

跟踪评级公告

联合[2015] 1084 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持龙元建设集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14龙元MTN001”、“14龙元MTN002”、和“14龙元MTN003” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月三十日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

龙元建设集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 龙元 MTN001	1.5 亿元	2014/4/28-2017/4/29	AA	AA
14 龙元 MTN002	2 亿元	2014/7/25-2017/7/26	AA	AA
14 龙元 MTN003	1.5 亿元	2014/9/22-2017/9/23	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.97	13.47	15.99	11.43
资产总额(亿元)	140.93	176.05	208.43	207.80
所有者权益(亿元)	30.06	31.56	33.51	34.07
短期债务(亿元)	23.94	22.97	24.42	26.55
全部债务(亿元)	25.85	30.31	34.44	36.56
营业收入(亿元)	139.93	153.28	162.30	44.19
利润总额(亿元)	5.39	3.49	3.93	0.65
EBITDA(亿元)	7.21	4.97	5.74	--
经营性净现金流(亿元)	-2.60	1.16	-2.79	-5.51
营业利润率(%)	4.48	5.39	5.15	5.01
净资产收益率(%)	13.19	6.86	7.25	--
资产负债率(%)	78.67	82.07	83.92	83.60
全部债务资本化比率(%)	46.23	48.99	50.69	51.76
流动比率(%)	124.38	123.10	122.06	122.49
全部债务/EBITDA(倍)	3.58	6.10	6.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.16	4.09	3.29	--
经营现金流动负债比(%)	-2.39	0.84	-1.69	--

注: 2015 年一季度财务报表未经审计

分析师

李为峰 刘 博

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

龙元建设集团股份有限公司(以下简称“公司”)作为国内大型民营建筑类企业,在施工资质、项目储备等方面具备综合竞争优势。跟踪期内,公司资产和营业收入规模稳定增长,新签合同充足,有助于公司未来业务的发展。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务规模有所上升、应收账款大等因素给公司信用状况带来的不利影响。

2014 年建筑业受宏观经济和固定资产投资下降影响增速显著放缓,行业盈利能力也处于较低水平,但大型企业和具有广泛融资渠道和融资能力的企业将具有更强的竞争优势。2015 年 2 月,公司定向增发计划被证监会正式受理;公司未来发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信评估有限公司维持公司 AA 主体长期信用等级,评级展望为稳定;并维持“14 龙元 MTN001”、“14 龙元 MTN002”、“14 龙元 MTN003” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,公司新签合同额充足,为业务持续发展提供了保障。
2. 跟踪期内,公司经营规模及营业收入稳步增长。
3. 公司经营性现金流入量对存续期债券保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,公司债务规模上升,债务负担加重。
2. 跟踪期内,公司经营活动现金流量净额有所波动,公司收现质量较差。
3. 公司应收账款大,存在一定的坏账风险。
4. 公司诉讼事项的进展有待关注。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与龙元建设集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与龙元建设集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因龙元建设集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由龙元建设集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于龙元建设集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

龙元建设集团股份有限公司(以下简称“龙元建设”或“公司”)前身为始创于1980年的浙江省象山县第二建筑工程公司。1995年，浙江省象山县乡镇企业管理局出具象乡镇企(1995)15号文件、42号文件和宁波市人民政府出具甬政发(1995)122号文件，同意由象山二建公司职工保障基金协会、象山县乡镇局资产管理经营公司、上海龙元房地产开发有限公司以及赖振元等30位自然人作为发起人以发起设立的方式设立浙江象山二建集团股份有限公司，公司注册资本为3800万元。后经1997年9月8日股东大会同意，公司名称变更为龙元建设集团股份有限公司。

2004年4月30日，公司通过上海证券交易所发行股票2800万股(股票代码SH. 600491)，发行后公司注册资本增至10800万元。上市后公司经过多次利润分配及资本公积转增股本，2009年，公司又通过非公开方式增发股票8500万股，增发后公司注册资本增加至47380万元；2011年，公司向全体股东每10股送5股并转增5股，以资本公积和未分配利润转增股本，转增后公司总股本变为94760万股。其中，公司实际控制人赖振元为第一大股东，持有31907万股，占总股本的33.67%；赖振元的妻子郑桂香持有3883万股，占总股本的4.10%；赖振元的女儿赖晔莹持有2897万股，赖振元的儿子赖朝辉持有2766万股，分别占总股本的3.06%和2.92%；赖振元的两个女婿赖财富和史盛华分别持有总股本的0.21%和0.27%，赖氏家族合计持有公司总股本的44.23%。截至2015年3月底，公司注册资本为94760万元。

