



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） 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



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）2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
16南三01等级	AA+	AA+
17南三01等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-23	2020-06-12

债券概况

债券简称:

2016年公开发行公司债券: 16南三01

2017年公开发行公司债券: 17南三01

债券剩余规模:

16南三01: 9.69亿元

17南三01: 10.00亿元

债券到期日期:

16南三01: 2021年10月31日

17南三01: 2022年04月13日

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

联系方式

项目负责人: 蒋申

jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员: 张涛

zhangt@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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（第一期）（以下简称“16南三01”）与2017年04月13日发行的公司债券（第一期）（以下简称“17南三01”）的2021年跟踪评级结果为：两期债券信用等级均维持为AA+，发行主体信用等级维持为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，较强的施工能力和项目承接能力，在手订单较为充足，未来业务持续性较好；但中证鹏元也关注到，公司项目垫资规模较大，面临较大的资金压力，存在一定的回收风险，债务压力较大以及面临一定或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司核心竞争力较强，施工业务在手订单充足，业务持续性强，预计公司经营及业绩将保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	311.23	328.30	317.87	303.44
归母所有者权益	116.96	115.31	103.62	92.98
总债务	108.45	113.92	149.50	149.34
营业收入	41.99	240.91	248.02	225.32
净利润	1.65	8.15	10.71	10.97
经营活动现金流净额	1.59	26.58	15.54	2.67
销售毛利率	10.97%	10.11%	10.47%	10.55%
EBITDA 利润率	--	8.74%	9.32%	9.17%
总资产回报率	--	4.97%	6.77%	6.74%
资产负债率	61.83%	64.31%	66.82%	69.26%
净债务/EBITDA	--	4.22	5.27	5.19
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	2.31	1.82
总债务/总资本	47.72%	49.30%	58.63%	61.55%
FFO/净债务	--	7.86%	7.44%	7.38%
速动比率	0.89	0.87	1.00	1.01
现金短期债务比	0.29	0.39	0.34	0.45

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司施工资质较齐全、等级高，施工能力较强。**公司拥有建筑工程施工总承包特级资质、建筑装饰装修工程专业承包壹级等 10 个壹级资质等。公司施工设备齐全、技术人员配备较好，拥有一级注册建造师人数较多，施工建设的工程累计多次获得鲁班奖、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。**2020 年公司实现营业收入规模仍较大且公司新签合同金额较上年有所增长；2020 年末，公司在建未完工合同较多，为未来收入提供较好保障。

关注

- **公司在建项目垫资规模较大，存在较大资金压力。**公司获得项目后以自行施工为主，施工期间需要垫付一定规模的资金，目前未完工项目规模较大，且下游房地产企业现金流趋紧将导致回款放缓，公司面临较大的资金压力。
- **公司存在一定的回收风险。**公司应收款项（应收票据、应收账款、其他应收款）、建造合同形成的已完工未结算资产和 PPP 项目股权投资款合计占总资产比重较高且对公司资金形成较大的占用，存在一定的回收风险。
- **公司债务压力较大。**公司有息债务规模较大，且短期债务占比较高，短期集中偿付压力和债务压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**2020 年末公司对外担保对象为南通市国企及建筑民营企业，行业和区域较为集中，均无反担保；此外，公司尚未了结的诉讼案件较多，涉及标的金额较大，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。

同业比较（单位：亿元）

指标	龙元建设	宁波建工	宏润建设	腾达建设	南通三建
总资产	625.38	186.22	170.00	109.25	328.30
营业总收入	177.87	197.97	113.17	59.03	240.91
净利润	8.09	2.80	4.14	6.07	8.15
销售毛利率	10.84%	7.72%	9.79%	13.13%	10.11%
资产负债率	79.98%	79.63%	77.63%	52.68%	64.31%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
建筑施工企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期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16南三01债，于2017年4月13日发行10亿元17南三01债。

截至2021年3月21日，“16南三01”募集资金专户余额为114,005.58元，“17南三01”募集资金专户余额为4,232.35元。

三、发行主体概况

截至2021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（截至2021年3月末，控股股东持有公司股份90,764万股，无质押），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¹，控制人相对分散。公司前十大股东情况如下表所示。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例
南通三建控股有限公司	企业法人	73.05%
南通杰创投资管理中心（有限合伙）	企业法人	4.81%
宁波梅山保税港区逐原投资中心（有限合伙）	企业法人	4.03%
南通三建慧创投资管理中心（普通合伙）	企业法人	3.74%
珠海建熠投资管理中心（有限合伙）	企业法人	3.33%
嘉兴创泽投资合伙企业（有限合伙）	企业法人	3.33%
南通广丰投资管理中心（有限合伙）	企业法人	1.43%
蔡峥浩	自然人	1.13%
王裕达	自然人	0.97%
克拉斯（北京）投资有限公司	企业法人	0.80%
合计		96.62%

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年9月，公司发布公告，由于公司经营发展需要，公司总经理由黄裕辉变更为施晖；为满足公

¹ 公司未提供实际控制人（黄裕辉、周炳高、施晖、卫波、王卫冲、徐挺、袁备、张福斌）的个人银行征信报告。

司未来发展的需求，公司营业范围进行了调整，营业范围新增“园林绿化工程施工；园林养护管理”。

2020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，2020年新纳入合并范围的子公司3家，未减少子公司（详见下表）。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共28家，见附录三。

表2 跟踪期内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	注册资本	业务性质	合并方式
贵州苏海建设发展有限公司	100.00%	2,000.00	建筑施工	投资设立
安庆市徽嘉通建筑工程有限公司	100.00%	2,000.00	建筑施工	投资设立
南通三建皇家建设有限责任公司（CNTC ROYAL CONSTRUCTION LLC）	65.00%	15.00（迪拉姆）	建筑施工	投资设立

注：南通三建皇家建设有限责任公司 2019 年在阿拉伯联合酋长国注册成立，出资股比 49%，盈亏所有权比 65%。

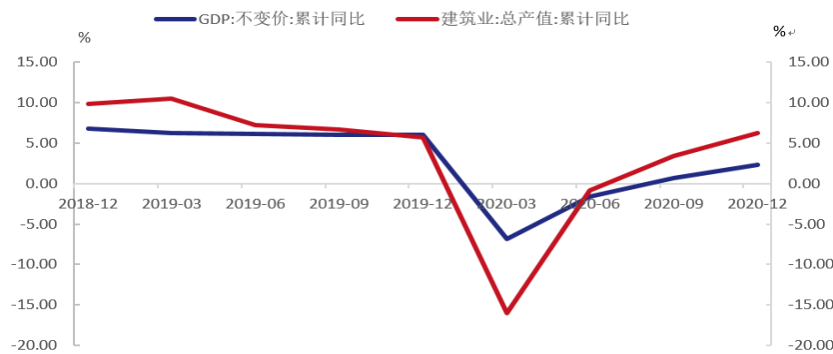
资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

