

江苏南通二建集团有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2015】跟踪第
【488】号 01

增信方式：保证担保
担保主体：启东市城市
投资经营中心
债券剩余规模：
7.5 亿元
债券到期日期：
2021 年 07 月 10 日
债券偿还方式：
按年付息，在债券存续
期的第 3-7 年末分别按
照债券发行总额 20%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：
杨涛 刘书芸
电话：
021-51035670
邮箱：
yangt@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

江苏南通二建集团有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	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	2015 年 06 月 29 日	2014 年 06 月 06 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏南通二建集团有限公司（以下简称“南通二建”或“公司”）及其 2014 年 7 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司工程承接能力较强，在手工程项目充足，合同金额较大，未来收入较有保障，整体盈利能力较强，以及启东市城市投资经营中心（以下简称“启东城投”）为本期债券提供保证担保，同时我们也关注到了公司存货、其他应收款、应收账款规模较大，对资金形成较大占用，公司在建工程规模较大，面临较大的资金压力，有息负债规模快速增长，短期偿债压力较大，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司工程承接能力仍然较强。2014 年公司新承接 315 个项目，金额合计 471 亿元，同比增长 34.19%。
- 公司在手工程项目充足，合同金额较大，未来收入较有保障。截至 2014 年底，公司已开工未完工项目和已签约未开工项目数合计 443 个、金额合计达 929.8 亿元；2015 年 1-4 月，公司新增合同金额 100 多亿元。
- 公司整体盈利能力继续保持较强水平。2014 年公司实现营业收入 2,924,146.18 万元，同比增长 4.93%；公司综合毛利率仍较为平稳，期间费用率继续保持较低水平，整体盈利能力较强，2014 年实现净利润 175,435.51 万元，同比增长 4.53%。

- **启东城投为本期债券提供保证担保。**2014 年启东城投整体经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够继续有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司存货、其他应收款、应收账款规模较大，对资金形成较大占用。**截至 2014 年底，公司存货、其他应收款、应收账款规模分别为 158.94 亿元、51.28 亿元、42.14 亿元，合计占总资产的 93.54%。
- **公司有息负债规模快速增长，短期偿债压力较大。**截至 2014 年底，公司有息负债规模达 609,723.90 万元，同比增长 44.47%。公司有息负债偿债期限主要集中于一年以内，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。**截至 2014 年底，公司及其子公司为其他公司和单位（均为关联方）提供的未到期担保金额合计为 320,900.00 万元，占公司 2014 年期末所有者权益的 36.02%。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,644,629.75	2,697,911.97	2,144,363.98	1,428,175.82
所有者权益合计（万元）	935,586.73	890,947.76	733,401.23	599,365.63
有息债务（万元）	549,370.00	609,723.90	422,031.75	364,936.07
资产负债率	64.62%	66.98%	65.80%	58.03%
流动比率	1.61	1.60	1.57	1.73
速动比率	0.66	0.64	0.74	0.71
营业收入（万元）	622,710.87	2,924,146.18	2,786,830.26	2,486,288.73
营业利润（万元）	58,019.37	230,923.62	221,444.53	240,275.51
利润总额（万元）	58,427.96	234,073.15	223,869.65	241,912.31
综合毛利率	12.76%	11.10%	11.99%	13.20%
总资产回报率	-	10.13%	13.20%	20.85%
EBITDA（万元）	-	253,480.62	241,124.26	257,113.11
EBITDA 利息保障倍数	-	9.52	8.62	11.86
经营活动净现金流净额（万元）	4,088.26	4,997.15	138,463.80	6,254.33

注：2013 年数据来源于 2014 年审计报告期初数

资料来源：公司 2012 年、2014 年审计报告和 2015 年一季度报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展改革委《关于江苏南通二建集团有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金[2014]1040号）核准，公司于2014年7月10日公开发行7.5亿元公司债券，票面利率为8.10%。

本期债券的起息日为2014年7月10日，到期日为2021年07月10日，每年付息一次，分次还本。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金。年度付息款项自付息日起不另计利息，本期债券的本金自其兑付日起不另计利息。

截至2015年4月底，本期债券暂未兑付本息，募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2015年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金	已投资	已使用募集资金
启东市城东村安置房建设项目	126,500.00	75,000.00	83,000.00	65,000.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年公司注册资本、控股股东、最终实际控制人未发生变化。公司股权仍较为分散，第一大股东仍为江苏骅东投资有限公司（以下简称“骅东投资”），持股27.77%；第二大股东仍为江苏苏东投资有限公司（以下简称“苏东投资”），持股27.60%。实际控制人仍为张援朝、陈建年。2014年公司未发生重大人事变更，主营业务亦未发生变化。

2014年，新纳入公司合并范围的子公司1家。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共9家，具体情况见附录五。2014年内公司无重大资产重组。

表2 2014年公司合并报表范围变化情况

2014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	合并方式
苏州相元建筑劳务服务有限公司	100.00%	1,000 万元	建筑劳务分包	新设立

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为269.79亿元，归属于母公司的所有者权益合计88.34亿元，资产负债率为66.98%；2014年度，公司实现营业收入292.41亿元，利润总额23.41亿元，经营活动现金净流入4,997.15万元。

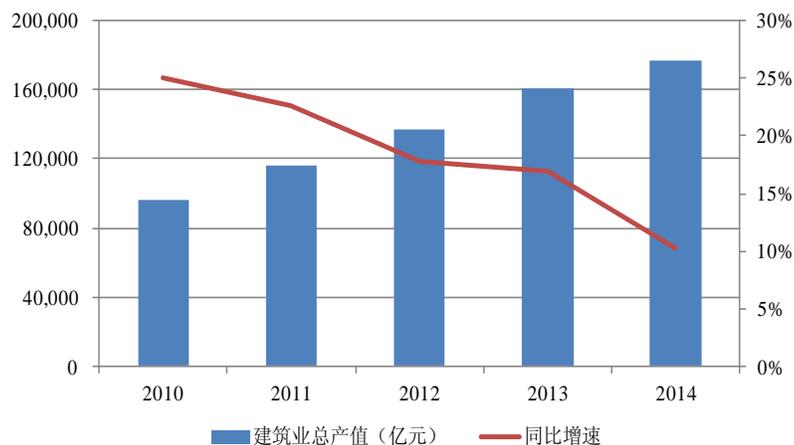
三、运营环境

2014年受宏观经济影响，我国建筑业继续面临较大下行压力

近年来由于金融危机等影响，我国宏观经济增速明显放缓，增长速度持续下滑。2014年，我国国内生产总值（GDP）为636,463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%，增速较2013年下降0.3个百分点，经济增速放缓。分季度来看，第一季度为7.4%，第二季度有所恢复，达到7.5%，但第三、四季度下行，均为7.3%。2014年，我国固定资产投资完成额512,761.00亿元，同比增长15.3%，增速较上年下降4.0个百分点。分区域来看，东部固定资产投资规模依然远高于中西部，增速依然低于中西部，东中西部固定资产投资增速均呈现明显的放缓趋势，2014年固定资产投资完成额同比增速分别为14.6%、17.2%和17.5%，较上年分别下降3.3、5.6、5.5个百分点。