公司下设工程管理中心、行政管理中心、投资管理中心、财务管理中心4个中心，以及工程管理部、设备管理部、经营管理部、市场管理部、技术中心、人力资源部、财务部、审计部、法务部等19个职能部门。

公司的经营范围是：工程建筑(资质特级)、工程安装(资质一级)；市政、室内外装饰装修(资质一级)；园林绿化工程、古建筑、地基与基础工程；水电安装；打桩；房地产开发经营；建筑装饰材料、电工器材的批发、零售、代购代销；承包境外工业与民用建筑工程和境内国际招标工程；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的劳务人员(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2014年底，公司(合并)资产总额208.43亿元，所有者权益33.51亿元；2014年公司实现营业收入162.30亿元，利润总额3.93亿元。

截至2015年3月底，公司(合并)资产总额207.80亿元，所有者权益34.07亿元；2015年1~3月公司实现营业收入44.19亿元，利润总额0.65亿元。

公司注册地址：浙江省象山县丹城新丰路165号；法定代表人：赖振元。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继

续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为

16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

行业概况

建筑业涵盖与建筑生产相关的所有服务内容，包括规划、勘察、设计、建筑物（包括建筑材料与成本及半成品）的生产、施工、安装、建成环境运营、维护管理，以及相关的咨询和中介服务。

竞争格局方面，中国建筑业市场规模庞大，企业数量众多，商业竞争程度较高。中国建筑行业主要包括以下三类企业：一是大型国有企业或国有控股公司，其中一类以中央控股建筑企业为代表，这些企业具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域，另一类以省市的建工集团为代表，利用地方优势占据一定的市场份额；二是集体与新兴的建筑企业，这些企业多数完成了民营化改制，实现了经营者、管理者和技术骨干的持股，企业机制更具活力，在完全开放、竞争充分的环境中迅速发展。这些企业以中小型居多，从建筑施工起家，发展到建筑材料生产、钢结构生产、钢结构生产和安装，到房地产开发及投资路桥、电厂、市政基础设施建设，再到其他多元发展，有的已成

为具有一定实力的上市公司；三是跨国公司，随着全球经济一体化的深入推进，跨国经营的国际知名承包商在全球建筑业高端市场占据优势，跨国公司凭借资本、技术、信息、装备等方面的优势，通过融投资与承建的联动，参与部分大型项目的竞争，抢占高端市场份额，但总体而言，跨国建筑公司在中国仍处于比较初级的发展阶段。

建筑业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与国民经济增长、社会固定资产投资规模联系紧密。

国家统计局数据显示，2014 年中国国内生产总值达到 636463 亿元，实际同比增长 7.4%，增速较 2013 年下降 0.3 个百分点；2014 年中国全社会固定资产投资 512761 亿元，实际同比 14.7%，增速较 2013 年下降 4.2 个百分点。2014 年中国建筑业新开工面积 125 亿平方米，同比增长 6.42%，增速较 2013 年下降 9.48 个百分点；2014 年中国建筑业建筑施工面积为 389 亿平方米，同比增长 12.51%，增速较 2013 年下降 2.56 个百分点；2014 年中国建筑业总产值为 38.8 亿元，同比增长 12.45%，增速下降 5.69 个百分点。上述数据显示，2014 年宏观经济增速继续减缓，固定资产投资受经济减缓影响也增速下降，建筑业与固定资产投资关联度高，2014 年增速明显放缓。

行业关注

中国建筑业企业数量众多，市场竞争激烈。中国建筑业注入门槛不高，建筑企业数量众多，经营业务单一，价值行业集中度低，市场竞争激烈，行业整体利润水平偏低。

中国建筑业专业化分工不足，竞争同质化明显。中国建筑企业同质竞争严重，经营领域过于集中于相同的综合承包目标市场，于此同时，专业化建筑企业比例远低于发达国家水平，与建筑业多层次专业化分工承包需求不相适应。

近几年房地产市场总量过剩情况逐步显现，房地产开发商资金压力加大，对建筑企业

资金占用现象增多，加大了建筑企业资金周转压力。融资能力成为影响建筑企业竞争的重要因素。

总体看，建筑业受宏观经济和固定资产投资下降影响，2014 年增速显著放缓。同时建筑业受产品趋同、竞争激烈影响，行业盈利能力处于较低水平。但大型企业和具有广泛融资渠道和融资能力的企业将具有更强的竞争优势。