随着经济复苏，建筑工业稳定器作用或将减弱，预计未来建筑施工行业景气度将有所下滑

2020年建筑工业行业发挥了经济稳定器作用，2021年此作用或将减弱。受疫情冲击影响，2020年以来中国经济增速降幅较大，第一季度GDP同比下降6.8%，随着疫情控制，我国经济稳步恢复，但增速仍远低于2019年水平；作为经济稳定器，建筑业在疫情得到控制后快速反弹，2020年实现总产值263,947.04亿元，同比增长6.20%，增速同比增长0.52个百分点。从行业贡献度来看，2020年建筑业对国民生产总值的贡献度为11.36%，较上年同期增长5.03个百分点。根据“十四五”规划，未来要“优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长”，规划没有明确约束GDP的增长率，而是要提高经济增长质量，预计2021年我国经济对建筑依赖减弱，建筑业增速或将有所放缓。

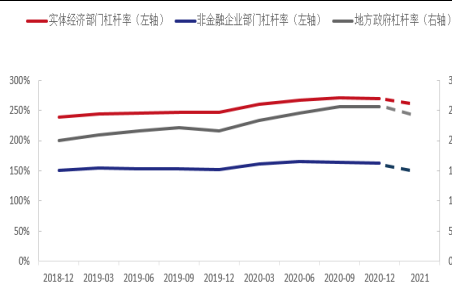
建筑行业相关政策从“为企业减负降费促产值”过渡到“合理规范行业管理保质量”，虽然不利于建筑施工企业分包扩张，但有利于引导着建筑业的良好发展。具体来看，2020年一季度，建筑行业政策目的是降低疫情影响，减轻企业负担，随着疫情逐步控制，行业政策开始侧重提升工程质量、简化资质、完善评价标准等方面。

图1 2020年建筑业对实际GDP增速形成上支撑，2021年此作用或将减弱


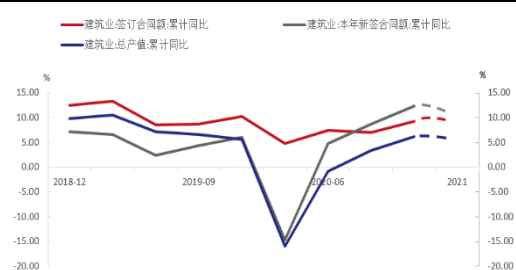
数据来源: wind, 中证鹏元整理

2021年建筑业融资环境适度收紧，一定程度上限制建筑施工行业增速。银行是建筑施工企业的最主要融资途径，2020年以来人民银行三次全面降准、三次下调LPR报价利率等，提供了适度充裕的流动性；此外，2020年6月，中国人民银行进一步下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点至2%，进一步降低企业的融资成本。随着疫情得到有效控制，国民经济回归正轨，流动性将迎来温和拐点。2020年前三季度我国宏观杠杆水平稳步提升，四季度开始回落，2020年末实体经济部门、非金融企业部门、政府部门杠杆率分别较2020年9月末下滑1个百分点、2个百分点和0.1个百分点，受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响，我们预计2021年一季度宏观杠杆率会继续下滑，二三季度有所回升，全年宏观杠杆率与2020年持平或略有下降。

综上，我们推断2021年建筑业景气度或将有所下滑。

图2 2020年前三季度中国宏观杠杆率攀升，四季度开始呈回落态势


数据来源: wind, 中证鹏元整理

图3 预计2021年建筑业产值增速放缓


数据来源: wind, 中证鹏元整理

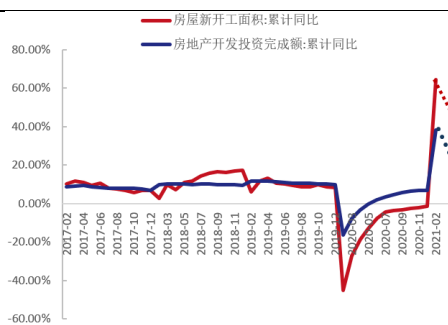
2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落

中证鹏元预计2021年房地产新开工面积略下滑至-3%至-1%。随着疫情解除后各行业加速复工复产，2020年新开工面积累计增速逐步收窄至-1.20%，三季度以来，“房住不炒”的调控信号进一步明确，2021年2月新开工面积累计增速同比大幅增至64.3%，主要系2020年同期受到疫情影响项目普遍停工，低基数是同比大幅增长的主要原因，如果排除疫情影响，相较于2019年1-2月，房地产新开工面积累计增速下滑9.44%。考虑到融资管控常态化下房企拿地的趋势性回落，叠加库存水平抬升的抑制作用，中证鹏

元预计2021年房企开工意愿将持续减弱，房屋新开工面积累计增速为-3%至-1%。

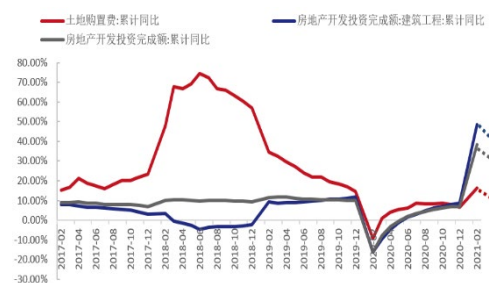
中证鹏元预计2021年国内房地产开发投资增速增幅缓慢回落至3%-6%。2020年房地产开发投资累计同比增长7.0%，增速创2019年4月以来新高，增速延续修复；2021年1-2月，房地产开发投资累计同比增长38.3%，如果排除疫情影响，相较2019年1-2月，房地产开发投资累计同比增长14.18%，但房地产新开发面积相较2019年1-2月减少9.44%，也就是2021年1-2月房地产开发投资主要靠施工环节支撑，房企加快施工进度抢占春节等营销节点，支撑房地产开发投资保持较快增长。考虑到“三道红线”影响，开发投资增速大幅上涨可能性不大。

图4 新开工后续乏力，增速呈回落态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 建筑工程对房地产开发投资形成支撑，但投资增速将缓慢回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2021年土地购置费增速存在向下并转负的可能。从主要分项数据来看，2020年土地市场由热转冷，上半年流动性合理充裕带动房企拿地情绪高涨，对开发投资形成有利支撑，下半年货币政策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的监管新规，土地出让市场整体走低，2020年土地购置费用同比增长6.7%，已较上年同期14.5%的增速大幅回落。考虑到上半年房企拿地金额较高，土地成交兑现为房地产投资具有时滞效应，土地购置费增速短期仍有支撑，但随着融资收紧下房企拿地意愿的收敛，中证鹏元预计土地购置费增速存在向下并转负的可能，将会对未来的地产开发投资形成拖累。基于目前施工面积仍维持高位，施工单价提升，预计建安投资将稳定增长。

综合上述影响，预计2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落至3%-6%，进而影响房屋建筑市场增速放缓。

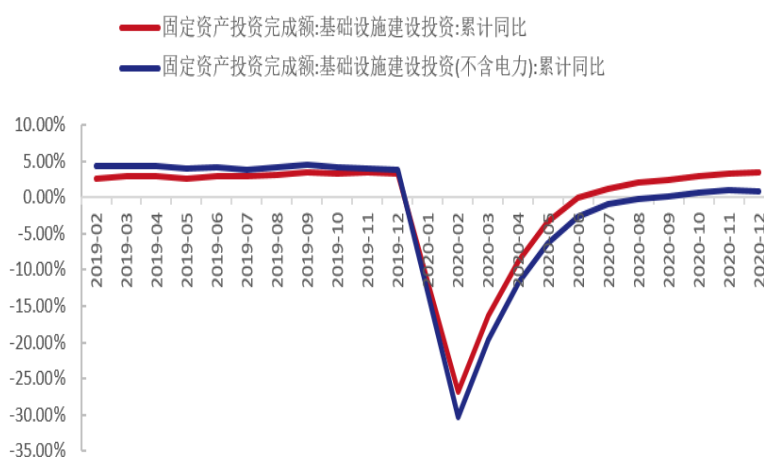
预计 2021 年财政政策将加强对于新基建等领域的支持力度，优化投资结构，未来基建类建筑投资增速或将维持温和增长态势