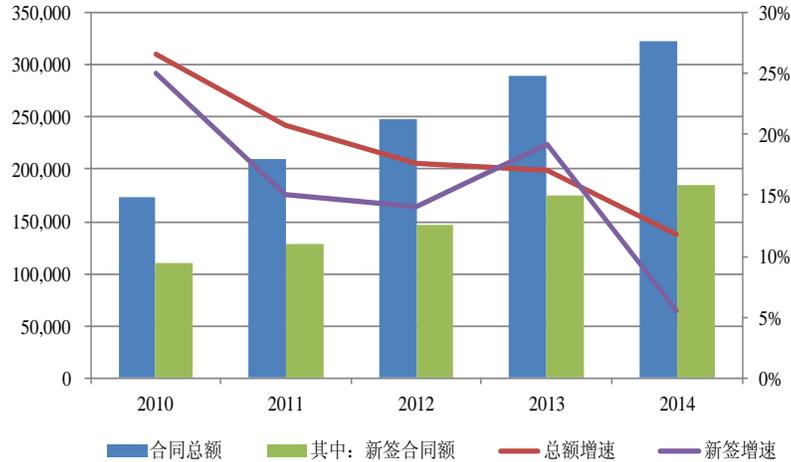
在我国国内生产总值以及固定资产投资增速放缓的背景下，我国建筑业产值增速也随之放缓。2014年，我国建筑业总产值为176,713.40亿元，同比增长10.2%，增速较上年下降6.7个百分点，也是连续第四年回落。截至2014年末，我国建筑业签订合同额为323,613.77亿元，同比增长11.8%，增速较上年下降5.2个百分点，其中，2014年新签合同额为184,683.31亿元，同比增长5.6%，增速较上年下降13.6个百分点，是近年来首次下降至10%以下；新签合同额增速的明显放缓预示着我国建筑业2015年经营前景依然较为严峻。

图1 近年我国建筑业总产值情况



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图2 近年我国建筑业合同情况（单位：亿元）

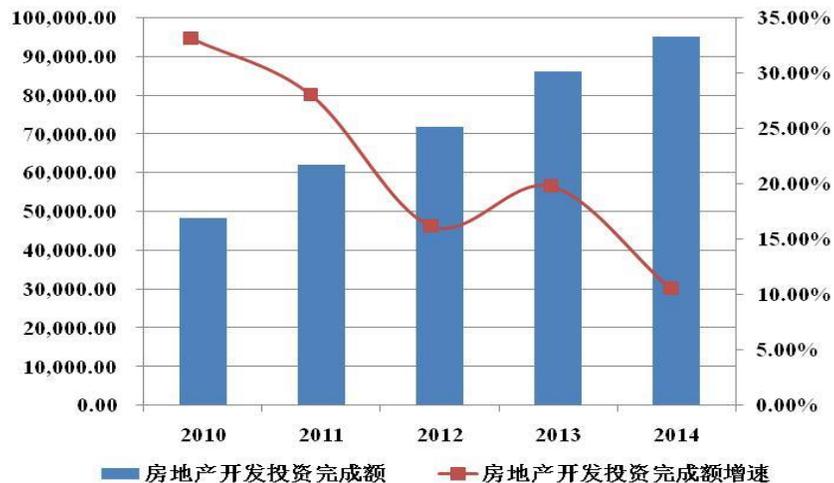


资料来源：wind资讯，鹏元整理

2014年，房地产调控政策继续对房屋建筑市场增长构成一定压力，大规模的保障房以及棚户区改造建设给房屋建筑市场带来一定支撑，但目前规模尚不足以扭转未来房屋建筑市场增长放缓的局面

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。自2009年下半年以来，受政府为刺激经济发展而实施的多项鼓励供需双方积极入市的房地产优惠政策影响，我国房地产市场出现井喷行情，房价快速攀升。为防止房地产泡沫扩大，政府自2010年4月以来先后出台多项房地产调控政策，使得房地产开发市场的景气度快速下降，2014年房地产开发市场开发投资额增速继续下滑，增速同比下降9.3个百分点。

图3 2010-2014年全国房地产开发投资完成额及增速（单位：亿元）

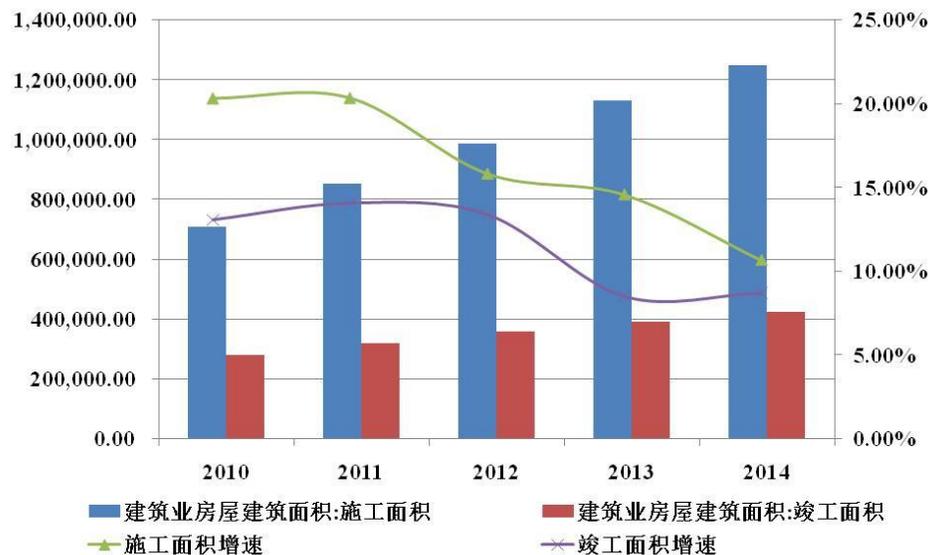


资料来源：wind资讯，鹏元整理

大规模的保障房以及棚户区改造建设在一定程度上弥补了工程施工企业在商品房订单萎缩中所造成的损失。住建部的统计数据显示，2011年到2013年底，全国城镇保障性安居工程累计开工2,490万套，其中棚户区改造1,084万户；基本建成1,577万套，其中棚户区改造668万户；2014年全面完成700万套以上的保障性住房开工建设任务，其中各类棚户区470万套以上，基本建成480万套，完成260万户农村危房改造；2015年的建设任务可能超过700万套。

综合以上因素影响，近年来我国房屋建筑施工面积保持增长，但增速持续下降。2014年我国房屋建筑施工面积为1,250,248.54万平方米，同比增长10.64%，增速同比下降3.91个百分点；房屋建筑竣工面积为423,122.73万平方米，同比增长8.70%，增速同比提高0.2个百分点。

图4 近年全国房屋建筑市场增长情况（单位：万平方米）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

综合来看，商品住宅房屋施工面积增速受政府调控影响在未来将大幅放缓，商业地产及保障房、棚户区改造建设将会给房屋建筑市场带来一定支撑，但目前规模尚不足以扭转未来房屋建筑市场增长放缓的局面。

2014年持续上升的人工费用给建筑企业带来一定成本控制压力，建筑企业继续面临资金占压风险；具备技术实力的大型房屋建筑企业继续向中、高端房屋建筑领域转移，实现经营结构升级

公路、桥梁、隧道等建筑工程主要消耗钢材、水泥等原材料，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，建筑施