2. 区域经济

上海市是国内经济、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心。经济总量和人均 GDP 连续多年位列全国各省市前列，处于全国工业化和城市化进程的领先地位。根据《2014 年上海市国民经济和社会发展统计公报》，上海市 2014 年全年实现国内生产总值(GDP)23560.94 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 124.26 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 8164.79 亿元，增长 4.3%；第三产业增加值 15271.89 亿元，增长 8.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到 64.8%，比上年提高 1.6 个百分点。

固定资产投资方面，2014 年上海市全年完成全社会固定资产投资总额 6016.43 亿元，比上年增长 6.5%；2014 年房屋建筑施工面积 34994.68 万平方米，增长 20.1%；竣工面积 7580.77 万平方米，增长 20.8%；全年实现建筑业总产值 5499.94 亿元，比上年增长 7.8%。

总体来看，上海市经济保持稳步增长，为城市建设奠定了良好基础，给公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为民营建筑企业，企业实际控制人及第一大股东赖振元持有公司 31907 万股，占总股本的 33.67%；赖振元的妻子郑桂香持有 3883 万股，占总股本的 4.10%；赖振元的女儿赖晔璿持有 2897 万股，赖振元的儿子赖朝辉持有

2766 万股，分别占总股本的 3.06%和 2.92%；赖振元的两个女婿赖财富和史盛华分别持有总股本的 0.21%和 0.27%，赖氏家族合计持有公司总股本的 44.23%，其他流通股股东合计占总股本的 55.77%。

2. 企业规模与竞争力

公司是国内大型民营建筑施工上市公司，拥有房屋建筑工程总承包特级资质，并具有市政公用工程施工总承包、机电安装工程施工总承包、地基与基础工程专业承包、建筑装修装饰工程专业承包和园林古建筑工程专业承包等多项一级资质。

公司拥有国家级工法 4 项，为超大直径圆形深基坑无支撑施工工法、洁净厂房高分子树脂楼板施工工法、钻孔后注浆连续墙施工工法和吊拉式电动附着升降脚手架施工工法；拥有上海市及浙江省级工法 17 项，主要为预应力轻质现浇板技术施工工法、泄洪河桥墩钢板围堰桩施工工法；已有国际专利 38 项获得授权。

公司为了加强质量管理，确保工程质量，公司在认真贯彻执行国家、行业及地方施工法规的基础上，建立了质量管理和质量保证体系，并年年通过认证审核，拥有北京中建协质量管理体系认证中心颁发的 GB/T50430-2007 等质量管理体系认证证书。近年来公司施工工程的一次性合格率为 100%。

整体看，公司施工资质齐全，施工工法先进，施工质量高，综合实力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司继续完善内部管理体系，健全三级管理体系，优化组织架构，加强制度

建设，完善《组织管理手册》，加强BIM培训。公司通过上述措施完善管理制度与管理流程，提升自身的管理水平，降低企业风险。

七、经营分析

1. 经营现状

公司的经营业务板块包括民用、工业、市政、公共设施建筑、建筑装饰工程、销售建材、建筑设计等。

近几年公司凭借自身质量、资金、品牌等优势，营业规模逐年上升。2012~2014年，公司营业收入年均复合增长7.70%，其中，2014年公司实现营业收入162.30亿元，同比增长5.89%。2015年1~3月，公司实现营业收入44.19亿元，同比增长18.76%。

从收入构成看，建筑施工业务（包括工业建筑、民用建筑、市政建筑、公共设施建筑和建筑装饰工程）是公司的核心主业，2014年和2015年1~3月建筑施工业务收入占主营业务收入比重分别达到99.54%和99.46%。建筑施工业务细分来看，民用建筑施工业务规模最大，占比达60%以上，但占比较2013年略有下降，工业建筑、市政建筑、公共设施建筑及建筑装饰工程占比均略有上升。2013年公司出售旗下建材销售板块子公司，故2014年已无建材销售收入。

盈利能力方面，2014年及2015年1~3月，公司主营业务毛利率分别为8.42%和8.37%，跟踪期内，公司各业务板块毛利率相对稳定（如表1所示）。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元)

