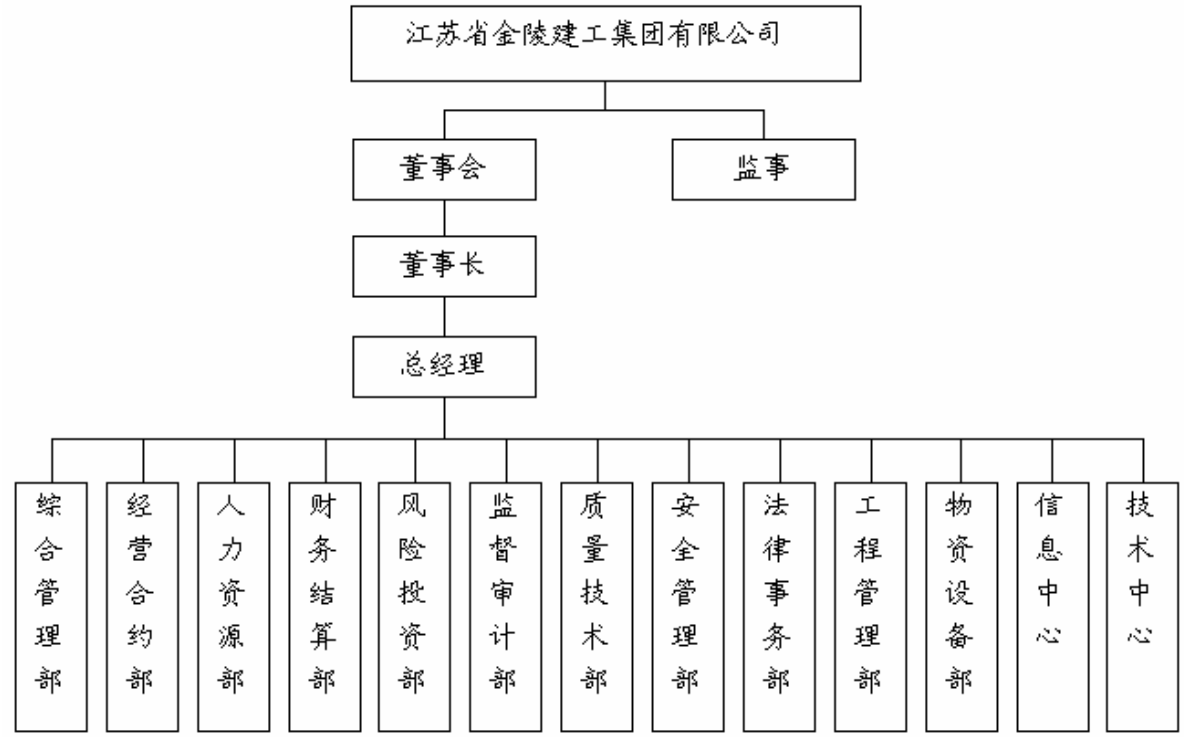
十、结论

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“15 金陵建工 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织构架图



附件 1-3　截至 2018 年 3 月底子公司列表

公司名称	持股比例	取得方式
江苏省金陵建工集团路桥有限公司	100.00%	设立
江苏省金陵建工集团装饰工程有限公司	100.00%	设立
江苏省现代土木科技研究院有限公司	100.00%	设立
芜湖金陵建工有限公司	100.00%	设立
江苏金陵远大建筑工业有限公司	51.00%	设立
扬州金陵远大建筑工业有限公司	51.00%	设立
扬州金瀚建设有限公司	90.00%	设立
南京金缙丰建筑工业有限公司	100.00%	设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.31	10.61	6.24	4.25
资产总额(亿元)	115.67	129.68	114.45	118.17
所有者权益(亿元)	55.88	66.73	74.04	76.34
短期债务(亿元)	36.04	8.23	4.80	5.68
长期债务(亿元)	4.00	9.13	4.96	5.16
全部债务(亿元)	40.04	17.36	9.76	10.85
营业收入(亿元)	145.72	138.59	99.73	29.57
利润总额(亿元)	13.80	13.16	9.22	3.06
EBITDA(亿元)	14.79	14.07	9.83	--
经营性净现金流(亿元)	-8.90	17.73	2.27	-2.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.96	3.97	2.91	--
存货周转次数(次)	4.27	3.58	2.66	--
总资产周转次数(次)	1.34	1.13	0.82	--
现金收入比(%)	98.24	96.54	107.44	104.18
营业利润率(%)	10.37	10.42	9.91	10.70
总资本收益率(%)	11.77	12.78	8.25	--
净资产收益率(%)	18.46	14.76	9.34	--
长期债务资本化比率(%)	6.68	12.04	6.28	6.33
全部债务资本化比率(%)	41.75	20.65	11.65	12.44
资产负债率(%)	51.69	48.54	35.31	35.40
流动比率(%)	207.05	238.84	306.98	315.44
速动比率(%)	148.13	173.90	216.24	224.83
经营现金流动负债比(%)	-15.95	32.95	6.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	1.23	0.99	--
EBITDA/利息倍数(倍)	15.13	15.66	16.34	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

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	（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/主营业务收入×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。