

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)2019 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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【271】号 01

债券简称：
16 南三 01；17 南三 01

债券剩余规模：
20 亿元（其中：16 南三
01：10 亿元，17 南三 01：
10 亿元）

债券到期日期：
第一期：2021 年 10 月 31
日，第二期：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 刘伟强
电话：0755-82871651
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
露于公司官方网站。

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）2019 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	2019 年 06 月 19 日	2018 年 06 月 24 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”）2019 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，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，收入稳步增长；同时我们也注意到公司项目投资规模较大，面临一定的资金压力，应收款项、已完工未结算资产以及 PPP 项目投资款占用较多资金，存在一定的回收风险，有息负债规模增长较快，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、建筑装修装饰工程专业承包壹级等 10 个壹级资质，以及具备对外承包工程和劳务合作经营权和对外援助成套项目施工 A 级实施企业资格。公司施工设备齐全、技术人员配备较好，截至 2019 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 10 项鲁班奖、10 项国优工程奖。
- 公司承接订单能力较强，在手订单较为充足，收入持续性较好。2018 年公司新签合同金额为 257.98 亿元，同比增长 6.44%，为当年营业总收入的 1.14 倍，新接施工面积为 1,132.65 万平方米，同比增长 0.84%；2018 年末公司在建未完工合同金额为 434.95 亿元，同比增长 2.98%，为未来收入提供较好保障。

- **公司收入规模稳步增长，盈利能力仍然较好。**随着业务规模的增长，2018 年公司实现营业收入 225.32 亿元，同比增加 8.54%，其中建筑施工业务收入 220.96 亿元，同比增长 13.71%；公司实现利润总额 14.77 亿元，总资产回报率 6.74%，盈利能力仍然较好。

关注：

- **公司在建项目投资规模较大，存在一定资金压力。**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，2018 年末在建未完工项目共 357 个，截至 2019 年 3 月末，仅针对在建的 20 个重要项目，公司计划 2019 年投资 10.07 亿元，且房地产企业现金流趋紧将导致回款放缓，公司面临一定的资金压力。
- **公司应收款项、已完工未结算资产以及 PPP 项目投资款占用较多资金，存在一定的回收风险。**2018 年末，应收票据及应收账款账面价值为 46.51 亿元，其他应收款账面价值 84.86 亿元，建造合同形成的已完工未结算资产 113.71 亿元，PPP 项目投资款 3.57 亿元，合计占总资产比重为 81.94%，对公司资金形成较大的占用，存在一定的回收风险。
- **公司有息负债规模增长较快，短期偿债压力较大。**2019 年 3 月末公司有息债务规模为 157.60 亿元，较 2017 年末大幅增长 25.14%，占负债总额的 74.36%，规模较大且增速较快；短期有息债务（2019 年 3 月末至 2020 年 3 月末期间到期的债务）规模为 109.16 亿元。公司计划 2019 年 4-12 月还款 98.43 亿元，短期集中偿付压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**2018 年末，公司对外提供的担保总额为 11.89 亿元，占 2018 年末所有者权益的 12.75%，担保对象大多为南通市的建筑民营企业，行业和区域较为集中，均无反担保；2019 年 3 月末，公司尚未了结的诉讼案件合计 105 件，涉及标的金额约 2.47 亿元，部分案件公司在承担违约或赔偿责任后可向第三方追偿，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	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	3,088,600.51	3,034,369.14	2,761,062.69	2,307,942.19
归属于母公司所有者权益合计	955,958.56	929,773.95	840,670.76	695,107.28
有息债务	1,576,042.09	1,096,813.81	1,259,412.35	887,261.66
资产负债率	68.62%	69.26%	69.52%	68.30%
流动比率	1.78	1.70	2.02	1.68
速动比率	1.03	1.01	1.21	1.04
营业总收入	490,945.99	2,253,153.70	2,075,934.83	2,027,787.56
营业利润	34,393.44	147,125.56	186,503.29	109,421.41
净利润	26,137.89	109,719.17	139,772.36	72,852.93
综合毛利率	11.43%	10.55%	11.23%	10.85%
总资产回报率	-	6.74%	8.95%	6.95%
EBITDA	-	203,694.34	235,223.55	151,466.31
EBITDA 利息保障倍数	-	3.19	5.04	4.70
经营活动现金流净额	2,844.69	26,705.97	24,955.64	6,585.58

注：2016年数据采用2017年审计报告期初数，2017年数据采用2018年审计报告期初数。

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019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，票面利率为6.35%，于2017年4月13日发行10亿元公司债券，票面利率为6.80%。

根据公司公告，2019年3月12日，17南三01回售金额0元，且公司选择不上调票面利率。

截至2019年4月01日，“16南三01”募集资金专户余额为114,210.62元；截至2019年4月10日，“17南三01”募集资金专户余额为3,075.86元，余额均系利息。

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2019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。公司前十大股东情况如下表所示。

截至2019年3月末，南通三建控股有限公司持有公司股份90,764万股，已出质2,240.76万股，占南通三建控股有限公司持股总数的2.47%，占公司股份总数的1.80%，且约定在公司上市申报前解除质押。

表 1 截至 2019 年 3 月末公司前十大股东情况（股）

股东名称	持股数量	持股比例
南通三建控股有限公司	907,640,000	73.05%
南通杰创投资管理中心（有限合伙）	59,772,000	4.81%
宁波梅山保税港区逐原投资中心（有限合伙）	50,026,196	4.03%
南通三建慧创投资管理中心（普通合伙）	46,520,000	3.74%
珠海建熠投资管理中心（有限合伙）	41,350,792	3.33%
嘉兴创泽投资合伙企业（有限合伙）	41,350,792	3.33%
南通广丰投资管理中心（有限合伙）	17,812,000	1.43%

³ 未获得实际控制人（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。

蔡峥浩	14,000,000	1.13%
王裕达	12,000,000	0.97%
克拉斯（北京）投资有限公司	10,000,000	0.80%
合计	1,200,471,780	96.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018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，2018年新纳入合并范围的子公司2家，不再纳入合并范围的子公司1家，见下表。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共21家，见附录二所示。

由于部分子公司并未实际生产经营或经营时间不长，经营效益尚未体现。截至2018年末，上海通润园林工程有限公司、江苏沪海科技产业发展有限公司、北京宏泰兴华经贸有限责任公司、江苏南通三建海外劳务有限公司、南通三建建设总承包有限公司、南通三建资产管理有限公司等公司尚未实现营业收入。

表 2 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018 年不再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	不再纳入合并报表的原因
上海首怡企业管理中心（有限合伙）	70.965%	20,000	企业咨询管理等	转让
2018 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
上海通润园林工程有限公司	51.00%	500	园林绿化工程等	投资设立
江苏沪海科技产业发展有限公司	100.00%	2,000	科技产业孵化器	投资设立

