

2014 年江苏南通二建集团有限公司

公司债券 2018 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2014年江苏南通二建集团有限公司公司债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【739】号 01

债券简称：14 南通二建
债/PR 南二建

增信方式：保证担保

担保主体：启东市城市
建设投资开发有限公司

债券剩余规模：
6.0 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：
赵云飞 刘伟强

电话：
0755-82872643

邮箱：
zhaoyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司建筑施工
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2018 年 06 月 26 日	2017 年 08 月 09 日

评级观点：

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 2018 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，未完工项目充足，未来收入较有保障，以及启东市城市建设投资开发有限公司¹（以下简称“启东城投”）为本期债券提供保证担保提升本期债券的安全性；但我们也关注到，公司现金流表现较差，未来面临一定的资金压力，应收账款及已完工未结算款项规模较大，存在一定的回收风险，其他应收款规模较大，主要为与关联方等之间的资金拆借，存在一定的回收风险，有息债务规模较大，偿债压力较大，债务结构有待改善以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司资质较全面，工程承接能力仍然较强。公司拥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等 4 个一级资质。2017 年公司新签合同金额为 576 亿元，较上年增长 13.61%，为当年营业收入的 1.97 倍；新接施工面积为 2,356 万平方米，较上年增长 29.95%。
- 公司未来收入较有保障。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目 507 个，未完成施工面积 4,167 万平方米，未完成施工合同金额 425 亿元，未完工项目较为充足，未来

¹ 2017 年 12 月，启东市城市建设投资开发总公司更名为启东市城市建设投资开发有限公司。

收入较有保障

- **担保方经营稳定，其提供的保证担保有效保障了本期债券的偿付。**启东城投整体经营状况良好，经鹏元评定启东城投主体长期信用级别为 AA，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提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司经营活动现金流表现较差，目前公司在建项目规模较大，未来面临一定资金压力。**2017 年公司营运资本投入大幅增加，经营活动现金净流出 6.81 亿元，表现较差；地产及基建投资放缓，公司结算和回款速度放慢，未来随着宏观经济增速放缓及房地产调控政策的升级，房地产开发商融资渠道受限，现金流趋紧，将对公司未来经营活动现金流状况产生一定的影响，且目前公司所承接的工程规模较大，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。
- **公司应收账款、建造合同形成的已完工未结算款项规模较大，占用资金规模较大，存在一定的回收风险。**2017 年末公司应收账款账面价值为 104.68 亿元，建造合同形成的已完工未结算款项 204.06 亿元，合计占公司总资产的比重为 62.01%，在国内房地产商资金面趋紧的环境下，存在一定的回收风险。
- **公司其他应收款规模较大，存在一定的回收风险。**公司其他应收款主要为与关联方等之间的资金拆借及往来款，2017 年末账面价值为 126.53 亿元，同比增长 26.64%，占用公司大量资金，且应收对象中包含部分小型建筑企业，抗风险能力较弱，存在一定的回收风险。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大，债务结构有待改善。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模达 87.77 亿元，较 2016 年末大幅增长 32.90%，占负债总额的 31.99%，规模大幅增加，偿债压力较大；其中短期有息债务 73.48 亿元，占有息债务总额的 83.72%，集中偿付压力较大，债务结构有待改善。
- **公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外提供的未到期担保金额合计为 23.95 亿元，占同期公司所有者权益的 20.79%，对外担保金额较大，且担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	3,921,867.03	4,978,497.06	3,571,269.83	3,291,416.26
归属于母公司所有者权益合计(万元)	1,170,261.21	1,143,672.51	1,078,574.82	991,635.09
有息债务(万元)	877,740.00	894,721.41	660,472.72	727,047.81
资产负债率	69.96%	76.87%	69.60%	69.67%
流动比率	1.49	1.33	1.47	1.49
速动比率	0.83	0.76	0.89	0.96
营业收入(万元)	671,585.22	2,919,347.41	2,933,926.49	2,923,624.01
营业利润(万元)	34,959.92	110,497.01	131,678.47	162,325.79
利润总额(万元)	35,540.46	110,319.06	133,131.61	161,868.58
综合毛利率	6.35%	5.97%	5.22%	10.62%
总资产回报率	-	3.31%	4.56%	5.86%
EBITDA(万元)	-	143,471.83	158,524.90	181,902.90
EBITDA 利息保障倍数	-	3.21	4.24	7.15
经营活动现金流净额(万元)	-8,608.68	-68,080.25	13,584.49	121,295.91

注: 2015年财务数据来源于2016年审计报告期初数(上年数)。

资料来源: 公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	3,043,085.06	2,818,469.31	2,489,841.11
所有者权益合计(万元)	1,319,226.66	1,281,819.73	1,252,037.85
资产负债率	56.65%	54.52%	49.71%
营业收入(万元)	157,614.95	147,854.48	164,452.98
利润总额(万元)	26,604.08	24,250.83	46,963.91
经营活动现金流净额(万元)	54,336.98	-262,942.71	-215,669.83

资料来源: 启东城投2015-2017年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

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%。本期债券募集资金用于启东市城东村安置房建设项目，已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司注册资本和实收资本未发生变化。截至2017年末，公司注册资本和实收资本仍为3.25亿元。公司仍为由江苏骅东投资有限公司、江苏苏东投资有限公司等46家股东共同持股的有限责任公司，股权仍较为分散，无控股股东及实际控制人²。其中，第一大股东江苏苏东投资有限公司持股28.68%，第二大股东江苏骅东投资有限公司持股27.77%。2018年5月，公司注册资本由3.25亿元增至10.18亿元。

2017年，公司主营业务未发生变化，新纳入公司合并范围的子公司9家，均通过投资设立获得。

表1 2017年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	主营业务	注册资本	合并方式
江苏南通二建集团家装电子商务有限公司	100	电子商务	1,000	投资设立
江苏南通二建集团工程技术服务有限公司	100	工程技术	1,000	投资设立
启东景盛担保有限公司	100	担保	20,000	投资设立
河南中鸿丰建筑工程有限公司	100	建筑安装施工	10,000	投资设立
天津中腾建筑工程有限公司	100	建筑安装施工	10	投资设立
秦皇岛东裕建筑工程有限公司	100	建筑安装施工	100	投资设立
乌鲁木齐疆泰新安建设投资有限公司	90	工程项目管理	6,000	投资设立
新疆高新康达建设投资有限公司	95	工程项目管理	15,000	投资设立
徐州泉山区南通二建建筑工程有限公司	100	建筑安装施工	100	投资设立

资料来源：公司2017年审计报告及公开信息，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为497.85亿元，归属于母公司的所有者权益合计为114.37亿元，资产负债率76.87%；2017年度，公司实现营业收入291.93亿元，净利润8.10亿元，经营活动现金净流出6.81亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为392.19亿元，归属于母公司的所有者权益合计为117.03亿元，资产负债率为69.96%；2018年第一季度，公司实现营业收入67.16亿元，净