未来基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。2020年全国基础设施建设投资（不考虑电力）累计增长0.90%，其中受疫情影响，第一季度大幅下滑19.70%，随着疫情控制，第二、三季度逐步恢复，第四季度实现正增长。从资金来源来看，2020年受疫情冲击，目标赤字率提到3.6%以上，新增专项债3.75万亿元，同时发行特别国债1.00万亿元。然而从政策来看，国内政策导向仍然以严控地方政府债务风险为主，2020年9月发改委例行新闻发布会表示“要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风

险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡”。从资金运用来看，财政资金重点运用在民生领域，旨在减轻中小企业负担，稳定微观企业经营，整体基建投资增速较为缓慢。另外，2021年两会提出，今年赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，在抗疫相关民生支持平稳退出的基础上，安排地方专项债券3.65万亿元，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施。

综合基建相关的资金和政策，我们预测，2021年基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。

图6 2020年基建建筑投资增速较为缓慢，2021年或将维持温和增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我们预计2021年钢价将稳中有增，建筑施工企业成本难以回落

在施工成本中占比较大的主要是钢材等，其市场价格具有较强的波动性。

我们预计2021年钢价将稳中有增。从钢材供给端来看，我们预计2021年将开启新一轮去产能政策，钢铁供给端将小幅收缩，粗钢产量将有所下降，市场供需平衡进一步向供给端倾斜。中央层面，习近平主席在2020年9月22日至2021年1月25日之间连续7次就碳达峰、碳中和发表重要讲话，党的十九届五中全会公报明确提出制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案；2020年中央经济工作会议则将做好碳达峰、碳中和工作列为2021年八大重点任务之一。部委层面，生态环境部、国家发改委、财政部、工信部、国家能源局、中国人民银行等多部委密集发声，在加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源等方面作出部署。地方层面，据不完全统计，京沪津等20个省（市）明确提出要研究、编制碳达峰行动方案，江浙沪等8省（市）提出要率先实现碳达峰，或推动部分城市、部分行业率先实现碳达峰。在中央及地方层面自上而下的行政支持下，碳达峰目标推进力度或超预期。在中央和地方层面的强有力推动下，钢铁行业未来将面临巨大的低碳转型压力，预计将开启新一轮去产能政策。从钢材需求端来看，2021年国内需求表现稳定，地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升，机械制造仍将保持平稳发展。综合供给和需求，我们预计2021年钢价将稳中上涨。

五、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、构筑物工程、市政公用工程等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。

公司营业收入规模受到疫情的一定影响，但规模仍较大。2020年公司实现营业收入240.91亿元，同比下降2.87%，其中建筑施工业务收入235.76亿元，占营业收入比重为97.86%。公司建筑施工收入主要来源于民用建筑施工业务。其他业务主要包括设计、机具租赁和劳务服务及利息收入等，占比很小，存在着收入结构单一风险。跟踪期公司毛利率变化不大。

2021年1-3月，公司实现营业收入41.99亿元，同比增长21.03%，主要系去年同期疫情对公司经营产生了一定影响，但仍较2019年同期下降14.47%。毛利率方面仍变化不大。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑施工	41.15	10.05%	235.76	8.77%	244.18	9.34%
其中：民用	32.70	9.81%	187.97	8.53%	194.82	9.30%
工业	3.66	11.32%	20.76	9.73%	21.23	9.40%
公共设施	2.66	11.23%	15.77	9.75%	15.18	9.58%
其他工程	2.13	10.03%	11.26	9.46%	12.95	9.51%
道路施工	0.43	16.82%	1.55	16.81%	0.75	11.46%
主营业务合计	41.58	10.12%	237.31	8.82%	244.93	9.34%
其他业务	0.41	97.35%	3.60	94.95%	3.09	99.35%
营业收入合计	41.99	10.97%	240.91	10.11%	248.02	10.47%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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，核心竞争力依然较强

公司施工资质仍然较为全面。截至2021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，具体详见附录四，跟踪期内资质无变化。较高等级和较为全面的施工资质使得公司具备较强的项目承揽能力。公司施工队伍遍及全国28个省、市、自治区，北京、上海、广州、青岛、南京、苏州、济南、郑州等120多个大中城市以及也门、赞比亚、刚果（金）等30多个国家和地区；主要合作客户有恒大地产、保利地产、中海等地产商。

公司建筑施工经验丰富，截至2021年3月末，公司施工建设的工程累计获得11项鲁班奖、11项国优工程奖，跟踪期内无新增，具体如下表。

表4 截至 2021 年 3 月末公司主要获奖情况

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
中一重研发大楼建设项目	2019	昌建广场 10#楼	2019

资料来源：公司提供

公司的施工设备齐全。截至2021年3月末，公司拥有各类施工设备385台，同比减少3.28%，其中包括塔式起重机165台、施工升降机80台和物料提升机20台等，分别同比减少4台、4台、2台，特种机械设备占比约为68.83%，保持相对稳定。

公司技术人员配备较好。截至2021年3月末，公司拥有各类技术职称人员2,711人，同比增加356人，其中研究员级高级职称员工4人，高级职称员工191人，中级职称637人，初级职称1,879人，分别减少1人、增加81人、减少25人、增加301人；公司拥有建造师共计651人，其中一级注册建造师377人，注册造价工程师、注册安全工程师等其他各类执业注册人员31人；公司拥有职工4,662人，其中硕士及以上37人，本科887人。

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

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

跟踪期内，公司在国内，公司获得项目的方式仍主要分为两种，一种是战略合作方式，另一种是公开招投标方式，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、首开等房地产开发公司，近年来公司战略合作客户整体较为稳定。公开招投标方式即通过下属各子公司、分公司对区域内的项目进行投标，公司原则上要求各子公司、分公司只对其所在区域内的项目进行投标，对于未划分片区的同一项目，由公司统一协调参与投标。工业建筑施工、公共设施建筑施工等业务主要

采取该方式获取项目。

在国外，公司获得项目的方式也主要分为两种，一种是援外项目方式，另一种是外经项目方式。援外项目主要由国家商务部牵头对亚非拉等地区实施国家援助的建设工程项目，公司先后承建了援埃塞俄比亚河岸绿色发展项目二期等项目。援外项目合同一般由公司直接与商务部签订，建筑施工款也直接由国家商务部进行划拨和结算，回款稳定且风险较小。外经项目是指由公司直接与国外的当地政府接洽，承接的海外经营项目，主要为公共设施类，如医院、学校、体育场等，业主主要为当地政府。总体来看，与当地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，2020年公司国外项目合同金额有所增长，但占比仍较低。