资料来源：公司2018年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

三、运营环境

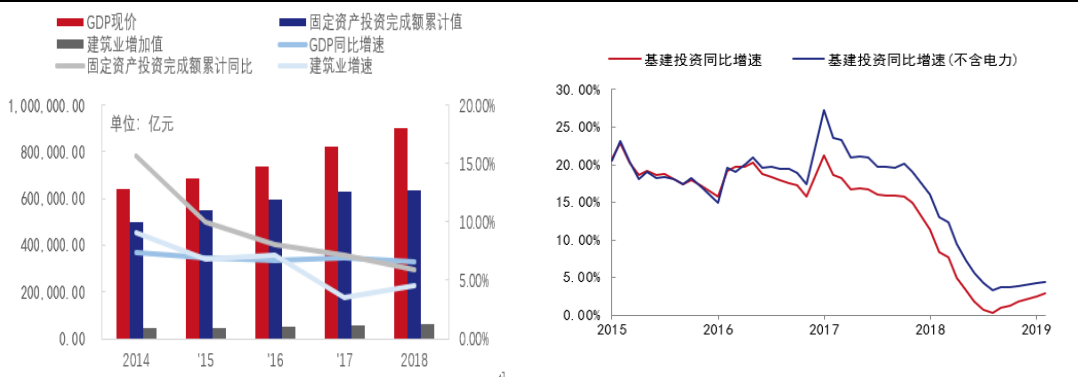
受去杠杆政策、PPP项目清库及融资收紧等因素影响，2018年建筑施工行业景气度有所下滑，但随着基建补短板、“一带一路”等政策的实施，建筑施工行业景气度有望逐步回升

建筑施工业作为建筑业的分支，具有明显的周期性特征，与我国宏观经济形势具有高度相关性。2015年以来，我国GDP增速均处于7%以下，年增速呈下滑趋势；2018年我国GDP总量900,309.50亿元，增长6.6%，增速同比下滑0.3个百分点，2019年国内经济下行压力加大，投资有望发挥经济稳定器的作用。

2018年3月国务院政府工作报告强调“降杠杆、控风险”，叠加PPP模式遭遇严监管及下半年各地政府债务大排查，我国固定资产投资受到较大的限制，2018年我国固定资产投

资完成645,675.00亿元，仅累计同比增长5.90%。从基建投资来看，2018年以来基建投资增速下滑至近年来的最低点，2018年9月基建同比增速仅为3.30%。但从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。随着“基建领域补短板”相关政策出台，2018年10月基建投资增速企稳，但从整体来看2018年基建投资增速下降的趋势。根据《2018年全国固定资产投资发展趋势监测报告及2019年投资形式展望》，2018年基础设施拟建项目数量增长5.3%，为2019年投资平稳运行提供坚实的项目储备基础。随着国家加大支持力度，基础设施投资增速有望逐步回暖。但在2018年基础设施投资增速回落较大、地方政府融资渠道收缩的形势下，预计基础设施投资增长仍有压力。以基建项目落地周期1年左右判断，2019年基建投资有望保持中速增长态势。

图1 近年我国GDP、固定资产投资以及 图2 基础设施建设投资情况
建筑业总产值变化情况



资料来源: wind、国家统计局, 中证鹏元整理

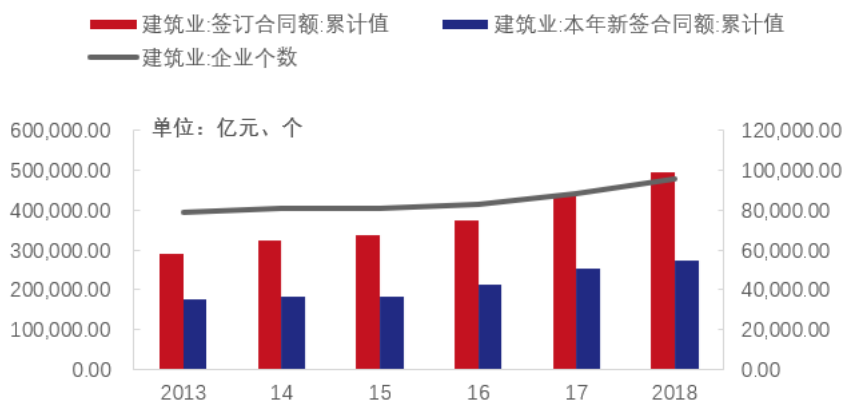
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受宏观经济下行压力、有效投资增长乏力以及金融监管加强等影响，2018年上半年建筑行业景气度有所下滑。2018年下半年以来，国家利好政策频出。2018年6月6日国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议，提出年底前先行取消申请施工许可证时需提交的资金到位证明等一批证明事项；2018年8月14日财政部发布的《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》，提出加快专项债发行进度以及加快专项债资金拨付使用；2018年10月，国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》指出了铁路领域、公路、水运领域、机场领域等八大领域内的重点任务，且将加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度、合理保障融资平台公司正常融资需求以及推进PPP合作项目作为相应配套措施；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；另外，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。

2018年我国建筑业订单增速放缓，年末累计签订合同金额494,409.05亿元，同比增长12.50%，新签合同金额272,854.07亿元，增长7.16%，增速同比下滑12.51个百分点；建筑业行业集中度下滑，年末建筑业企业个数达到95,400.00家，同比增长8.32%，从业人数95,400.00万人，同比增长8.32%；综上，2018年行业整体承压，业绩增速放缓，行业竞争加剧，但是考虑到基建补短板以及“一带一路”战略等实施，预计2019年行业景气度有望缓慢回升。

图3 近年我国建筑施工行业情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

2018年以来房地产市场景气度不佳，且融资环境趋紧，未来房屋建筑市场增长乏力

2018年以来，我国经济面临内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力持续凸显，GDP增长率呈现逐季回落的特征，全年GDP增速为6.6%，同比下降0.2个百分点。2018年房地产调控政策也经历了由紧到边际放松的转变，2018年3月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，8月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10月国务院常务会议明确要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策。中央层面仍坚持调控总基调不变，但2018年10月之后，房地产市场成交开始降温，12月百强房企单月销售金额同比增速已从7月近60%的高位大幅回落至21%左右，土地流拍成为常态。2019年4月中共中央政治局召开会议再次强调：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。预计2019年国内房地产市场景气度仍不乐观。

根据国家统计局数据，2018年全国住宅新开工面积同比增长19.70%，较上年提高9.20个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是2018年初待售面积处

于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，预计 2019 年住宅新开工面积增速回落。房屋竣工方面，由于房地产企业资金压力较大，施工进度和竣工进度均明显滞后，导致 2018 年住宅竣工面积不断缩减，全年较 2017 年减少 8.10%。2019 年 1-4 月房地产企业融资环境有所好转，融资成本有所降低，但 2019 年 4 月中共中央政治局会议再次强调住房不炒。因此，预计对房地产企业资金侧监管仍然存在，2019 年房地产企业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019 年住宅竣工面积增速可能仍然较小。

自 2016 年 11 月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018 年末同比下滑 11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为 57.49 个月，较 2017 年末小幅增加 2.13 个月，广义房屋去化周期开始回升。

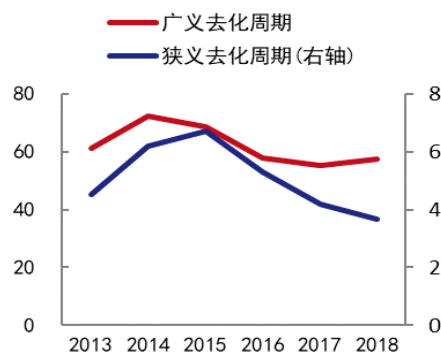
总体来看，2018 年以来房地产市场景气度不佳，且融资环境趋紧，未来房屋建筑市场增长乏力。