	2013 年			2014 年			2015 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
1. 建筑施工工程板块	148.52	96.91	8.33	161.55	99.54	8.53	43.95	99.46	8.19
工业建筑	14.28	9.32	7.68	16.95	10.44	8.28	5.15	11.65	7.98
民用建筑	102.30	66.75	8.52	100.87	62.15	8.86	27.89	63.12	8.23
市政建筑	2.53	1.65	6.32	6.09	3.75	6.91	1.91	4.3	7.21
公共设施建筑	20.81	13.58	7.71	23.78	14.65	7.14	6.09	13.8	7.13
建筑装饰工程	8.60	5.61	8.55	13.86	8.55	8.45	2.91	6.58	7.47
2. 建材销售	4.06	2.65	16.52	--	--	--	--	--	--
3. 其他	0.67	0.44	20.55	0.75	0.46	3.17	0.24	0.54	--
合计	153.25	100.00	8.56	162.30	100.00	8.42	44.19	100	8.37

资料来源: 公司提供

注: 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成。

2. 建筑施工业务板块

公司于2004年在上海证券交易所上市, 作为国内大型的民营建筑施工上市公司, 经过多年的发展, 公司业务布局从以上海、浙江为中心, 逐步发展到遍布全国多个省。

从主营业务区域分布来看, 跟踪期内, 上海、浙江、广东、天津依然是公司主要业务地区, 约占全部业务的70%, 境外建筑业务主要集中于马来西亚等东南亚区域, 占公司全部业

务的比重较小, 不作为公司未来重点发展的区域。

2013~2015年一季度, 公司新签合同额分别为263亿元、295.26亿元和36.42亿元。2014年新承接订单主要为建筑施工项目, 按项目类型分类, 住宅项目占比较高, 其次为商业和厂房项目, 其他占比较小的为市政、教育项目等。订单来源主要为民营企业投资开发的项目。

表2 公司主营业务区域分布情况 (单位: 亿元)

地区	2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比
上海	40.10	26%	41.98	25.87%
浙江	30.84	20%	31.35	19.32%
广东	18.63	12%	31.07	19.15%
天津	11.92	8%	15.40	9.49%
江苏	14.37	9%	8.07	4.97%
辽宁	11.92	8%	4.60	2.84%
海南	11.86	8%	11.42	7.03%
湖北	0.08	0%	0.99	0.61%
福建	4.37	3%	5.55	3.42%
湖南	0.83	1%	0.58	0.36%
四川	3.56	2%	3.47	2.14%
山东	0.93	1%	2.58	1.59%

安徽	0.06	0%	1.81	1.12%
云南	2.24	1%	2.34	1.44%
境外	1.54	1%	0.71	0.44%
合计	153.25	100%	162.30	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目合同金额为 711.10 亿元，累计完成产值 326.14 亿元。在建项目中合同造价金额较大项目如表 3 所示。

表 3 截至 2015 年 3 月底公司合同金额前五在建项目
(单位：万元)

项目	合同金额	累计完成产值
沈阳龙之梦亚太中心	300000.00	76332.90
嘉海项目一期	180000.00	89070.00
“恒茂·世纪广场”工程 A 标段；B 标段	165000.00	35000.00
泰业·大理泰业国际广场项土建安装承包工程	130000.00	45864.64
金山新城 E25 地块	120000.00	42370.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

2014年12月，公司非公开发行股票预案已经公司董事会审议通过，拟发行股票数量为36450万股，发行对象不超过十名特定投资者。本次募集资金总额不超过160380万元（含发行费用），扣除发行费用后不超过50000万元将用于偿还公司借款，剩余部分用于补充公司主业及开拓PPP业务所需的流动资金。2015年2月公司非公开发行股票方案已经证监会正式受理，如获证监会批准，公司资本实力将得以增强。

未来，公司将继续坚持“立足上海、拓展周边、面向全国、走向世界”的发展方针，逐步提升开发-设计-施工一体化服务能力，成为综合性、大型化、高效益的总承包建设集团。

“十二五”期间，公司将在保持原有核心业务稳定经营的基础上，适度进入市政公用、装饰装修等其他建筑细分行业。技术研发上，

公司将进一步加强地基、钢结构、智能化建筑、通风空调等专业工程的技术研发及质量把控。经营模式上，公司将逐步尝试施工经营与资本经营的结合，努力探索 DB（设计-施工），EPC（设计-采购-施工），BT（建设-转让）等投资承包方式的运用和实施模式，进一步开拓公司的经营范围。

八、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

2014 年公司新增合并单位 2 家，分别为新设立子公司龙元明城投资管理（上海）有限公司及孙公司绍兴森茂保障性住房投资有限公司；同期公司减少合并单位 1 家，原因为公司将原合并单位宁波宝联城建投资有限公司 75% 的公司股权转让，2014 年 6 月股权转让处理完毕。合并范围变动不大，对财务报表分析的可比性影响有限。