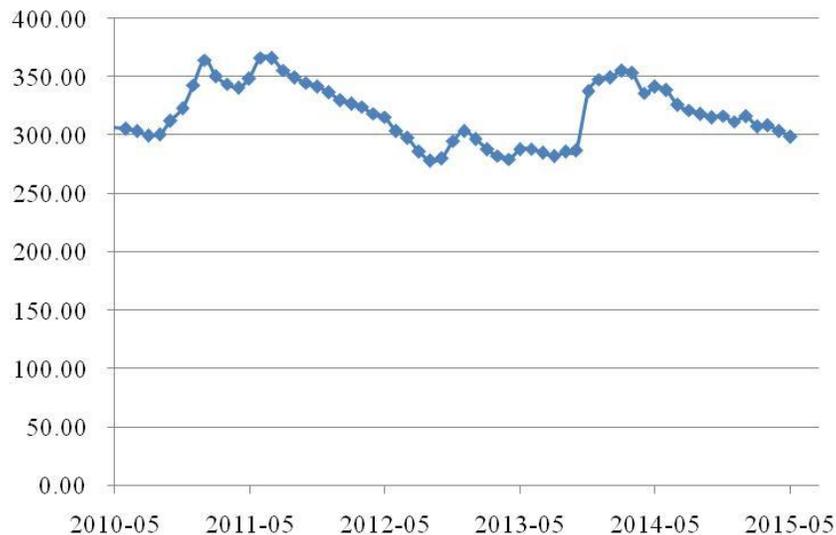
工的招标承包性质决定了由施工方承担建筑材料价格波动的风险。在施工成本中占比较大的主要是水泥和钢材，两者市场价格均具有较强的波动性。虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中提出在建材价格超过一定范围后调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低建材价格波动的影响，但即便如此也因时滞等原因遭受损失。2014年钢材、水泥价格均呈下降趋势，建筑企业成本控制压力有所缓解，但民工荒抬升了劳动力成本，压缩了建筑企业利润空间，削弱了建筑企业的盈利水平。

图5 近年国内钢材价格指数



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图6 近年全国水泥均价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

此外，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局面，资金经常被临时性占压。

近年来，我国具有房屋建筑资质企业数量激增，且技术水平和施工质量参差不齐，特别是低端房间市场的同质化竞争严重、整体盈利水平偏低。我国大型房建企业正不断调整其内部经营结构，依托其在施工技术、施工设备和施工经营方面所具有的综合竞争实力，逐步向中高端房建领域转型，以摆脱低端房间市场的无序竞争局面。此外，大型施工企业在优化经营业务结构的同时也在不断向上下游延伸，以获取更高的盈利水平。

我国的大型建筑施工企业正着力推进工程总承包模式，工程总承包运行模式的推广将使大型建筑企业的固有优势得到进一步提升。承担工程总承包（EPC）任务的建筑企业必须具备与工程总承包相适应的勘测、设计、施工、技术和经营管理能力，也因此能够获得较分包商高得多的盈利。除积极向工程总承包模式转变外，部分大型房建施工企业从源头介入，积极参与BT、BOT基础设施项目的资本项目运营；部分大型房建施工企业也开始尝试城市综合体的开发运营，业务覆盖土地一级开发、相关工程的建筑施工、房地产开发甚至物业的持有运营等各个领域，以实现从单纯的建筑承建商到城市运营商的角色转变。

综合来看，我国大型房建企业经营结构不断升级，工程总承包（EPC）、资本项目运营（BT、BOT）和城市综合体开发等高端经营模式的应用也有助于其经营业务的延伸，使上下游产业链各环节的工作合理交叉，确保工程进度和质量，获取更高的经营利润并进一步巩固加强其市场竞争实力。

四、经营与竞争

公司是一家集土建、装潢、安装为一体的大型建筑施工企业，总承包各类土木工程建筑、配套设施线路、管道、工业设备、民用设备、制冷设备安装、室内外装潢等，其主营业务主要包括土建施工、安装工程、装饰装修等方面。

2014年公司的营业收入仍全部来自于工程施工收入，按照业务性质可分为房屋建筑工程收入，建筑安装和架线、管道建筑工程收入，建筑装饰建筑工程及道路、桥梁、水利、港口建筑工程收入等。其中房屋建筑工程收入占比最大，2014年占比为62.75%，同比上升1.75个百分点。公司2014年实现营业收入2,924,146.18万元，同比增长4.93%，增速同比下降7.16个百分点，主要系公司下游客户资金较为紧张、部分已完工项目延期开票结算所致。2014年公司毛利率有所波动，为11.10%，同比下降0.89个百分点。

表3 2013-2014年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	2,924,146.18	11.10%	2,786,830.26	11.99%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

表4 2013-2014年公司营业收入按照业务性质划分的构成情况¹（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	收入	占比	收入	占比
房屋建筑工程	2,083,454.15	71.25%	1,931,552.05	69.31%
其中：商业性住宅	1,280,723.78	43.80%	1,134,888.90	40.72%
保障性住房	512,086.67	17.51%	509,248.21	18.27%
工业、商业建筑	130,412.40	4.46%	129,993.45	4.66%
公用设施建筑	160,231.30	5.48%	157,421.49	5.65%
建筑安装和架线、管道建筑工程	359,377.57	12.29%	379,844.96	13.63%
道路、桥梁、水利、港口建筑工程	88,309.21	3.02%	88,899.89	3.19%
建筑装饰建筑工程	183,051.55	6.26%	188,947.09	6.78%
其他土木建筑工程	209,953.70	7.18%	197,586.27	7.09%
合计	2,924,146.18	100.00%	2,786,830.26	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年公司继续保持较强竞争力和较好的业内口碑，目前在手工程项目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，同时也给公司带来了一定资金压力

2014年公司资质无变动，仍具有房屋建筑工程施工总承包特级资质，市政公用工程施工总承包、建筑装修装饰工程专业承包、机电设备安装工程专业承包、钢结构工程专业承包4个一级资质，拥有水利水电、隧道、环保、铁路、公路、桥梁等12个关联资质。

2014年公司继续保持较强竞争力和较好的业内口碑。2014年内，公司获“2014年江苏省建筑业竞争力百强企业第1名”、“2014年全国优秀施工企业”、“2014年全国工程建设质量管理优秀企业称号”、“2014年全国建筑业先进企业”、“2014中国承包商80强位列第16名”、“2014中国企业500强位列308位”等诸多荣誉。

2014年公司主要业务模式仍为施工总承包。获得项目的方式主要有两种，一种是与大的房地产开发商进行长期战略合作，通过战略合作伙伴获取项目，商业性住宅、工商业建筑、建筑装饰建筑工程等业务均采取该种方式获取项目，公司战略合作收入占比达56%左右。公司主要战略合作客户为万科、碧桂园、绿城、融创、绿地、上实、路劲等知名房地产开发公司，2014年公司战略合作客户无变更。另一种是与政府合作，通过公开招投标的

¹ 公司未提供各细分业务的营业成本，故无法计算各细分业务的毛利率。

方式获取项目，保障性住房、公用设施建筑、道路、桥梁、水利、港口建筑工程等业务均采用该种方式获取项目，主要客户为政府单位及城投公司等。

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，一般在施工后开始付款，少量业主有预付款项；施工期间按月进度决算，支付已完工工程的70%-85%不等，有预付款的，按月扣回，工程完工决算后，业主向公司支付至80%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程质保金，质量保证期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。2014年下游客户资金紧张，出现工程款项拖欠情况。