² 公司未提供控股股东及实际控制人企业信用报告。

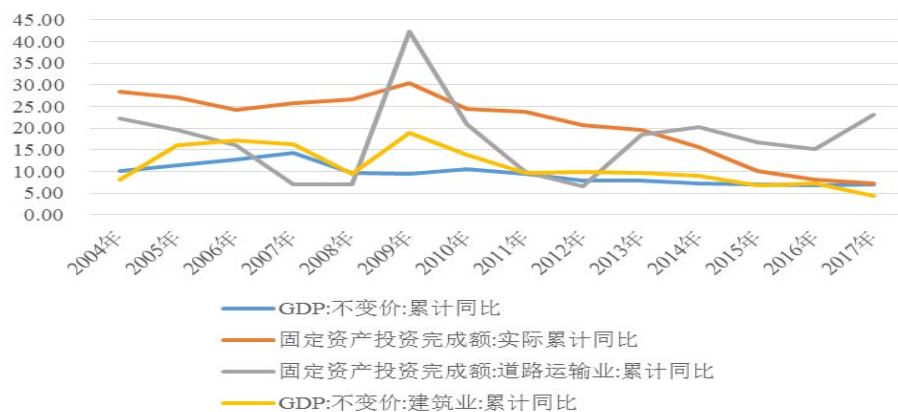
利润2.67亿元，经营活动现金净流出0.86亿元。

三、运营环境

建筑业与宏观经济环境尤其是固定资产投资总额的增长情况息息相关，受我国宏观经济增速放缓的影响，我国建筑业面临较大下行压力，但同时“一带一路”等政策的实施仍为建筑业整体发展提供了一定的支撑

建筑业作为国民经济的重要基础产业，其运行周期性较强，发展情况受宏观经济发展波动影响较大。2008年以来，受全球经济下滑、产能过剩等多重因素的影响，我国宏观经济增速明显放缓，增长速度持续下滑。2017年国内生产总值（GDP）为82.71万亿元，增长率由2008年之前的10-12%下降为6.9%。自2009年起，我国固定资产投资完成额的增速持续下降。2017年全年固定资产投资完成额（不含农户）631,684亿元，同比增长7.2%，增速较2016年进一步下降0.9个百分点。建筑业属于强周期行业，与我国宏观经济形势具有高度的相关性，在国内生产总值以及固定资产投资增速放缓的背景下，我国建筑业也面临较大的下行压力。根据国家统计局数据，2017年建筑业增加值55,689亿元，比上年增长4.3%，增速较2016年下降2.3个百分点，远低于2011-2014年9%左右的增速。

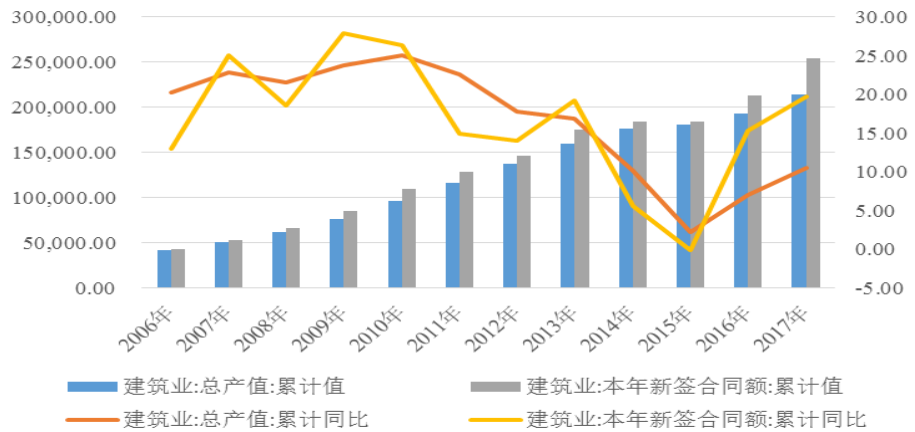
图1 近年我国GDP与固定资产投资完成情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2010年开始，我国建筑业总产值增速持续下滑，尤其是2015年以来，建筑业总产值同比增速仅为个位数，远远低于2010年之前20%以上的增速；我国建筑业签订合同额和增速也发生较大波动，其中2015年我国建筑业签订合同额为33.80万亿元，同比降低0.12%，签订合同规模下降，2016年和2017年，建筑业新签合同规模有所增加，行业经营前景略有好转。

图2 近年我国建筑业总产值及新签合同情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

政策方面，随着我国高速公路网和铁路网络的建设和推进以及“一带一路”战略实施，推动我国道路运输、铁路运输等基础设施建设投资保持持续增长，为建筑行业发展提供了较好的外部环境。2014年到2017年，我国道路运输业固定资产投资规模平均增速在20%左右，其中2017年增速为23.10%，较2016年提高8个百分点。

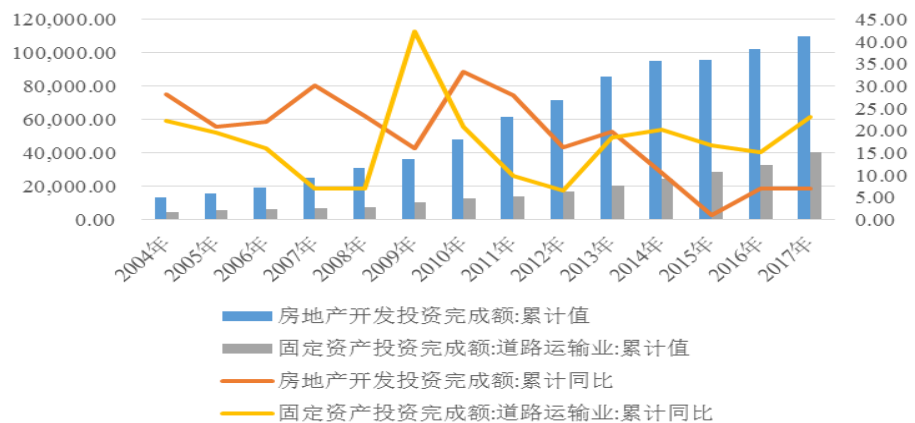
“十三五”时期作为我国交通基础设施连线成网的关键期，交通基础设施建设的主要任务是围绕国家“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”三大战略，加快建设六大走廊交通基础设施主通道，完善境内段交通基础设施建设。从全国市场看，根据《国家公路网规划（2013~2030年）》，国家公路网总规模约580万公里。根据2017年全国交通运输工作会议安排，2017年公路、水运完成固定资产投资1.8万亿元，新增高速公路5,000公里，新建农村公路20万公里。国务院于2017年2月印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》中，2020年公路通车里程数预计达到500万公里，高速公路建成里程数预计达到15万公里。另外，2017年5月，住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》明确提出了全国建筑业总产值年均增长7%、建筑业增加值年均增长5.5%的目标。根据国家发改委、外交部和商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，圈定了我国重点涉及的18个省级行政区域，由于“一带一路”沿线涉及60多个国家，“一带一路”战略的推进将推动新疆等重点省市交通基础设施建设持续较快发展。

房地产开发投资增速持续下降对房屋建筑市场增长构成较大压力，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