图 4 住宅新开工面积和竣工面积增速预计有所回落 (%)



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

图 5 房地产广义去化周期开始延长 (月)



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

随着 PPP 项目进入规范化发展阶段，相关项目落地将会为建筑施工企业提供重要的业绩支撑，但短期内过度投资将可能使企业面临较大信用风险

为了防止地方隐性债务以 PPP 的名义继续野蛮增长，财政部从 2017 年 11 月开始对 PPP 项目库进行了集中清理。2018 年我国 PPP 项目已经逐步规范，全年管理库共清退项目 2,557 个、涉及投资额 3.0 万亿元，自 2018 年下半年，PPP 项目开始进入规范化增长的新阶段，政策对于 PPP 项目开始进行规范引导和支持。2018 年 9 月份，财政部印发了《关于规范推进政府与社会资本合作 (PPP) 工作的实施意见 (征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)，明确了规范的 PPP 项目形成中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务，

在当年及中长期财政预算中安排列支，并提出原则上不再开展完全由政府付费的项目，征求意见稿还要求各地加快项目落地，体现了政府推广 PPP 项目初衷不改。2019 年第一季度，鼓励支持合规 PPP 的政策继续加码，3 月 8 日财政部发布《关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见》（10 号文），明确鼓励提升民企 PPP 项目参与度，引导保险基金及 PPP 投资基金加大项目股权投资力度，同时将投资民企参与项目作为中国 PPP 投资基金绩效考核重要指标，强化支持力度。

表 3 2018 年下半年以来，PPP 政策转向鼓励引导，政府支持力度加大

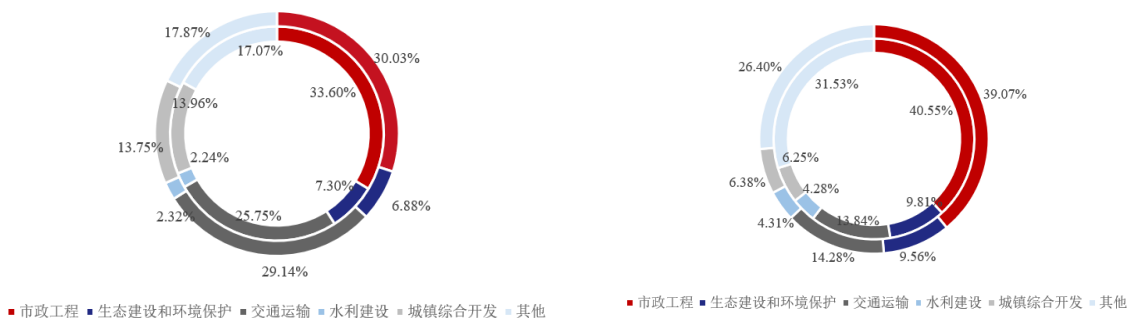
时间	文件	政策内容
2018.09	关于全面实施预算绩效管理的意见	积极开展 PPP、政府采购、政府购买、政府债务项目绩效管理
2018.09	关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）	规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务
2018.10	政府和社会资本合作（PPP）项目奖补资金管理办 法	各级财政部门应当会同相关部门，统筹安排财政资金、国有资产等各类公共资产和资源与社会资本开展平等互惠的 PPP 项目合作
2018.10	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见	鼓励地方依法依规采用 PPP 等方式；对符合规定的 PPP 项目加大推进力度，严格兑现合法合规的政策承诺；推进 PPP 项目发行债券、规范开展资产证券化。
2018.11	关于加强中国政企合作投资基金管理的通知	对民营企业参与的 PPP 项目给予倾斜
2019.03	政府工作报告	适当降低基建项目的资本金投入；建筑业增值税从 10% 降低到 9%；政府带头讲诚信守契约，对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠。
2019.03	财政部关于推进政府与社会资本合作规范发展的实施意见	引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度；鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

我国大力推行 PPP 项目，目的在于推动基础设施建设发展、助力投融资体制改革及减轻地方政府债务负担等，建筑施工企业可依托该模式不断开拓市政设施建设、交通运输以及生态建设和环境保护等板块业务。2018 年我国在清理负面 PPP 项目的同时，继续深化发展正面的 PPP 项目，根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPC）公布的数据，四季度单季新增 PPP 入库规模及落地规模实现由负转正。截至 2018 年 12 月末，PPP 项目管理库入库项目共 8,654 个，同比增加 1,517 个，新增项目主要来源于市政工程（703 个）、生态建设和环境保护（284 个）、交通运输（228 个）等；从存量项目的行业分类来看，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发、水利建设类型项目个数占比合计 73.60%，项目投资额占比合计 82.13%；管理库内落地项目总数为 4,691

个，落地率 54.21%，同比增长 16.0 个百分点。

图 6 PPP 管理库和库内落地项目投资额占比 图 7 PPP 管理库和库内落地项目数占比



数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

数据来源：CPPPC，中证鹏元整理

注 1：图 6 外环代表 PPP 管理库项目数，内环代表 PPP 落地项目投资额；图 7 外环是 PPP 管理库项目投资额，内环是 PPP 落地项目投资额；

注 2：PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段，执行和移交 2 个阶段的项目定义为落地阶段；

注 3：其他包含教育、医疗卫生、文化、科技、养老、保障性安居房等，各类别比例均低于 5%。

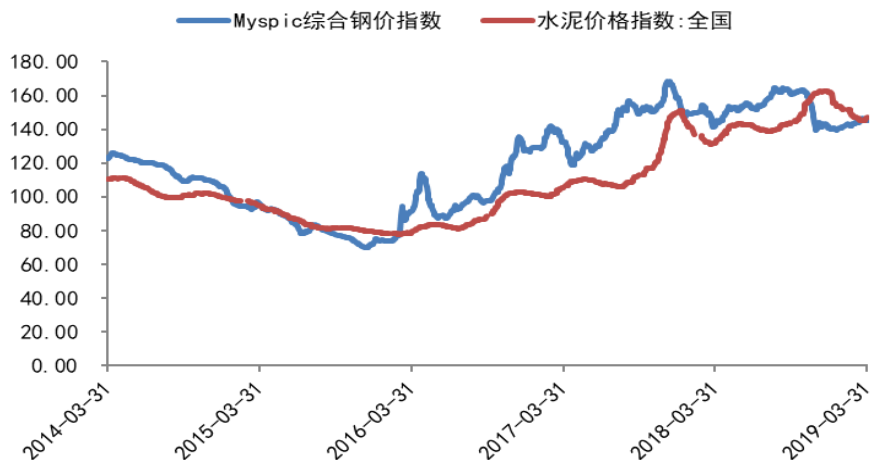
在当前全球经济同步放缓、出口压力加大的背景下，基建稳定器作用将会提升。根据 2019 年政府工作报告，我国将有序推进政府和社会资本合作。PPP 项目涉及市政设施建设、交通运输以及生态环境治理等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为建筑施工企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，当前金融监管趋严，企业面临融资难、融资贵等问题，而 PPP 项目前期垫资规模大，项目回款周期性强等特征会对企业（尤其资金实力相对较弱的民营企业）债务结构提出更高要求，因此适度的 PPP 项目将拓展企业业绩，过度开展 PPP 项目，将为企业带来较大的资金运营风险。另一方面，随着 PPP 项目回归“公私合作”的本源，更加突出经营属性，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。