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。2020年，公司新签合同金额为282.11亿元，同比增长6.87%，为当年营业总收入的1.17倍，新接施工面积为1,132.65万平方米，同比下降2.97%；新接订单仍主要以亿元以上的大额订单为主，公司亿元以上新项目合同金额为263.64亿元，占当年新签合同额的比重提升至93.45%；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、江苏省地区为主，上述地区新签订单合计占比约38.11%，但各地占比均在25%以下；同时公司在安徽订单新增较快，2020年新签合同金额达31.92亿元，同比增长48.88%。总体来看，公司订单多集中于东部沿海经济发达地区，但地区分布仍相对分散，有利于减少区域市场波动引起的风险。

表5 公司新签合同情况

项目	2021年 1-3月	2020年	2019年
当年新签合同额（亿元）	48.39	282.11	263.98
其中：当年新签恒大合同金额（亿元）	0.00	47.63	27.96
亿元以上项目数量（个）	21	76	89
亿元以上项目合同金额（亿元）	41.35	263.64	207.99
亿元以上项目占比	85.46%	93.45%	78.79%
当年新接施工面积（万平方米）	300.69	1,132.65	1,167.27
期末未完成施工合同金额（亿元）	452.18	442.15	449.32
其中：国内	446.53	431.03	443.67
国外	14.09	11.12	5.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司新签合同地区分布情况（单位：亿元）

地区	2021年 1-3月		2020年		2019年	
	合同金额	占比	合同金额	占比	合同金额	占比
江苏省	8.79	18.16%	64.65	22.92%	42.79	16.21%
山东省	8.38	17.32%	42.86	15.19%	56.44	21.38%
河南省	2.44	5.04%	18.75	6.65%	30.01	11.37%
天津市	2.04	4.22%	10.22	3.62%	27.24	10.32%
上海市	2.58	5.33%	15.12	5.36%	26.53	10.05%
北京市	3.08	6.36%	10.36	3.67%	22.49	8.52%

安徽省	2.54	5.25%	31.92	11.31%	21.44	8.12%
海外	0.00	0.00%	13.85	4.91%	2.77	1.05%
其他	18.54	38.31%	74.38	26.37%	34.26	12.98%
合计	48.39	100.00%	282.11	100.00%	263.98	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。2020年末，公司在建未完工合同金额为442.15亿元，同比小幅下降1.60%，规模整体上仍较大，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，海外订单规模小，重要的在建项目如表7。

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7 截至2021年3月末公司在建重要的二十个项目（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	2021年4-12月 垫资计划	项目 性质
都市五星北区项目（一工区）	98,639	21,736	10,291	政府
青特小镇F区工程	55,318	876	10,021	民营
理想之城一期项目一标段建安工程	54,798	1,002	12,091	民营
金寨恒大养生谷项目首一期（1标段）主体及配套建设工程（住宅和产业）	51,000	9,000	11,000	民营
青啤家园沂河水岸 11-5#-8#、10#-14#、17#、18#楼及地下车库工程	43,685	11,342	8,746	民营
海门市文化中心剧院项目总承包	42,737	22,120	3,412	政府
海兴华府三期（EPC）	34,858	546	1,293	政府
沈阳恒大山水城一期 10#-38#、S1#、S4#-S8#楼主体及配套建设工程	34,000	2,596	12,948	民营
海门秀山路南、江海路西地块项目	28,644	948	4,287	政府
西宁新城吾悦广场项目	28,004	18,310	3,321	民营
天津雍锦半岛项目 A2 地块二标段总包项目	23,000	2,176	4,301	民营
邯郸恒大御景半岛项目地块一至地块四（三标段）主体及配套建设工程	21,630	4,734	5,647	民营
上海卓越南通经开 R19025 地块项目	21,247	4,320	5,463	民营
济宁城投绿城湖畔雲庐项目二期一标段	19,799	2,103	3,301	民营
龙光玫瑰湾一期一标段项目	17,789	1,200	5,908	民营
新城天津宁河悦隼公馆项目一期标段一施工总承包工程	17,444	11,709	2,000	民营
海门市金库工程总承包项目	17,160	6,746	1,121	政府
经纬城市绿洲 E 地块三期	16,718	847	2,000	民营
海门市文化中心-图书馆项目	14,715	7,685	1,432	政府
惠州市博罗县保利和筑花园土建及水电安装工程	13,004	5,798	2,398	民营
合计	654,189	135,794	110,981	-

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

公司国内项目工程款结算的付款条件按合同约定进行，2020年仍为三种主要结算模式：

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 90%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，由于公司垫资时间相对较长，自2020年起公司控制恒大新模式项目的总量。

3.对于PPP项目，公司参与的 PPP 项目共有5个，其中处于建设期的有3个，分别为海门市北部新城综合建设PPP项目²和海门大学科技园PPP项目³（即睿公湖科创中心项目）、日照高新区PPP项目⁴。公司以自有资金投入SPV公司作为资本金，并参与PPP项目建设，截至2020年末公司资本金投入8.96亿元（体现在其他非流动资产），工程成本累计投入17.89亿元，累计确认相关收入21.98亿元，累计工程回款20.71亿元，SPV公司均不并表。

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

² 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。

³ 海门大学科技园 PPP 项目建设期 4 年，运营期 12 年。

⁴ 日照高新区 PPP 项目（日照高新区新能源汽车产业园配套基础设施及研发孵化基础项目）建设期 2 年，运营期 13 年。

公司未来新PPP项目的股权投资计划。

海外项目结算方式主要有两种：

1. 对于援外项目，国家商务部一般会预付10%-30%的工程款用于采购原材料及设备，待工程正式开工后再支付20%的工程款，之后再按照合同约定的进度付款。

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

2020年，公司施工和竣工面积均小幅下降，公司施工面积地域遍布全国各地，主要集中于江苏、山东地区；其中山东省、江苏省施工面积占比由43.86%进一步提升至55.94%，其他单个地区施工面积占比均在5%左右。国内建筑与房地产市场会显现出一定程度的区域分割，地方保护主义等非经济因素影响持续存在，这些因素增加了公司跨区域业务的开拓难度，如不能适应各地市场的开拓风格，则可能对其未来市场空间造成一定限制。另外，公司的海外业务主要分布在非洲等欠发达地区和中东等政局多变地区，可能面临一定的地缘政治风险等跨国经营风险。

表8 公司施工及竣工面积情况（单位：万平方米）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
施工面积	339.14	1,267.87	1,275.43
竣工面积	324.17	1,231.87	1,233.85

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司施工面积地区分布情况（单位：万平方米）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
江苏省	90.99	368.48	347.04
山东省	93.52	340.72	212.36
安徽省	12.57	50.88	99.10
河南省	17.03	68.47	61.48
上海市	20.35	83.55	72.95
北京市	15.10	53.02	60.20
天津市	18.49	69.10	44.90
海外	1.10	6.03	4.21
其他	69.99	227.62	373.19
合计	339.14	1,267.87	1,275.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 近年公司营业收入地区分布情况（单位：万元）

地区	2021年1-3月		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
山东省	12.31	29.32%	69.82	28.98%	42.96	17.32%
江苏省	8.96	21.34%	56.71	23.54%	67.76	27.32%
河南省	3.59	8.55%	19.8	8.22%	20.64	8.32%