房屋工程和基建工程是构成建筑行业的主体部分，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。2010年以来，房地产开发投资增速处于快速下降通道，2015-2017年增速分别为1.00%、6.90%和7.00%，虽有所增长，但增速已处于历史低位；道路运输投资增速自2012年以来逐渐回升，可对冲房地产开发投资增速大幅下降带来的影响，但规模相对较小，效果有限。

图3 近年全国房地产开发及道路运输投资完成额及增速（单位：亿元、%）

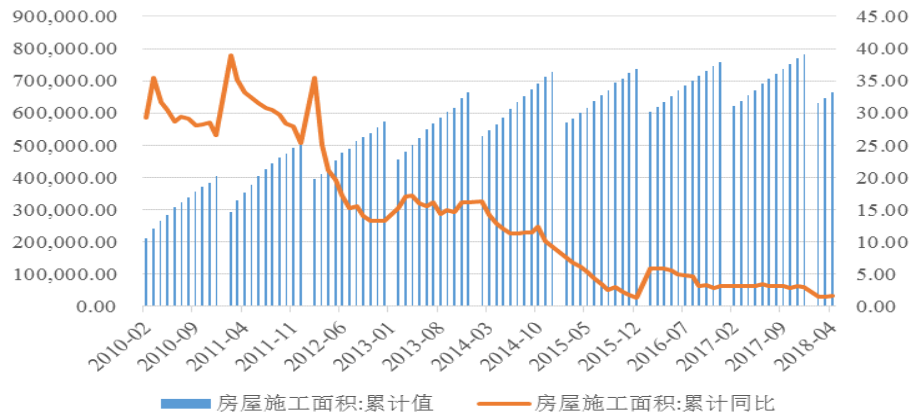


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

此外，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。2015年6月30日，国务院公布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，意见提出，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年计划，2015年至2017年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1,800万套，农村危房1,060万户，加大棚改配套基础设施建设力度。其中，2015年全国城镇保障性安居工程建成772万套，完成投资1.54万亿元，棚改开工601万套，完成年度目标任务的104%；2016年，完成投资1.66万亿元，棚改开工606.09万套，完成年度目标任务的100.89%。保障房以及棚户区改造建设带动了房屋建筑和市政基础设施上下游相关产业的投资。

综合以上因素影响，2015年我国房屋建筑施工面积同比增速仅为1.3%，较2014年下降7.9个百分点，但2016年和2017年房屋建筑施工面积增速回升，较2015年分别提高1.90个百分点和1.70个百分点。整体来看，房地产开发投资增速持续下降对房屋建筑市场增长构成较大压力，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房屋建筑市场增长放缓的局面。

图4 近年全国房屋施工面积及增速（单位：万平方米、%）



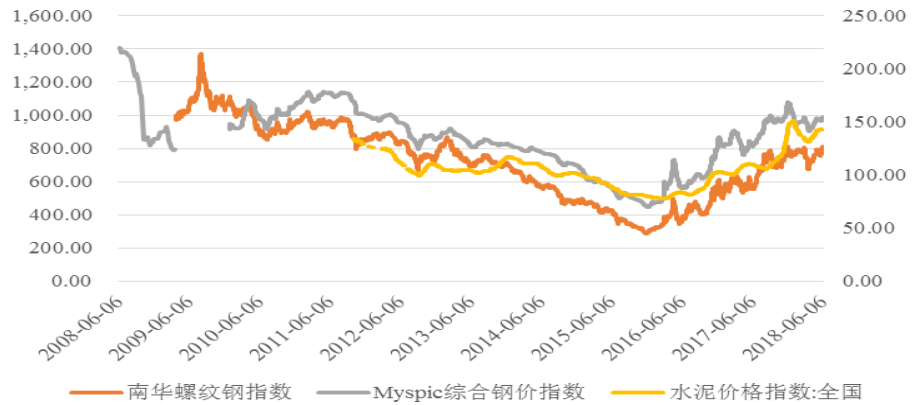
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

钢材、水泥等建筑材料价格止跌回升持续加大建筑企业施工成本，未来原材料价格的波动仍将给建筑企业带来一定成本控制压力

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。2011年以来，钢铁及水泥价格持续处于下跌通道中，有利于建筑企业降低施工成本，但随着供给侧改革和市场出清的持续推进，2016年6月以来，我国钢材和水泥价格止跌且持续回升，为建筑行业持续带来了较大的压力。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。至2018年6月初，相比2016年6月低点，南华螺纹钢指数和全国水泥指数分别上涨了约430点和60点，增幅分别约为115%和72%，钢材及水泥价格目前仍处于上升通道中，未来原材料价格的波动仍将给建筑企业带来一定成本控制压力。

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。

图5 近年钢材和水泥价格走势（单位：点）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

资质高、专业突出、资本雄厚、管理先进、技术装备程度高的大型建筑企业将在高端建筑领域具备竞争优势，此外建筑资质的逐渐放开及加快推进工程总承包的政策要求利好大型建筑企业

我国建筑业市场准入门槛不高，近年来具有房屋建筑资质的企业数量激增，且经营业务单一，行业集中度低，特别是低端建筑市场的同质化竞争严重，行业整体盈利水平偏低。相对而言，大中型、技术含量高的项目所对应的高端建筑市场的竞争程度较低，利润水平较高。

我国大型建筑企业正不断调整其发展战略，依托其在资质、资金、施工技术、施工设备和施工经营管理方面所具有的综合竞争实力，逐步向中高端建筑领域转型，以摆脱低端建筑市场的无序竞争局面。此外，大型建筑企业在优化经营业务结构的同时也在不断向价值链上下游延伸，涉及价值链的高端环节，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（EPC），承担工程总承包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，对所承包工程的质量、安全、费用和进度负责。工程总承包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。除此之外，大型房建施工企业还从源头介入，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。

总体来看，大型建筑企业将依靠其在资质高、专业突出、资本雄厚、管理先进、技术装备程度高等方面的优势在高端建筑市场获得较高的份额，工程总承包、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有助于其经营业务的延伸，使产

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。

自2014年住房和城乡建设部发布《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》以来，我国建筑业实质上已经进入系统性改革的阶段。在行业资质改革方面，2014年我国住建部将建筑业专业承包资质由60个压缩至36个，之后建筑行业资质改革持续进行；2016年简化建筑企业资质标准，2017年4月正式取消园林绿化资质，2017年6月发布《施工总承包企业特级资质标准》（征求意见稿），删去对企业注册资本金、企业经理、一级建造师数量等要求。根据《关于促进建筑业持续健康发展的意见》和《建筑业发展“十三五”规划》要求，我国建筑行业未来将进一步简化资质标准条件和专业类别。在资质逐渐放开的趋势下，未来行业内将重点考核企业信誉和业绩。而之前发布的《施工总承包企业特级资质标准》（征求意见稿）中，也提高了施工企业规模和业绩要求。

