

江苏南通三建集团股份有限公司

2016 年及 2017 年公开发行公司债券
(第一期)2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【151】号 01

债券简称：
16 南三 01；17 南三 01

债券剩余规模：19.69 亿元
16 南三 01：9.69 亿元；
17 南三 01：10 亿元。

债券到期日期：
16 南三 01：2021 年 10 月
31 日；17 南三 01：2022
年 04 月 13 日

债券偿还方式：两期债券
均按年计息，到期一次还
本，其中，16 南三 01：附
第 3 年末公司调整票面利
率选择权及投资者回售选
择权；17 南三 01：附第 2
年末和第 4 年末公司调整
票面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
桑竹 王哲

电话：0755-82872821

邮箱：
sangzh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司建筑
施工企业主体长期信用评
级方法，该评级方法已披
露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网 址：
www.cspengyuan.com

江苏南通三建集团股份有限公司 2016 年及 2017 年公开 发行公司债券（第一期）2020 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 债券信用等级 | 第一期：AA+；第二期：AA+ | 第一期：AA+；第二期：AA+ |
| 发行主体长期信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2020 年 06 月 12 日 | 2019 年 06 月 19 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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”）及其 2016 年 10 月 31 日发行的公司债券（以
下简称“16 南三 01”）与 2017 年 04 月 13 日发行的公司债券（以下简称“17 南三 01”）
2020 年度跟踪评级结果为：“16 南三 01”与“17 南三 01”信用等级均维持为 AA+，发行
主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司施工资
质高且较齐全，收入稳步增长，施工能力较强和项目承接订单能力较强，在手订单较为充
足，未来业务持续性较好；同时中证鹏元也关注到受疫情影响，公司 2020 年一季度业绩
下滑；公司项目垫资规模较大，面临较大的资金压力；应收款项、已完工未结算资产以及
PPP 项目股权投资款占用较多资金，存在一定的回收风险；有息负债规模较大且持续增长，
短期偿债压力较大以及面临一定或有负债等风险因素。

正面：

- 公司施工资质较齐全、等级高，施工能力较强。公司拥有建筑工程施工总承包
特级资质、建筑装饰装修工程专业承包壹级等 10 个壹级资质等。公司施工设
备齐全、技术人员配备较好，截至 2020 年 3 月末，公司拥有一级注册建造师
383 人，公司施工建设的工程累计获得 11 项鲁班奖、11 项国优工程奖。
- 公司收入规模稳步增长，承接订单能力较强，在手订单较为充足，收入持续性
较好。随着业务规模的增长，2019 年公司实现营业收入 248.02 亿元，同比增
加 10.08%；2019 年公司新签合同金额为 263.98 亿元，同比增长 2.33%，为当
年营业总收入的 1.06 倍，新接施工面积为 1,167.27 万平方米，同比增长 2.85%；

新接订单仍主要以亿元以上的大额订单为主；2019 年末，公司在建未完工合同金额为 449.32 亿元，同比增长 3.30%，为未来收入提供较好保障。

关注：

- **公司在建项目垫资规模较大，存在较大资金压力。**公司获得项目后以自行施工为主，施工期间需要垫付一定规模的资金，目前未完工项目规模较大，2020 年 3 月末在建未完工项目共 384 个，仅针对在建的 20 个重要项目，公司计划 2020 年垫资 9.42 亿元，且房地产企业现金流趋紧将导致回款放缓，公司面临较大的资金压力。
- **受疫情影响，公司 2020 年一季度业绩下滑。**受疫情影响，2020 年一季度公司营业总收入 34.69 亿元，较上年同期下滑 29.33%。
- **公司应收款项、已完工未结算资产以及 PPP 项目股权投资款占用较多资金，存在一定的回收风险。**2019 年末，应收票据及应收账款账面价值为 44.38 亿元，其他应收款账面价值 89.22 亿元，建造合同形成的已完工未结算资产 126.95 亿元，PPP 项目股权投资款 7.60 亿元，合计占总资产比重为 84.36%，对公司资金形成较大的占用，存在一定的回收风险。
- **公司有息负债规模较大且持续增长，短期偿债压力较大。**2020 年 3 月末公司有息债务规模为 152.29 亿元，较 2018 年末增长 1.98%，占负债总额的 73.28%，规模较大且持续增长；2019 年末短期有息债务规模为 102.58 亿元，短期集中偿付压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**2019 年末，公司对外提供的担保总额为 4.12 亿元，占 2019 年末所有者权益的 3.91%，对外担保规模较大，且担保对象为南通市国企及建筑民营企业，行业和区域较为集中，均无反担保；2019 年末，公司尚未了结的诉讼案件合计 139 件，涉及标的金额约 2.95 亿元，部分案件公司在承担违约或赔偿责任后可向第三方主张，但具体金额因案件未结而无法确定，存在一定或有负债风险。

主要财务指标（万元）：

| 项目 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,143,187.79 | 3,178,707.93 | 3,034,369.14 | 2,761,062.69 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,046,489.22 | 1,036,233.78 | 929,773.95 | 840,670.76 |
| 有息债务 | 1,522,945.84 | 1,495,004.38 | 1,493,380.56 | 1,259,412.35 |
| 资产负债率 | 66.12% | 66.82% | 69.26% | 69.52% |
| 流动比率 | 1.82 | 1.79 | 1.70 | 2.02 |
| 速动比率 | 1.02 | 1.00 | 1.01 | 1.21 |
| 营业总收入 | 346,948.55 | 2,480,205.67 | 2,253,153.70 | 2,075,934.83 |
| 营业利润 | 13,665.15 | 144,292.36 | 147,125.56 | 186,503.29 |
| 净利润 | 10,250.39 | 107,119.59 | 109,719.17 | 139,772.36 |
| 综合毛利率 | 10.75% | 10.47% | 10.55% | 11.23% |
| 总资产回报率 | - | 6.77% | 6.74% | 8.95% |
| EBITDA | - | 218,776.75 | 203,694.33 | 235,223.55 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.24 | 1.79 | 5.04 |
| 经营活动现金流净额 | 627.35 | 155,411.14 | 26,705.97 | 24,955.64 |

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数，2018年数据采用2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]630号文件核准，公司获准向合格投资者公开发行人面值总额不超过20亿元的公司债券，用于补充营运资金和偿还银行借款，采用分期发行方式，于2016年10月31日发行10亿元公司债券，简称“16南三01”，于2017年4月13日发行10亿元公司债券，简称“17南三01”。

截至2020年3月21日，“16南三01”募集资金专户余额为114,158.99元；截至2020年6月3日，“17南三01”募集资金专户余额为3,653.24元。

二、发行主体概况

2016年7月27日，公司成功在全国中小企业股份转让系统挂牌，证券代码为838583。根据自身经营发展需要及资本市场长期战略发展规划，公司于2018年10月18日终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。

截至2020年3月末，公司实收资本和注册资本均未发生变化，仍为124,243.56万元；公司控股股东和实际控制人也均无变化，控股股东仍为南通三建控股有限公司，持有公司73.05%的股权，公司实际控制人仍为黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、袁备、张福斌³，控制人相对分散。公司前十大股东情况如下表所示。

截至2020年3月末，南通三建控股有限公司持有公司股份90,764万股，已无质押。

表 1 截至 2020 年 3 月末公司前十大股东情况

| 股东名称 | 股东性质 | 持股比例 |
|----------------------|------|--------|
| 南通三建控股有限公司 | 企业法人 | 73.05% |
| 南通杰创投资管理中心（有限合伙） | 企业法人 | 4.81% |
| 宁波梅山保税港区逐原投资中心（有限合伙） | 企业法人 | 4.03% |
| 南通三建慧创投资管理中心（普通合伙） | 企业法人 | 3.74% |
| 珠海建熠投资管理中心（有限合伙） | 企业法人 | 3.33% |
| 嘉兴创泽投资合伙企业（有限合伙） | 企业法人 | 3.33% |
| 南通广丰投资管理中心（有限合伙） | 企业法人 | 1.43% |
| 蔡峥浩 | 自然人 | 1.13% |
| 王裕达 | 自然人 | 0.97% |
| 克拉斯（北京）投资有限公司 | 企业法人 | 0.80% |

³ 公司未提供实际控制人（黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、袁备、张福斌）的个人银行征信报告。

| | | |
|----|---|--------|
| 合计 | - | 96.62% |
|----|---|--------|

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司主营业务未发生变化，仍主要从事建筑施工业务。合并范围方面，2019年新纳入合并范围的子公司4家，未减少子公司，见下表。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共23家，见附录二所示。

表 2 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况 | | | | |
|-----------------------|---------|------------|---------------------------|------|
| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 取得方式 |
| 蚌埠市通嘉海建筑业有限公司 | 100.00% | 2,000.00 | 住宅房屋建筑、建筑装修装饰工程、机电设备安装工程等 | 投资设立 |
| 南通东布洲酒店管理有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 酒店管理、住宿服务、物业管理等 | 投资设立 |
| 南通三建交通网络建设工程有限公司 | 70.00% | 100,000.00 | 交通网络建设工程施工；市政公用工程施工总承包 | 投资设立 |
| 南通睿公湖国际大酒店有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 食品经营、住宿服务、会务服务等 | 投资设立 |

资料来源：公司2019年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

三、运营环境

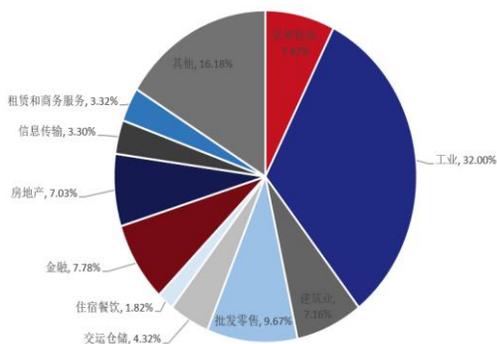
在当前经济增速放缓、消费和出口压力加大的背景下，建筑施工业稳定器作用将会提升，叠加先导指标预测，我们预计未来建筑施工行业景气度将迎来弱复苏

建筑施工行业发展对固定资产投资状况依赖性较强，具有较强的投资拉动特点和强周期属性。目前我国经济增长方式仍为投资主导型⁴，建筑业⁵受国内经济影响较大。2019年，建筑业增加值实际增速 5.6%，同比增长 0.8 个百分点，对实际 GDP 增速形成向上支撑的效果，在 GDP 中所占比重较高的工业、农业、批发零售等行业都出现了不同程度的实际增速下降。在经济下行压力较大的 2016、2018、2019 年，建筑业均对经济产生向上支撑的效果，如下图。