1. 盈利能力

2014 年公司营业收入 162.30 亿元，同比增长 5.89%，主要是由于公司新承接业务量的增长；营业利润率为 5.15%，同比略有下降。2014 年公司营业外收入 0.20 亿元，主要来自政府补助中的税收奖励款。2014 年公司利润总额 3.93 亿元，同比增长 12.81%。

期间费用方面，公司采用项目经理部经济责任考核制，有效的控制了期间费用率，2013 年和 2014 年期间费用率分别为 2.25% 和 2.20%，公司的期间费用控制能力较强。

2014 年，公司资产减值损失 1.06 亿元，全部为坏账损失，坏账控制能力有待增强。

从整体盈利能力来看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.73%和 7.25%，较上年略有上升。

2015 年 1~3 月，公司营业收入为 44.19 亿元，同比增长 18.76%，利润总额为 0.65 亿元，与去年同期数据基本持平。

总体看，跟踪期内公司收入持续增长，期间费用得到了进一步控制，营业利润率略有下降，整体盈利能力处于行业平均水平。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金是经营活动现金流入的主要来源，2014 年为 128.93 亿元，较上年同期下降 1.78%。同期，公司现金收入比为 79.44%，较上年的 85.64%有所下降，总体收现质量有待改善。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成。其中，2014 年支付给职工以及为职工支付的现金为 42.11 亿元，较上年大幅增长 18.33%。2014 年公司经营活动现金流量净额为-2.79 亿元，从 2013 年的净流入转为净流出，主要是因为收现质量下降，以及当期新开工工程较多，支付材料款及职工薪酬增长幅度大于收到工程款项。

从投资活动来看，2014 年公司投资活动现金流入量为 0.98 亿元，主要为收回投资收到的现金。同期，投资活动流出量和流入量基本持平，投资活动净流入 0.01 亿元。

从筹资活动来看，2014 年公司筹资活动产生的现金流入量为 29.99 亿元，主要来源为银行借款和 2014 年发行的 5 亿元中期票据；筹资活动现金流出量 26.47 亿元，主要由偿还债务支付的现金构成，当年筹资活动净流入 3.51 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的净现金流量分别为-5.51 亿

元、-0.21 亿元、0.24 亿元。其中，收到的其他与经营活动有关的现金 10.92 亿元，主要为收到的往来款在农历年底集中增加所致。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流净额波动性大，2014 年和 2015 年一季度经营活动现金流量净额均为负值；公司投资规模不大，但收入实现质量较差，需要筹资来满足经营所需资金。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 208.43 亿元，同比增长 18.40%，主要系流动资产增长所致。资产构成方面，流动资产占 96.50%，非流动资产占 3.50%，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 201.15 亿元，同比增长 19.23%，主要是由于随着公司工程施工项目增加导致存货的快速增长。流动资产构成方面，货币资金占 6.80%、应收账款占 25.74%、存货占 55.12%，流动资产构成较 2013 年底保持稳定。

截至 2014 年底，公司货币资金为 13.67 亿元，同比增长 4.22%。货币资金构成以银行存款（占 78.94%）和其他货币资金（占 20.74%）为主。其中其他货币资金因抵押、质押或冻结等使用受限。

截至 2014 年底，公司应收账款 51.78 亿元，同比增长 24.80%。公司应收账款确认标准包括：①业主开票后，并未实际付款；②工程完工结算，并结转营业成本后，公司未收到现金。2014 年受公司业务规模增长以及业主单位资金占用影响，公司应收账款规模快速增长。同时，应收账款增速高于营业收入增速。公司对应收账款按照风险特征进行分类管理，并相应计提坏账准备，按照风险特征，公司对应收账款中风险较大组合（占 57.30%）的坏账计提比例为 15.07%，风险较小组合（占 42.70%）坏账计提比例为 6.00%；公司按信用风险特征组合计提的坏账准备金额累计 6.53 亿元，整体坏账计提

比例为 11.20%。账龄方面，风险较大组合的账龄均较长；风险较小组合的账龄分布为 1 年以内（18.33%）、1-2 年（30.58%）、2-3 年（20.21%）及 3 年以上（30.88%），构成较上年底变化不大。公司应收账款前五客户合计欠款占比为 11.86%，具体如表 4 所示。

表 4 截至 2014 年底按欠款方归集的期末余额前五名
应收账款情况（单位：万元，%）

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例（%）	坏账准备
客户 1	16554.00	2.84	
客户 2	15147.84	2.60	
客户 3	14663.09	2.51	11730.47
客户 4	12742.22	2.19	
客户 5	10034.60	1.72	91.89
合计	69141.75	11.86	11822.37