安徽省	2.28	5.43%	14.14	5.87%	19.4	7.82%
上海市	3.03	7.22%	17.56	7.29%	15.18	6.12%
北京市	1.35	3.22%	7.35	3.05%	11.95	4.82%
天津市	2	4.76%	10.58	4.39%	8.78	3.54%
海外	0.55	1.31%	0.50	0.21%	1.17	0.47%
其他	7.92	18.86%	44.45	18.45%	60.19	24.27%
合计	41.99	100.00%	240.91	100.00%	248.02	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。2020年，公司前五大客户业务收入占比为9.84%，同比提升3.04个百分点；第一大客户业务收入占比保持在1%-5%，客户集中风险较低。

表11 近年来公司客户占比情况

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
第一大客户占比	2.62%	2.68%	1.57%
前五大客户占比	9.41%	9.84%	6.80%

注：客户未穿透到实控人。

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，2020年未完工项目规模较大，在建未完工项目共356个，仅针对在建的20个重要项目，公司计划2021年4-12月垫资11.10亿元（根据施工进度逐步投入，可根据工程进度收取的工程款平衡），且房地产企业现金流趋紧将导致回款放缓，公司面临较大的资金压力。

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

公司建筑施工的原材料主要包括混凝土、钢材、地材和其他材料（包括五金电料、木材和给排水等），占原材料成本比重仍分别约为32.11%、33.65%、9.10%和25.14%。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。2020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。2020年公司前五大供应商采购占比为2.99%，仍保持较低水平，公司采购集中风险较低。2021年1-3月因公司提前采购原材料控制成本的影响，前五大供应商占比提升至17.36%。

表12 近年来公司供应商占比情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
第一大供应商占比	5.97%	0.97%	3.47%
前五大供应商占比	17.36%	2.99%	6.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司合并范围新增3家子公司，未减少子公司，具体见表2。

资产结构与质量

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

随着公司业务发展，公司资产规模持续增长，截至2020年末，公司总资产达到328.30亿元，同比增长3.28%，但随着公司债务的偿付，2021年3月末，公司总资产降至311.23亿元，较2019年末下降2.09%；从资产结构上看，公司资产以应收款项（应收票据、应收账款、其他应收款）、存货为主。

2020年末，公司货币资金同比有所下降，其中受限货币资金12.68亿元，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，其中银行存款冻结2.20亿元，整体受限比例高达81.20%；2021年3月末货币资金14.41亿元，小幅下降。

2020年末应收票据余额大幅增长，其中商业承兑汇票占比98.81%，已质押票据2.11亿元，受限比为11.58%，公司已贴现或背书的票据46.93亿元，基本系附追索权的票据，有一定的被追索风险，未来仍需要关注相关票据的回款情况；应收账款余额小幅下降，主要系应收工程款，从账龄来看，1年内占75.29%，1至2年占16.69%，本期计提1.42亿元的坏账准备，转回1.37亿元坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名的客户分别为江苏省绿岛置业有限公司（民企）、启东欢华置业有限公司（实际控制人注册地在香港）、宁波恒曜房地产开发有限公司（恒大地产下属公司）、南通协创置业有限公司（国有控股）、苏州俊昌置业有限公司（民企），合计占应收账款余额的9.85%，以房地产开发企业为主，因应

收对象未穿透到实控人集中度较低，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的风险；其他应收款主要系新三板挂牌时剥离子公司形成的借款以及项目保证金、投标保证金、押金、公司投入产融结合项目款等，规模小幅下降，从账龄组合看，1年以内的占比为47.67%，1-2年的占比为17.65%，2020年累计计提13.06亿元的坏账准备；从应收对象来看，欠款前五名分别为凯升有限公司（实际控制人为境外公司）、中垣建设集团有限公司（民企）、海口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）、上海思丞企业管理合伙企业（有限合伙）（有限合伙企业），合计占其他应收款账面余额的27.02%；总体来看，公司应收款项（应收票据、应收账款、其他应收款）占总资产比重较高，规模较大，对公司资金形成较多占用，需持续关注未来的回收情况。

2020年末公司存货规模小幅提升，主要为建造合同形成的已完工未结算资产141.00亿元，另有少量原材料1.34亿元等，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13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.41	4.63%	15.62	4.76%	27.56	8.67%
应收票据	11.54	3.71%	18.25	5.56%	8.05	2.53%
应收账款	30.98	9.95%	31.28	9.53%	36.34	11.43%
其他应收款（合计）	84.46	27.14%	86.13	26.23%	89.22	28.07%
存货	136.61	43.89%	143.77	43.79%	129.66	40.79%
流动资产合计	281.45	90.43%	298.30	90.86%	295.78	93.05%
可供出售金融资产	7.68	2.47%	7.68	2.34%	1.57	0.49%
长期股权投资	4.22	1.35%	4.23	1.29%	4.08	1.28%
商誉	1.29	0.41%	1.29	0.39%	1.29	0.41%
其他非流动资产	9.92	3.19%	9.94	3.03%	8.53	2.69%
非流动资产合计	29.79	9.57%	30.00	9.14%	22.09	6.95%
资产总计	311.23	100.00%	328.30	100.00%	317.87	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司可供出售金融资产账面价值7.68亿元，主要系公司持有的深圳市特发服务股份有限公司2020年于中小板IPO，由按成本计量调整至按公允价值计量。长期股权投资账面价值为4.23亿元，系对九洲基业股份有限公司⁵和首慈实业（上海）股份有限公司的股权投资；商誉账面价值仍为1.29亿元，未计提减值准备，其中因投资南京市园林实业有限公司和北京中筑天和建筑设计有限公司形成商誉占比分别为50.16%和14.07%；公司其他非流动资产主要为PPP项目股权投资款8.96亿元，同比增长17.85%，

⁵ 2020年10月，安徽省路网交通建设集团股份有限公司更名为九洲基业股份有限公司

系2020年公司PPP项目资本金投入，具体见经营分析。

总体来看，公司应收款项、工程施工成本、PPP项目投资款合计占总资产比重达87.00%，对公司资金仍形成较大占用，存在一定的回收风险。

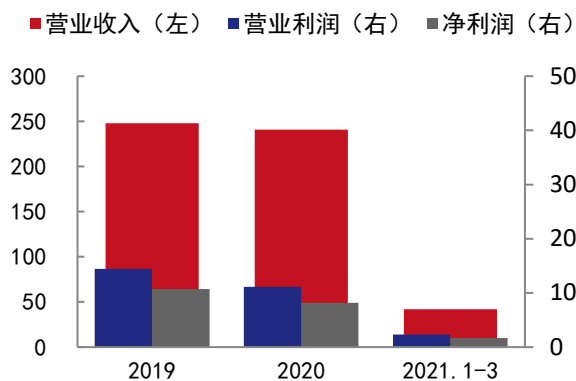
盈利能力

2020年公司收入规模小幅下降，盈利能力仍较好，但财务费用、坏账计提增长侵蚀公司利润

2020年公司营业总收入规模达240.91亿元，同比下降2.87%；受去年同期低基数影响，2021年一季度公司营业总收入41.99亿元，较上年同期增长21.03%，但仍低于2019年同期水平。公司为较早参与建筑行业的大型企业之一，在建筑施工领域的实力较强，大客户较多，合同承建比较稳定，新承接项目的总体规模保持稳定，目前尚未完工项目规模较大，收入来源较有保障。