⁴ 2018 年我国投资的 GDP 贡献率为 32.4%，虽然有所下滑，但仍然高于世界平均水平（25%），故仍为投资主导型经济。

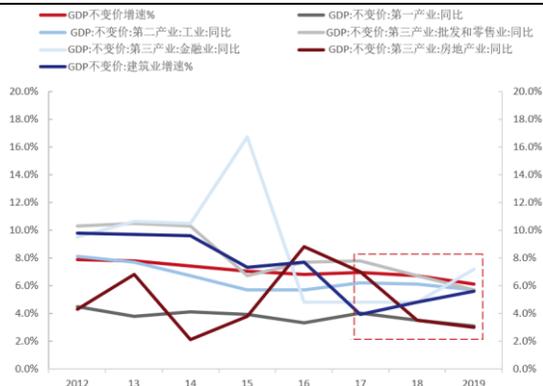
⁵ 因建筑施工行业增加值等细分的宏观数据难以采集，故用建筑业数据替代，下同。

图 1 2019 年建筑业增加值占 GDP 比重为 7.16%



数据来源: wind, 中证鹏元整理

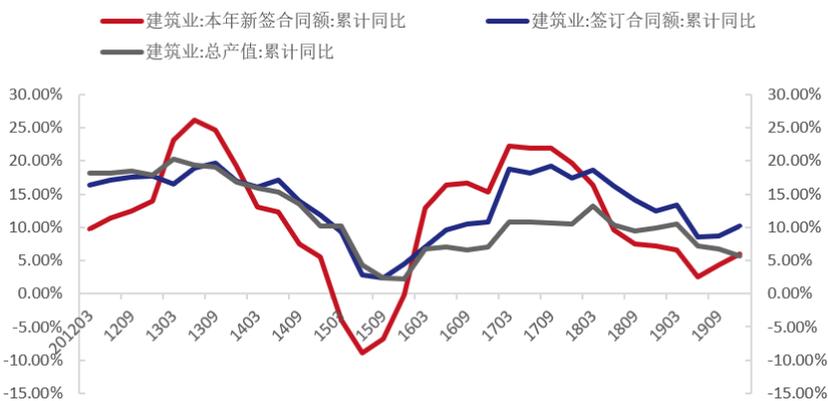
图 2 2019 年建筑业对实际 GDP 增速形成上支撑



数据来源: wind, 中证鹏元整理

建筑投资托底经济。我国经济增速保 6 压力加大, 消费需求不足, 且叠加中美贸易摩擦和疫情影响, 净出口存在波动风险, 由此 2020 年稳定经济主要依靠投资。建筑业是固定资本形成的核心, 根据 wind, 2016 年以来建筑业总产值占资本形成总额比重均高达 58% 以上, 因此建筑业投资托底经济。

图 3 建筑业新签合同额增速领先反应建筑业总产值增速



数据来源: wind, 中证鹏元整理

从行业领先指标来看, 建筑投资迎来弱复苏。建筑业新签合同额增速领先于建筑业总产值增速, 领先 1-2 个季度 (见上图)。2018 年及 2019 年 1-6 月我国建筑业新签合同增速放缓, 累计增速分别为 7.14% 和 2.47%, 分别同比下滑 12.56 和 7.17 个百分点; 2019 年 6-12 月我国建筑业新签合同增速开始回升。

后续建筑业资金将获得一定的支撑, 从而支持未来建筑业投资增长。受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响, 近年建筑业发展压力较大。当前我国大力推动产业转型升级, 更注重经济增长的质量, 叠加政府债务负担加重, 2019 年初发放的专项债额度优先用于借新还旧, 上半年建筑业总产值增速放缓, 2019 年 9 月 4 日国务院常务会议提前下

达2020年专项债额度，释放出基建将稳定运行的信号。另外，2019年9月迎来较好的降息窗口⁶，货币政策可刺激信用投放，降低银行资金成本，托底经济。

综合建筑业的经济托底作用、先导指标回升及资金支撑等因素，我们推断未来建筑业景气度将迎来弱复苏。

2019年房地产开发投资表现较有韧性，棚户区改造建设给房屋建筑市场带来一定支撑，但长期来看提振作用有限，我们预计2020年房屋建筑市场增速放缓

房屋工程和基建工程是构成建筑施工行业的主体部分，从产值结构上看，房屋工程占比约61%。房屋建筑市场与房地产行业发展密切相关。统计数据显示，近年来房地产业房屋建筑施工面积在建筑业房屋建筑施工面积中的比重保持在一半以上。

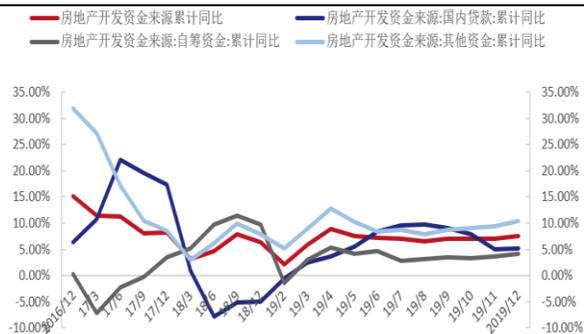
我国房产投资主要受政策调控影响。2019年1-4月受政策边际放松及融资改善的影响，房地产开发投资增速维持高位上升；2019年4月，中央政治局会议重提“房住不炒”，明确落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制；5月17日，银保监会23号文要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资，重点声明要对银行、信托等金融机构对房地产行业的放款加强监管工作；受政策收紧和限制房地产信托的23号文影响，5月房地产开发投资资金整体增速回落，2019年二季度国内房屋新开工面积增速回落；7月30日，中央政治局会议再次重申“房住不炒”，并首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，释放了短期内调控政策不会放松的信号；在上一年高基数的基础上，2019年房地产投资增速维持高位，房地产开发投资较有韧性，但2019年以来土地购置增速持续为负，调控政策预计不放松，融资约束加强，叠加2020年一季度疫情影响，房产销售走弱，预计房地产开发投资增速将有所下滑，2020年再恢复10%的增速有一定的难度。

图4 2019年投资增速保持高位，新开工增速回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图5 房地产开发资金增速回落

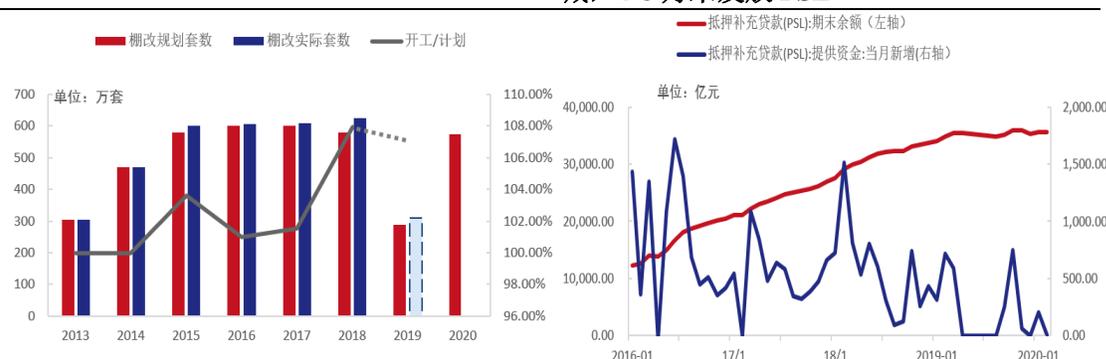


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

⁶根据 wind, 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 从 2019 年 8 月 4.31%, 下降至 2019 年 9 月的 4.20%。

此外，棚户区建设仍能对房建施工起到一定的拉动作用。2018-2020 年我国城镇棚户区计划再改造 1,500 万套，截至 2018 年底剩余棚改任务 874 万套。根据住建部网站，2019 年全国棚改计划新开工 289 万套，前十月全国棚改已开工 300 万套，超额完成任务，2020 年棚改任务预计不超过 574 万套。从资金来源方面看，PSL（抵押补充贷款）作为棚改货币化安置重要资金来源，自 2018 年下半年起，新增投放量明显缩减。2019 年 Q1 新增投放量同比减少 76.66%，2019 年 4-8 月，央行连续五个月未发放抵押补充贷款，虽 9-11 月 PSL 发放量回升，但基于房住不炒总基调，新增投放量用途可能从棚改转为支持老旧小区改造⁷、市政建设和公路相关地方基建等领域。从任务量和资金来源两方面来看，棚户区改造具有一定的阶段性，长期来看提振作用有限。

图 6 2020 年棚改任务预计不超过 574 万套 图 7 2019 年 Q1 新增 PSL 投放量大幅缩减，4-8 月未发放 PSL



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，2019 年房地产开发投资表现较有韧性，棚户区改造建设给房屋建筑市场带来一定支撑，但长期提振作用有限，我们预计 2020 年房屋建筑市场增速将放缓。

受严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆的影响，2018 年以来地方债务杠杆效应大大降低，基建投资增速表现疲弱；随着基建项目资本金制度的改善，2020 年基建投资增速将温和回升

我国基建多为公益性施工投资，对地方财力变动和隐性债务治理较为敏感。在《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）（以下简称“财金 23 号文”）下发前，公益性基建主要通过政府拨款和自有资金作为资本金，来撬动银行贷款等社会资本；财金 23 号文⁸下发后，叠加 PPP 模式遭遇严监管，新增公益性项目大多只能通过政府拨款方式进行建设。虽然降低了地方政府隐性债务负担隐

⁷ 旧改侧重基建投资，通过投资改善居住环境从而拉动消费，对房地产的影响较为有限。

⁸ 财金 23 号文规定：除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

患，但杠杆效应也大大降低。

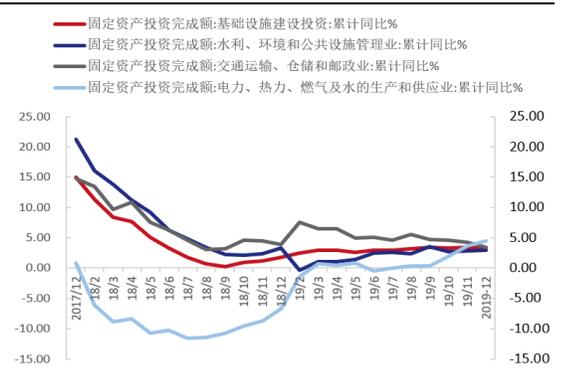
在严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆、防风险的持续约束下，近两年我国广义基建投资增速⁹下滑至 10% 以内，尤其 2018 年基建投资整体表现疲弱，2019 年末广义基建投资增速仅回升至 3.33%，明显低于市场预期。

图 8 2018 年 4 月财金 23 号文下发后社融增速下滑，杠杆效应降低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 近两年广义基建增速下滑至 10% 以内，增速从 2017 年末的 14.93% 断崖下滑至 2018 年末 1.79%，2019 年末仅回升至 3.33%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