2018年以来国内钢材和水泥等原材料呈现高位震荡中的上涨态势，建筑企业施工成本增长，运营压力有所增加

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，而钢材和水泥市场价格均具有较强的波动性。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施工成本影响较大，建筑施工的招标承包性质也决定了由建筑企业主要承担建筑材料价格波动的风险。近年政府加大供给侧改革力度，促进了钢铁、煤炭、水泥落后和过剩产能的出清，并通过大规模的基础设施投资建设，提高了市场整体需求。在上游铁矿石原材料溢价效应等诸多因素影响下，2018年以来国内钢材和水泥等原材料价格呈现高位震荡中的上涨态势，使得建筑企业施工成本继续增加，Myspic综合钢价指数由2016年12月的127.74点震荡上涨至2019年3月底的145.21点；水泥价格指数自2016年12月的

102.43点小幅回调后反弹上涨，至2019年3月底的146.71点。虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中约定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上涨的影响，但仍可能因项目施工周期较长、结算时滞等因素遭受损失。近期钢材和水泥价格仍处于高位震荡运行，建筑企业面临一定的运营压力。

图8 近年我国钢铁及水泥价格指数变动情况



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，2018年公司实现营业收入225.32亿元，同比增加8.54%，其中建筑施工业务收入220.96亿元，占营业收入比重为98.06%，同比增长13.71%。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。

毛利率方面，因公司于2017年末转让子公司安徽省路网交通建设集团股份有限公司（以下简称“安徽路网”，主营公路施工）⁴，故2018年道路施工业务收入大幅减少，2018年道路施工系城市和小区道路维修，毛利率较低，受此影响公司综合毛利率也有所下滑。

2019年1-3月，因结算较多毛利率相对较高的项目，故各主营业务毛利率均略有所提升。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑施工	48.24	10.39%	220.96	9.37%	194.32	9.52%
其中：民用	37.76	10.27%	173.31	9.28%	156.65	9.44%
工业	4.84	10.76%	22.13	9.70%	18.96	9.86%
公共设施	3.54	10.69%	16.27	9.61%	13.10	9.77%
其他工程	2.1	11.21%	9.24	9.87%	5.61	9.98%
道路施工	0.13	13.44%	1.06	11.26%	11.27	26.53%
主营业务合计	48.37	10.40%	222.01	9.38%	205.59	10.45%
其他业务	0.73	79.74%	3.3	88.69%	2.00	92.00%
营业收入合计	49.09	11.43%	225.32	10.55%	207.59	11.23%

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

公司施工资质较为全面。截至2019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，同时具备对外承包工程和劳务合作经营权和对外援助成套项目施工A级实施企业资格。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、大连、沈阳等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、路劲地产、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。2018年公司施工建设的“中国石油科技信息楼工程”和“太仓金融大厦”分别获得鲁班奖和国优奖，2019年公司施工建设的“援刚果（金）政府综合办公楼项目”获得境外鲁班奖。截至2019年3月末，公司施工建设的工程累计获得10项鲁班奖、10项国优工程奖，具体如下表；此外，公司还参建了北京奥运会场馆、上海虹桥机场航站楼、东方明珠电视塔、上海金茂大厦、世博会意大利馆、俄罗斯联邦大厦以及科威特皇宫

⁴由于安徽路网计划上市，2017年12月23日公司以6.25亿元的价格转让了安徽路网25%的股权，剩余持有安徽路网30%股权。

等一系列地标性建筑，累计获得55项扬子杯、15项白玉兰杯以及600余项省市优质工程奖，并有上百项被列为“省建筑新技术应用示范工程”。

表5 截至2019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	陞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

资料来源：公司提供

公司的施工设备齐全。截至2019年3月末，公司拥有各类施工设备384台，其中包括塔式起重机166台、施工升降机82台和物料提升机20台等，特种机械设备占比仍约为66%。

公司技术人员配备较好。截至2019年3月末，公司拥有各类技术职称人员2,343人，其中研究员级高级职称员工5人，高级职称员工109人，中级职称658人，初级职称1,571人；公司拥有建造师共计779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4,034人，其中硕士及以上36人，本科673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民营上市建筑施工企业中处于前列，综合竞争力较强。

表6 2018年主要民营上市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	5,148,447.44	1,065,589.64	2,021,276.47	94,292.00
宁波建工	1,459,052.05	303,351.34	1,554,186.40	21,981.15
宏润建设	1,452,902.32	306,780.26	988,825.83	19,800.07
腾达建设	1,123,788.91	441,104.93	351,325.12	-13,477.24
平均	2,296,047.68	529,206.54	1,228,903.46	30,649.00
南通三建	3,034,369.14	932,897.06	2,253,153.70	109,719.17

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、中房、华润等房地产开发公司，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，公司先后承建了也门国家大图书馆和刚果（布）中学等项目。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，2018年公司仅有少量的国外项目，且均系援外项目，具体见附录四。

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。2018年，公司新签合同金额为257.98亿元，同比增长6.44%，为当年营业总收入的1.14倍，新接施工面积为1,132.65万平方米，同比增长0.84%；新接订单仍主要以亿元以上的大额订单为主，公司亿元以上项目合同金额为186.62亿元，占当年新签合同额的比重保持在70%左右；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⁵为主，上述地区新签订单合计占比保持约70%，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25.59亿元和21.13亿元，分别同比增长6.94%和6.18%，占比分别为9.92%和8.19%。总体来看，公司订单多集中于东部沿海发达地区，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。

⁵ 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7 公司新签合同情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
当年新签合同额（亿元）	56.82	257.98	242.37
亿元以上项目数量（个）	21	78	75
亿元以上项目合同金额（亿元）	46.53	186.62	172.68
亿元以上项目占比	81.89%	72.34%	71.25%
当年新接施工面积（万平方米）	276.33	1,132.65	1,123.21
期末未完成施工合同金额（亿元）	436.21	434.95	422.36
其中：国内	428.12	423.83	412.04
国外	8.09	11.12	10.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司新签合同地区分布情况（单位：亿元）

地区	2019年1-3月		2018年		2017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	11.75	20.68%	55.03	21.33%	53.23	21.96%
江苏省	7.56	13.31%	34.10	13.22%	29.14	12.02%
上海市	7.11	12.51%	31.34	12.15%	29.12	12.01%
天津市	6.79	11.95%	30.75	11.92%	29.59	12.21%
河南省	5.89	10.37%	25.59	9.92%	23.93	9.87%
北京市	5.12	9.01%	23.27	9.02%	21.90	9.04%
安徽省	4.58	8.06%	21.13	8.19%	19.9	8.21%
海外	0.9	1.58%	1.98	0.77%	6.28	2.59%
其他	7.12	12.53%	34.79	13.49%	29.28	12.08%
合计	56.82	100.00%	257.98	100.00%	242.37	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司订单较为充足。2018年末，公司在建未完工合同金额为434.95亿元，同比增长2.98%，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，其中亿元以上的主要在建合同金额合计368.98亿元，重要的在建项目如下表。