此外，政府投资工程和装配式建筑推行工程总承包模式，由工程总承包单位负总责，承包不再分割化。2017年12月，住建部制定了《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》（征求意见稿），有助于总承包企业得到快速发展。整体来看，行业资质的逐渐放开及总承包模式的推广均利好大型建筑企业。

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。

2017年公司业务规模保持稳定，收入仍主要来源于房屋建筑工程业务，全年实现营业收入291.93亿元，其中房屋建筑工程收入占比为63.15%，基本与上年持平。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为5.97%，较上年提高0.75个百分点，略有提高。

表2 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房屋建筑工程	42.36	6.05%	184.35	5.54%	185.19	3.73%
建筑安装和架线、管道建筑工程	11.44	5.85%	49.66	5.69%	49.82	5.40%
建筑装饰装修工程	2.98	12.30%	12.79	11.80%	13.06	12.30%
道路、桥梁、水利、港口建筑工程	5.66	9.50%	24.9	6.19%	25.17	8.67%
其他土木建筑工程	4.72	9.16%	20.23	6.65%	20.16	9.53%
合计	67.16	6.35%	291.93	5.97%	293.39	5.22%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司施工资质较为全面，人员配置较好，注重技术研发，获得诸多奖项，整体施工能力较强

2017年公司施工资质无变动，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和钢结构工程专业承包4个一级资质，公路工程施工总承包、机电安装工程施工总承包、地基与基础工程专业承包和消防设施工程专业承包4个二级资质，及铁路工程施工总承包和水利水电施工总承包2个三级资质。

截至2018年3月末，公司拥有各类专业技术人员7,858人，包括高级职称人员659人，中级职称人员3,154人；国家注册一级建造师534名、二级建造师685名。公司注重技术研发，2017年获得3项发明专利，7项实用新型专利，7项省部级工法；截至2018年3月末，公司拥有国家级工法6项，发明专利14项，实用新型专利93项，主参编国家和行业标准2项。

公司保持较强竞争力和较好的品牌力，业务范围覆盖全国。2017年，公司负责施工的新疆高端人才服务大厦和研发中心（会展中心、办公楼及地下车库）获得鲁班奖，青岛欧亚中心工程和津源信德西青辛口镇一期18MWP渔光互补光伏发电项目获得国家优质工程奖，橡树湾四期项目获得中国土木工程詹天佑奖。

依托较强的施工能力，公司的项目承接能力较强，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

公司主要业务模式仍为施工总承包模式，公司获得项目的方式主要有两种，一种是与大型房地产开发商进行长期战略合作，主要合作开发商包括碧桂园，万科等企业。公司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。另一种是与政府合作，通过公开招投标的方式获取项目，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取该种方式获取项目，主要客户为政府单位及城投公司等。

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。2017年公司新签合同金额为576亿元，较上年增长13.61%，为当年营业收入的1.97倍，其中亿元以上项目合同金额496亿元，同比增长13.50%，占新签合同总额的86.11%，与上年基本持平；新接施工面积为2,356万平方米，较上年增长29.95%，公司新接订单规模保持增长态势，项目承接能力较强。

截至2018年3月末，公司在建项目507个，未完成施工面积4,167万平方米，未完成施工合同金额425亿元，在手工程项目较为充足，规模较大，为公司未来收入提供了较好保障。

表3 近年来公司新签合同情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
当年新签合同金额（亿元）	52	576	507
亿元以上项目数量（个）	15	172	132
其中：亿元以上项目合同金额（亿元）	44	496	437
当年新接施工面积（万平方米）	191	2,356	1,813
期末在建项目数量（个）	507	771	681
期末未完成施工面积（万平方米）	4,167	4,083	4,741
期末未完成施工合同金额（亿元）	425	576	512

注：新签合同统计中，包括公司股东（主要为建筑公司）签订的合同，下同。

资料来源：公司提供，鹏元整理

从新签合同的地区分布来看，公司的业务分布较广，以江苏片区、天津片区、东北片区、上海片区、北京片区和山东片区为主，2017年以上地区新签合同金额占新签合同总金额的96.86%，较上年略有提高；其中，江苏片区和上海片区占比进一步提高，2017年江苏片区和上海片区新签合同金额合计占比为45.89%，同比提高1.21个百分点。总体来看，较为分散的地区分布有利于减少区域市场波动引起的风险。

表4 近年来公司新签合同地区分布情况（单位：亿元）

地区	2018年1-3月		2017年		2016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
江苏片区	18.26	35.12%	199.93	34.71%	175.52	34.62%
天津片区	9.04	17.38%	99.99	17.36%	89.13	17.58%
东北片区	8.87	17.05%	100.68	17.48%	87.81	17.32%
上海片区	5.39	10.36%	64.4	11.18%	51.02	10.06%
北京片区	4.65	8.94%	50.4	8.75%	45.17	8.91%
山东片区	4.07	7.83%	42.51	7.38%	39.85	7.86%
西南片区	0.37	0.72%	3.63	0.63%	3.95	0.78%
其他	1.35	2.60%	14.46	2.51%	14.55	2.87%
合计	52	100.00%	576	100.00%	507	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司施工面积保持增长，收入区域进一步集中于江苏周边区域

施工方面，2017年公司施工面积保持增长，全年施工面积为5,785万平方米，较上年增加14.04%；竣工面积为1,102万平方米，较上年增长34.88%。

表5 近年来公司施工及竣工面积情况（单位：万平方米）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
施工面积	4,192	5,785	5,073

竣工面积	25	1,102	817
------	----	-------	-----

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司收入区域分布较为分散，2017年公司工程施工收入进一步集中于江苏片区，天津片区和东北片区收入占比均有所下降。2017年，江苏片区实现收入140.30亿元，同比增长37.18%，占比提高13.20个百分点；天津片区和东北片区合计实现收入77.68亿元，同比下降22.56%，占比下降7.58个百分点，未来需持续关注天津和东北地区经济发展变化对公司业务带来的影响。

表6 公司工程施工收入的区域构成情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
江苏片区	307,586.03	45.80%	1,403,038.37	48.06%	1,022,766.78	34.86%
天津片区	87,641.87	13.05%	390,608.68	13.38%	479,696.98	16.35%
东北片区	88,917.88	13.24%	386,229.66	13.23%	523,412.49	17.84%
上海片区	61,785.84	9.20%	256,902.57	8.80%	293,686.04	10.01%
北京片区	45,802.11	6.82%	163,483.46	5.60%	264,933.56	9.03%
山东片区	46,406.54	6.91%	151,806.07	5.20%	212,709.67	7.25%
西南片区	6,380.06	0.95%	26,566.06	0.91%	26,698.73	0.91%
其他	27,064.89	4.03%	140,712.54	4.82%	110,022.24	3.75%
合计	671,585.22	100.00%	2,919,347.41	100.00%	2,933,926.49	100%

资料来源：公司提供，鹏元整理

在宏观经济增速下滑的环境下，建筑行业结算放缓，未来公司的回款存在一定的不确定性，公司未完工订单规模较大，面临较大的资金压力

施工结算方面，对于非BT项目，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；施工期间按月进度结算，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。对于BT项目，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。整体来看，由于BT项目客户主要为政府平台类公司，回款周期较长，这种结算模式下公司面临一定的垫资压力。同时我们注意到，随着宏观经济增速放缓及房地产调控政策的升级，房地产开发商销售放缓且融资渠道受阻，建筑业整体结算将放慢，未来公司的回款存在一定的不确定性。