基建项目资本金制度的改善或将推动基建投资增速缓慢回升。随着基建项目资本金制度的改善，尤其是“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金、降低部分基础设施项目最低资本金比例”的规定，进一步拓宽了基建项目资本金的来源、有助于促进各地加大符合政策要求的基建投资、提高财政资金的使用效率、更好地实现国家供给侧结构性改革总目标，由此我们预计 2020 年基建投资增速将温和回升。

表 3 改善基建项目资本金制度相关文件

| 时间 | 发布机关和文件 | 主要内容 |
|---------------|---------------------------------|--|
| 2019 年 6 月 | 国务院《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》 | 允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金 |
| 2019 年 7 月起施行 | 国务院《政府投资条例》 | 政府投资资金应投向公益服务、基础设施等领域。这一领域基本与 PPP 的投资领域相一致，因此政府投资可以与 PPP 有机结合。 |
| 2019 年 9 月 | 国常会 | 专项债用于资本金的领域扩大，含部分无收益和收益低的基建 |
| 2019 年 11 月 | 国常会 | 1.降低部分基础设施项目最低资本金比例；2.针对基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。3.地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经过了从严监管时期，PPP 项目保持有序规范发展，为建筑施工企业带来业务支撑，

⁹ 广义基建投资包含水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业等。

但短期内过度投资 PPP 项目仍将可能使企业面临较大信用风险

我国大力推行 PPP 项目，目的在于推动基础设施建设发展。2019 年基建项目占 PPP 市场 80% 以上，以 PPP 模式开展的基建项目占全基建市场约 10%。经过了从严监管时期，PPP 项目开始有序规范发展。根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPC）公布的数据，2019 年 1-11 月净入库项目 745 个，投资额 1.10 万亿元，净增落地项目 1525 个，投资额 2.3 万亿元，净增开工项目 1379 个，投资额 2.3 万亿元。

PPP 项目涉及市政设施建设、交通运输以及生态环境治理等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为建筑施工企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，当前金融监管趋严，企业面临融资难、融资贵等问题，而 PPP 项目前期垫资规模大，项目回款周期性强等特征会对企业（尤其资金实力相对较弱的民营企业）债务结构提出更高要求，因此适度的 PPP 项目将拓展企业业绩，过度开展 PPP 项目，将为企业带来较大的资金运营风险。另一方面，随着 PPP 项目回归“公私合作”的本源，更加突出经营属性，PPP 项目后期运营风险以及自身合规性将给企业未来项目盈利及资金回流带来不确定性。

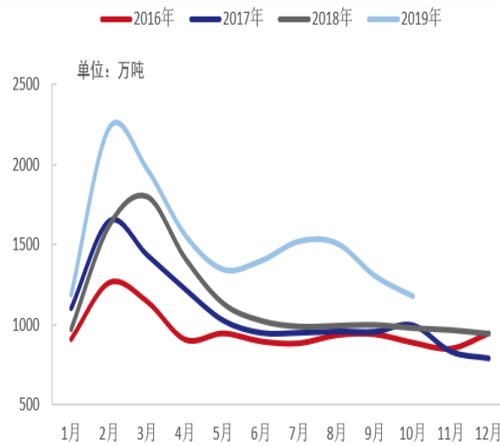
原材料价格波动考验建筑施工企业成本管控能力；我们预计2020年钢材价格中枢或将继续下移，水泥价格维持高位运行

房屋、公路、桥梁、隧道等工程施工主要消耗钢材、水泥、玻璃等原材料，通常占总成本60%以上，建筑工程生产经营周期一般较长，期间原材料价格波动对建筑企业成本影响较大，而建筑施工的招标承包性质决定了由施工方承担建筑材料价格波动的风险。虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中提出在建材价格超过一定范围后调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低建材价格波动的影响，但并不能完全和及时地将建材价格上涨的风险转移至下游客户。

在施工成本中占比较大的主要是钢材和水泥，两者市场价格均具有较强的波动性。

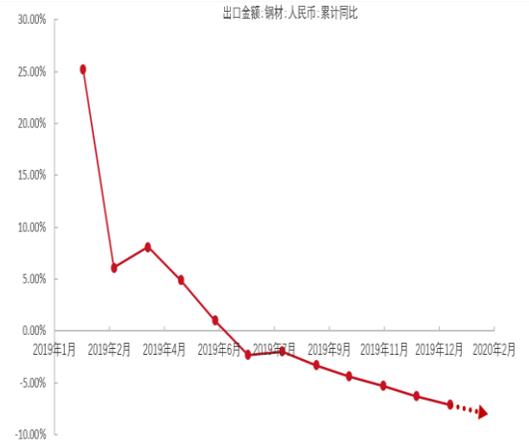
我们预计2020年钢材价格中枢将继续下移。从钢材需求端来看，2019年以来钢材海外出口需求走弱，国内需求表现稳定，国内地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升；从钢材供给端来看，国家取消环保限产一刀切政策，高炉和电炉开工率回升，致使钢材库存水平逐渐提高，钢材供给端小幅宽松，且2020年是置换产能的集中投产期，钢材价格关注点变回供给端。另外，2020年初的疫情导致钢材需求延后释放，对钢价造成短期冲击，而随着下游行业陆续复工带来的需求释放，钢价存在反弹动力。但由于2020年钢铁供给将增长，长期钢价下行压力加大。综上我们预计钢材供需情况或将维持弱平衡，钢材价格中枢将继续下移。

图 10 环保限产力度减弱，钢材社会库存水平逐渐提高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 2019 年以来钢材海外需求走弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 2019 年高炉和电炉开工率回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 13 预计钢材价格中枢或将进一步下移



资料来源：Wind，中证鹏元整理

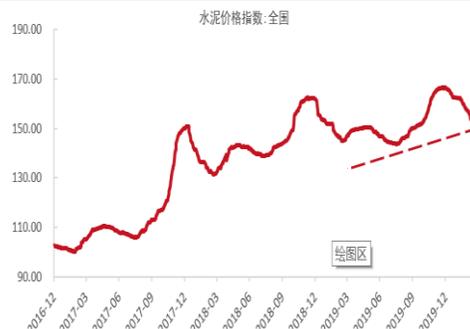
在经济下行压力较大的情况下，水泥行业逆势增长。受益于基建投资复苏和房地产投资韧性，2019年水泥需求稳定回升，随着地方重大项目的推进，2020年需求仍继续增长；因水泥不适合长期储存，故库存处于低位，产销率高达99%；受环保检查¹⁰、重大事故¹¹、重要活动¹²、错峰生产等影响，2019年水泥供给量收缩，价格得到供给端支撑。2020年初步入需求淡季叠加疫情影响，下游企业开工时间延后，需求恢复不佳，春季水泥价格有所回落，2020年二季度随着工程开工率提升，水泥需求将带动价格逐步上行。

¹⁰例如：长江环保检查、京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚性行动、辽宁江苏严格治理超载、河南启动重污染天气橙色预警及 II 级响应等。

¹¹例如：受繁昌工地事故的影响，安徽相关产能进行停工整改等。

¹²例如：受军运会召开影响，湖北相关产能停产；受进博会、旅博会召开影响，相关省份水泥产能停产。

图14 水泥行业景气度维持高点



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图15 2019年水泥产量增速呈下滑趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

此外, 随着我国建筑市场竞争的加剧, 建筑企业带资承包、垫资施工已成为建筑市场的普遍现象, 建筑企业能否垫资施工已经成为影响获得建筑工程项目的关键因素。因此, 我国建筑行业存在比较严重的临时性资金占压现象, 在企业实际施工生产经营中经常出现由于建设方(业主)资金短缺而无法及时给施工单位支付工程款的现象, 施工单位在生产中处于被动地位, 资金经常被临时性占压, 工程款的垫付给施工企业带来一定的资金压力。

四、经营与竞争

公司是一家大型建筑施工企业, 提供民用建筑工程、工业建筑工程、构筑物、市政公用工程 etc 从设计到施工的一体化服务方案。公司的建筑施工涉及民用住宅、商业用房、工矿企业厂房、办公楼、大专院校、医院以及图书馆等多种物业类型。经过多年发展, 公司已成为江苏省建筑行业的龙头民营企业。

公司营业收入规模持续增加, 2019年公司实现营业收入248.02亿元, 同比增加10.08%, 其中建筑施工业务收入244.18亿元, 占营业收入比重为98.45%。公司建筑施工收入主要来源于民用建筑施工业务。其他业务主要包括设计、机具租赁和劳务服务及利息收入等, 占比很小, 存在着收入结构单一风险。跟踪期公司毛利率变化不大。

疫情对公司经营有一定的影响。公司本部于2020年2月17日复工, 公司的施工项目根据当地情况陆续复工(一般情况公司项目施工淡季为春节期限, 北方地区入冬后施工量减少), 项目工期均可调整, 且疫情系不可抗力, 不会产生违约金。2020年一季度公司综合毛利率变化不大, 主要系疫情期间项目停工, 故无需支付民工工资, 只需支付管理员工资(管理费用)。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 建筑施工 | 34.14 | 9.80% | 244.18 | 9.34% | 220.96 | 9.37% |
| 其中：民用 | 27.10 | 9.76% | 194.82 | 9.30% | 173.31 | 9.28% |
| 工业 | 3.00 | 9.93% | 21.23 | 9.40% | 22.13 | 9.70% |
| 公共设施 | 2.12 | 9.98% | 15.18 | 9.58% | 16.27 | 9.61% |
| 其他工程 | 1.92 | 9.94% | 12.95 | 9.51% | 9.24 | 9.87% |
| 道路施工 | 0.16 | 12.67% | 0.75 | 11.46% | 1.06 | 11.26% |
| 主营业务合计 | 34.30 | 9.81% | 244.93 | 9.34% | 222.01 | 9.38% |
| 其他业务 | 0.40 | 91.75% | 3.09 | 99.35% | 3.30 | 88.69% |
| 营业收入合计 | 34.69 | 10.75% | 248.02 | 10.47% | 225.32 | 10.55% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司施工资质较为全面，设备和技术人员配备较好，综合竞争力较强

公司施工资质仍然较为全面。截至2020年3月末，公司拥有1个特级资质，为建筑工程施工总承包特级资质，10个壹级资质，具体参考附录三。较高等级和较为全面的施工资质使得公司具备较强的项目承揽能力。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、南京、苏州、济南、郑州等120多个大中城市以及也门、赞比亚、刚果（金）、安哥拉、亚美尼亚等30多个国家和地区；主要合作客户有恒大地产、蓝光地产、保利地产、经纬置业、新城控股、金科、绿地、绿城、中海等地产商。