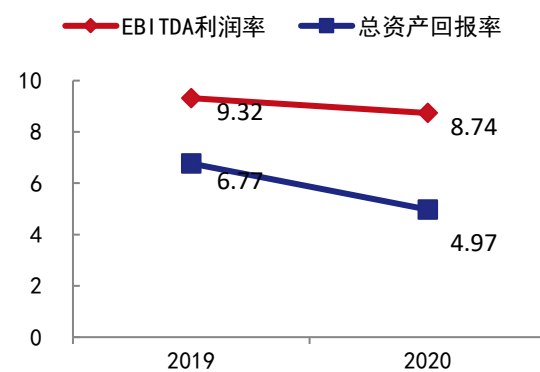
利润方面，公司2020年分别实现营业利润和净利润11.12亿元和8.15亿元，同比分别下降22.94%和23.91%，主要系财务费用上升和当期资产减值损失进一步增长，其中资产减值损失达3.88亿元，全部系坏账计提，侵蚀了公司利润，盈利能力小幅下降，但整体盈利能力仍较好，未来需关注应收款项回收情况。因公司综合毛利率相对稳定，受营业收入小幅下降影响，公司EBITDA利润率亦小幅下降，受财务费用及坏账损失增加影响，公司总资产回报率下降相对较快。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流持续改善，但目前公司在建项目较多，公司仍将承受较大的资金压力

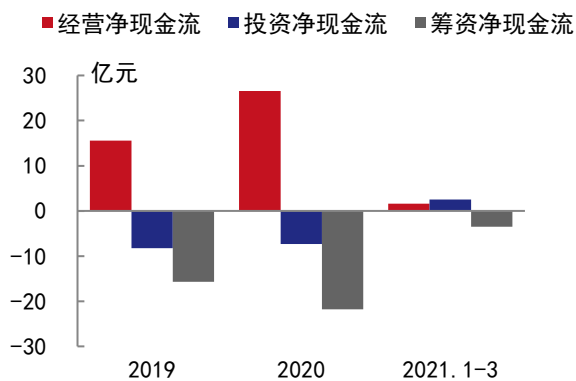
2020年公司经营活动现金净流入26.58亿元，经营活动现金流持续改善，主要系公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增长和支付其他与经营活动有关的现金大幅下降，但2020年公司应收票据大幅增加，占用了较多的公司运营资金，且建筑施工行业垫资施工的特点决定了房地产企业的现金流状况将对

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，需持续关注公司应收款项回收情况。

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，2020年公司投资活动现金流仍表现为净流出。筹资活动现金流入主要来源于金融机构借款等；筹资活动现金流出主要用于偿还到期债务本息，2020年公司筹资活动净现金流表现为净流出，主要系当期净归还9.53亿元海外债券。

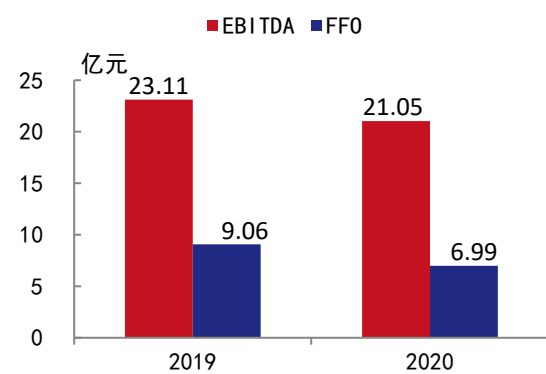
公司因营业收入受疫情影响小幅下降，导致EBITDA和FFO规模均有所下滑。整体来看，虽然公司经营现金表现好转，但目前公司所承接的工程规模较大，且货币资金受限比例高，随着在建项目施工进度的推进，公司仍面临较大的资金压力。

图9 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况

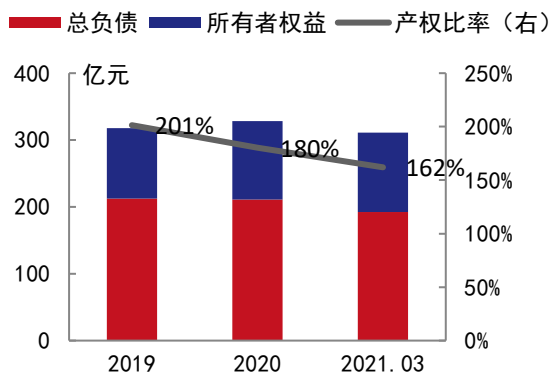


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

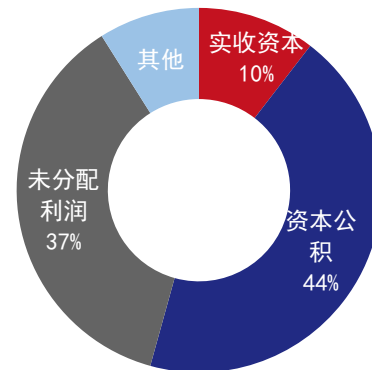
资本结构与偿债能力

公司有息债务规模仍然较大，短期债务压力较重

随着公司自身盈余利润累积，公司资本实力明显增长，截至2021年3月末，公司所有者权益为118.80亿元，较2019年末增长12.63%。随着公司债务的偿付，公司负债总额有所减少，截至2021年3月末负债总额为192.44亿元，较2019年末减少9.40%。总体来看，2021年3月末产权比率下降至162%，所有者权益对负债的保障能力改善，但保障能力仍然较弱。

图11 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图12 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司短期借款同比小幅下降，主要为保证借款、质押借款，质押物为货币资金、应收票据等；应付票据主要由银行承兑汇票、商业承兑汇票、国内信用证构成，以银行和商业承兑汇票为主，因减少商票支付结算比例，应付票据规模有所下降；一年内到期的非流动负债系即将到期的部分长期借款、应付债券和长期应付款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	40.48	21.03%	34.72	16.44%	39.64	18.66%
应付票据	15.99	8.31%	24.65	11.68%	38.28	18.02%
应付账款	38.94	20.23%	38.56	18.26%	21.12	9.94%
一年内到期的非流动负债	23.08	11.99%	22.16	10.49%	24.16	11.38%
流动负债合计	162.45	84.42%	177.66	84.14%	165.31	77.83%
长期借款	7.42	3.85%	5.92	2.80%	21.85	10.29%
应付债券	21.26	11.05%	26.25	12.43%	24.68	11.62%
非流动负债合计	29.99	15.58%	33.48	15.86%	47.09	22.17%
负债合计	192.44	100.00%	211.15	100.00%	212.40	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年末长期借款规模大幅下降，主要系当期12.31亿元长期借款转为一年内到期非流动负债；应付债券账面价值小幅增长，主要系当期新发行1.73亿美元海外债券和“16南三01”重归类至一年内到期的非流动负债所致，具体明细如下表。

表15 截至 2020 年末公司应付债券明细情况（单位：万元）

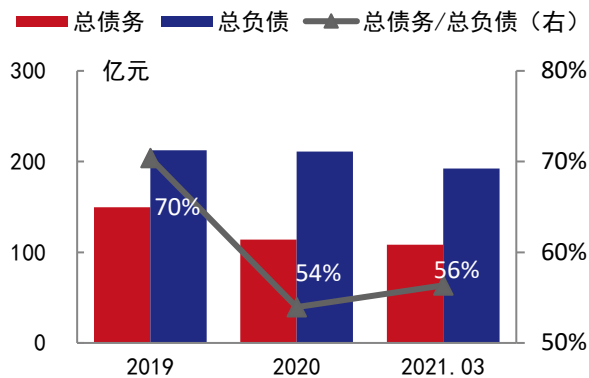
债券名称	期末余额	发行日期	债券期限	票面利率
16 南三 01（一年内到期）	96,792.70	2016/10/31	5 年	6.35%
17 南三 01	99,575.30	2017/4/13	5 年	6.80%
19 南通三建 MTN001	49,935.35	2019/3/22	3 年	7.50%