资料来源：公司提供

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

整体看，公司应收账款规模大，公司资金被一定程度占用；同时应收账款中风险大组合占比较高，公司面临一定的资金回收风险。应收账款规模大已经成为建筑业行业性问题，为了及时回收应收账款，公司通过合同前审查业主单位履约能力，项目中严控资金使用和项目进度，项目结转后成立专项应收账款回收小组等诸多措施来加强应收账款的回收。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 18.03 亿元，同比增长 8.81%。其他应收款主要为项目经理欠款、履约保证金、质保金等。公司通过总包和分包开展建筑施工业务，其中总包业务采取项目经理制。项目经理在项目建设期，会存在一定垫资行为，同时也会向公司筹措资金，向公司借款时记在其他应收款科目。

截至 2014 年底，公司存货为 110.87 亿元，同比增长 20.85%。存货账面价值构成方面，主要以建造合同形成的已完工未结算资产（占 94.10%）、开发成本（占 5.44%）和原材料（占 0.44%）为主。存货跌价准备全部来自于原材料，规模较小。建造合同形成的已完工未结算资产

主要系公司在奉化和临安自行投资开发项目（临安高新技术产业园地块及配套实施建设项目和奉化阳光海湾项目熟化土地开发项目）验收但未完成审价结算形成。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 7.29 亿元，较 2013 年底略有增长。非流动资产构成方面，主要以可供出售金融资产（占 14.44%）、固定资产（占 43.43%）和其他非流动资产（占 27.63%）为主。其中可供出售的金融资产全部为可供出售的权益工具，固定资产由房屋及建筑物（占 29.37%）、机器设备（占 20.13%）、运输工具（占 20.81%）、施工设备（占 21.08%）等构成，其他非流动资产主要为委托贷款。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 207.80 亿元，较 2014 年底增长 1.47%。资产构成与 2014 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产总额快速增长，各项资产构成较 2013 年底保持稳定。流动资产中存货和应收账款占比大，其中存货中已完工未结转项目较大，应收账款中风险较大组合占比较高，公司资产质量和资产流动性一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 33.51 亿元，同比增长 6.19%，主要来自于未分配利润的增长。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 34.07 亿元，所有者权益构成变化不大，稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 174.92 亿元，同比增长 21.06%，主要系应付账款、应付职工薪酬、其他应付款和应付债券等增长所致。负债总额中流动负债占 94.21%，非流动负债占 5.79%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 164.80 亿元，同比增长 20.25%，主要系应付账款、应付职工薪酬和其他应付款增长所致。流动负债构成主要以短期借款（占 9.95%）、应付账款（占 45.80%）、应付职工薪酬（21.86%）和其他应付款（占 7.70%）为主。相比 2013 年，流动负债

中应付账款占比提升了 4.78 个百分点。

截至 2014 年底，短期借款为 16.39 亿元，短期借款规模较 2013 年底保持稳定。短期借款中抵押借款占 5.19%、保证借款占 25.24%、信用借款占 51.07%、银行及商业承兑汇票贴现占 18.51%。

截至 2014 年底，公司应付账款为 75.47 亿元，同比增长 37.59%，公司应付账款规模较大。主要原因是当期新增的材料采购与供应商的结算未到付款期。

截至 2014 年底，公司应付职工薪酬为 36.02 亿元，同比增长 21.26%。公司作为一家施工企业，其应付职工薪酬在会计年末余额较大，主要是公司在公历年度按照权责发生制核算估计应发劳务人员工资；而劳务人员工资结算在平时按固定基本工资发放，补发结算工资绝大多数集中在每年农历年底发放。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 12.68 亿元，同比增长 20.27%。由于公司部分项目采用项目经理承包制，由项目经理负责承揽项目，自筹资金，垫付所承接项目款项，因此公司其他应付款主要为备用金及项目经理往来款。

2014 年公司新增一年内到期的非流动负债 3.16 亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中保证借款占 91.31%。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 10.12 亿元，较 2013 年底保持稳定。构成方面，主要以长期借款（占 50.03%）和应付债券（占 48.99%）为主。2014 年公司通过发行三期中期票据募集资金 5 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务为 34.44 亿元，同比增长 13.65%。其中长期债务占 29.10%，短期债务占 70.90%，受发行债券影响，长期债务规模和占比有所提升，债务结构有一定优化。截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 83.92%、23.02%和 50.69%，债务水平较 2013 年底有所上升。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为