公司建筑经验丰富。2019年公司施工建设的“援刚果（金）政府综合办公楼项目”、“中一重研发大楼建设项目”获得鲁班奖。截至2020年3月末，公司施工建设的工程累计获得11项鲁班奖、11项国优工程奖，具体如下表。

表5 截至2020年3月末公司获得的鲁班奖和国优奖情况

| 鲁班奖获奖工程 | | 国优奖获奖工程 | |
|----------------------|------|--------------------------|------|
| 工程 | 获奖年度 | 工程 | 获奖年度 |
| 上海仁恒广场2号楼 | 1996 | 天津万科城市花园住宅小区工程 | 2000 |
| 国家税务总局业务楼 | 1997 | 仁恒滨江园一、二期住宅小区工程 | 2003 |
| 北京市第二中级人民法院审判楼 | 2002 | 常州九洲广场工程 | 2008 |
| 青海省电信有限公司综合办公楼 | 2006 | 江苏大学图书馆 | 2011 |
| 铁人王进喜纪念馆 | 2007 | 中国矿业大学国家大学科技园总部基地1号楼、2号楼 | 2012 |
| 闸北区文化馆和大宁社区文化活动中心 | 2013 | 胶州绿城喜来登酒店 | 2013 |
| 御桥小区B地块16-02（H块）商业项目 | 2016 | 国际金融中心（鑫银大厦） | 2013 |

| | | | |
|---------------------|------|--------------|------|
| 勘探开发研究院实验中心及外系统建设工程 | 2017 | 镇江皇冠假日酒店 | 2014 |
| 中国石油科技信息楼工程 | 2018 | 陟井县医院门诊医技楼工程 | 2017 |
| 援刚果（金）政府综合办公楼项目 | 2019 | 太仓金融大厦 | 2018 |
| 中一重研发大楼建设项目 | 2019 | 昌建广场 10#楼 | 2019 |

资料来源：公司提供

公司的施工设备齐全。截至2020年3月末，公司拥有各类施工设备396台，同比增加3.13%，其中包括塔式起重机169台、施工升降机84台和物料提升机22台等，分别同比增加3台、2台、2台，特种机械设备占比仍约为69.44%。

公司技术人员配备较好。截至2020年3月末，公司拥有各类技术职称人员2,355人，同比增加12人，其中研究员级高级职称员工5人，高级职称员工110人，中级职称662人，初级职称1,578人，分别增加0人、1人、4人、7人；公司拥有建造师共计785人，其中一级注册建造师383人，注册造价师、注册安全工程师等其他各类执业注册人员95人；公司拥有职工4,552人，其中硕士及以上36人，本科1,132人。

得益于较高和全面的资质，丰富施工经验以及较好的人员、设备配置，公司资产及盈利规模在主要可比建筑施工企业中处于前列，综合竞争力较强。

表6 2019年主要可比建筑施工企业经营情况（单位：万元）

| 企业名称 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|-----------|---------------------|-------------------|---------------------|------------------|
| 龙元建设 | 5,944,528.11 | 1,172,254.00 | 2,142,709.45 | 103,333.01 |
| 宁波建工 | 1,576,876.27 | 325,243.16 | 1,855,543.28 | 25,382.29 |
| 宏润建设 | 1,573,160.83 | 332,832.60 | 1,194,335.69 | 38,772.53 |
| 腾达建设 | 1,024,469.73 | 459,460.79 | 436,795.70 | 67,620.75 |
| 平均 | 2,529,758.73 | 572,447.64 | 1,407,346.03 | 58,777.14 |
| 南通三建 | 3,178,707.93 | 1,054,743.86 | 2,480,205.67 | 107,119.59 |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司的项目承接能力较强，订单规模持续增长；公司在手订单较为充足且合同金额较大，为公司未来收入提供了较好保障

在国内，公司获得项目的方式主要分为两种，一种是战略合作方式，另一种是公开招标方式，项目获得后以自行施工为主。战略合作方式即与各大地产商签订长期战略合作协议形成战略合作关系，通过战略合作伙伴直接发包获取项目。公司主要战略合作客户为恒大地产、香港路劲、经纬置地、蓝光、首开、新城控股等房地产开发公司，近年来公司战略合作客户整体较为稳定。公开招标方式即通过下属各子公司、分公司对区域内的项目进行投标，公司原则上要求各子公司、分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，由公司统一协调参与投标。工业建筑施工、公共设施建筑施工等

业务主要采取该方式获取项目。

在国外，公司获得项目的方式也主要分为两种，一种是援外项目方式，另一种是外经项目方式。援外项目主要由国家商务部牵头对亚非拉等地区实施国家援助的建设工程项目，公司先后承建了援埃塞俄比亚河岸绿色发展项目二期等项目。援外项目合同一般由公司直接与商务部签订，建筑施工款也直接由国家商务部进行划拨和结算，回款稳定且风险较小。外经项目是指由公司直接与国外的当地政府接洽，承接的海外经营项目，主要为公共设施类，如医院、学校、体育场等，业主主要为当地政府。总体来看，与当地政府合作的海外经营项目利润略高于援外项目，但风险也略高于援外项目，2019年公司仅有少量的国外项目。

从订单承接情况来看，依托较强的施工能力，公司项目承接能力较强，新签合同金额稳步增长。2019年，公司新签合同金额为263.98亿元，同比增长2.33%，为当年营业总收入的1.06倍，新接施工面积为1,167.27万平方米，同比增长2.85%；新接订单仍主要以亿元以上的大额订单为主，公司亿元以上新项目合同金额为207.99亿元，占当年新签合同额的比重保持在70%以上；从新签合同的地区分布来看，公司的业务分布较广，仍以山东省、江苏省、上海市、天津市、北京市等东部沿海地区¹³为主，上述地区新签订单合计占比保持约66%，各地占比均在25%以下；同时公司注重中部地区业务发展，在河南和安徽新签合同金额分别为30.01亿元和21.44亿元，分别同比增长17.27%和1.47%，占比分别为11.37%和8.12%。总体来看，公司订单多集中于东部沿海经济发达地区，同时注重中部地区业务发展，相对分散的地区分布有利于减少区域市场波动引起的风险。

表7 公司新签合同情况

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|-------------------|-----------|----------|----------|
| 当年新签合同额（亿元） | 42.33 | 263.98 | 257.98 |
| 其中：当年新签恒大合同金额（亿元） | 6.65 | 27.96 | 66.28 |
| 亿元以上项目数量（个） | 16 | 89 | 78 |
| 亿元以上项目合同金额（亿元） | 32.76 | 207.99 | 186.62 |
| 亿元以上项目占比 | 77.39% | 78.79% | 72.34% |
| 当年新接施工面积（万平方米） | 243.87 | 1,167.27 | 1,134.90 |
| 期末未完成施工合同金额（亿元） | 459.52 | 449.32 | 434.95 |
| 其中：国内 | 454.31 | 443.67 | 423.83 |
| 国外 | 5.21 | 5.65 | 11.12 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹³ 政治经济学中东部沿海地区包括：（12个省级行政单位）北京、天津、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、广西、海南、辽宁、河北。

表8 公司新签合同地区分布情况（单位：亿元）

| 地区 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 新签合同金额 | 占比 | 新签合同金额 | 占比 | 新签合同金额 | 占比 |
| 山东省 | 7.78 | 18.38% | 56.44 | 21.38% | 55.03 | 21.33% |
| 江苏省 | 10.63 | 25.11% | 42.79 | 16.21% | 34.10 | 13.22% |
| 河南省 | 4.75 | 11.22% | 30.01 | 11.37% | 25.59 | 9.92% |
| 天津市 | 3.06 | 7.23% | 27.24 | 10.32% | 30.75 | 11.92% |
| 上海市 | 3.48 | 8.22% | 26.53 | 10.05% | 31.34 | 12.15% |
| 北京市 | 2.64 | 6.24% | 22.49 | 8.52% | 23.27 | 9.02% |
| 安徽省 | 1.79 | 4.23% | 21.44 | 8.12% | 21.13 | 8.19% |
| 海外 | 0 | 0.00% | 2.77 | 1.05% | 1.98 | 0.77% |
| 其他 | 8.2 | 19.37% | 34.26 | 12.98% | 34.79 | 13.49% |
| 合计 | 42.33 | 100.00% | 263.98 | 100.00% | 257.98 | 100.00% |

注：合计数有四舍五入的差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司订单较为充足。2019年末，公司在建未完工合同金额为449.32亿元，同比增长3.30%，规模整体上保持增长，为未来收入提供较好保障；公司未完成施工合同仍主要集中于国内，海外订单规模较小，重要的在建项目如表9。

整体来看，依托较强的施工能力，公司的项目承接能力较强，新订单规模持续增长且分散于东部沿海和中部地区，公司目前在手订单较为充足且合同金额较大，为公司未来收入提供了较好保障。

表9 截至2020年3月末公司在建重要的二十个项目（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 2020年4-12月垫资计划 | 项目性质 |
|-----------------------|---------|--------|----------------|------|
| 华凌国际物流港项目 | 101,300 | 12,675 | 5,637 | 民营 |
| 都市五星北区项目 | 98,639 | 1,065 | 12,098 | 政府 |
| 宁波恒大河悦府项目主体及配套建设工程 | 96,420 | 57,742 | 12,000 | 民营 |
| 天津芙蓉华轩（蓝光地产津南665项目） | 48,000 | 2,707 | 5,000 | 公建 |
| 海门市文化中心剧院项目总承包 | 42,737 | 2,431 | 3,200 | 公建 |
| 呼和浩特市恒大城（四期）（二标段） | 38,518 | 16,585 | 4,500 | 民营 |
| 常州恒大悦府（金坛）项目主体及配套建设工程 | 36,000 | 10,271 | 5,000 | 民营 |
| 淄博绿城百合花园郁金香园地块建安工程 | 31,804 | 6,758 | 4,500 | 民营 |
| 呼和浩特恒大珺庭项目首期主体及配套建设工程 | 30,294 | 3,512 | 6,575 | 民营 |
| 呼和浩特恒大翡翠华庭（地块三）（二标段） | 29,499 | 12,338 | 5,463 | 民营 |
| 红桥区孟春里总包工程 | 27,202 | 2,654 | 3,000 | 民营 |
| 半山云府项目二期施工总承包工程 | 26,203 | 4365 | 7,656 | 民营 |

| | | | | |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----|
| 金地集团东北区域呼市金地江山风华项目 2.2 期总承包工程 | 25,182 | 3,325 | 4,325 | 民营 |
| 天津蓝光芙蓉乐园项目 | 22,834 | 546 | 2,300 | 民营 |
| 天津芙蓉景轩项目 | 22,000 | 785 | 3,486 | 民营 |
| 淄博绿城百合花园二期项目 1#-10#及地下车库 | 21,291 | 5,875 | 3,500 | 民营 |
| 津武（挂）2016-037 号宗地住宅 | 19,762 | 786 | 3,000 | 民营 |
| 苏州吴中赶湖路碧桂园项目二期总承包工程 | 19,437 | 1,011 | 4,500 | 民营 |
| 恒信绿城百合花园二三期建筑安装工程 | 16,711 | 3,765 | 5,000 | 民营 |
| 海门市文化中心-图书馆项目 | 14,715 | 2,198 | 3,756 | 政府 |
| 合 计 | 768,548 | 151,394 | 104,496 | |