海外债券 112,985.17 2020/10/9 2年 10.00%

资料来源：公司2020年审计报告，Wind，公司提供

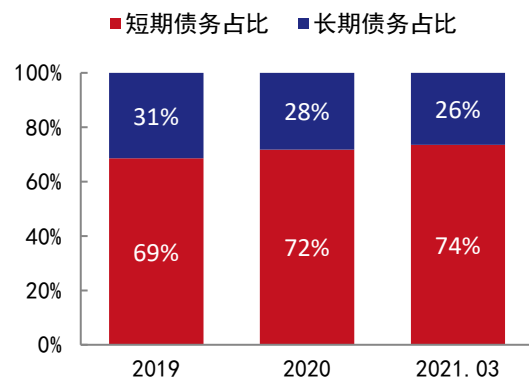
公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的短期债券、长期借款、应付债券及长期应付款构成。2020年末公司总债务规模为113.92亿元，较2019年末下降23.80%，占负债总额的54%，规模有所下降。从债务结构来看，公司近年债务均已短期债务为主，其占比较高，公司面临较大的短期债务压力。

图13 公司债务占负债比重



资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

图14 公司长短期债务结构



资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

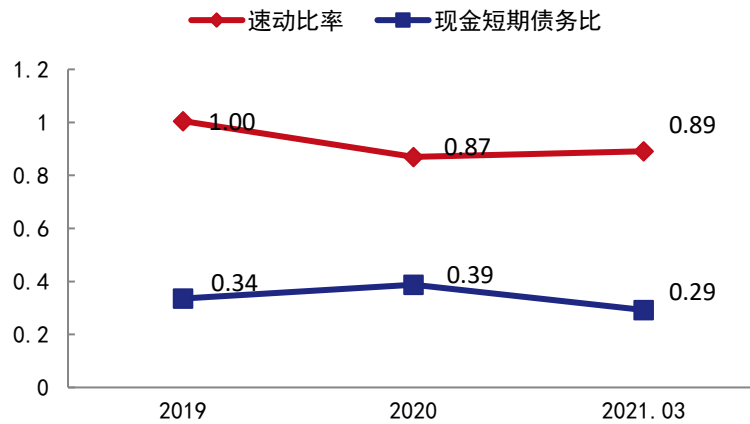
受2020年公司偿还债务较多影响，公司资产负债率有所下降，其中2020年末公司资产负债率为64.31%，同比下降2.51个百分点。受利息支付金额减少影响，EBITDA利息保障倍数小幅提升，经营利润对利息保障能力较好。

表16 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	61.83%	64.31%	66.82%
净债务/EBITDA	--	4.22	5.27
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	2.31
总债务/总资本	47.72%	49.30%	58.63%
FFO/净债务	--	7.86%	7.44%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受公司应收票据大幅增长影响，2020年公司的速动比例降至0.87，同时公司以短期债务为主，现金短期债务比仍较低，且公司货币资金受限比例较高，短期流动性压力较大。

图15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

1、对外担保

截至2020年末，公司对外提供的担保总额为2.75亿元，占2020年末所有者权益的2.45%，对外担保规模较大，担保对象为南通市国企及建筑民营企业，行业和区域较为集中，均无反担保，存在一定或有负债风险，对外担保明细如下。

表17 截至 2020 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	7,700.00	2014/1/27	2021/1/26	否
南通建易通商业有限公司	民企	865.91	2020/4/2	2023/4/1	否
海门市望京商贸有限责任公司	民企	1,500.00	2020/8/26	2021/4/25	否
南通普砂贸易有限公司	民企	1,000.00	2020/9/17	2021/5/15	否
南通市金磊建设工程有限责任公司	民企	5,000.00	2020/8/31	2021/8/26	否
南通市金磊建设工程有限责任公司	民企	4,000.00	2020/11/3	2021/11/1	否
海门尚东服饰有限公司	民企	7,000.00	2020/7/8	2021/7/5	否
海门尚东服饰有限公司	民企	100.00	2020/11/18	2021/9/24	否
海门尚东服饰有限公司	民企	100.00	2020/2/14	2021/2/8	否
海门尚东服饰有限公司	民企	70.00	2020/9/10	2021/9/5	否

海门尚东服饰有限公司	民企	50.00	2020/12/11	2021/9/24	否
海门尚东服饰有限公司	民企	50.00	2020/6/19	2021/6/10	否
海门尚东服饰有限公司	民企	50.00	2020/9/9	2021/9/5	否
合计	-	27,485.91	-	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

2、对外担保引起的诉讼事项

公司于2014年10月20日为南通鑫海绿色制冷剂有限公司在中国农业银行海门支行的贷款代偿4,500万元本金及利息；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6,000万本金及利息。截止2020年12月31日，公司对该项目已全额计提坏账准备。目前，南通鑫海绿色制冷剂有限公司已破产，为维护公司资产的合法权益，公司已向反担保人金兵夫妇提起了法律诉讼，正在申请执行金兵夫妇财产。

公司于2014年10月31日为江苏金雪集团有限公司在招商银行南通分行的贷款代偿5,000万元本金；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2,000万本金及利息。截止2020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1,045,138.53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2020年末，公司尚未了结的诉讼案件合计169件，涉及标的金额约3.13亿元，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。