173.73 亿元，较 2014 年底保持稳定，负债构成方面变化较小。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 36.56 亿元，较 2014 年底增长 6.16%，构成方面短期债务占比进一步提升。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 83.60%、22.72%和 51.76%，较 2014 年底保持稳定。

总体看，跟踪期内公司债务规模有所上升，负债结构仍以流动负债为主，目前公司负债水平较高，债务负担合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 122.06% 和 54.78%，较 2013 年底略有下降。2014 年公司经营现金流动负债比为 -1.69%。

截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 122.49% 和 50.37%。与 2014 年底的数据相比，流动比率变化不大，速动比率略有下降。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014 年公司全部债务/EBITDA 为 6.00 倍，EBITDA 利息倍数为 3.29 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为 6.35 亿元，担保比例为 18.64%。被担保对象主要有元明建设置业有限公司、杭州青山湖森林硅谷有限公司、宁波圣贝投资有限公司等。考虑到被担保对象经营业务集中于浙江、上海等地区，同时担保比例较高等因素，公司存在一定或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度为 58.85 亿元，尚未使用额度为 32.71 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

5. 诉讼情况

截至 2015 年 3 月底，公司涉及的民事诉讼共

计6起，主要由工程合同纠纷引起，诉讼涉及金额合计10.02亿元（不计逾期利息及违约金诉讼请求）。截至公司2015年一季度报告披露日，其中2起诉讼处在判决款执行中，2起诉讼判决后已向最高院提出再审并已立案，还有2起诉讼处在审理中尚未判决。由于在以上诉讼中公司均为起诉方，诉讼不会对公司形成预计负债，但存在一定的坏账风险。

2015年5月27日，公司发布公告称就其全资子公司浙江大地钢结构有限公司与广厦中东建设有限公司发生建设工程施工合同纠纷一案已向迪拜一审商事法院提起诉讼，目前法院已受理。截至目前，公司已对该项目应收账款计提坏账准备合计人民币1.17亿元。由于目前该案件正在审理中，尚未判决，对公司本期利润或期后利润的影响尚存在不确定性。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，机构信用代码 G10330225000058103），截至2015年5月15日，公司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。

7. 抗风险能力

公司作为国内大型的民营建筑类企业，在施工资质、项目储备等方面具备综合竞争优势，跟踪期内公司新签合同量较大，有助于公司盈利能力未来保持稳定增长。总体看，公司整体抗风险能力较强。

九、偿债能力分析

截至2015年3月底，公司存续期内债券发行额合计5亿元，主要用于补充公司本部营运资金及置换银行借款，具体如表5所示。

表5 截至2015年3月底公司存续期内债券发行情况

名称	额度	存续期
14 龙元 MTN001	1.5 亿元	2014/4/28-2017/4/29
14 龙元 MTN002	2 亿元	2014/7/25-2017/7/26
14 龙元 MTN003	1.5 亿元	2014/9/22-2017/9/23

资料来源：公司提供

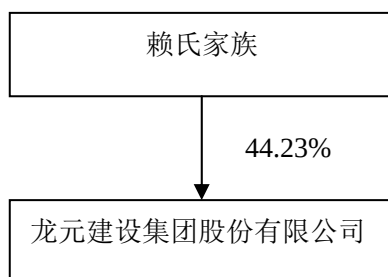
2014年公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量对存续期债券覆盖倍数分别为1.15倍、26.88倍和-0.56倍。