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2019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	累计已投资	2019年投资计划
宁波恒大河悦府项目主体及配套建设工程	62,000	19,373	12,300
桥谊河东侧经济适用房（拆迁安置房）项目	44,164	1,090	6,600
汝州市城乡一体化示范园区吴洼城中村改造项目	41,785	24,302	6,500
运城市鸿运时代广场	42,000	0	6,500
水园书乡	38,694	18,245	6,000
4-01#员工集体宿舍等 16 项（北京中科创新置业有限公司中科创新园项目）	38,164	0	5,000
3-01#生产厂房等 18 项（中科创新园项目）	36,682	1,200	5,200
博翠苑	34,775	2,200	5,000
徐州国际学术交流中心工程	33,480	4,000	4,050
浦东空港保税物流园区 A1-1 地块物流项目总承包工程	31,982	0	11,100
淄博绿城百合花园郁金香园地块建安工程	31,804	2,000	4,770
临政储出（2017）18 号地块项目建筑安装（PC）	28,546	4,555	4,300
红桥区孟春里总包工程	27,202	1,500	878
江西省鄱阳湖博物馆项目 EPC	20,173	0.00	3,500
梅州保利公园里 C 地块项目二标段	17,181	5,705	3,200
中欧制造国际企业港（一期）建设项目三标段	13,593	4,000	3,000
中国矿业大学大学生创新训练中心工程	13,566	4,900	2,900
南京软件园公租房（人才公寓）二期项目	12,286	200	4,200
漯河经济技术开发区液压配套产业园标准化厂房	10,630	1,700	3,398
濂溪区第三小学（设计、施工一体化）EPC 项目	9,600	0	2,300
合计	588,307	94,970	100,696

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，但仍面临一定的资金压力

国内项目工程款结算的付款条件按合同约定进行，2018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⁶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⁷90%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。2018年末在建合同中的恒大新模式合同金额较少，自2018年起，针对恒大新签订的合同采用此模式，2018年新签恒大合同金额66.28亿元。

3.对于PPP项目，公司参与的 PPP 项目且处于建设期的有2个，分别为海门市北部新城综合建设PPP项目⁸和海门大学科技园PPP项目⁹（即睿公湖科创中心项目）。公司以自有资金形式投入 SPV 公司，截至2018年末已投入共计 3.57 亿元，体现在其他非流动资产和可供出售金融资产，SPV公司均不并表，公司未来除注册资本金外无需再对其投入资金。运营期间SPV公司的收入与公司无关，公司通过政府股权回购模式回款。具体约定为在SPV公司成立满 11 年后，政府向SPV公司一次性回购股权（期间可提前回购股权）。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以及公司未来新PPP项目的投资计划。

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。

2018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维持18%左右。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

⁶ 恒大指恒大地产和恒大旅游等公司。

⁷ 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。

⁸ 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。

⁹ 海门大学科技园 PPP 项目建设期 4 年，运营期 12 年。

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。

表10 公司施工及竣工面积情况（单位：万平方米）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
施工面积	302.24	1,244.93	1,235.84
竣工面积	294.25	1,206.33	1,197.28

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	2019年1-3月	2018年	2017年
江苏省	82.59	329.66	321.36
山东省	52.38	190.93	185.57
河南省	30.88	137.31	130.35
安徽省	26.20	89.32	115.31
上海市	17.45	72.27	67.25
北京市	16.22	58.67	62.25
天津市	18.44	53.67	50.85
海外	1.98	7.82	10.93
其他	56.10	305.28	291.97
合计	302.24	1,244.93	1,235.84

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	2019年1-3月		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
山东省	13.22	27.40%	62.93	28.48%	56.39	29.02%
江苏省	6.96	14.43%	33.18	15.02%	27.72	14.27%
上海市	4.93	10.22%	22.33	10.11%	20.49	10.54%
安徽省	3.74	7.75%	17.8	8.06%	15.87	8.17%
河南省	2.59	5.37%	12.9	5.84%	12.25	6.30%
天津市	2.63	5.45%	11.4	5.16%	10.91	5.61%
北京市	1.69	3.50%	7.71	3.49%	7.48	3.85%
海外	0.4	0.83%	1.18	0.53%	1.67	0.86%
其他地区	12.08	25.04%	51.53	23.32%	41.54	21.38%
合计	48.24	100.00%	220.96	100.00%	194.32	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。2018年，公司前五大客户业务收入占比为8.22%，同比下滑2.93个百分点；第一大客户业务收入占比保持在2%-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	2018年	2017年
第一大客户占比	2.45%	3.40%
前五大客户占比	8.22%	11.15%

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357个，仅针对在建的20个重要项目，公司计划2019年累计投资10.07亿元（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，公司面临一定的资金压力。

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%、32%、10.00%和25%。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。2018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。2018年公司前五大供应商采购占比为5.33%，同比减少1.97个百分点，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	2018年	2017年
第一大供应商占比	1.75%	3.70%
前五大供应商占比	5.33%	7.30%

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，2018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2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，2017年数据采用2018年年初数。报告均采用新会计准则编制。2018年，公司新纳入合并范围的子公司2家，不再纳入合并范围的子公司1家，见表2。

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2019年3月末，公司总资产达到308.86亿元，同比2017年末增长11.86%；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。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货等构成。2018年末，公司货币资金为32.61亿元，占总资产比重为10.75%，其中受限货币资金18.95亿元，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58.12%；2019年3月末货币资金36.94亿元，略有增长。2018年末，应收票据为15.83亿元，主要系商业承兑汇票，已质押票据2.58亿元，受限比为16.31%，公司已贴现或背书的票据30.29亿元，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；应收账款账面价值30.68亿元，占资产总额的9.93%，主要系应收工程款，从账龄来看，1年内占89.11%，1至2年占8.79%，已计提1.32亿元的坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名的客户分别为济南帝华房地产开发有限公司（民企）、南通金水湾置业有限公司（恒大地产集团有限公司的孙公司）、淄博绿城置业有限公司（实际控制人为境外公司）、南通汇

鑫房地产开发有限公司（国企）、青岛豪邦盛国文化体育传播有限公司（实际控制人为境外公司），合计占应收账款余额的13.64%，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。

其他应收款主要系上市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。2018年末，其他应收款账面价值达84.86亿元，占资产总额的27.97%。其中，剥离子公司形成的借款系被处置的子公司与公司尚未结清往来款；从账龄看，1年以内的占比为66.21%，1-2年的占比为17.95%，已计提6.92亿元的坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名分别为清远市银湖城投资有限公司（恒大地产集团有限公司的孙公司）、凯升有限公司（实际控制人为境外公司）、中国南通三建集团有限公司（境外公司）、海门市融辉置业有限公司（民企）、珠海中睿昭阳股权投资有限公司（民企），合计占其他应收款账面余额的32.71%。总体来看，公司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。