截至2018年3月末，公司未完成施工合同金额为425亿元，规模较大，未来面临较大的垫资压力；公司主要在建项目包括哈尔滨国际农业博览中心世贸花园国际公寓项目01地块、上海世贸投资集团永嘉世贸中心、哈尔滨国际农业博览中心项目（北区）施工总承包等项目，合同金额合计为132.56亿元，已投资56.10亿元，未来预计尚需投入72.25亿元（按公司综合毛利率为5.50%推算）；此外，公司承建了内蒙乌海东山棚户区改造、浙江长兴美丽小镇、新疆维稳综合训练基地等6个PPP项目，共计合同额约30亿元。整体来看，公司未完工项目投资规模较大，面临较大的资金压力。

表7 截至2018年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	已投资额	开工时间	竣工时间
哈尔滨国际农业博览中心世贸花园国际公寓项目 01 地块	15.14	1.20	2017.1.25	2019.12.30
上海世贸投资集团永嘉世贸中心	15.00	4.50	2015.7.23	2018.6.9
哈尔滨国际农业博览中心项目（北区）施工总承包	15.00	9.00	2015.5.29	2018.12.31
保华地产大连公司大连信托证券大厦	13.82	8.30	2014.9.16	2018.11.30
镇江高发校投资建设发展集团有限公司江苏大学京江校区项目	13.65	5.20	2017.1.1	2019.8.31
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	11.50	2014.11.1	2018.12.31
长兴住房和城乡建设长兴美丽城镇一、二标段	11.1	0.60	2017.9.15	2019.12.31
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	5.50	2014.4.18	2019.3.31
启东崇和置业有限公司启隆乡新村沙 C-11 地块	9.68	0.80	2017.5.1	2021.2.28
亿利国际生态岛 57A、58B 地块住宅项目及展示中心	8.80	5.90	2015.6.10	2018.12.31
鄂尔多斯市凯创城市之巔一区一四区项目	8.00	3.60	2016.3.20	2019.10.31
合计	132.56	56.10	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年和2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。合并范围方面，2017年公司合并范围子公司增加9家，具体见表1。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，但以应收款项及存货为主，近半数货币资金受限，资金被占

用规模较大，未来需关注应收款项回收风险，资产流动性一般

随着业务的发展及公司加大融资力度，公司资产规模进一步增长。截至2018年3月末，公司资产总额为392.19亿元，较2016年末增长9.82%；公司资产结构较为稳定，仍以流动资产为主，流动资产占资产总额比重为98.51%。

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。2017年末货币资金余额为37.19亿元，较2016年末增长48.14%，新增主要来源于银行存款的增加，其中使用受限的货币资金17.30亿元，主要为保证金，占货币资金余额的46.52%，受限比例较高。

应收账款主要系应收客户的工程款，随着公司业务规模增加而增加，2017年末应收账款账面价值为104.68亿元，较2016年末增长20.46%；2018年3月末，随着陆续回款，公司应收账款规模下降至82.11亿元。从应收对象来看，2017年末公司应收账款余额前五名应收对象分别为镇江市高校投资建设发展（集团）有限公司、天津市西青区大寺镇门道口村民委员会、朝阳宏达房地产开发有限公司、启东华康城东花苑房地产开发有限公司、凯创房地产开发有限公司，欠款金额合计占应收账款总额的19.28%，集中度较上年有所提高，账龄以1年以内为主。公司应收账款按余额百分比计提坏账，2017年末已计提5.51亿元的坏账准备。整体来看，公司应收账款规模较大，资金被占用规模较大，需持续关注其回收风险。

其他应收款主要为公司与关联方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，资金拆借收取一定的利息，2017年末其他应收款账面价值为126.53亿元，规模持续增加，主要是由于部分银行的授信向公司集中而实际用款主体为各参股公司及项目部，公司对各参股公司及项目部的经营支持力度增加所致；2018年3月末，随着部分款项的收回，公司其他应收款规模下降至97.55亿元。从应收对象上看，前五名应收对象分别为江苏南通二建集团东佳建设工程有限公司、江苏南通二建集团东越建设工程有限公司、江苏南通二建集团东邦建设工程有限公司、江苏南通二建集团第三建筑安装工程有限公司和江苏中润建设集团第一建筑有限公司，合计占其他应收款总额的27.15%，集中度有所下降。公司其他应收款规模较大，占用大量资金，且应收对象包含部分小型建筑企业，抗风险能力较弱，2017年末公司其他应收款已计提6.70亿元坏账准备，未来需关注其回收风险。

公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算款项，其他为原材料和周转材料，规模相对较小。2017年末存货账面价值为211.45亿元，较上年大幅增长53.35%，其中建造合同形成的已完工未结算款项204.06亿元，同比增长51.77%，大幅增长主要是由于客户资金压力较大导致结算进度较慢所致。我们注意到，我国房地产调控政策不断升级，融资渠道的

收缩将影响房地产企业的再融资，房地产企业的资金周转压力加大，在国内房地产商资金面趋紧的环境下，公司应收账款和已完工未结算款项存在一定回收风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	264,306.12	6.74%	371,904.08	7.47%	251,048.24	7.03%
应收账款	821,143.26	20.94%	1,046,753.70	21.03%	868,997.42	24.33%
其他应收款	975,472.87	24.87%	1,265,262.21	25.41%	999,097.87	27.98%
存货	1,712,863.99	43.67%	2,114,467.38	42.47%	1,378,854.44	38.61%
流动资产合计	3,863,601.37	98.51%	4,915,981.13	98.74%	3,514,305.50	98.40%
资产总计	3,921,867.03	100.00%	4,978,497.06	100.00%	3,571,269.83	100.00%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司运营效率下降，运营压力加重

2017年，公司结算速度和现金回笼速度均放缓，应收账款和存货规模增长较快，应收账款周转率及存货周转率均呈下降趋势。2017年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为118.12天和229.07天，较上年增加10.37天和64.93天；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。2017年公司净营业周期持续延长至195.22天，较2016年增长48.75天。未来几年随着建筑行业增速的放缓、房地产企业现金流的紧缩，公司的净营业周期可能会持续保持上升趋势。公司总资产周转天数持续提升，2017年已达到527.16天，整体资产周转效率明显下降。与建筑业可比公司对比来看，公司净营业周期处于较高水平，公司运营压力有所加重。

整体来看，2017年公司资产运营效率呈下降趋势，运营压力有所加重。

表9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	118.12	107.75
存货周转天数	229.07	164.14
应付账款周转天数	151.97	125.42
净营业周期	195.22	146.47
流动资产周转天数	519.79	413.06
固定资产周转天数	1.35	2.09
总资产周转天数	527.16	421.03