注：公司在建工程超过 300 项，单个项目确认收入及投入金额变动较快，无法统计所有在建合同已投资金额、累计已结转金额和预计总投资金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要业务区域保持稳定，施工面积和收入持续增长，客户集中风险较低，但仍面临较大的资金压力

国内项目工程款结算的付款条件按合同约定进行，2019年主要有3种结算模式：

1.对于一般施工项目，公司与业主单位签订合同后，在施工阶段，每月或每季度，业主按公司施工量的70%-85%支付进度款；有预付款的，在支付进度款时按比例分期扣回，在工程竣工验收合格并完成竣工结算后，业主向公司支付至90-98%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程的维修金及质保金，质量保证期通常为1-3年，质量保证期满后若无重大质量问题，业主将质保金等返还给公司。这种结算模式保证了公司建设工程款及时回笼，有利于公司经营资金的周转。

2.对于恒大新模式项目，在施工阶段，项目需要达到一定建设要求才能结算（如施工至同一批次开工的全部楼栋外立面完工为止，一般需要8-11个月），具体为恒大¹⁴在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¹⁵90%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。这种结算模式下，公司垫资时间相对较长，但项目毛利率相对较高。自2018年起，针对恒大新签订的合同采用此模式，2018-2019年新签恒大合同金额分别为66.28亿元、27.96亿元。

3.对于PPP项目，公司参与的 PPP 项目共有5个，其中处于建设期的有3个，分别为海门市北部新城综合建设PPP项目¹⁶和海门大学科技园PPP项目¹⁷（即睿公湖科创中心项目）、

¹⁴ 恒大指恒大地产和恒大旅游等公司。

¹⁵ 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 8%-10%利率计算的利息。

¹⁶ 海门市北部新城综合建设 PPP 项目建设期 2.5 年，运营期 10 年。

日照高新区PPP项目¹⁸。公司以自有资金投入 SPV 公司作为资本金，并参与PPP项目建设，截至2019年末公司资本金投入7.60亿元（体现在其他非流动资产），工程成本投入9.16亿元，确认相关收入11.92亿元，工程回款9.50亿元，SPV公司均不并表。

上述PPP项目系政府和公司共同参与项目运营。建设阶段公司按照一般施工项目方式进行建设结算。运营期间SPV公司不分红，SPV公司的经营收入主要系租金等经营收入及政府补助收入；根据《PPP项目实施方案》约定，若经营性收入不足以回收项目的建设投资、运营成本和合理收益，不足部分将由政府以可行性缺口补助的形式，给予弥补。按照《PPP 项目合同》约定，政府应及时、足额地向SPV公司支付可行性缺口补助，将负有支付责任的可行性缺口补助的纳入年度财政预算以及中长期财政规划。关于移交，根据SPV公司章程约定，需待合作期满后，公司有权按实缴出资比例分取SPV公司利润，将符合 PPP 合同要求的全部项目资产无偿移交给政府方或政府指定机构，将所持有SPV公司的股权转让给政府或其指定单位；若SPV公司终止，则公司作为股东依法分取公司剩余财产。PPP项目股权款占用公司资金时间较长，未来需关注现有PPP项目股权款回款情况、PPP项目经营情况以及公司未来新PPP项目的股权投资计划。

海外项目结算方式主要有两种：

1. 对于援外项目，国家商务部一般会预付10%-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。

2. 对于外经项目，公司为了有效控制海外经营项目风险，合同签订后、项目正式开工前一般要求业主先行支付一定比例的项目工程款。

2019年，公司施工和竣工面积持续增长，与项目承接地域分布一致，公司施工面积地域遍布全国各地，主要集中于江苏、山东、上海、北京、天津、河南和安徽等地区；山东省、江苏省、上海市、天津市、北京市等东部沿海地区施工面积占比保持55%左右，河南和安徽中部地区施工面积占比在10%-20%直接变动。国内建筑与房地产市场已显现出一定程度的区域分割，地方保护主义等非经济因素影响持续存在，这些因素增加了公司跨区域业务的开拓难度，如不能适应各地市场的开拓风格，则可能对其未来市场空间造成一定限制。另外，公司的海外业务主要分布在非洲等欠发达地区和中东等政局多变地区，可能面临一定的地缘政治风险等跨国经营风险。

¹⁷ 海门大学科技园 PPP 项目建设期 4 年，运营期 12 年。

¹⁸ 日照高新区 PPP 项目（日照高新区新能源汽车产业园配套基础设施及研发孵化基础项目）建设期 2 年，运营期 13 年。

表10 公司施工及竣工面积情况（单位：万平方米）

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|------|-----------|----------|----------|
| 施工面积 | 232.79 | 1,275.43 | 1,244.93 |
| 竣工面积 | 210.65 | 1,233.85 | 1,206.33 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 公司施工面积地区分布情况（单位：万平方米）

| 地区 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|-----------|---------------|-----------------|-----------------|
| 江苏省 | 53.01 | 347.04 | 329.66 |
| 山东省 | 26.35 | 212.36 | 190.93 |
| 安徽省 | 12.13 | 99.10 | 89.32 |
| 河南省 | 9.15 | 61.48 | 137.31 |
| 上海市 | 40.93 | 72.95 | 72.27 |
| 北京市 | 3.96 | 60.20 | 58.67 |
| 天津市 | 3.78 | 44.90 | 53.67 |
| 海外 | 1.21 | 4.21 | 7.82 |
| 其他 | 82.26 | 373.19 | 305.28 |
| 合计 | 232.79 | 1,275.43 | 1,244.93 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司建筑施工收入地区分布情况（单位：亿元）

| 工程区域 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 山东省 | 3.78 | 10.90% | 42.96 | 17.32% | 62.93 | 28.48% |
| 江苏省 | 7.77 | 22.40% | 67.76 | 27.32% | 33.18 | 15.02% |
| 河南省 | 1.33 | 3.83% | 20.64 | 8.32% | 12.9 | 5.84% |
| 安徽省 | 1.79 | 5.16% | 19.4 | 7.82% | 17.8 | 8.06% |
| 上海市 | 6.55 | 18.88% | 15.18 | 6.12% | 22.33 | 10.11% |
| 北京市 | 0.61 | 1.76% | 11.95 | 4.82% | 7.71 | 3.49% |
| 天津市 | 0.55 | 1.59% | 8.78 | 3.54% | 11.4 | 5.16% |
| 海外 | 0.34 | 0.98% | 1.17 | 0.47% | 1.18 | 0.53% |
| 其他地区 | 11.97 | 34.51% | 60.19 | 24.27% | 51.53 | 23.32% |
| 合计 | 34.69 | 100.00% | 248.02 | 100.00% | 220.96 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着竣工面积持续增长，公司工程施工收入规模保持增长，仍主要来源于江苏、山东、上海、北京、天津、河南和安徽等省份。公司各地区的建筑施工收入均主要来源于民用建筑施工，即商品房和保障房等，未来需关注江苏、山东、上海、北京、天津、河南和安徽等地区的房地产市场情况。

公司是较早开展建筑施工业务的主要企业之一，合作客户较为广泛，公司客户集中程度较低。2019年，公司前五大客户业务收入占比为6.80%，同比下滑1.42个百分点；第一

大客户业务收入占比保持在1%-5%，客户集中风险较低。

表13 公司客户销售金额占比情况

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|---------|-------|-------|
| 第一大客户占比 | 1.57% | 2.45% |
| 前五大客户占比 | 6.80% | 8.22% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得项目后以自行施工为主，目前未完工项目规模较大，在建未完工项目共384个，仅针对在建的20个重要项目，公司计划2020年垫资9.42亿元（根据施工进度逐步投入，可根据工程进度收取的工程款平衡），且房地产企业现金流趋紧将导致回款放缓，公司面临较大的资金压力。

公司承接的工程仍以“包工包料”方式为主，继续承担一定的原材料价格波动风险；公司采购集中风险仍然较低

公司建筑施工的原材料主要包括混凝土、钢材、地材和其他材料（包括五金电料、木材和给排水等），占原材料成本比重仍分别约为33.12%、31.89%、10.65%和24.34%。原材料采购方面，公司对外承包工程分为“包工包料”和“包工不包料”两种方式。“包工包料”方式下，公司通常会与发包商在施工承包合同中约定关于原材料价格的风险承担条款，施工期间建筑材料价格变动范围在5%以内的部分由公司承担或受益，变动范围超过5%的部分则由发包商承担或受益，在价格变动幅度较大的情况下，公司需要承担一定的原材料价格波动风险；而在“包工不包料”方式下公司无需承担原材料价格波动的风险。2019年公司承接的工程仍以“包工包料”方式为主，公司设定严格的原材料采购程序，对钢材、水泥等原材料进行集中采购，以降低原材料成本。

公司原材料采购结算周期视买卖双方的资金周转情况而定，一般采用先货后款的方式，在先货后款的情况下结算周期不超过一年，支付方式除现金汇款外，公司还使用银行承兑汇票等方式进行结算支付。

公司日常采购的主要原材料竞争充分，价格较为透明，公司对供应商依赖程度仍然较低。2019年公司前五大供应商采购占比为6.80%，仍保持较低水平，公司采购集中风险较低。

表14 公司供应商采购金额占比情况

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|----------|-------|-------|
| 第一大供应商占比 | 3.47% | 1.75% |
| 前五大供应商占比 | 6.80% | 5.33% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

另外，建筑施工行业主要在露天、高空作业，因此天然面临一定的安全风险。根据国

家规定，公司对所有工程投保了建筑职工意外伤害险，2019年以来未发生重大安全事故。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，2018年数据采用2019年年初数。报告均采用新会计准则编制。2019年，公司新纳入合并范围的子公司4家，未减少子公司，见表2。

2019年，公司根据财政部2019年4月30日发布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号），对财务报表格式进行了修订，受影响的财务报表项目明细情况如下。

表15 会计政策变更对2018年数据影响（单位：万元）

| 调整前 | | 调整后 | |
|-----------|------------|------|------------|
| 报表项目 | 金额 | 报表项目 | 金额 |
| 应收票据及应收账款 | 465,091.67 | 应收票据 | 158,286.51 |
| | | 应收账款 | 306,805.16 |
| 应付票据及应付账款 | 537,174.63 | 应付票据 | 315,721.07 |
| | | 应付账款 | 221,453.56 |