2018年末公司存货116.62亿元，主要为建造合同形成的已完工未结算资产113.71亿元，另有少量原材料1.24亿元等，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15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	369,352.40	11.96%	326,139.80	10.75%	367,891.50	13.32%
应收票据及应收账款	454,554.86	14.72%	465,091.67	15.33%	439,498.67	15.92%
其他应收款	799,187.97	25.88%	848,611.06	27.97%	706,311.65	25.58%
存货	1,232,470.29	39.90%	1,166,238.41	38.43%	1,053,826.19	38.17%
流动资产合计	2,910,702.57	94.24%	2,858,622.83	94.21%	2,613,988.65	94.67%
长期股权投资	35,978.75	1.16%	35,850.10	1.18%	29,263.30	1.06%
商誉	12,905.18	0.42%	12,905.18	0.43%	12,905.18	0.47%
其他非流动资产	48,049.47	1.56%	45,934.11	1.51%	34,565.20	1.25%
非流动资产合计	177,897.95	5.76%	175,746.30	5.79%	147,074.04	5.33%
资产总计	3,088,600.51	100.00%	3,034,369.14	100.00%	2,761,062.69	100.00%

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

公司非流动资产规模较小，主要为长期股权投资、商誉和其他非流动资产。2018年末

长期股权投资账面价值为3.59亿元，系对安徽路网¹⁰和首慈实业（上海）股份有限公司¹¹的股权投资。2018年末商誉账面价值为1.29亿元，均未计提减值准备，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3.57亿元，同比增长32.89%，系2018年公司对海门大学科技园PPP项目资本金投入，具体见经营分析。

表16 2018年末商誉相关子公司情况（单位：万元）

子公司	经营范围	注册资本	总资产	净资产	2018年营业收入	2018年净利润
南京园林	园林建筑施工	9,865.67	35,862.74	12,861.60	54,072.59	2,352.05
中筑天和	工程勘察设计	900.00	1,160.14	585.15	2,809.46	3.63

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，2018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81.94%，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

2018年公司资产运营效率降低，运营压力有所加重

随着业务规模的扩张，公司按完工进度确认的收入规模增长至较高水平，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。2018年公司广义应收账款周转天数为250.70天，同比增长16.59天；狭义存货周转天数变化不大；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，2018年公司广义净营业周期持续延长至165.21天，日常运营效率降低，与建筑业可比公司对比来看，公司广义净营业周期处于较高水平。

2018年公司总资产周转天数持续提升至462.99天，整体资产周转效率有所下降。

整体来看，公司资产运营效率呈下降趋势，公司运营压力有所加重。

¹⁰ 2018年安徽路网为公司创造投资收益6,599.10万元。

¹¹ 2018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12.30万元。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
广义应收账款周转天数	250.70	234.11
狭义存货周转天数	4.56	5.82
应付账款（含应付票据）周转天数	90.05	87.92
广义净营业周期	165.21	152.01
流动资产周转天数	437.20	409.83
固定资产周转天数	5.70	5.76
总资产周转天数	462.99	439.52

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

表 18 2018 年建筑业上市公司运营效率指标（单位：天）

项目 (股票代码)	龙元建设 (600491)	中国建筑 (601668)	上海建工 (600170)	宁波建工 (601789)	平均
广义应收账款周转天数	642.93	151.67	158.57	183.31	284.12
狭义存货周转天数	9.24	150.22	96.83	14.50	67.70
应付账款（含应付票据） 周转天数	309.32	160.83	130.77	130.68	182.90
广义净营业周期	342.85	141.06	124.63	67.13	168.92
流动资产周转天数	530.63	375.54	351.81	281.50	384.87
固定资产周转天数	9.48	10.52	16.44	23.17	14.90
总资产周转天数	790.57	512.21	434.42	330.14	516.84

注：（1）龙元建设广义应收账款包含应收账款及应收票据、存货中已完工未结算金额、一年内到期的非流动资产（均系 PPP 项目款）、长期应收款（均系 PPP 项目款）；

（2）中国建筑广义应收账款包含应收账款及应收票据、存货中已完工未结算金额、一年内到期的非流动资产中的 BT 应收款和应收基建工程款、长期应收款中的 PPP 项目应收款、BT 项目库及其他项目款；

（3）上海建工广义应收账款包含应收账款及应收票据、存货中已完工未结算金额、一年内到期非流动资产（均系 PPP 项目款）、长期应收款中的 BT 及 PPP 项目款；

（4）宁波建工广义应收账款包含应收账款及应收票据、存货中已完工未结算金额、长期应收款中的代垫工程款。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司收入规模持续增长，毛利率较为稳定，整体盈利能力仍然较好，但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，2018 年公司营业总收入规模达 225.32 亿元，同比增长 8.54%。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，预计未来建筑施工收入将保持稳定。

2018 年公司建筑施工业务收入 220.96 亿元，占营业收入比重为 98.06%。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。

2018年公司处置了上海首怡企业管理中心（有限合伙），被处置子公司对公司未来收入和利润规模影响较小，具体情况如下表。公司综合毛利率较为稳定，整体变化不大。

表 19 2018 年不再纳入公司合并范围子公司的经营情况（单位：万元）

子公司名称	2018年 收入	2018年 净利润	处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额	丧失控制权的时点
上海首怡企业管理中心（有限合伙）	0.00	-39.90	-1,199.65	2018年6月

资料来源：公司提供

2018年公司投资收益1.23亿元，主要来自持有安徽路网长期股权投资确认的投资收益0.66亿元，以及可供出售金融资产的处置收益，截至2018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。2018年公司实现利润总额14.77亿元，盈利能力仍然较好。

总的来看，公司收入规模持续增长，毛利率较为稳定，盈利能力较好。

表 20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	490,945.99	2,253,153.70	2,075,934.83
投资收益	128.65	12,304.41	47,090.85
营业利润	34,393.44	147,125.56	186,503.29
利润总额	34,518.96	147,683.64	187,053.48
净利润	26,137.89	109,719.17	139,772.36
综合毛利率	11.43%	10.55%	11.23%
期间费用率	3.76%	3.48%	3.65%
营业利润率	7.01%	6.53%	8.98%
总资产回报率	-	6.74%	8.95%
净资产收益率	-	12.37%	17.77%
营业收入增长率	-	8.54%	2.37%
净利润增长率	-	-21.50%	91.86%

注：2017年公司实现投资收益4.71亿元，主要来自于公司处置安徽路网25%股权。

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

表 21 建筑业上市公司近年综合毛利率情况

公司名称（股票代码）	2018 年	2017 年
龙元建设（600491）	9.46%	8.39%
中国建筑（601668）	11.89%	10.49%
上海建工（600170）	11.25%	10.47%
宁波建工（601789）	8.55%	7.04%
平均	10.29%	9.10%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流表现欠佳，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

排除公司处置股权和减值损失等非经营性损益的影响，2018年公司FFO（经营所得现金）继续增长为16.42亿元，同比增长8.36%，主营业务活动生成的现金能力有所改善。2018年存货和经营性应收项目持续增加，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，2018年公司经营活动现金净流量为2.67亿元，未来需持续关注公司经营活动现金流表现。

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，2018年保持较大规模的净流出。

为了满足经营活动和投资活动所需资金，近年公司对外融资规模较大。筹资活动现金流入主要来源于金融机构借款和发行债券等。公司筹资活动现金流出主要用于偿付债务。

整体来看，公司经营活动现金表现有所好转，公司现金需求主要依靠筹资活动，但需注意的是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，公司仍面临一定的资金压力。