资料来源：公司2016年和2017年审计报告，鹏元整理

表10 2017年建筑施工上市公司运营效率指标（单位：天）

项目	龙元建设 (600491)	中国建筑 (601668)	上海建工 (600170)	宁波建工 (601789)	平均
应收账款周转天数	180.59	47.19	47.56	88.75	91.02
存货周转天数	279.11	196.53	198.69	116.50	197.71
应付账款周转天数	257.63	159.44	110.55	118.51	161.53
净营业周期	202.07	84.28	135.70	86.74	127.20
流动资产周转天数	529.41	382.98	382.98	288.00	395.84
固定资产周转天数	10.86	11.00	18.75	17.32	14.48
总资产周转天数	654.55	500.00	467.53	330.28	488.09

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持平稳，期间费用削弱公司盈利能力，盈利规模有所下滑

2017年公司经营保持稳定，全年实现营业收入291.93亿元，基本与2016年持平。公司为老牌建筑企业，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增长，预计未来建筑施工收入将保持稳定。毛利率方面，公司综合毛利率为5.97%，略有提高，但与同行业相比仍处于较低水平。期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2017年公司管理费用保持增长，主要为职工薪酬及办公费等；公司拆借较大规模的资金给关联方并收取利息，利息收入冲减了财务费用，2017年拆借利息收入下降幅度较大，财务费用大幅增加。受此影响，期间费用率提升至1.00%，同比提高1.74个百分点，削弱了公司盈利规模。2017年，公司实现利润总额11.03亿元，同比下降17.14%。

总体来看，2017年公司收入规模保持稳定，但盈利规模有所下滑。

表11 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	671,585.22	2,919,347.41	2,933,926.49
营业利润	34,959.92	110,497.01	131,678.47
利润总额	35,540.46	110,319.06	133,131.61
净利润	26,655.34	80,968.78	98,953.32
综合毛利率	6.35%	5.97%	5.22%
期间费用率	0.87%	1.00%	-0.74%
营业利润率	5.21%	3.78%	4.49%
总资产回报率	-	3.31%	4.56%
净资产收益率	-	7.24%	9.50%
营业收入增长率	-	-0.50%	0.35%

净利润增长率	-	-18.17%	-18.35%
--------	---	---------	---------

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

表12 建筑施工上市公司近年综合毛利率情况

公司名称	2017年	2016年	2015年
龙元建设（600491）	8.39%	8.47%	8.69%
中国建筑（601668）	10.49%	10.10%	12.44%
上海建工（600170）	10.47%	10.22%	9.02%
宁波建工（601789）	7.04%	7.60%	9.48%
平均	9.10%	9.10%	9.91%

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，目前在建项目规模较大，未来仍面临一定资金压力

2017年公司盈利规模下降，同时随着业务的发展，公司结算及回款速度放缓，营运资本投入大幅增加，经营活动现金净流出6.81亿元，经营活动变现较差。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，近年房地产企业去库存化趋缓、融资渠道受限，现金流趋紧，将对公司未来经营活动现金流状况产生一定的影响，且目前公司所承接的工程规模较大，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。

公司投资活动主要为理财产品投资及赎回，2017年，公司投资活动现金净流出2.65亿元。随着业务的发展，公司进一步加大了对外融资，2017年公司通过银行借款共获得现金流入58.84亿元，同时保持了较大规模的债务偿还和利息支出，公司筹资活动净流入10.23亿元。

表13 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	80,968.78	98,953.32
营运资本变化	-174,762.74	-54,690.67
其中：存货减少（减：增加）	-735,612.94	-221,991.53
经营性应收项目的减少（减：增加）	-498,607.40	13,419.49
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,059,457.60	153,881.37
经营活动产生的现金流量净额	-68,080.25	13,584.49
投资活动产生的现金流量净额	-26,450.21	28,215.41
筹资活动产生的现金流量净额	102,253.92	58,532.72
现金及现金等价物净增加额	7,723.47	100,332.62

资料来源：公司2016年和2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，偿债压力较大，债务结构有待改善

受益于近年自身利润的累积，公司资本实力逐渐增强，所有者权益保持增长。截至2018年3月末，公司所有者权益合计为117.83亿元，较2016年增长8.52%。同时，公司进一步加大融资力度，负债总额也继续快速增长，截至2018年3月末，公司负债总额为274.36亿元，较2016年增长10.38%。总体来看，公司产权比率整体上有所提高，资产负债率提高至69.96%。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	2,743,552.18	3,826,837.56	2,485,510.04
所有者权益	1,178,314.85	1,151,659.50	1,085,759.79
产权比率	232.84%	332.29%	228.92%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构看，公司的负债主要由流动负债构成，2018年3月末流动负债占负债总额的比重达94.79%，债务结构有待改善。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债构成。2017年末，短期借款余额为45.70亿元，同比增长15.81%，其中信用借款21.21亿元、保证借款17.49亿元、质押借款6.49亿元。应付票据余额为21.98亿元，同比增长67.99%，公司为节省财务成本，对外支付材料款时尽量以承兑汇票支付。应付账款主要系应付工程款、劳务费、材料款等，2017年末应付账款余额为138.38亿元，同比大幅增长48.19%，主要为1年以内（含）应付账款。预收款项为收到的工程施工款，2017年末余额为18.79亿元。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、参股公司之间的往来款等，2017年末余额为110.04亿元，同比大幅增长97.18%，新增主要来自于关联方往来款的大幅增加，其中规模较大的应付对象为江苏南通二建集团长盛建筑安装工程有限公司、江苏南通二建集团第九建筑安装工程有限公司、江苏南通二建集团东林建设工程有限公司及江苏中润建设集团东洲建筑有限公司。2017年末，公司一年内到期的非流动负债全部为即将到期的应付债券；其他流动负债为发行的短期融资券，规模3亿元。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2017年末，公司新增长期借款7.79亿元，其中抵押借款3.10亿元、保证借款4.69亿元。应付债券账面余额为6.50亿元，包括本期债券4.50亿元和中期票据2.00亿元。

表15 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	463,580.00	16.90%	457,019.08	11.94%	394,632.72	15.88%
应付票据	196,260.00	7.15%	219,802.33	5.74%	130,840.00	5.26%
应付账款	932,141.31	33.98%	1,383,798.35	36.16%	933,801.55	37.57%
预收款项	89,587.04	3.27%	187,937.64	4.91%	89,283.84	3.59%
其他应付款	678,675.92	24.74%	1,100,428.92	28.76%	558,072.04	22.45%
一年内到期的非流动负债	45,000.00	1.64%	45,000.00	1.18%	45,000.00	1.81%
其他流动负债	30,000.00	1.09%	30,000.00	0.78%	0.00	0.00%
流动负债合计	2,600,652.18	94.79%	3,683,937.56	96.27%	2,394,909.45	96.35%
长期借款	77,900.00	2.84%	77,900.00	2.04%	0.00	0.00%
应付债券	65,000.00	2.37%	65,000.00	1.70%	90,000.00	3.62%
非流动负债合计	142,900.00	5.21%	142,900.00	3.73%	90,600.60	3.65%
负债合计	2,743,552.18	100.00%	3,826,837.56	100.00%	2,485,510.04	100.00%
其中：有息债务	877,740.00	31.99%	894,721.41	23.38%	660,472.72	26.57%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