2014年公司新承接项目个数为315个，同比略有下降，新承接项目金额为471亿元，同比增长34.19%，主要系2014年公司新承接山东聊城、蓝色硅谷等大项目所致。其中，省内新承接项目个数同比下降15个，金额同比增长60.20%；省外承接项目个数同比增加10个，金额同比增长24.11%。近年来，省外承接项目金额持续保持增长，主要是因为公司积极拓展市场区域所致。2014年公司业务的重点市场仍主要为江苏、上海、天津、东北等地区。公司计划未来继续向成都、重庆等西南地区以及东北地区等扩张，进一步拓展公司的市场区域，以分散施工区域集中的风险，并进一步推动营业收入的增长。

表5 2013-2014年公司工程项目承接情况（单位：个、亿元）

项 目	2014年	2013年
当年新承接项目个数	315	320
其中：省内	111	126
省外	204	194
一亿元以上项目个数	136	135
当年新承接项目金额	471	351
其中：省内	157	98
省外	314	253
一亿元以上项目金额	410	328
当年实现收入	292.41	278.68
其中：省内	102.31	96
省外	190.10	182

资料来源：公司提供，鹏元整理

表6 2013-2014年公司工程施工收入的区域构成情况²（单位：万元）

项 目	2014年		2013年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
江苏片区	1,053,569.87	36.03%	998,521.28	35.83%
天津片区	477,805.49	16.34%	435,024.20	15.61%

² 公司工程施工收入的区域构成为估算数，2014年估算方法有变动，故2013年数据与去年报告不一致。

东北片区	464,062.00	15.87%	471,253.00	16.91%
上海片区	292,999.45	10.02%	269,207.80	9.66%
北京片区	269,313.86	9.21%	252,765.50	9.07%
山东片区	191,823.99	6.56%	193,963.39	6.96%
其他	126,907.94	4.34%	118,440.29	4.25%
西南片区	47,663.58	1.63%	47,654.80	1.71%
合计	2,924,146.18	100.00%	2,786,830.26	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司已签约订单分布情况如表7所示，已开工未完工项目和已签约未开工项目数合计443个、金额合计达929.8亿元，同比增长111.22%；2015年1-4月，公司新增订单金额100多亿元。截至2015年4月底，公司主要在建项目情况如表8所示，合同金额均在5亿元以上，总金额达到184.96亿元，已投资88.20亿元，后续仍需投资96.76亿元。

总体来看，目前公司在手工程项目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，同时也给公司带来了一定资金压力。

表7 截至2014年末公司已签约订单分布情况（单位：个、亿元）

项 目	已开工未完工 项目数	已签约未开工 项目数	已开工未完工 项目金额	已签约未开工 项目金额
3亿元以上（含）	81	4	464	8
1亿（含）-3亿	198	4	354	19
5,000万（含）-1亿	84	2	63.5	2.3
5,000万以下	68	2	18.3	0.7
合计	431	12	899.8	30

资料来源：公司提供，鹏元整理

表8 截至2015年4月底公司主要在建非募投项目（单位：亿元）

项目名称	项目 总额	已投 资额	开工 时间	竣工 时间
中国哈尔滨国际农业博览中心项目一期工程	20.00	2.58	2014-12-20	2017-09-30
天津天狮学院天狮国际大学一期一标段	14.60	2.75	2014-12-25	2016-10-25
保华地产大连公司大连信托证券大厦	13.82	2.72	2014-12-01	2016-12-31
南京紫金（江宁）科技创业特别社区建设发展有限公司人才公寓、财富中心、停车楼、地下车库及室外附属	12.37	3.17	2014-11-02	2016-09-30
青岛蓝色硅谷产业区投资有限公司青岛即墨市王村新城工程一期	10.00	6.34	2014-01-01	2016-02-03
聊城市润泰投资开发有限公司江北水城旅游度假区市政道路、凤凰湖建设项目二期	10.00	4.42	2014-01-01	2016-12-30
太平洋投资管理有限公司太平洋商业广场	10.00	2.97	2014-08-15	2016-12-31
南京紫金科创特别社区建设发展有限公司科技创业商务中心	9.38	10.55	2013-09-30	2015-02-25
青州泰华房地产开发经营有限公司青州泰华城一期	9.00	7.98	2013-03-01	2015-08-09

天津市驿动同联科技投资发展有限公司天津翼园区中国手机媒体与移动互联网科技园项目施工总承包工程	9.00	3.20	2014-05-28	2016-12-30
江苏华西集团公司江苏银行股分有限公司无锡分行银华金融大厦工程	9.00	5.37	2013-09-23	2016-05-28
天津银石建设投资咨询有限公司门道口村还迁房(景栏嘉苑、美澜佳苑)	8.89	5.93	2013-12-08	2016-01-08
吉林通化东宝公司东宝丽景人家三期	8.00	6.08	2013-03-20	2015-12-30
浙江湖州嘉恒置业有限公司湖州龙溪港 D 地块建设项目 2 标段	7.05	5.62	2013-03-02	2015-11-16
天津枫林湾投资发展有限公司天津中慈医院	5.84	3.15	2014-07-25	2015-12-25
南京紫金(仙林)科技创业特别社区建设发展有限公司/南京仙林智慧科技有限公司仙林软件与服务外包产业园一期 D 地块 BT 建设工程	5.83	3.10	2014-05-03	2016-03-14
北京融创嘉业房地产开发有限公司亦庄新城 B01R1-1 地块 L1、L2 限价房, 1#-19#住宅楼	5.73	2.44	2014-04-03	2016-10-09
天津农商银行制卡生产项目工程	5.55	2.12	2014-07-25	2016-07-25
天津市宁河县兴宁建设投资宁河县造甲城镇赵温、田辛村农民还迁定向安置经济适用房	5.50	5.34	2013-04-22	2015-05-22
山东民生集团有限公司辛屯安置区 B 区	5.40	2.36	2014-04-01	2016-09-20
总计	184.96	88.20		

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年公司继续积极尝试融资建造项目（BT），BT项目收益较有保障，但回收期较长，资金需求较大，将给公司带来一定资金压力

为完善现有经营模式，提升工程承揽承接能力，增强可持续发展的能力，公司2014年继续积极尝试融资建造项目（非标准BT），主要系部分政府项目，包括保障性住房、公用设施建筑、道路、桥梁、水利、港口建筑工程等业务。

根据公司与业主所签订的BT合同约定，公司按BT合同约定负责项目投融资、工程建设全过程的组织和管理，并承担期间的风险，在按约定将工程建成竣工移交给业主或业主所指定的管护单位后，公司按BT回购价款收回投资。BT回购款包括业主偿付公司建设投资额本金和项目管理费，其中建设投资额本金主要由征地拆迁安置补偿及项目前期工程费用、建安投资费、资金占用费等组成。

BT项目一般回款速度较慢、周期较长，例如道路、桥梁、水利、港口建筑工程结算按5:3:2模式，即竣工结算付款50%，竣工结算第二年付款30%，第三年付款20%，道路、桥梁、水利、港口建筑工程施工周期在2-3年，公司从建设到收回全部工程款需4-5年。公司BT项目基本按合同回款，2014年聊城项目欠款较多，目前已基本到位。整体来看，由于BT项目客户主要为政府，公司回款较有保障，风险较低，但回款周期较长，给公司带来一定资金压力。