表 22 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
净利润	109,719.17	139,772.36
非付现费用	26,724.56	20,836.26
非经营损益	27,797.99	-9,036.65
FFO	164,241.72	151,571.97
营运资本变化	-137,535.75	-126,616.32
其中：存货减少（减：增加）	-112,412.22	-266,604.30
经营性应收项目的减少（减：增加）	-95,666.46	-63,825.27
经营性应付项目的增加（减：减少）	70,542.93	203,813.25
经营活动产生的现金流量净额	26,705.97	24,955.64
投资活动产生的现金流量净额	-90,899.27	-266,643.89
筹资活动产生的现金流量净额	12,013.77	264,261.49
现金及现金等价物净增加额	-48,563.25	22,249.04

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续攀升，短期偿债压力较大

随着公司自身盈余利润累积，公司资本实力明显增长，截至2019年3月末，公司所有者权益为96.91亿元，同比2017年末增长15.16%。随着公司融资规模持续增加，公司负债总额也快速增长，截至2019年3月末负债总额为211.95亿元，同比2017年末增长10.42%。总体来看，2019年3月末产权比率高达218.71%，所有者权益对负债的保障能力仍然较弱。

表 23 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
负债总额	2,119,518.27	2,101,472.07	1,919,577.18
所有者权益	969,082.24	932,897.06	841,485.51
负债与所有者权益比率	218.71%	225.26%	228.12%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 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，2019年3月末，公司流动负债占比为77.05%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、一年内到期的非流动负债等构成。截至2018年末，公司短期借款已达53.84亿元，同比增长44.40%，占总负债比重为25.62%，主要为保证借款、质押借款；应付票据31.57亿元，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。应付账款主要为应付工程材料款与工程分

包款。一年内到期的非流动负债系即将到期的部分长期借款。

表 24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	576,370.00	27.19%	538,430.00	25.62%	372,870.00	19.42%
应付票据及应付账款	485,645.36	22.91%	537,174.63	25.56%	471,094.18	24.54%
一年内到期的非流动负债	190,110.00	8.97%	218,610.00	10.40%	65,201.00	3.40%
流动负债合计	1,633,105.45	77.05%	1,683,839.46	80.13%	1,291,877.41	67.30%
长期借款	25,700.00	1.21%	5,700.00	0.27%	234,334.00	12.21%
应付债券	453,266.74	21.39%	403,266.74	19.19%	391,086.69	20.37%
非流动负债合计	486,412.83	22.95%	417,632.61	19.87%	627,699.77	32.70%
负债合计	2,119,518.27	100.00%	2,101,472.07	100.00%	1,919,577.18	100.00%
其中：有息债务	1,576,042.09	74.36%	1,493,380.55	71.06%	1,259,412.35	65.61%

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

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。2018年末，长期借款规模0.57亿元，同比减少97.57%，主要系将到期部分重归类为一年内到期的非流动负债；应付债券规模40.33亿元，占总负债比重为19.19%，具体如下表。另外，2019年3月22日，公司发行中期票据“19南通三建MTN001”，规模5.0亿元，期限为3年，票面利率7.5%。

表 25 2018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%

资料来源：公司 2018 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中的售后回租款构成。2019年3月末公司有息债务规模为157.60亿元，较2017年末大幅增长25.14%，占负债总额的74.36%，规模较大且增速较快。2019年3月末，公司银行授信总额107.43亿元，累计已使用83.98亿元，尚可使用23.45亿元。

2019年3月末公司短期有息债务（2019年3月末至2020年3月末到期的债务）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109.16亿元。另外，16南三01的投资者在2019年10月31日有将其持有的债券按面值全部或部分回售

给公司的选择权，公司存在债券集中赎回¹²压力。公司计划2019年4-12月还款98.43亿元。综上，公司短期偿债压力较大。

表26 公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年及以后
本金	984,348	319,347	121,035	151,312

资料来源：公司提供

从长期偿债能力指标来看，2018年末公司资产负债率69.26%，接近70%，长期偿债压力较大。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2017年末公司处置安徽路网股权的影响，2017年EBITDA较高，2018年公司EBITDA回落，且公司融资规模增长迅速，利息支出规模加大，公司EBITDA利息保障倍数呈下降趋势，利息保障能力下降。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，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27 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	68.62%	69.26%	69.52%
流动比率	1.78	1.70	2.02
速动比率	1.03	1.01	1.21
EBITDA（万元）	-	203,694.34	235,223.55
EBITDA 利息保障倍数	-	3.19	5.04
有息债务/EBITDA	-	5.38	5.35
债务总额/EBITDA	-	10.32	8.16
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.02	0.02
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.01	0.01

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019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2016年1月1日至报告查询日（2019年5月05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2笔欠息，具体情况如下：

¹²公司公告称，2019年3月12日17南三01回售金额0元，且公司选择不上调票面利率。

(1) 2016年12月21日，公司本部在中国农业银行四川省分行发生一笔842.68万元欠息，根据中国农业银行股份有限公司成都蜀都支行出具的说明，该笔欠息的贷款合同约定结息方式为到期一次性利随本清，但客户经理错误选择了定期结息，导致系统形成欠息，该行已于2016年12月26日将该笔错误计息予以冲正。

(2) 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2018年末，公司对外提供的担保总额为11.89亿元，其中为关联方担保金额2.12亿元，担保总额占2018年末所有者权益的12.75%，对外担保规模较大，且担保对象大多为南通市的建筑民营企业，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。

截至2019年3月末，公司对山东天诚市政公路工程有限公司的担保已到期，公司不再为其担保，双方解除互保关系；公司对南通市金磊建设工程有限责任公司的担保虽已到期，但相关贷款未到期，将签订新的担保合同。

表28 截至2018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
海门市鸿飞建材经销有限公司	民企	2,500.00	2018-9-3	2019-9-3	否
龙信建设集团有限公司	民企	30,000.00	2018-8-21	2019-12-31	否
南通市金磊建设工程有限责任公司	民企	5,000.00	2018-8-13	2019-8-12	否
南通市金磊建设工程有限责任公司	民企	4,000.00	2018-1-11	2019-1-10	否
山东天诚市政公路工程有限公司	民企	36,000.00	2018-3-15	2019-3-15	否
海门尚东服饰有限公司	民企	200.00	2018-1-2	2020-11-29	否
安徽省路网交通建设集团股份有限公司	民企（关联方）	10,000.00	2017-11-16	2019-11-15	否
		6,200.00	2017-4-7	2020-4-6	否
		5,000.00	2018-11-9	2019-11-9	否

合计	-	118,900.00	-	-	-
----	---	-------------------	---	---	---

资料来源：公司 2018 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2018年12月31日，公司账面挂应收南通鑫海绿色制冷剂有限公司账款余额105,511,968.24元（本金及利息），坏账准备余额 52,755,984.12 元，账面价值、52,755,984.12元。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2018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72,254,427.46元（本金及利息），坏账准备余额35,709,158.32元，账面价值36,545,269.14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3月31日，公司尚未了结的诉讼案件合计105件，涉及标的金额约2.47亿元，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，具备较强的项目承接能力和施工能力，综合竞争实力较强，2018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。2018年，公司收入规模稳步增长，收入仍主要来源于民用建筑施工，盈利能力仍然较强，综合毛利率较为稳定。