有息债务方面，截至2018年3月末，公司有息债务规模达87.77亿元，较2016年末大幅增长32.90%，占负债总额的31.99%，规模大幅增加，偿债压力较大；其中短期有息债务73.48亿元，占有息债务总额的83.72%，集中偿付压力较大。

从主要偿债指标来看，2018年3月末公司资产负债率为69.96%，继续保持在较高水平；2017年末公司流动比率和速动比率分别为1.33和0.76，均较2016年末有所下降，且考虑到流动资产中存在较大规模的往来款，收回时间具有一定不确定性，公司短期偿债压力较大。近年公司盈利状况持续下滑，EBITDA规模下降，同时保持较大规模的利息支出，EBITDA利息保障倍数进一步下降，公司盈利对本息偿付保障程度下降。目前公司所承接的项目尚需投资金额较大，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金，未来负债规模可能进一步攀升，其财务安全性也将受到一定影响。

表16 近年公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	69.96%	76.87%	69.60%
流动比率	1.49	1.33	1.47
速动比率	0.83	0.76	0.89
EBITDA（万元）	-	143,471.83	158,524.90
EBITDA 利息保障倍数	-	3.21	4.24
有息债务/EBITDA	-	6.03	4.17

债务总额/EBITDA	-	26.67	15.68
经营性净现金流/流动负债	0.00	-0.02	0.01
经营性净现金流/负债总额	0.00	-0.02	0.01

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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持续提升本期债券的安全性

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。

截至2017年12月31日，启东城投注册资本和实收资本仍为58,000.00万元，控股股东为启东市国有资产监督管理办公室，实际控制人为启东市人民政府。

截至2017年12月31日，启东城投资产总额为304.31亿元，所有者权益合计为131.92亿元，资产负债率为56.65%；2017年度，启东城投实现营业收入15.76亿元，利润总额2.66亿元，经营活动现金净流入5.43元。

作为启东市重要的城市基础设施投融资和建设主体之一，启东城投主要从事启东市内的基础设施建设、供水及污水处理等业务。2017年工程项目建设业务仍是启东城投最重要的收入来源，占当年度营业收入的比重为95.62%。由于确认的回购项目较多，2017年启东城投实现营业收入15.76亿元，较上年增长6.60%。毛利率方面，启东城投工程项目业务毛利率较上年进一步下降，以致启东城投综合毛利率为11.24%，较上年下降1.64个百分点。

表17 2016-2017年启东城投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目建设	150,710.60	10.44%	142,809.76	12.83%
供水及污水处理	4,397.72	32.01%	3,928.58	5.13%
材料销售、安装修理劳务	1,335.62	28.03%	725.40	18.83%
租赁	391.55	100.00%	228.47	100.00%
其他	779.46	-24.62%	162.27	100.00%
合计	157,614.95	11.24%	147,854.48	12.88%

资料来源：启东城投2016-2017年审计报告

表18 2015-2017年启东城投主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	3,043,085.06	2,818,469.31	2,489,841.11

所有者权益合计（万元）	1,319,226.66	1,281,819.73	1,252,037.85
有息债务（万元）	1,221,194.10	1,000,571.00	879,404.60
资产负债率	56.65%	54.52%	49.71%
流动比率	4.22	5.62	3.49
营业收入（万元）	157,614.95	147,854.48	164,452.98
其他收益（万元）	18,105.07	-	-
营业外收入（万元）	41.20	18,382.80	38,231.36
利润总额（万元）	26,604.08	24,250.83	46,963.91
综合毛利率	11.24%	12.88%	14.26%
EBITDA（万元）	30,005.14	34,189.63	58,830.16
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.40	0.80
经营活动现金流净额（万元）	54,336.98	-262,942.71	-215,669.83

资料来源：启东城投2015-2017年审计报告

整体来看，2017年，启东市经济继续保持较快增长，为启东城投发展提供了较好的外部环境；启东城投继续获得较大力度的外部支持，启东城投在建项目投资规模较大，工程项目建设业务未来持续性较好。同时，鹏元也关注到启东城投在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；启东城投资产中存货、在建工程和应收政府部门等单位的款项合计占比较高，存货中部分资产已融资抵押，应收政府部门等单位的款项规模较大且存在一定资金占用情况，整体资产流动性一般；启东城投有息债务规模进一步攀升，面临较大的债务偿还压力；启东城投对外担保余额较大，存在一定的或有负责风险。

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，提升本期债券的安全性。

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外提供的未到期担保金额合计为23.95亿元，占同期公司所有者权益的20.79%。总体上看，公司对外担保金额较大，对关联方担保金额较大，且担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，存在一定的或有负债风险。此外，截至2017年末，公司存在较多的未决诉讼，存在一定的司法风险。

八、评级结论

受我国宏观经济增速放缓的影响，我国建筑业面临较大下行压力；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；钢材、水泥等建筑材料价格明显反弹，给建筑企业带来一定成本控制压力。

公司工程承接能力仍然较强，在手工程项目充足，2017年公司新签合同金额、新接施工面积为均保持增长态势，项目承接能力较强；公司在建项目施工面积和未完成施工合同金额规模较大，在手工程项目较为充足，为公司未来收入提供了较好保障；启东城投整体经营状况良好，经鹏元评定，2017年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连带责任保证担保能够继续提升本期债券的安全性。

同时，我们也关注到公司主业盈利能力与同行业相比仍处于较低水平；应收款项和存货中建造合同形成的已完工未结算资产规模较大，存在一定的坏账风险；近半数货币资金受限，其他应收款规模较大，主要为与关联方等之间的资金拆借，存在一定的回收风险；地产及基建投资放缓，公司结算及回款速度放缓；公司有息债务规模大幅增加，偿付压力较大，债务结构有待改善以及存在一定或有负债风险等风险因素。