2014年公司BT项目拓展较好，截至2015年4月底，公司参与在建的BT项目情况如下表

所示，总投资额37.63亿元，已投资15.18亿元，政府已回购9.9亿元，后续仍需投入22.45亿元，公司面临一定的资金压力。

表9 截至2015年4月底公司参与在建的BT项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主名称	总投资额	已投资额	开工日期	预计竣工日期	已回购额
南京紫金（江宁）科技创业特别社区建设发展有限公司人才公寓、财富中心、停车楼、地下车库及室外附属	南京紫金（江宁）科技创业特别社区建设发展有限公司	12.37	3.17	2014-11-02	2016-09-30	2.1
南京紫金（仙林）科技创业特别社区建设发展有限公司/南京仙林智慧科技有限公司仙林软件与服务外包产业园一期D地块BT建设工程	南京紫金（仙林）科技创业特别社区建设发展有限公司/南京仙林智慧科技有限公司	5.83	3.10	2014-05-03	2016-03-14	1.5
青岛蓝色硅谷产业区投资王村新城笔架山路、海通路、海城路、西凤山路、盐山路、文山路、建业路、建平建设工程施工三标段	青岛蓝色硅谷产业区投资有限公司	4.18	2.31	2014-7-1	2015-12-31	1.8
聊城市润泰投资开发有限公司江北水城旅游度假区市政道路、凤凰湖建设项目二期	聊城市润泰投资开发有限公司	10	4.42	2014-1-1	2016-12-30	3
太仓市浏岛现代农业投资有限公司闸北二区公寓式农民安置房二期	太仓市浏岛现代农业投资有限公司	5.25	2.17	2014-7-1	2016-7-2	1.5
合计		37.63	15.18			9.9

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司目前所参与BT项目的业主全部为城投公司，公司BT项目收益较有保障，但项目回收期长，未来资金需求较大，将给公司带来一定资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经江苏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2014年审计报告，公司报表按照新会计准则编制。2013年数据采用2014年审计报告期初数。

2014年公司合并范围新增子公司1家，系苏州相元建筑劳务服务有限公司。公司合并范围子公司情况详见附录五。

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）于2014年7月1日起执行财政部于2014年修订及新颁布的《企业会计准则第2号-长期股权投资》（修订）等8项准则，按照相关准则中的衔接规定需要进行追溯调整。此项变更对公司财务报表的影响如下表所示。

表10 对合并报表的影响情况（单位：万元）

项目	2013 年底	增加	减少	2013 年底
	(重述前)			(重述后)
长期股权投资	19,710.43	-	19,411.03	299.40
可供出售金融资产	-	19,411.03	-	19,411.03

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

2014年随着业务规模的扩大，公司资产规模继续快速增长，但存货、其他应收款、应收账款规模较大，对公司资金形成较大占用，整体资产流动性一般

2014年随着业务规模的扩大，公司资产规模继续增长，2014年底公司资产总额为2,697,911.97万元，同比增长25.81%。公司资产结构较为稳定，2014年底公司资产仍以流动资产为主，公司流动资产占资产总额比重达97.82%。

2014年底，公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。货币资金主要由其他货币资金、银行存款构成，其中其他货币资金占比55.36%，主要系票据、保函等保证金，2014年底公司货币资金规模同比降低24.93%。应收账款主要系应收客户的工程款，2014年底公司应收账款余额为421,388.40万元，同比增长2.72%，应收账款前五名客户³为南京紫金（江宁）科技特别社区发展有限公司、聊城润泰投资开发有限公司、阳光一百置业（辽宁）有限公司、金威建设集团有限公司、南京商茂房产有限公司，合计占应收账款余额的32.75%，账龄均在1年以内。整体来看，公司应收账款规模较大，在国内房地产商资金面趋紧的环境下，存在一定回收风险。公司其他应收款主要为公司与股东、参股公司等之间的资金拆借及往来款，以及工程质量保证金和投标保证金等。公司其他应收款规模增长较快，2014年底其他应收款达512,796.73万元，同比增长24.14%，其中应收关联方款项占比66.95%，同比上升17.16个百分点。公司前五名应收对象为江苏南通二建集团东凯建设工程有限公司、江苏南通二建集团东佳建设工程有限公司、启东市城市投资经营中心、江苏骅东投资有限公司以及江苏南通二建集团第四建筑安装工程有限公司的保证金及利息，合计占其他应收款的46.54%。整体来看，公司其他应收款规模较大、增长较快，对公司资金形成了较大占用。存货主要是公司在建未完工项目以及完工未结算项目，2014年

³ 公司 2014 年审计报告未披露应收账款账龄分布。

底公司存货规模为1,589,422.60万元，同比增长44.78%，主要系下游客户资金紧张、完工未结算项目大幅增长所致。

公司的非流动资产主要是固定资产。固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物等。

总体来看，2014年随着业务规模的扩大，公司资产规模继续快速增长，但存货、其他应收款、应收账款规模较大，对公司资金形成较大占用，整体资产流动性一般。

表11 2013-2015年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	114,454.47	4.33%	111,871.43	4.15%	149,021.06	6.95%
应收账款	423,081.33	16.00%	421,388.40	15.62%	410,241.71	19.13%
其他应收款	510,591.05	19.31%	512,796.73	19.01%	413,080.35	19.26%
存货	1,532,577.00	57.95%	1,589,422.60	58.91%	1,097,834.09	51.20%
流动资产合计	2,584,413.54	97.72%	2,639,111.57	97.82%	2,084,379.74	97.20%
固定资产	25,330.54	0.96%	24,046.10	0.89%	27,080.87	1.26%
非流动资产合计	60,216.21	2.28%	58,800.40	2.18%	59,984.24	2.80%
资产总计	2,644,629.75	100.00%	2,697,911.97	100.00%	2,144,363.98	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

资产运营效率

2014年公司资产运营效率继续下滑

近年来，随着公司业务规模的扩大，工程施工量的增加，公司应收账款及存货规模不断增长，公司应收账款周转率及存货周转率持续下滑。2014年公司应收账款、存货周转天数同比增长较快，主要系下游客户资金紧张、工程款出现拖欠以及回款速度较慢的BT项目占比提高所致。由于资产规模增速较快，2014年公司总资产周转效率继续下滑。

综合来看，2014年公司整体资产运营效率继续下滑。

表12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	51.19	36.03
存货周转天数	186.07	139.72
应付账款周转天数	82.15	53.35
净营业周期	155.11	122.40
流动资产周转天数	290.76	222.94
固定资产周转天数	3.15	3.84
总资产周转天数	298.07	230.75

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司营业收入继续增长，增速有所下滑，整体盈利能力继续保持较强水平

尽管公司业务规模继续快速扩张，但由于公司下游客户资金较为紧张，部分已完工项目延期开票结算，公司营业收入增速有所下降，2014年公司当年实现营业收入2,924,146.18万元，同比增长4.93%，增速同比下降7.16个百分点。公司的业务经营总体较为稳健，2014年公司综合毛利率有所波动，波动幅度相对较小。由于公司借款给关联方并收取利息，公司利息收入较高。公司期间费用率极低，整体盈利能力较强，2014年实现净利润175,435.51万元，同比增长4.53%。

公司目前在手订单较为充足，在建工程金额较大，未来收入较有保障。但我们也关注到，在我国政府自2010年以来先后出台多项房地产调控政策的影响下，商品房开发市场的景气度快速下降，这必将在未来传导至房屋建筑施工领域，导致房屋施工面积的增速大幅放缓，可能对公司的业务造成一定影响。