八、结论

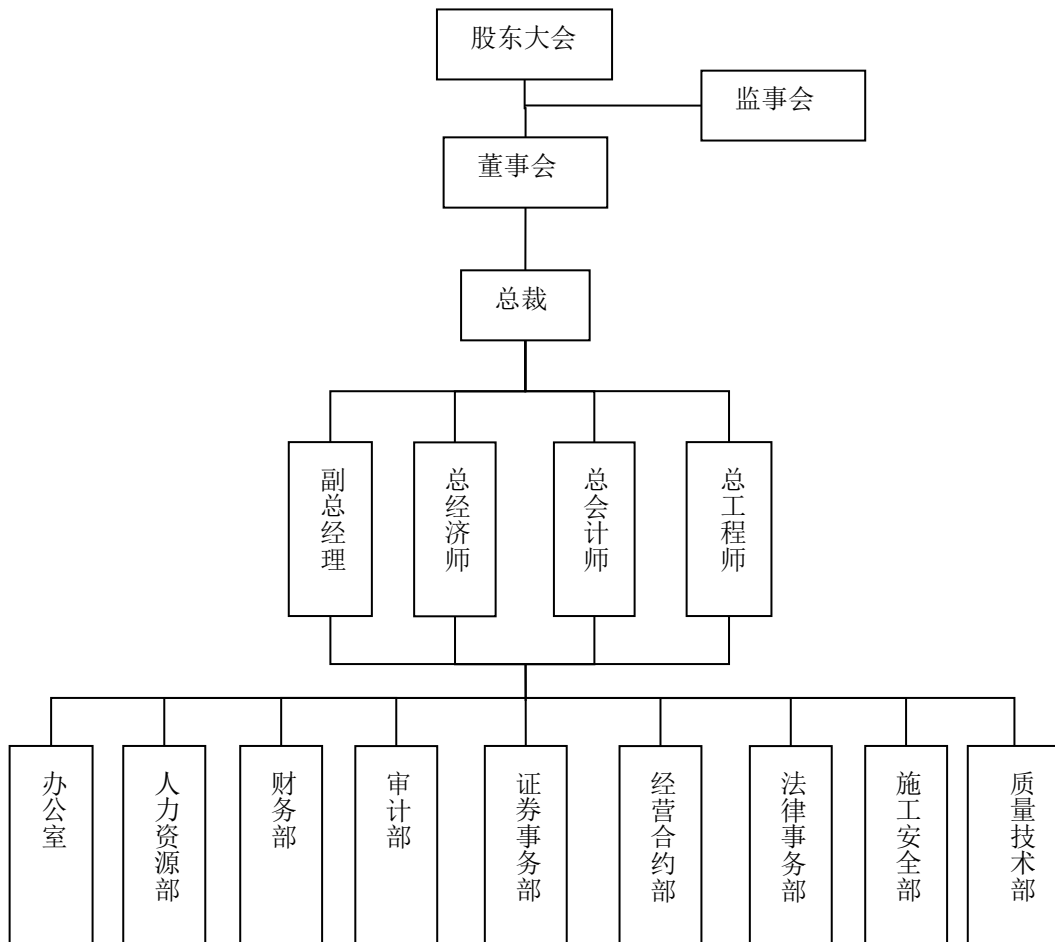
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持16南三01与17南三01信用等级为AA+。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	14.41	15.62	27.56	32.61
应收票据及应收账款	42.53	49.53	44.38	46.51
其他应收款（合计）	84.46	86.13	89.22	84.86
其他应收款	84.46	86.04	89.08	84.29
存货	136.61	143.77	129.66	116.62
流动资产合计	281.45	298.30	295.78	285.86
非流动资产合计	29.79	30.00	22.09	17.57
资产总计	311.23	328.30	317.87	303.44
短期借款	40.48	34.72	39.64	53.84
应付账款	38.94	38.56	21.12	22.15
一年内到期的非流动负债	23.08	22.16	24.16	21.86
流动负债合计	162.45	177.66	165.31	168.38
长期借款	7.42	5.92	21.85	0.57
应付债券	21.26	26.25	24.68	40.33
长期应付款	0.03	0.03	0.39	0.67
非流动负债合计	29.99	33.48	47.09	41.76
负债合计	192.44	211.15	212.40	210.15
总债务	108.45	113.92	149.50	149.34
归属于母公司的所有者权益	116.96	115.31	103.62	92.98
营业收入	41.99	240.91	248.02	225.32
净利润	1.65	8.15	10.71	10.97
经营活动产生的现金流量净额	1.59	26.58	15.54	2.67
投资活动产生的现金流量净额	2.49	-7.36	-8.23	-9.09
筹资活动产生的现金流量净额	-3.53	-21.82	-15.66	1.20
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	10.97%	10.11%	10.47%	10.55%
EBITDA 利润率	--	8.74%	9.32%	9.17%
总资产回报率	--	4.97%	6.77%	6.74%
产权比率	161.99%	180.23%	201.37%	225.26%
资产负债率	61.83%	64.31%	66.82%	69.26%
净债务/EBITDA	--	4.22	5.27	5.19
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	2.31	1.82
总债务/总资本	47.72%	49.30%	58.63%	61.55%
FFO/净债务	--	7.86%	7.44%	7.38%
速动比率	0.89	0.87	1.00	1.01
现金短期债务比	0.29	0.39	0.34	0.45

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 2020 年末公司纳入合并范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
江苏南通三建海外劳务有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑服务	100.00	设立
上海朴正建筑设计有限公司	上海市	上海市	建筑工程设计	100.00	设立
南通三建资产管理有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	工程管理	100.00	设立
芜湖华府建筑安装工程有限公司	安徽省芜湖市	安徽省芜湖市	建筑施工	100.00	设立
北京宏泰兴华经贸有限责任公司	北京市	北京市	建材贸易等	100.00	股权转让
南通三建建设总承包有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑工程总承包管理	100.00	设立
北京中筑天和建筑设计有限公司	北京市	北京市	建筑设计咨询	60.00	股权转让、增资扩股
天津裕海房屋租赁有限公司	天津市	天津市	房屋租赁	100.00	股权转让
南通三建国际有限公司	香港	香港	国际贸易	100.00	设立
江苏南通三建集团（香港）有限公司	香港	香港	国际贸易	100.00	设立
南通三建（澳门）有限公司	澳门	澳门	国际贸易	100.00	设立
南通市裕成建设有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑施工	100.00	股权转让
浩嘉恒业建设发展有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑施工	100.00	股权转让
江苏江洲建设发展有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑施工	100.00	股权转让
南京市园林实业有限公司	江苏南京市	江苏南京市	园林建筑施工	67.00	股权转让
南通三建钢构有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	钢结构制作	100.00	设立
南昌县盛耀建筑工程有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	建筑施工	100.00	设立
上海通润园林工程有限公司	上海市	上海市	园林绿化	51.00	设立
江苏沪海科技产业发展有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	科技产业孵化	100.00	设立
蚌埠市通嘉海建筑业有限公司	安徽省蚌埠市	安徽省蚌埠市	建筑施工	100.00	设立
南通东布洲酒店管理有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	酒店管理	100.00	设立
南通三建交通网络建设工程有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	建筑施工	70.00	设立
南通睿公湖国际大酒店有限公司	江苏省海门市	江苏省海门市	酒店管理	100.00	设立
贵州苏海建设发展有限公司	贵州省贵阳市	贵州省贵阳市	建筑施工	100.00	设立
安庆市徽嘉通建筑工程有限公司	安徽省安庆市	安徽省安庆市	建筑施工	100.00	设立
南通三建皇家建设有限责任公司 (CNTCROYALCONSTRUCTIONLLC)	阿拉伯联合酋长国	阿布扎比	建筑施工	65.00	设立
江苏南通三建国际有限公司	香港	香港	投资	100.00	设立
南通三建海外有限公司	香港	香港	投资	100.00	设立

资料来源：公司提供

附录四 截至 2021 年 3 月末公司特级和壹级资质情况

序号	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 12 月 31 日
3	江苏南通三建集团 股份有限公司	钢结构工程专业承包壹级		
4	江苏南通三建集团 股份有限公司	地基基础工程专业承包壹级		
5	江苏南通三建集团 股份有限公司	消防设施工程专业承包壹级	D232057119	2021 年 12 月 31 日
6	江苏南通三建集团 股份有限公司	建筑装修装饰工程专业承包壹级		
7	江苏南通三建集团 股份有限公司	建筑机电安装工程专业承包壹级		
8	南通市裕成建设有 限公司	建筑工程施工总承包壹级	D132017350	2021 年 12 月 31 日
9	浩嘉恒业建设发展 有限公司	建筑工程施工总承包壹级	D132042012	2021 年 12 月 31 号
10	南京园林实业有限 公司	古建筑工程专业承包壹级	D232099781	2021 年 6 月 12 日
11	南京园林实业有限 公司	城市园林绿化企业壹级	CYLZ·苏·0032·壹	/

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

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。