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

资产构成与质量

公司资产持续增长，但应收款项、工程施工成本、PPP项目投资款占用公司较多资金，存在一定的回收风险

随着公司业务发展，公司资产规模持续增长，截至2020年3月末，公司总资产达到314.32亿元，同比2018年末增长3.59%；从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，流动资产占比保持在90%以上。

2019年末，公司货币资金为27.56亿元，占总资产比重为8.67%，其中受限货币资金22.11亿元，主要为银行承兑汇票保证金、质押借款保证金等各类保证金，受限比例高达80.20%；2020年3月末货币资金30.75亿元，略有增长。2019年末，应收票据余额8.05亿元，主要系商业承兑汇票，已质押票据0.06亿元，受限比为7.48%，公司已贴现或背书的票据22.20亿元，部分系附追索权的票据，有一定的被追索风险，未来仍需要关注相关票据的回款情况；

应收账款余额38.21亿元，主要系应收工程款，从账龄来看，1年内占82.74%，1至2年占12.46%，本期计提1.49亿元的坏账准备，转回0.94亿元坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名的客户分别为内蒙古鲁桥置业有限公司（恒大地产下属公司）、苏州骏源房地产开发有限公司（实际控制人注册地在香港）、江苏省绿岛置业有限公司（民企）、海门市通纺投资开发有限公司（国企）、海门市鸿业建设投资有限公司（国企），合计占应收账款余额的11.95%，以房地产开发企业为主，集中度较低，考虑到国内房地产商资金面趋紧，仍存在不能及时收回的风险，同时应收境外公司部分账款存在汇率波动影响盈利的风险。

其他应收款主要系新三板挂牌时剥离子公司形成的借款以及项目保证金、投标保证金、押金、公司投入产融结合项目款等，规模持续增加。2019年末，其他应收款余额达89.22亿元，从账龄看，1年以内的占比为57.54%，1-2年的占比为17.60%，2019年计提9.34亿元的坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名分别为凯升有限公司（实际控制人为境外公司）、海门市融辉置业有限公司（民企）、海门市集大成建设工程监理有限公司（民企）、中垣建设集团有限公司（民企）、中国南通三建集团有限公司（境外公司），合计占其他应收款账面余额的25.25%；总体来看，公司应收款项（应收账款、其他应收款）占总资产比重较高，规模较大，对公司资金形成较多占用，需持续关注未来的回收情况。

2019年末公司存货129.66亿元，占总资产比重为40.79%，主要为建造合同形成的已完工未结算资产126.95亿元，另有少量原材料0.97亿元等，均未计提减值准备。整体来看，公司存货规模较大，对公司资金形成较大占用。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 307,461.83 | 9.78% | 275,639.40 | 8.67% | 326,139.80 | 10.75% |
| 应收票据 | 93,285.23 | 2.97% | 80,462.05 | 2.53% | 158,286.51 | 5.22% |
| 应收账款 | 334,893.80 | 10.65% | 363,386.08 | 11.43% | 306,805.16 | 10.11% |
| 其他应收款 | 851,300.26 | 27.08% | 892,208.28 | 28.07% | 848,611.06 | 27.97% |
| 存货 | 1,285,603.01 | 40.90% | 1,296,648.06 | 40.79% | 1,166,238.41 | 38.43% |
| 流动资产合计 | 2,923,650.02 | 93.02% | 2,957,778.62 | 93.05% | 2,858,622.83 | 94.21% |
| 长期股权投资 | 40,276.93 | 1.28% | 40,767.84 | 1.28% | 35,850.10 | 1.18% |
| 商誉 | 12,905.18 | 0.41% | 12,905.18 | 0.41% | 12,905.18 | 0.43% |
| 其他非流动资产 | 84,765.93 | 2.70% | 85,349.22 | 2.69% | 45,934.11 | 1.51% |
| 非流动资产合计 | 219,537.77 | 6.98% | 220,929.31 | 6.95% | 175,746.30 | 5.79% |
| 资产总计 | 3,143,187.79 | 100.00% | 3,178,707.93 | 100.00% | 3,034,369.14 | 100.00% |

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

2019年末，长期股权投资账面价值为4.08亿元，系对安徽路网¹⁹和首慈实业（上海）股份有限公司²⁰的股权投资；商誉账面价值仍为1.29亿元，未计提减值准备，其中因投资南京市园林实业有限公司（以下简称“南京园林”）和北京中筑天和建筑设计有限公司（以下简称“中筑天和”）形成商誉占比分别为50.16%和14.07%，相关公司财务情况如下表；公司其他非流动资产主要为PPP项目股权投资款7.60亿元，同比增长113.20%，系2019年公司其他非流动资产主要为PPP项目股权投资款7.60亿元，同比增长113.20%，系2019年公司对PPP项目资本金投入，具体见经营分析。

表17 2019年末商誉相关主要子公司情况（单位：万元）

| 子公司 | 经营范围 | 注册资本 | 总资产 | 净资产 | 2019年营业收入 | 2019年净利润 |
|------|--------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| 南京园林 | 园林建筑施工 | 9,865.67 | 45,852.58 | 7,634.51 | 61,232.44 | 367.91 |
| 中筑天和 | 工程勘察设计 | 900.00 | 799.03 | 566.82 | 2,852.65 | -24.08 |

注：虽然2019年中筑天和亏损，但根据评估报告未计提商誉减值。

资料来源：公司提供

总体来看，随着公司业务发展，公司资产规模增长较快，但货币资金受限比例较高，2019年末应收款项、工程施工成本、PPP项目投资款合计占总资产比重达81.83%，对公司资金形成较大占用，存在一定的回收风险。

资产运营效率

2019年公司资产运营效率有所改善，但运营压力仍然较大

随着业务规模的扩张，公司按完工进度确认的收入规模持续增长，但现金回笼速度放缓，应收账款、存货和PPP项目股权投资款规模增长较快，广义应收账款周转呈下降趋势。2019年公司广义应收账款周转天数为251.05天，同比增长0.35天；狭义存货周转天数没有变化；同时公司将资金周转的压力转嫁至上游供应商，但规模有限；2019年公司广义净营业周期163.91天，同比减少1.30天，日常运营效率略有改善，但运营压力仍然较大。

2019年公司总资产周转天数下滑至450.91天，整体资产周转效率改善。

整体来看，公司资产运营效率有所改善，但公司运营压力仍然较大。

¹⁹ 2019年安徽路网为公司创造投资收益4,918.01万元。

²⁰ 2019年首慈实业（上海）股份有限公司尚未开展实际业务，亏损系日常费用，让公司分担投资损失0.27万元，公司持有相关股权系为了方便企业管理、品牌管理、建设工程监理服务等。

表 18 公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|-----------------|--------|--------|
| 广义应收账款周转天数 | 251.05 | 250.70 |
| 狭义存货周转天数 | 4.56 | 4.56 |
| 应付账款（含应付票据）周转天数 | 91.69 | 90.05 |
| 广义净营业周期 | 163.91 | 165.21 |
| 流动资产周转天数 | 422.12 | 437.20 |
| 固定资产周转天数 | 5.28 | 5.70 |
| 总资产周转天数 | 450.91 | 462.99 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入规模持续增长，受疫情影响，2020年一季度收入较上年同期大幅下滑；公司毛利率较为稳定，整体盈利能力仍然较好，但坏账损失侵蚀公司利润，且存在收入结构单一的风险

公司在建筑施工领域的实力较强，收入规模较大，2019年公司营业总收入规模达248.02亿元，同比增长10.08%；受疫情影响，2020年一季度公司营业总收入34.69亿元，较上年同期下滑29.33%，公司工程已经陆续复工。公司为较早参与建筑行业的大型企业之一，大客户较多，合同承建比较稳定，新承接项目的总体规模保持稳定，目前尚未完工项目规模较大，收入来源较有保障。

2019年公司建筑施工业务收入244.18亿元，占营业收入比重为98.45%。其他业务主要包括设计、机具租赁和劳务服务等，占比很小，存在着收入结构单一风险。

公司综合毛利率较为稳定，与其他类似建筑业上市公司综合毛利率相近。

2019年，公司投资收益0.52亿元，主要来自持有安徽路网长期股权投资确认的投资收益；截至2019年末，公司可供出售金融资产1.57亿元，短期内投资收益来源有一定的保障；公司资产减值损失3.15亿元，全部系坏账损失，侵蚀公司利润；公司实现利润总额14.36亿元，盈利能力仍然较好。

总的来看，公司盈利能力较好，但是坏账损失侵蚀公司利润，未来需关注应收款项回收情况。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|---------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 346,948.55 | 2,480,205.67 | 2,253,153.70 |
| 投资收益 | -490.91 | 5,166.10 | 12,304.41 |
| 资产减值损失 | -1,300.23 | -31,455.67 | -18,430.83 |
| 营业利润 | 13,665.15 | 144,292.36 | 147,125.56 |
| 利润总额 | 13,780.66 | 143,622.09 | 147,683.64 |
| 净利润 | 10,250.39 | 107,119.59 | 109,719.17 |
| 综合毛利率 | 10.75% | 10.47% | 10.55% |
| 期间费用率 | 5.89% | 3.36% | 3.48% |
| 营业利润率 | 3.94% | 5.82% | 6.53% |
| 总资产回报率 | - | 6.77% | 6.74% |
| 净资产收益率 | - | 10.78% | 12.37% |
| 营业收入增长率 | - | 10.08% | 8.54% |
| 净利润增长率 | - | -2.37% | -21.50% |

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

表 20 建筑业可比上市公司近年综合毛利率情况

| 公司名称（股票代码） | 2019年 | 2018年 |
|--------------|--------------|---------------|
| 龙元建设（600491） | 10.22% | 9.46% |
| 中国建筑（601668） | 11.10% | 11.89% |
| 上海建工（600170） | 10.29% | 11.25% |
| 宁波建工（601789） | 8.05% | 8.55% |
| 平均 | 9.92% | 10.29% |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流改善，但目前公司在建项目较多，营运资金的持续投入将使公司承受一定的资金压力

排除公司减值损失和财务费用等非经营性损益的影响，2019年公司FFO（经营所得现金）继续增长为20.10亿元，同比增长22.38%，主营业务活动生成的现金能力有所改善。2019年公司存货持续大幅增加，占用了较多的公司运营资本，公司通过资本运作为企业带来现金流的能力减弱。建筑施工行业垫资施工的特点决定了房地产企业的现金流状况将对公司的现金流产生直接的影响，近年房地产企业库存去化趋缓、融资渠道受限，现金流趋紧，公司垫资规模持续增加，运营资本投入规模较大。整体来看，2019年公司经营活动现金净流量为15.54亿元，经营活动现金流改善。