整体看，公司EBITDA对三期中期票据保障能力一般，经营活动现金流入量对三期中期票据保障能力强。

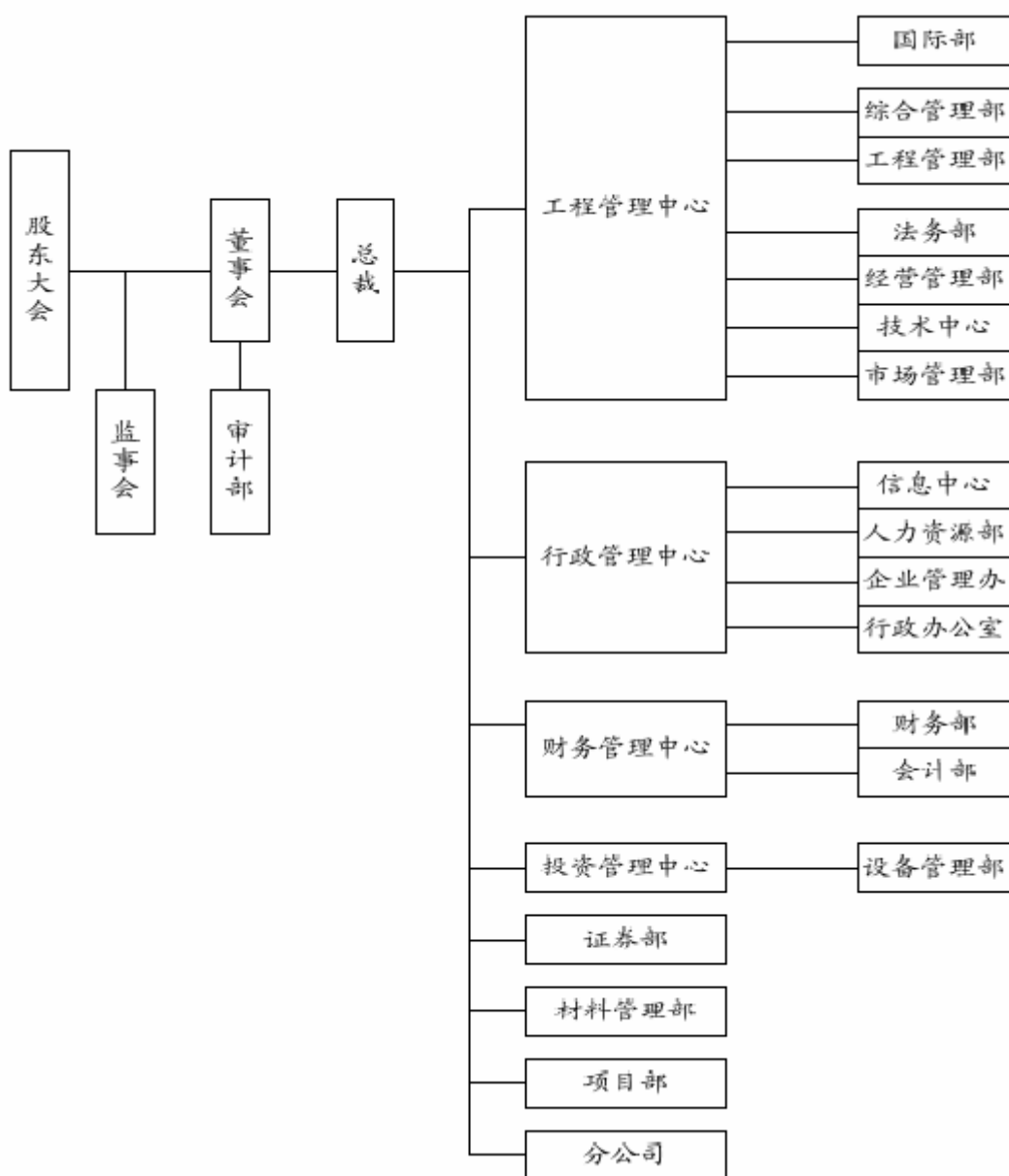
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的长期主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“14龙元MTN001”、“14龙元MTN002”和“14龙元MTN003”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.97	13.47	15.99	11.43
资产总额(亿元)	140.93	176.05	208.43	207.80
所有者权益(亿元)	30.06	31.56	33.51	34.07
短期债务(亿元)	23.94	22.97	24.42	26.55
长期债务(亿元)	1.90	7.33	10.02	10.02
全部债务(亿元)	25.85	30.31	34.44	36.56
营业收入(亿元)	139.93	153.28	162.30	44.19
利润总额(亿元)	5.39	3.49	3.93	0.65
EBITDA(亿元)	7.21	4.97	5.74	--
经营性净现金流(亿元)	-2.60	1.16	-2.79	-5.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	3.74	3.38	--
存货周转次数(次)	2.07	1.82	1.47	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.97	0.84	--
现金收入比(%)	81.48	85.64	79.44	94.33
营业利润率(%)	4.48	5.39	5.15	5.01
总资本收益率(%)	9.37	5.28	5.73	--
净资产收益率(%)	13.19	6.86	7.25	--
长期债务资本化比率(%)	5.95	18.86	23.02	22.72
全部债务资本化比率(%)	46.23	48.99	50.69	51.76
资产负债率(%)	78.67	82.07	83.92	83.60
流动比率(%)	124.38	123.10	122.06	122.49
速动比率(%)	67.15	56.16	54.78	50.37
经营现金流流动负债比(%)	-2.39	0.84	-1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.16	4.09	3.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.58	6.10	6.00	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。