同时我们也注意到，公司应收款项、已完工未结算资产、PPP项目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，公司面临一定的资金压力；有息负债规模增

长较快，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）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	369,352.40	326,139.80	367,891.50	291,886.12
应收票据及应收账款	454,554.86	465,091.67	439,498.67	346,884.97
其他应收款(合计)	799,187.97	848,611.06	706,311.65	613,006.38
存货	1,232,470.29	1,166,238.41	1,053,826.19	810,121.87
流动资产合计	2,910,702.57	2,858,622.83	2,613,988.65	2,112,622.68
长期应收款	200.00	200.00	0.00	46,043.02
长期股权投资	35,978.75	35,850.10	29,263.30	243.98
商誉	12,905.18	12,905.18	12,905.18	26,967.10
其他非流动资产	48,049.47	45,934.11	34,565.20	40,386.38
非流动资产合计	177,897.95	175,746.30	147,074.04	195,319.51
资产总计	3,088,600.51	3,034,369.14	2,761,062.69	2,307,942.19
短期借款	576,370.00	538,430.00	372,870.00	329,330.00
应付票据及应付账款	485,645.36	537,174.63	471,094.18	429,022.21
一年内到期的非流动负债	190,110.00	218,610.00	65,201.00	68,764.28
其他流动负债	11,533.92	12,057.83	9,266.93	17,555.14
流动负债合计	1,633,105.45	1,683,839.46	1,291,877.41	1,255,824.07
长期借款	25,700.00	5,700.00	234,334.00	138,912.61
应付债券	453,266.74	403,266.74	391,086.69	175,822.46
非流动负债合计	486,412.83	417,632.61	627,699.77	320,573.33
负债合计	2,119,518.27	2,101,472.07	1,919,577.18	1,576,397.39
有息债务	1,576,042.09	1,096,813.81	1,259,412.35	887,261.66
所有者权益合计	969,082.24	932,897.06	841,485.51	731,544.80
营业收入	490,945.99	2,253,153.70	2,075,934.83	2,027,787.56
营业利润	34,393.44	147,125.56	186,503.29	109,421.41
净利润	26,137.89	109,719.17	139,772.36	72,852.93
经营活动产生的现金流量净额	2,844.69	26,705.97	24,955.64	6,585.58
投资活动产生的现金流量净额	-35,845.46	-90,899.27	-266,643.89	-303,692.30
筹资活动产生的现金流量净额	80,387.12	12,013.77	264,261.49	344,915.95
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	72.27	68.19	59.80
广义应收账款周转天数	-	250.70	234.11	187.74
存货周转天数	-	198.27	182.07	152.17
狭义存货周转天数	-	4.56	5.82	20.01
应付账款周转天数	-	90.05	87.92	79.94
净营业周期	-	180.49	162.33	132.03

流动资产周转天数	-	437.20	409.83	334.09
固定资产周转天数	-	5.70	5.76	6.12
总资产周转天数	-	462.99	439.52	365.92
综合毛利率	11.43%	10.55%	11.23%	10.85%
期间费用率	3.76%	3.48%	3.65%	3.64%
营业利润率	7.01%	6.53%	8.98%	5.40%
总资产回报率	-	6.74%	8.95%	6.95%
净资产收益率	-	12.37%	17.77%	11.02%
营业收入增长率	-	8.54%	2.37%	8.29%
净利润增长率	-	-21.50%	91.86%	-1.56%
资产负债率	68.62%	69.26%	69.52%	68.30%
流动比率	1.78	1.70	2.02	1.68
速动比率	1.03	1.01	1.21	1.04
EBITDA（万元）	-	203,694.34	235,223.55	151,466.31
EBITDA利息保障倍数	-	3.19	5.04	4.70
有息债务/EBITDA	-	10.32	8.16	10.41
债务总额/EBITDA	-	10.32	8.16	10.41
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.02	0.02	0.01
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.01	0.01	0.00

注：2016年数据来源于2017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2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 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
江苏南通三建集团长春建筑工程有限公司	吉林省长春市	吉林省长春市	建筑施工	100.00	设立
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	100.00	股权转让
上海首怡企业管理中心(有限合伙)	上海市	上海市	管理服务	70.965	设立
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

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 截至 2019 年 3 月末公司主要资质情况

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	机电工程施工总承包贰级		
5	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		
6	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
7	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		
8	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		
9	江苏南通三建集团股份有限公司	中华人民共和国对外承包工程资格证书	【2000】外经贸发展审函字第 1570 号	年审
10	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
11	南通市裕成建设有限公司	建筑装修装饰工程专业承包贰级	D232057299	2020 年 12 月 30 日
12	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
13	江苏江洲建设发展有限公司	建筑工程施工总承包贰级	D232026131	2020 年 12 月 7 日
14	南通三建钢构有限公司	钢结构工程专业承包叁级	D332204410	2023 年 10 月 22 日
15	南京园林实业有限公司	建筑工程施工总承包三级		
16	南京园林实业有限公司	市政公用工程施工总承包三级		
17	南京园林实业有限公司	城市及道路照明工程专业承包三级	D332169867	2022 年 12 月 20 日
18	南京园林实业有限公司	环保工程专业承包三级		
19	南京园林实业有限公司	风景园林工程设计专项乙级	A232013027	2020 年 8 月 7 日
20	南京园林实业有限公司	古建筑工程专业承包壹级		
21	南京园林实业有限公司	建筑装修装饰工程专业承包贰级	D232099781	2021 年 6 月 12 日
22	南京园林实业有限公司	城市园林绿化企业壹级	CYLZ·苏 0032 壹	/

23	南京园林实业有限公司	文物保护工程施工二级	文物施乙字 JS0202002	2019年6月9日
----	------------	------------	--------------------	-----------

资料来源:公司提供

附录四 2019年3月末公司海外在建项目情况（单位：万元）

项目名称		业主单位	合同金额	已投资	2019年计划投资	2020年计划投资
援外项目	援刚果（金）加丹加省综合医院项目	商务部	8,677.90	2,210.00	878.00	336.00
	援科特迪瓦阿比让精英学校项目	商务部	14,268.11	1,670.00	1,200.00	1,000.00
	援也门国家大图书馆项目	商务部	29,212.89	4,310.00	790.00	650.00
	援埃塞俄比亚梅莱斯领导力学院一期项目	商务部	19,752.67	2,101.00	1,000.00	1,000.00
	华凌国际经济特区股份公司青奥村（一期）	华凌国际经济特区股份有限公司	9,000.00	223.00	1,876.00	2,230.00
合计		--	80,911.57	10,514.00	5,744.00	5,216.00

资料来源：公司提供

附录五 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初存货中已完工未结算资产} + \text{期末存货已完工未结算资产} + \text{期初长期应收款中的 BT 项目款} + \text{期末长期应收款中的 BT 项目款} + \text{期初其他非流动资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期末其他非流动资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期初可供出售金融资产中的 PPP 项目投资款} + \text{期末可供出售金融资产中的 PPP 项目投资款}) / 2] \}$
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。