公司的投资活动现金流出主要用于关联方的临时拆借和购建固定资产等，2019年保持

较大规模的净流出。

2019年公司筹资活动净现金流表现为净流出。筹资活动现金流入主要来源于金融机构借款等；筹资活动现金流出主要用于偿还到期债务本息。考虑到公司货币资金受限比例高，未来公司经营仍然需要依靠筹资活动。

整体来看，虽然公司经营活动现金表现好转，但目前公司所承接的工程规模较大，且货币资金受限比例高，随着在建项目施工进度的推进，公司仍面临较大的资金压力。

表 21 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|----------------------|--------------------|-------------------|
| 净利润 | 107,119.59 | 109,719.17 |
| 非付现费用 | 39,948.81 | 26,724.56 |
| 非经营损益 | 53,932.19 | 27,797.99 |
| FFO | 201,000.60 | 164,241.72 |
| 营运资本变化 | -45,589.46 | -137,535.75 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -131,697.80 | -112,412.22 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 543.10 | -95,666.46 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 85,565.25 | 70,542.93 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 155,411.14 | 26,705.97 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -82,334.45 | -90,899.27 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -156,613.88 | 12,013.77 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -82,007.05 | -48,563.25 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍然较大，短期债务压力较重

随着公司自身盈余利润累积，公司资本实力明显增长，截至2020年3月末，公司所有者权益为106.50亿元，同比2018年末增长14.16%。随着公司债务的偿付，公司负债总额有所减少，截至2020年3月末负债总额为207.82亿元，同比2018年末减少1.11%。总体来看，2020年3月末产权比率下降至195.14%，所有者权益对负债的保障能力改善，但保障能力仍然较弱。

表 22 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2020 年 3 月 | 2019 年 | 2018 年 |
|------------|--------------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 2,078,193.54 | 2,123,964.07 | 2,101,472.07 |
| 所有者权益 | 1,064,994.25 | 1,054,743.86 | 932,897.06 |
| 负债与所有者权益比率 | 195.14% | 201.37% | 225.26% |

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构看，公司的负债主要由流动负债构成，2020年3月末，公司流动负债占比为77.37%。

截至2019年末，公司短期借款39.64亿元，同比下滑26.37%，占总负债比重下滑至18.66%，主要为保证借款、质押借款，质押物为货币资金、应收票据、持有南京市园林实业有限公司63%股权；应付票据38.28亿元，占负债总额的18.02%，由银行承兑汇票、商业承兑汇票、国内信用证构成，以银行和商承兑汇票为主，为节省财务成本，公司对外支付材料款时尽量以承兑汇票支付，应付票据规模较大；一年内到期的非流动负债系即将到期的部分长期借款和应付债券。

表 23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 391,791.50 | 18.85% | 396,423.00 | 18.66% | 538,430.00 | 25.62% |
| 应付票据 | 418,144.35 | 20.12% | 382,798.50 | 18.02% | 315,721.07 | 15.02% |
| 一年内到期的非流动负债 | 239,335.71 | 11.52% | 241,635.71 | 11.38% | 218,610.00 | 10.40% |
| 流动负债合计 | 1,607,829.35 | 77.37% | 1,653,080.89 | 77.83% | 1,683,839.46 | 80.13% |
| 长期借款 | 218,500.00 | 10.51% | 218,500.00 | 10.29% | 5,700.00 | 0.27% |
| 应付债券 | 246,811.50 | 11.88% | 246,811.50 | 11.62% | 403,266.74 | 19.19% |
| 非流动负债合计 | 470,364.19 | 22.63% | 470,883.18 | 22.17% | 417,632.61 | 19.87% |
| 负债合计 | 2,078,193.54 | 100.00% | 2,123,964.07 | 100.00% | 2,101,472.07 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 1,522,945.84 | 73.28% | 1,495,004.38 | 70.39% | 1,493,380.55 | 71.06% |

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

2019年末，长期借款规模21.85亿元，占负债总额的10.29%，同比增长37.33倍，主要系新增保证借款；应付债券账面价值24.68亿元，占总负债比重为11.62%，具体如下表。

表 24 2019年末公司应付债券情况表（单位：万元）

| 债券名称 | 面值 | 发行日期 | 债券期限 | 票面利率 |
|--------------|-------------|------------|------|-------|
| 16南三01 | 100,000.00 | 2016.10.28 | 5年 | 6.35% |
| 17南三01 | 100,000.00 | 2017.4.12 | 5年 | 6.80% |
| 债权融资计划 | 1,000.00 | 2018.5.28 | 3年 | 6.50% |
| 海外债券 | \$30,000.00 | 2017.10.26 | 3年 | 7.80% |
| 19南通三建MTN001 | 50,000.00 | 2019.3.22 | 3年 | 7.50% |

资料来源：公司2019年审计报告，wind，公司提供

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的短期债券、长期借款、应付债券及长期应付款构成。2020年3月末公司有息债务规模为152.29亿元，较2018年末增长1.98%，占负债总额的73.28%，规模较大且持续增长。

2019年末公司短期有息债务包含短期借款、应付票据、其他流动负债中的短期债券、

一年内到期的非流动负债，共计102.58亿元；公司银行授信总额91.58亿元，累计已使用74.45亿元，尚可使用17.13亿元。公司短期偿债压力较大，需关注公司资金滚动及安排情况。

表25 公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：亿元）

| 项目 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年及以后 |
|----|--------|-------|-------|----------|
| 本金 | 102.80 | 13.70 | 33.00 | 0.00 |

注：（1）存在四舍五入差异；

（2）2020年计划偿还本金包含0.22亿元售后回租赁款（长期应付款）。

资料来源：公司提供

从长期偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率66.82%，同比下滑2.44个百分点，长期偿债压力仍然较大。从短期偿债能力指标来看，虽然公司的流动比率和速动比例均大于1，但是考虑到流动资产中存货和应收款项占比较高，公司短期偿债压力较大。受2019年末公司收入增长影响，EBITDA提高，公司经营利润对负债本金保障能力有所提高，但保障能力仍然较弱；另外，公司EBITDA利息保障倍数大于1，经营利润对利息保障能力较好。同时，公司经营活动现金流对流动负债的保障程度较低。目前公司所承接的项目需投资金额较大，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金。

表26 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|---------|------------|------------|
| 资产负债率 | 66.12% | 66.82% | 69.26% |
| 流动比率 | 1.82 | 1.79 | 1.70 |
| 速动比率 | 1.02 | 1.00 | 1.01 |
| EBITDA（万元） | - | 218,776.75 | 203,694.34 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.24 | 1.79 |
| 有息债务/EBITDA | - | 6.83 | 7.33 |
| 债务总额/EBITDA | - | 9.71 | 10.32 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.00 | 0.09 | 0.02 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.00 | 0.07 | 0.01 |

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月30日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，期间公司存在已结清的1笔欠息，具体情况如下：

(1) 2017年3月21日, 公司本部在中国银行股份有限公司青岛市北支行发生一笔77.18万元欠息, 根据中国银行股份有限公司青岛市北支行出具的说明, 扣息前公司账户还款资金充足, 但因公司财务人员交接, 忽略账户中存在部分冻结款项, 导致还息日贷款利息未全额扣划, 公司发行问题后立即存入足额资金, 该行已于次日将剩余贷款利息扣划完毕。

(二) 或有事项分析

1、对外担保

截至2019年末, 公司对外提供的担保总额为4.12亿元, 占2019年末所有者权益的3.91%, 对外担保规模较大, 担保对象为南通市国企及建筑民营企业, 行业和区域较为集中, 均无反担保, 存在一定或有负债风险, 对外担保明细如下。

表27 截至2019年末公司对外担保情况 (单位: 万元)

| 被担保方名称 | 被担保方性质 | 担保金额 | 担保起始日 | 担保到期日 | 是否有反担保 |
|-----------------|--------|------------------|------------|------------|--------|
| 海门市广播电视台 | 政府 | 20,000.00 | 2014/1/27 | 2021/1/26 | 否 |
| 南通市金磊建设工程有限责任公司 | 民企 | 5,000.00 | 2019/8/15 | 2020/8/14 | 否 |
| 南通市金磊建设工程有限责任公司 | 民企 | 4,000.00 | 2019/12/11 | 2020/12/8 | 否 |
| 海门市通顺建筑材料有限公司 | 民企 | 6,000.00 | 2019/9/3 | 2020/9/1 | 否 |
| 海门市疆海建筑材料有限公司 | 民企 | 6,000.00 | 2019/10/8 | 2020/9/3 | 否 |
| 海门尚东服饰有限公司 | 民企 | 200.00 | 2018/1/2 | 2020/11/29 | 否 |
| 合计 | - | 41,200.00 | - | - | - |

资料来源: 公司2019年审计报告, 公司提供, 中证鹏元整理

2、对外担保引起的诉讼事项

公司于2014年10月20日为南通鑫海绿色制冷剂有限公司在中国农业银行海门支行的贷款代偿4500万元本金及利息; 2014年10月24日为南通鑫海绿色制冷剂有限公司在中国建设银行海门支行的贷款代偿人民币6000万本金及利息。截止2019年12月31日, 公司对该项目已全额计提坏账准备。目前, 南通鑫海绿色制冷剂有限公司已破产, 为维护公司资产的合法权益, 公司已向反担保人金兵夫妇提起了法律诉讼, 正在申请执行金兵夫妇财产。

公司于2014年10月31日为江苏金雪集团有限公司在招商银行南通分行的贷款代偿5000万元本金; 2014年12月19日为江苏金雪集团有限公司在光大银行南通分行的贷款代偿人民币2000万本金及利息。截止2019年12月31日, 公司账面挂应收江苏金雪集团有限公司账款余额17,463,193.93元。目前, 江苏金雪集团有限公司已破产, 为维护公司资产的合法

权益，公司已向反担保人金兵夫妇提起了法律诉讼，正在申请执行金兵夫妇财产。

3、其他诉讼仲裁事项

截至2019年末，公司尚未了结的诉讼案件合计139件，涉及标的金额约2.95亿元，部分案件公司在承担违约或赔偿责任后可向第三方主张，但具体金额因案件未结而无法确定，存在一定或有负债风险。

七、评级结论

公司施工资质较齐全、等级高，人员和设备配置较好，承建的工程获得较多优质奖项，2019年收入稳步增长，具备较强的项目承接能力和施工能力，综合竞争实力较强，2019年公司新签订单合同金额和期末未完工合同金额均保持增长，规模较大，为未来收入提供较好保障；且公司业务区域主要集中于北京、天津、山东、江苏和上海等东部沿海发达地区，注重河南和安徽等中部地区业务拓展，业务区域稳定且较为分散；客户和供应商集中风险较低。