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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	264,306.12	371,904.08	251,048.24	201,268.46
应收票据	13,104.67	19,161.64	8,262.28	5,569.06
应收账款	821,143.26	1,046,753.70	868,997.42	887,253.16
预付款项	55,317.65	68,039.32	2,148.45	215.03
其他应收款	975,472.87	1,265,262.21	999,097.87	948,514.30
应收股利	4,392.80	4,392.80	4,096.80	0.00
存货	1,712,863.99	2,114,467.38	1,378,854.44	1,156,862.91
其他流动资产	17,000.00	26,000.00	1,800.00	18,750.86
流动资产合计	3,863,601.37	4,915,981.13	3,514,305.50	3,218,433.78
非流动资产：				
可供出售金融资产	10,677.38	10,677.38	10,677.38	20,171.03
长期股权投资	6,109.04	6,109.04	6,215.14	367.59
固定资产	10,938.42	10,822.98	11,067.97	22,923.57
在建工程	134.10	134.10	132.56	-
无形资产	1.00	1.00	5.37	8.89
长期待摊费用	736.13	736.13	640.20	295.86
递延所得税资产	26,342.34	30,532.94	25,385.26	24,813.63
其他非流动资产	3,327.25	3,502.37	2,840.46	4,401.91
非流动资产合计	58,265.66	62,515.93	56,964.33	72,982.48
资产总计	3,921,867.03	4,978,497.06	3,571,269.83	3,291,416.26
流动负债：				
短期借款	463,580.00	457,019.08	394,632.72	305,060.00
应付票据	196,260.00	219,802.33	130,840.00	286,987.81
应付账款	932,141.31	1,383,798.35	933,801.55	1,003,782.36
预收款项	89,587.04	187,937.64	89,283.84	3,624.86
应付职工薪酬	104,824.33	150,121.25	130,106.76	106,215.35
应交税费	51,954.90	99,100.17	104,478.37	144,649.83
应付利息	3,187.66	5,288.79	3,253.14	3,684.31
应付股利	5,441.02	5,441.02	5,441.02	5,441.02
其他应付款	678,675.92	1,100,428.92	558,072.04	298,848.24
一年内到期的非流动负债	45,000.00	45,000.00	45,000.00	0.00
其他流动负债	30,000.00	30,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,600,652.18	3,683,937.56	2,394,909.45	2,158,293.79
非流动负债：				

长期借款	77,900.00	77,900.00	0.00	30,000.00
应付债券	65,000.00	65,000.00	90,000.00	105,000.00
预计负债	-	-	600.60	-
非流动负债合计	142,900.00	142,900.00	90,600.60	135,000.00
负债合计	2,743,552.18	3,826,837.56	2,485,510.04	2,293,293.79
所有者权益(或股东权益):				
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	126,060.12	126,060.12	109,707.58	90,150.10
未分配利润	1,011,063.49	984,474.79	935,729.63	868,347.38
归属于母公司所有者权益合计	1,170,261.21	1,143,672.51	1,078,574.82	991,635.09
少数股东权益	8,053.64	7,987.00	7,184.97	6,487.38
所有者权益合计	1,178,314.85	1,151,659.50	1,085,759.79	998,122.47
负债和所有者权益总计	3,921,867.03	4,978,497.06	3,571,269.83	3,291,416.26

注：2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	671,585.22	2,919,347.41	2,933,926.49	2,923,624.01
营业成本	628,937.51	2,745,031.15	2,780,779.83	2,613,150.26
营业税金及附加	2,404.76	12,261.89	42,122.18	96,982.52
管理费用	4,052.68	20,588.44	13,004.61	14,486.48
财务费用	1,805.12	8,525.59	-34,848.98	-10,561.52
资产减值损失	0.00	22,765.34	2,228.18	47,461.70
其他经营收益	574.75	322.01	1,037.80	221.22
营业利润	34,959.92	110,497.01	131,678.47	162,325.79
加：营业外收入	580.74	866.43	6,986.54	114.82
减：营业外支出	0.20	1,044.38	5,533.39	572.02
利润总额	35,540.46	110,319.06	133,131.61	161,868.58
减：所得税	8,885.11	29,350.28	34,178.29	40,682.47
净利润	26,655.34	80,968.78	98,953.32	121,186.12

注：2015年财务数据来源于2016年审计报告期初数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	603,706.97	2,981,724.65	3,086,041.39	2,435,429.42
收到其他与经营活动有关的现金	0.00	350,082.80	261,252.08	121,878.26
经营活动现金流入小计	603,706.97	3,331,807.45	3,347,293.47	2,557,307.68
购买商品、接受劳务支付的现金	548,137.28	2,754,765.86	2,753,816.08	1,485,180.03
支付给职工以及为职工支付的现金	31,581.49	309,675.95	404,126.34	401,224.07
支付的各项税费	32,596.89	177,392.00	166,854.65	136,598.69
支付其他与经营活动有关的现金	0.00	158,053.87	8,911.90	413,008.98
经营活动现金流出小计	612,315.65	3,399,887.69	3,333,708.98	2,436,011.77
经营活动产生的现金流量净额	-8,608.68	-68,080.25	13,584.49	121,295.91
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	11,800.00	16,950.00	70.00
取得投资收益收到的现金	0.00	332.10	272.47	172.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	14,707.22	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	4,000.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	12,132.10	35,929.70	242.27
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	96.57	2,382.31	7,514.28	8,508.96
投资支付的现金	0.00	36,200.00	200.00	19,750.00
投资活动现金流出小计	96.57	38,582.31	7,714.28	28,258.96
投资活动产生的现金流量净额	-96.57	-26,450.21	28,215.41	-28,016.69
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	600.00	100.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	600.00	100.00	0.00
取得借款收到的现金	42,140.00	588,419.08	416,632.72	365,060.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	22,715.59	59,017.58	32,836.34
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	42,140.00	611,734.67	475,750.30	397,896.34
偿还债务支付的现金	26,290.00	423,132.72	379,800.00	320,490.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,467.96	44,748.03	37,417.58	27,454.56
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	41,600.00	0.00	136,390.39
筹资活动现金流出小计	38,757.96	509,480.75	417,217.58	484,334.95
筹资活动产生的现金流量净额	3,382.04	102,253.92	58,532.72	-86,438.62
汇率变动对现金的影响				-

现金及现金等价物净增加额	-5,323.22	7,723.47	100,332.62	6,840.60
--------------	-----------	----------	------------	----------

注：2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	80,968.78	98,953.32	121,186.12
加：资产减值准备	22,765.34	2,228.18	47,461.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,879.56	1,860.79	4,950.02
无形资产摊销	4.56	0.07	2.22
长期待摊费用摊销	154.04	256.97	1,328.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	32.41	1.47
固定资产报废损失	155.49	0.00	0.00
财务费用	8,399.02	-33,447.16	-19,082.52
投资损失	-322.01	-1,037.80	-221.22
递延所得税资产减少	-5,147.69	-571.63	-11,848.34
存货的减少	-735,612.94	-221,991.53	432,559.69
经营性应收项目的减少	-498,607.40	13,419.49	-813,982.10
经营性应付项目的增加	1,059,457.60	153,881.37	358,940.60
间接法-经营活动现金流量净额差额(合计平衡项目)	-2,174.60	0.00	0.00
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-68,080.25	13,584.49	121,295.91

注：2015年财务数据来源于2016年审计报告期初数。
 资料来源：公司2016年、2017年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	847,740.00	864,721.41	660,472.72	727,047.81
资产负债率	69.96%	76.87%	69.60%	69.67%
流动比率	1.49	1.33	1.47	1.49
速动比率	0.83	0.76	0.89	0.96
EBITDA（万元）	-	143,471.83	158,524.90	181,902.90
EBITDA 利息保障倍数	-	3.21	4.24	7.15
综合毛利率	6.35%	5.97%	5.22%	10.62%
总资产回报率	-	3.31%	4.56%	5.86%

注：2015年财务数据来源于2016年审计报告期初数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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
产权比率	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 + 长期借款 + 应付债券

附录六 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。