总体而言，2014年公司营业收入继续增长，增速有所下滑，整体盈利能力继续保持较强水平。

表13 2013-2015年1季度公司主要盈利指标

目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入（万元）	622,710.87	2,924,146.18	2,786,830.26
营业利润（万元）	58,019.37	230,923.62	221,444.53
利润总额（万元）	58,427.96	234,073.15	223,869.65
净利润（万元）	44,638.96	175,435.51	167,832.59
综合毛利率	12.76%	11.10%	11.99%
期间费用率	0.06%	-0.56%	-0.30%
总资产回报率	-	10.13%	13.20%
净资产收益率	-	21.60%	25.19%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

现金流

2014年公司经营活动现金流表现欠佳，在建工程规模较大，未来仍面临一定资金压力

2014年，公司实现净利润175,435.51万元，同比增长4.53%，FFO（经营所得现金）表现尚可，表明公司主营业务现金生成能力尚可；但由于存货规模大幅上升，公司营运资本同比增长131,084.06万元，经营活动现金流净流入规模较上年大幅下降，经营活动现金流表现欠佳。公司的投资活动支出主要用于购建固定资产等，近年来投资活动规模相对不大。

2014年公司筹资活动现金流继续呈现净流出，主要系借款给关联方及股东所致。

目前公司所承接的工程规模较大，预计仍将主要依靠自有资金及债权融资，公司未来将面临一定的资金压力。

表14 2013-2014年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	175,435.51	167,832.59
非付现费用	16,781.08	28,429.94
非经营损益	-28,005.05	-29,668.40
FFO	164,211.55	166,594.13
营运资本变化	-159,214.39	-28,130.33
其中：存货减少（减：增加）	-487,258.18	-449,378.61
经营性应收项目的减少（减：增加）	81,576.71	-213,492.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	246,467.08	634,740.57
经营活动产生的现金流量净额	4,997.15	138,463.80
投资活动产生的现金流量净额	-5,046.20	-16,176.93
筹资活动产生的现金流量净额	-34,100.59	-116,194.81
现金及现金等价物净增加额	-34,149.64	6,092.06

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014年公司流动负债继续快速增长，公司面临较大的短期债务压力

受益于近年自身利润的累积，公司自有资本实力得到增强，所有者权益增长较快，2014年底公司所有者权益为890,947.76万元，同比增长21.48%。随着业务规模的扩张，公司负债总额也继续快速增长，2014年底公司负债总额达1,806,964.21万元，同比增长28.07%。总体来看，2014年公司负债与所有者权益比率继续保持增长。

表15 2013-2015年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	1,709,043.03	1,806,964.21	1,410,962.74
所有者权益	935,586.73	890,947.76	733,401.23
负债与所有者权益比率	182.67%	202.81%	192.39%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

从负债结构看，公司负债主要由流动负债构成，2014年底占负债总额的91.42%，同比下降2.91%，主要系公司2014年发行了7.5亿元的公司债券所致。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、应付职工薪酬、应交税费以及其他应付款构成。2014年底，公司短期借款主要由5亿元的信用借款以及19.55亿元的保证

借款构成，应付票据主要由银行承兑汇票、商业承兑汇票、电子商业汇票以及信用证构成。应付账款主要系应付工程款、劳务费、材料款等，近年来随着公司业务规模的扩张，公司应付账款增长较快。2014年底公司应付账款规模为714,982.11万元，同比增长51.66%，主要系公司下游客户回款速度低于预期、公司将部分资金压力转嫁给上游客户所致；公司应付账款前五名对象为上海敬润园林建设工程有限公司、启东君瑞置业有限公司、南通盈丰建筑劳务有限公司、上海尚奇贸易有限公司以及新疆新投经贸发展有限公司，合计占应付账款总额的比重为3.94%，账龄均在1年以内。应付职工薪酬、应交税费金额较大主要系结算时点与支付时点之间有时间差所致。其他应付款主要系公司应付的工程保证金、质量及风险保证金以及与股东、参股的子公司之间的资金拆借等。2014年底，公司其他应付款规模同比下降41.42%，主要系应付关联方的账款大幅下降所致，2014年底公司其他应付款中应付关联方款项占公司其他应付款规模的6.78%，同比下降53.86个百分点；账龄仍集中在1年以内，一年以内的占比为83.93%。

公司非流动负债主要由长期借款及应付债券构成。长期借款主要系公司从江苏省国际信托有限责任公司、上海国际信托有限公司获得的贷款。其中，从江苏省国际信托有限责任公司获得的贷款金额为3亿元，期限为2013年12月19日至2015年12月19日，利率为9%；从上海国际信托有限公司获得的贷款金额为5亿元，期限为2013年08月01日至2015年02月01日，利率为8.1%，截至目前，该笔贷款已还清。

表16 2013-2015年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	242,490.00	14.19%	240,490.00	13.31%	168,790.00	11.96%
应付票据	201,880.00	11.81%	214,233.90	11.86%	173,241.75	12.28%
应付账款	731,426.70	42.80%	714,982.11	39.57%	471,435.26	33.41%
应付职工薪酬	87,558.76	5.12%	144,241.22	7.98%	74,839.53	5.30%
应交税费	134,083.51	7.85%	133,512.72	7.39%	85,717.87	6.08%
其他应付款	192,662.86	11.27%	190,286.28	10.53%	324,845.51	23.02%
流动负债合计	1,604,043.03	93.86%	1,651,964.21	91.42%	1,330,962.74	94.33%
长期借款	30,000.00	1.76%	80,000.00	4.43%	80,000.00	5.67%
应付债券	75,000.00	4.39%	75,000.00	4.15%	-	0.00%
非流动负债合计	105,000.00	6.14%	155,000.00	8.58%	80,000.00	5.67%
负债合计	1,709,043.03	100.00%	1,806,964.21	100.00%	1,410,962.74	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

由于2014年公司下游客户资金紧张，工程款出现拖欠，对公司资金形成占用，公司加大对外融资力度，有息负债规模增长迅速，截至2014年底，公司有息负债规模达609,723.90

万元，同比增长44.47%。公司有息负债偿债期限主要集中于一年以内，公司面临较大的短期偿债压力。

从主要偿债指标来看，2014年公司资产负债率上升至66.98%，继续保持在较高水平。2014年由于公司短期借款规模及应付票据规模增长较快，公司速动比率继续下滑，整体来看，公司短期偿债能力欠佳。2014年由于公司主营业务收入增长，EBITDA增长至253,480.62万元，同比增长5.12%，EBITDA对利息的保障程度有所提升。

表17 2013-2015年3月公司有息负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年
短期：			
短期借款	242,490.00	240,490.00	168,790.00
应付票据	201,880.00	214,233.90	173,241.75
长期：			
长期借款	30,000.00	80,000.00	80,000.00
应付债券	75,000.00	75,000.00	-
有息债务合计	549,370.00	609,723.90	422,031.75

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

表18 2013-2015年3月公司偿债能力指标

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	64.62%	66.98%	65.80%
流动比率	1.61	1.60	1.57
速动比率	0.66	0.64	0.74
EBITDA（万元）	-	253,480.62	241,124.26
EBITDA 利息保障倍数	-	9.52	8.62
有息负债/EBITDA	-	2.41	1.75

资料来源：公司2014年审计报告和2015年一季度报表，鹏元整理

六、或有事项

截至2014年12月31日，公司及其子公司为其他公司和单位（均为关联方）提供的未到期担保金额合计为320,900.00万元，占2014年期末公司所有者权益的36.02%。总体上看，公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

表19 截至2014年末公司对外担保金额前十笔明细（单位：万元）

被担保单位	担保总额
江苏南通二建集团东凯兴建设工程有限公司	37,000.00
启东建筑集团有限公司	10,000.00
江苏启安建设集团有限公司	10,000.00

江苏启安建设集团有限公司	10,000.00
启东建筑集团有限公司	9,000.00
江苏启安建设集团有限公司	8,000.00
江苏南通二建集团东佳建设工程有限公司	6,000.00
江苏南通二建集团东昊建设工程有限公司	5,800.00
江苏启安建设集团有限公司	5,000.00
江苏南通二建集团东裕建设工程有限公司	5,000.00
合计	105,800.00

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

七、本期债券偿还保障分析

2014年启东城投经营状况良好，提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平

启东城投为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用其他应支付费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2014年启东城投注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，实际控制人为启东市人民政府，主营业务亦未发生重大变化；新纳入合并范围内的子公司两家，无减少子公司，具体情况见下表。截至2014年12月31日，启东城投资产总额为237.17亿元，所有者权益为115.37亿元，资产负债率为51.36%；2014年启东城投实现营业收入18.18亿元，利润总额6.67亿元，经营活动现金流净流出17.08亿元。

表20 2014年启东城投合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
启东市新城建设投资发展有限公司	98.29%	35,000	建设投资、市政工程、供水排水、管道工程、房屋建筑工程施工	转让
启东市圆陀角胜丰贸易有限公司	100%	13,000	建材、五金、机械设备、电子设备、日用产品	出资设立

资料来源：启东城投 2014 年审计报告

启东城投为启东市重要的基础设施建设主体，主要承担启东市土地开发与整理、城市基础设施建设和供水及污水处理等业务。2014年，启东城投主营业务收入仍来源于土地开发整治收入、工程项目建设收入、商品粮销售、供热、供水收入。其中，启东城投土地开发收入增长较快，仍为启东城投收入主要来源，未来启东城投土地开发业务规模较有保障，但同时受土地一级市场波动的影响，未来启东城投获得土地收益返还还存在一定不确定性。

表21 启东城投主营业务收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发整治收入	168,508.93	37.74%	127,539.73	25.93%
基础设施配套费收入	-	-	7,217.65	35.46%
工程项目建设收入	6,311.09	100.00%	6,494.73	100.00%
商品粮销售	1,045.72	4.94%	443.75	-2.24%
供热、供水	5,355.05	-12.69%	4,237.40	20.75%
合计	181,753.30	38.41%	148,452.49	29.07%

资料来源：启东城投 2014 年审计报告

2014年启东城投资产规模继续平稳增长，但资产以土地资产为主、其他应收款增长迅速且规模较大，整体资产流动性一般；启东城投尚有大规模土地资产未作抵押，可为启东城投进一步融资提供支持。2014年启东城投收入规模有所增长，但财务费用大幅增加，营业利润同比略有下降，受益于政府补贴收入，启东城投利润总额同比有所增长。2014年启东城投经营活动现金流表现一般，主要依赖外部筹资解决资金缺口。2014年启东城投有息负债规模继续快速增长，面临一定的债务偿还压力。

表22 2012-2014年启东城投主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	2,371,679.54	2,159,478.34	1,548,157.67
归属于母公司所有者权益（万元）	1,143,714.19	1,078,411.82	791,662.59
有息负债（万元）	746,490.00	440,805.00	209,710.00
资产负债率	51.36%	49.66%	47.88%
流动比率	2.22	1.80	1.71
营业收入（万元）	181,753.30	148,452.49	172,593.34
补贴收入（万元）	32,200.00	23,123.63	-
利润总额（万元）	66,674.42	57,488.49	63,480.48
综合毛利率	38.41%	27.37%	25.75%
总资产回报率	4.49%	3.32%	4.63%
EBITDA（万元）	106,780.80	64,590.68	68,419.65
EBITDA 利息保障倍数	1.69	1.50	2.12
经营活动净现金流（万元）	-170,757.16	43,338.29	143,171.78

资料来源：启东城投 2012-2014 年审计报告

整体来看，启东市地方财政实力较强，启东城投继续获得政府较大力度的支持；启东城投土地开发收入增长较快，未来土地开发业务规模较有保障；启东城投尚有大规模土地资产未作抵押，可为其进一步融资提供支持。但同时我们也关注到，启东市财政较为依赖土地出让收入，启东城投主营业务收入易受当地土地一级市场波动和地方财力影响，土地整理开发业务和基础设施建设项目资金需求量较大，面临较大的融资压力，有息债务规模

增长较快，面临一定偿债压力等风险因素。

经鹏元评定，启东城投主体长期信用等级为AA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够继续为本期债券的偿还提供保障，有效提升本期债券的信用水平。

八、评级结论

2014年受宏观经济影响，我国建筑业继续面临较大下行压力；房地产调控政策继续对房屋建筑市场增长构成一定压力，大规模的保障房以及棚户区改造建设给房屋建筑市场带来一定支撑，但目前规模尚不足以扭转未来房屋建筑市场增长放缓的局面；持续上升的人工费用给建筑企业带来一定成本控制压力，建筑企业继续面临资金占压风险。

2014年公司继续保持较强竞争力和较好的业内口碑，目前在手工程项目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，同时也给公司带来了一定资金压力；公司继续积极尝试融资建造项目（BT），BT项目收益较有保障，但回收期较长，资金需求较大，将给公司带来一定资金压力。

2014年随着业务规模的扩大，公司资产规模继续快速增长，但存货、其他应收款、应收账款规模较大，对公司资金形成较大占用，整体资产流动性一般；公司资产运营效率继续下滑；营业收入继续增长，增速有所下滑，整体盈利能力继续保持较强水平；公司经营活动现金流表现欠佳，在建工程规模较大，未来仍面临一定资金压力；公司流动负债继续快速增长，面临较大的短期债务压力。

此外，启东城投为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够有效提升本期债券的信用水平。

综上，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	114,454.47	111,871.43	149,021.06	142,929.00
应收票据	2,349.00	2,296.45	9,454.84	11,056.41
应收账款	423,081.33	421,388.40	410,241.71	147,655.17
预付款项	1,360.69	1,335.97	4,737.96	4,253.97
其他应收款	510,591.05	512,796.73	413,080.35	255,276.12
存货	1,532,577.00	1,589,422.60	1,097,834.09	806,066.24
其他流动资产	-	-	9.73	-
流动资产合计	2,584,413.54	2,639,111.57	2,084,379.74	1,367,236.92
可供出售金融资产	19,171.03	19,171.03	19,411.03	-
长期股权投资	294.27	294.27	299.40	21,281.93
固定资产	25,330.54	24,046.10	27,080.87	32,350.78
在建工程	968.51	968.51	-	-
无形资产	16.57	16.57	20.05	15.04
长期待摊费用	57.46	94.29	144.78	-
递延所得税资产	13,133.49	12,965.28	10,833.19	5,301.73
其他非流动资产	1,244.34	1,244.34	2,194.92	1,989.43
非流动资产合计	60,216.21	58,800.40	59,984.24	60,938.90
资产总计	2,644,629.75	2,697,911.97	2,144,363.98	1,428,175.82
短期借款	242,490.00	240,490.00	168,790.00	241,990.00
应付票据	201,880.00	214,233.90	173,241.75	83,546.07
应付账款	731,426.70	714,982.11	471,435.26	255,552.34
预收款项	5,474.56	5,355.19	26,064.43	8.33
应付职工薪酬	87,558.76	144,241.22	74,839.53	38,548.20
应交税费	134,083.51	133,512.72	85,717.87	49,701.74
应付利息	3,200.46	3,421.76	657.58	78.82
应付股利	5,266.17	5,441.02	5,370.82	17,347.21
其他应付款	192,662.86	190,286.28	324,845.51	102,637.47
流动负债合计	1,604,043.03	1,651,964.21	1,330,962.74	789,410.18
长期借款	30,000.00	80,000.00	80,000.00	39,400.00
应付债券	75,000.00	75,000.00	-	-
非流动负债合计	105,000.00	155,000.00	80,000.00	39,400.00
负债合计	1,709,043.03	1,806,964.21	1,410,962.74	828,810.18
实收资本（或股本）	32,488.00	32,488.00	32,488.00	32,488.00
资本公积	649.60	649.60	649.60	649.60
盈余公积	77,823.71	77,823.71	60,252.75	43,046.75
未分配利润	817,054.65	772,415.69	632,276.91	482,195.84

归属于母公司所有者权益合计	928,015.96	883,376.99	725,667.26	558,380.19
少数股东权益	7,570.77	7,570.77	7,733.98	40,985.45
所有者权益合计	935,586.73	890,947.76	733,401.23	599,365.63
负债和所有者权益总计	2,644,629.75	2,697,911.97	2,144,363.98	1,428,175.82

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告和 2015 年一季度报表，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	622,710.87	2,924,146.18	2,786,830.26	2,486,288.73
减：营业成本	543,253.01	2,599,649.97	2,452,824.84	2,158,032.50
营业税金及附加	21,075.22	101,443.88	97,855.99	84,146.72
管理费用	2,681.97	10,456.37	13,456.75	10,849.32
财务费用	-2,318.70	-26,719.20	-21,681.40	-9,193.49
资产减值损失	-	8,528.40	23,069.08	3,505.44
投资收益	-	136.87	139.54	1,327.27
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-5.13	1,299.79	-
二、营业利润	58,019.37	230,923.62	221,444.53	240,275.51
加：营业外收入	735.45	3,657.64	2,599.03	3,139.15
其中：非流动资产处置利得	-	-	53.60	-
减：营业外支出	326.86	508.12	173.91	1,502.35
其中：非流动资产处置损失	-	7.99	10.54	-
三、利润总额	58,427.96	234,073.15	223,869.65	241,912.31
减：所得税费用	13,789.00	58,637.64	56,037.06	56,503.03
四、净利润	44,638.96	175,435.51	167,832.59	185,409.28

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告和 2015 年一季度报表，鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	602,107.94	3,082,200.73	2,490,175.61	2,417,857.87
收到的其他与经营活动有关的现金	-	244,947.34	347,828.04	25,927.48
经营活动现金流入小计	602,107.94	3,327,148.07	2,838,003.65	2,443,785.35
购买商品、接受劳务支付的现金	528,139.65	2,911,291.98	2,297,299.23	2,210,931.08
支付给职工以及为职工支付的现金	34,772.29	217,123.22	214,523.99	51,960.80
支付的各项税费	35,107.74	124,681.28	123,884.62	124,581.32
支付的其他与经营活动有关的现金	-	69,054.44	63,832.01	50,057.82
经营活动现金流出小计	598,019.68	3,322,150.91	2,699,539.85	2,437,531.02
经营活动产生的现金流量净额	4,088.26	4,997.15	138,463.80	6,254.33
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	240.00	-	-
取得投资收益收到的现金	-	142.00	292.35	200.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	83.50	-
投资活动现金流入小计	-	382.00	375.85	200.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,312.70	5,428.20	13,271.16	12,720.34
投资支付的现金	-	-	50.00	700.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	3,231.61	-
投资活动现金流出小计	2,312.70	5,428.20	16,552.77	13,420.34
投资活动产生的现金流量净额	-2,312.70	-5,046.20	-16,176.93	-13,220.34
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	19,392.84
取得借款收到的现金	64,210.00	240,490.00	257,090.00	281,390.00
发行债券收到的现金	-	75,000.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	180.69	28,863.52	18,515.04	16,898.75
筹资活动现金流入小计	64,390.69	344,353.52	275,605.04	317,681.59
偿还债务支付的现金	58,712.00	168,790.00	245,014.58	116,070.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,871.20	30,539.72	23,997.99	18,280.24
支付其他与筹资活动有关的现金	-	179,124.39	122,787.28	94,977.85
筹资活动现金流出小计	63,583.20	378,454.10	391,799.85	229,328.09
筹资活动产生的现金流量净额	807.48	-34,100.59	-116,194.81	88,353.50
五、现金及现金等价物净增加额	2,583.04	-34,149.64	6,092.06	81,387.50
加：期初现金及现金等价物余额	111,871.43	149,021.06	142,929.00	61,541.51
六、期末现金及现金等价物余额	114,454.47	111,871.43	149,021.06	142,929.00

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告和 2015 年一季度报表，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
1.将净利润调节为经营活动现金流量	-	-	-
净利润	175,435.51	167,832.59	185,409.28
加：资产减值准备	8,528.40	23,069.08	3,505.44
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,248.14	4,386.89	7,587.70
无形资产摊销	3.47	1.84	1.91
其他非流动资产摊销	1,001.08	972.14	924.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.99	-43.06	-
固定资产报废损失	-	-	1,382.91
财务费用	-25,744.07	-23,718.53	-10,269.89
投资损失	-136.87	-139.54	-1,327.27
递延所得税资产减少	-2,132.10	-5,767.27	-876.36
存货的减少	-487,258.18	-449,378.61	-309,707.56
经营性应收项目的减少	81,576.71	-213,492.29	19,347.98
经营性应付项目的增加	246,467.08	634,740.57	110,275.51
经营活动产生的现金流量净额	4,997.15	138,463.80	6,254.33
3.现金及现金等价物净变动情况	-	-	-
现金的期末余额	111,871.43	149,021.06	142,929.00
减：现金的期初余额	149,021.06	142,929.00	61,541.51
现金及现金等价物净增加额	-37,149.64	6,092.06	81,387.50

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	549,370.00	609,723.90	422,031.75	364,936.07
资产负债率	64.62%	66.98%	65.80%	58.03%
流动比率	1.61	1.60	1.57	1.73
速动比率	0.66	0.64	0.74	0.71
综合毛利率	0.13	0.11	0.12	0.13
总资产回报率	-	10.13%	13.20%	20.85%
EBITDA（万元）	-	253,480.62	241,124.26	257,113.11
EBITDA 利息保障倍数	-	9.52	8.62	11.86

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告和 2015 年一季度报表，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
江苏南通二建集团天津有限公司	5,980.00	50.17%	建筑施工
江苏南通二建集团(辽宁)建设工程有限公司	6,277.00	100.00%	建筑施工
江苏南通二建集团大连建设工程有限公司	3,000.00	100.00%	建筑施工
江苏南通二建集团吉林建设工程有限公司	1,000.00	100.00%	建筑施工
海南南通二建建设工程有限公司	2,000.00	51.00%	建筑施工
江苏南通二建集团防水工程有限公司	200.00	75.00%	建筑防水施工
江苏南通二建集团劳务有限公司	1,500.00	86.67%	建筑劳务分包
上海通豪建设工程有限公司	2,000.00	90.00%	房屋建筑工程等
苏州相元建筑劳务服务有限公司	1,000.00	100.00%	建筑劳务分包

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数（天）	$[(\text{本年流动资产} + \text{上年流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周转天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 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。