同时我们也注意到，受疫情影响，公司2020年一季度业绩下滑；公司应收款项、已完工未结算资产、PPP项目股权投资款占用大量资金，存在一定的回收风险，且在建项目较多，公司面临较大的资金压力；有息负债规模较大且持续增长，短期偿债压力较大。公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元对“16南三01”与“17南三01”信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 307,461.83 | 275,639.40 | 326,139.80 | 367,891.50 |
| 应收账款 | 334,893.80 | 363,386.08 | 306,805.16 | 410,188.85 |
| 其他应收款(合计) | 851,300.26 | 892,208.28 | 848,611.06 | 706,311.65 |
| 存货 | 1,285,603.01 | 1,296,648.06 | 1,166,238.41 | 1,053,826.19 |
| 流动资产合计 | 2,923,650.02 | 2,957,778.62 | 2,858,622.83 | 2,613,988.65 |
| 长期应收款 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 40,276.93 | 40,767.84 | 35,850.10 | 29,263.30 |
| 商誉 | 12,905.18 | 12,905.18 | 12,905.18 | 12,905.18 |
| 其他非流动资产 | 84,765.93 | 85,349.22 | 45,934.11 | 34,565.20 |
| 非流动资产合计 | 219,537.77 | 220,929.31 | 175,746.30 | 147,074.04 |
| 资产总计 | 3,143,187.79 | 3,178,707.93 | 3,034,369.14 | 2,761,062.69 |
| 短期借款 | 391,791.50 | 396,423.00 | 538,430.00 | 372,870.00 |
| 应付票据 | 418,144.35 | 382,798.50 | 315,721.07 | 195,920.66 |
| 一年内到期的非流动负债 | 239,335.71 | 241,635.71 | 218,610.00 | 65,201.00 |
| 其他流动负债 | 8,920.08 | 9,457.19 | 12,057.83 | 9,266.93 |
| 流动负债合计 | 1,607,829.35 | 1,653,080.89 | 1,683,839.46 | 1,291,877.41 |
| 长期借款 | 218,500.00 | 218,500.00 | 5,700.00 | 234,334.00 |
| 应付债券 | 246,811.50 | 246,811.50 | 403,266.74 | 391,086.69 |
| 非流动负债合计 | 470,364.19 | 470,883.18 | 417,632.61 | 627,699.77 |
| 负债合计 | 2,078,193.54 | 2,123,964.07 | 2,101,472.07 | 1,919,577.18 |
| 有息债务 | 1,522,945.84 | 1,495,004.38 | 1,493,380.56 | 1,259,412.35 |
| 所有者权益合计 | 1,064,994.25 | 1,054,743.86 | 932,897.06 | 841,485.51 |
| 营业收入 | 346,948.55 | 2,480,205.67 | 2,253,153.70 | 2,075,934.83 |
| 营业利润 | 13,665.15 | 144,292.36 | 147,125.56 | 186,503.29 |
| 净利润 | 10,250.39 | 107,119.59 | 109,719.17 | 139,772.36 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 627.35 | 155,411.14 | 26,705.97 | 24,955.64 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 38,099.47 | -82,334.45 | -90,899.27 | -266,643.89 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -18,951.92 | -156,613.88 | 12,013.77 | 264,261.49 |
| 财务指标 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 应收账款周转天数 | - | 68.28 | 72.27 | 68.19 |
| 广义应收账款周转天数 | - | 251.05 | 250.70 | 234.11 |
| 存货周转天数 | - | 199.64 | 198.27 | 182.07 |
| 狭义存货周转天数 | - | 4.56 | 4.56 | 5.82 |
| 应付账款周转天数 | - | 91.69 | 90.05 | 87.92 |
| 广义净营业周期 | - | 163.91 | 165.21 | 162.33 |

| | | | | |
|--------------|--------|------------|------------|------------|
| 流动资产周转天数 | - | 422.12 | 437.20 | 409.83 |
| 固定资产周转天数 | - | 5.28 | 5.70 | 5.76 |
| 总资产周转天数 | - | 450.91 | 462.99 | 439.52 |
| 综合毛利率 | 10.75% | 10.47% | 10.55% | 11.23% |
| 期间费用率 | 5.89% | 3.36% | 3.48% | 3.65% |
| 营业利润率 | 3.94% | 5.82% | 6.53% | 8.98% |
| 总资产回报率 | - | 6.77% | 6.74% | 8.95% |
| 净资产收益率 | - | 10.78% | 12.37% | 17.77% |
| 营业收入增长率 | - | 10.08% | 8.54% | 2.37% |
| 净利润增长率 | - | -2.37% | -21.50% | 91.86% |
| 资产负债率 | 66.12% | 66.82% | 69.26% | 69.52% |
| 流动比率 | 1.82 | 1.79 | 1.70 | 2.02 |
| 速动比率 | 1.02 | 1.00 | 1.01 | 1.21 |
| EBITDA（万元） | - | 218,776.75 | 203,694.33 | 235,223.55 |
| EBITDA利息保障倍数 | - | 2.24 | 1.79 | 5.04 |
| 有息债务/EBITDA | - | 6.83 | 7.33 | 8.16 |
| 债务总额/EBITDA | - | 9.71 | 10.32 | 8.16 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.00 | 0.09 | 0.02 | 0.02 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.00 | 0.07 | 0.01 | 0.01 |

注：2018年数据来源于2019年审计报告期初数、2017年数据来源于2018年审计报告期初数。
 资料来源：公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末子公司情况

| 子公司名称 | 主要经营地 | 注册地 | 业务性质 | 持股比例 (%) | 取得方式 |
|----------------------|--------|--------|---------------|----------|-------------------|
| 江苏南通三建海外劳务有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑服务 | 100.00 | 设立 |
| 上海朴正建筑设计有限公司 | 上海市 | 上海市 | 建筑工程设计 | 100.00 | 设立 |
| 南通三建资产管理有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 工程管理 | 100.00 | 设立 |
| 芜湖华府建筑安装工程有 限公司 | 安徽省芜湖市 | 安徽省芜湖市 | 建筑施工 | 100.00 | 设立 |
| 北京宏泰兴华经贸有限责 任公司 | 北京市 | 北京市 | 建材贸易等 | 100.00 | 股权转 让 |
| 南通三建建设总承包有限公 司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑工程总 承包管理 | 100.00 | 设立 |
| 北京中筑天和建筑设计有限 公司 | 北京市 | 北京市 | 建筑设计咨 询 | 60.00 | 股权转 让、增资 扩股 |
| 天津裕海房屋租赁有限公司 | 天津市 | 天津市 | 房屋租赁 | 100.00 | 股权转 让 |
| 南通三建国际有限公司 | 香港 | 香港 | 国际贸易 | 100.00 | 设立 |
| 江苏南通三建集团（香港） 有限公司 | 香港 | 香港 | 国际贸易 | 100.00 | 设立 |
| 南通三建（澳门）有限公司 | 澳门 | 澳门 | 国际贸易 | 100.00 | 设立 |
| 南通市裕成建设有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑施工 | 100.00 | 股权转 让 |
| 浩嘉恒业建设发展有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑施工 | 100.00 | 股权转 让 |
| 江苏江洲建设发展有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑施工 | 100.00 | 股权转 让 |
| 南京市园林实业有限公司 | 江苏南京市 | 江苏南京市 | 园林建筑施 工 | 67.00 | 股权转 让 |
| 南通三建钢构有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 钢结构制作 | 100.00 | 设立 |
| 南昌县盛耀建筑工程有限公司 | 江西省南昌市 | 江西省南昌市 | 建筑施工 | 100.00 | 设立 |
| 上海通润园林工程有限公司 | 上海市 | 上海市 | 园林绿化 | 51.00 | 设立 |
| 江苏沪海科技产业发展有限 公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 科技产业孵 化 | 100.00 | 设立 |
| 蚌埠市通嘉海建筑业有限公 司 | 安徽省蚌埠市 | 安徽省蚌埠市 | 建筑施工 | 100.00 | 设立 |
| 南通东布洲酒店管理有限公 司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 酒店管理 | 100.00 | 设立 |
| 南通三建交通网络建设工程 有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 建筑施工 | 70.00 | 设立 |

| | | | | | |
|----------------|--------|--------|------|--------|----|
| 南通睿公湖国际大酒店有限公司 | 江苏省海门市 | 江苏省海门市 | 酒店管理 | 100.00 | 设立 |
|----------------|--------|--------|------|--------|----|

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 截至 2020 年 3 月末公司特级和壹级资质情况

| 序 | 企业名称 | 资质类别 | 证书编号 | 有效期限 |
|----|----------------|----------------|---------------|------------------|
| 1 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 建筑工程施工总承包特级 | | |
| 2 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 市政公用工程施工总承包壹级 | D132017254 | 2021 年 1 月 5 日 |
| 3 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 钢结构工程专业承包壹级 | | |
| 4 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 地基基础工程专业承包壹级 | | |
| 5 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 消防设施工程专业承包壹级 | D232057119 | 2020 年 12 月 30 日 |
| 6 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 建筑装修装饰工程专业承包壹级 | | |
| 7 | 江苏南通三建集团股份有限公司 | 建筑机电安装工程专业承包壹级 | | |
| 8 | 南通市裕成建设有限公司 | 建筑工程施工总承包壹级 | D132017350 | 2021 年 1 月 5 日 |
| 9 | 浩嘉恒业建设发展有限公司 | 建筑工程施工总承包壹级 | D132042012 | 2021 年 02 月 04 号 |
| 10 | 南京园林实业有限公司 | 古建筑工程专业承包壹级 | D232099781 | 2021 年 6 月 12 日 |
| 11 | 南京园林实业有限公司 | 城市园林绿化企业壹级 | CYLZ·苏·0032·壹 | / |

资料来源:公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 广义应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初存货中已完工未结算资产} + \text{期末存货已完工未结算资产} + \text{期初其他非流动资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期末其他非流动资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期初可供出售金融资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期末可供出售金融资产中的 PPP 项目投资款}) / 2] \}$ |
| 狭义存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} - \text{期初存货中已完工未结算金额} + \text{期末存货} - \text{期末存货中已完工未结算金额}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$ |
| 广义净营业周期 | 广义应收账款周转天数 + 狭义存货周转天数 - 应付账款周转天数 |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 总资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$ |
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| 负债与所有者权益比率 | 负债总额 / 所有者权益 |
| 资产负债率 | 负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$ |
| 流动比率 | 流动资产合计 / 流动负债合计 |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债中的短期债券 + 长期借款 + 应付债券及长期应付款中的售后回租款 |

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| 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。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |