江苏南通三建集团有限公司主体与2014年度第一期中期票据信用评级报告

大公报 CYD【2014】894 号

中期票据信用等级：AA-
主体信用等级：AA-
评级展望：稳定

发债主体：江苏南通三建集团有限公司
注册总额：12 亿元
本期发债额度：2 亿元
本期票据期限：3 年
偿还方式：每年付息一次、到期一次还本
发行目的：补充流动资金

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	98.82	100.16	81.84	61.36
所有者权益	42.37	40.89	34.09	26.05
营业收入	39.54	169.25	147.09	123.53
利润总额	2.05	8.94	7.67	6.95
经营性净现金流	3.18	1.24	0.04	0.28
资产负债率（%）	57.12	59.18	58.35	57.54
债务资本比率（%）	44.50	46.13	42.52	39.66
毛利率（%）	10.57	10.11	11.05	11.37
总资产报酬率（%）	2.44	9.87	10.60	12.51
净资产收益率（%）	3.51	16.77	17.71	20.60
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	8.75	1.32	0.04	0.39
经营性净现金流/总负债（%）	5.50	2.32	0.10	0.88

注：2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级观点

江苏南通三建集团有限公司（以下简称“南通三建”或“公司”）主营房屋建筑工程及装饰类、市政类等其他建筑附属产业。评级结果反映了公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质、项目储备较为充足、注重技术研发创新以及主要盈利指标表现较好等优势，同时也反映了公司面临原材料价格波动及人工成本上升风险、资产周转效率放缓以及对外担保比率极高等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，随着公司新承接业务和施工量的增加，公司主营业务将保持平稳发展。综合来看，大公对南通三建的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质及多项专业承包资质，承接工程曾获得多项奖项；
- 公司业务范围覆盖面较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险；
- 公司重大项目承接能力逐步加强，项目储备较充足；
- 公司注重技术研发创新，并获得多项研究成果，施工设备齐全，注重工程质量管理和安全生产；
- 随着业务承接及施工规模增加，2011 年以来公司收入和利润总额保持增长，主要盈利指标表现良好。

主要风险/挑战

- 公司面临原材料价格波动及人工成本上升的风险；
- 公司应收账款及存货周转效率放缓，经营性净现金流对债务及利息的保障程度稳定性较低；
- 公司对外担保比率极高，且担保对象的行业及区域分布较为集中，存在或有风险。

评级小组负责人：杜 蕾
评级小组成员：安 阳
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年七月二十三日

大公保留对本期票据信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

南通三建前身为海门县建筑工程公司，成立于 1958 年，1984 年 2 月更名为南通市第三建筑安装工程公司，1997 年 1 月组建为江苏南通三建集团公司，2001 年 3 月重组为江苏南通三建集团有限公司。2004 年 11 月，南通三建根据现代企业制度要求，由国有企业改制重组成为股份制企业。经过数次增资扩股及股权变更，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 50,128 万元，注册地址为江苏省海门市狮山路 131 号，自然人黄裕辉持股比例为 14.95%，其余 35 名自然人股东以及海门市城市发展投资有限公司和江苏南通三建集团有限公司工会委员会合计持有公司 80.05%股权，公司股权分布相对分散，目前尚无实际控制人。

公司主营房屋建筑工程及装饰类、市政类等其他建筑附属产业。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、建筑装修装饰工程、钢结构工程及机电设备安装工程等专业承包壹级资质；消防设施工程、高耸构筑物工程及机电安装工程等专业承包二级资质。截至 2014 年 3 月末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共计 12 家，年施工能力约 1,500 万平方米。

发债情况

本期票据概况

南通三建拟在银行间市场交易商协会注册总额为12亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期，发行金额 2 亿元人民币，发行期限 3 年，票据面值 100 元，采用簿记建档、集中配售的方式按面值发行。本期票据采用固定利率方式，发行利率根据簿记建档、集中配售结果确定。本期票据采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 2 亿元，计划用于补充公司流动资金。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度国民经济开局平稳且总体向好，结构调整和转型升级继续取得新进展；外部环境复杂多变导致国内经济仍存在下行压力

2014 年一季度我国实现国内生产总值 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.3 个百分点；从环比看，2014 年一季度国内生产总值增长 1.4%。分产业看，第一产业增加值 7,776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57,587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62,850 亿元，同比增长 7.8%。分要素看，固定资产投资（不

含农户）同比增长 17.6%；社会消费品零售总额同比增长 12.0%；进出口总额同比下降 1.0%，实现贸易顺差 167.4 亿美元。2014 年 3 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较 2014 年 2 月微升 0.1 个百分点，自 2013 年 11 月份后首次回升，预示我国制造业总体平稳向好。从工业景气度看，2014 年一季度工业企业景气指数为 128.0，环比上升 3.7 点；工业企业家信心指数为 124.3，环比提高 3.3 点。

结合宏观数据综合分析发现，2014 年一季度第三产业增加值占 GDP 比重升至 49%，且第二产业中装备制造业和高技术产业增加值增速比规模以上工业增加值平均增速高 3 个百分点，说明在市场机制作用下，产业结构继续得到优化。此外，投资增速有所回落，第三产业与民间投资比重继续提高，居民消费增速有所加快，投资与消费的关系更趋合理，整体看国民经济结构调整与转型升级取得一定进展。

导致国民经济增速下滑的主要原因是一方面外部环境仍然复杂严峻，新兴经济体下行压力较大，IMF 分别调低 2014 年世界经济增长预期和发展中国家经济增长预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，世界经济复苏低于预期进而影响我国出口增速；另一方面，我国正处于增速换挡期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加阶段，加上政府主动调控加大淘汰落后产能与环境污染治理力度，多重因素综合导致国民经济增速阶段性放缓。

总体来看，2014 年一季度国民经济运行处于合理区间，结构调整和转型升级继续取得新进展。但同时也注意到，外部环境仍然复杂多变导致国内经济仍存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

我国固定资产投资保持增长带动建筑业总产值逐年提升；房地产宏观调控导致房地产投资增速及房屋新开工面积面临下行压力；保障房建设及公共建筑成为房屋建筑业发展的重要驱动力

建筑业是国民经济的重要支柱性产业，与宏观经济形势具有高度的相关性，固定资产投资规模对建筑业发展的影响最为直接和突出，2003 年以来建筑行业在固定资产投资的拉动下，保持了较快速度的增长，2003～2013 年我国建筑业总产值年均复合增长率为 21.31%。2010～2012 年，我国国民经济增速放缓，固定资产投资规模增长速度持续下降，建筑业发展速度也有所减缓，其中 2012 年全社会固定资产投资完成额 374,695 亿元，同比增长 20.30%，增幅同比下降 3.46 个百分点；同期，我国建筑业完成总产值 137,218 亿元，同比增长 17.80%，增幅同比下降 4.80 个百分点，2013 年建筑业实现总产值 159,313 亿元，增速同比降低 1.7 个百分点。

房地产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 50%～55%之间，房屋建筑市场受房地产行业影响很大。2011～2013

年，我国房地产宏观调控力度持续加大，房地产投资完成额增速及房屋新开工面积同比均有所回落。2014 年 1～3 月，我国房地产开发投资完成额 15,339 亿元，虽同比增长 16.80%，但增速同比回落 3.38 个百分点，其中住宅和办公楼投资增速分别下降 4.25 个百分点和 23.29 个百分点；房屋新开工面积为 29,090 万平方米，同比下降 25.17%。2014 年一季度，我国住宅和办公楼投资增速同比明显回落，且新开工面积同比降幅均超过 20%。

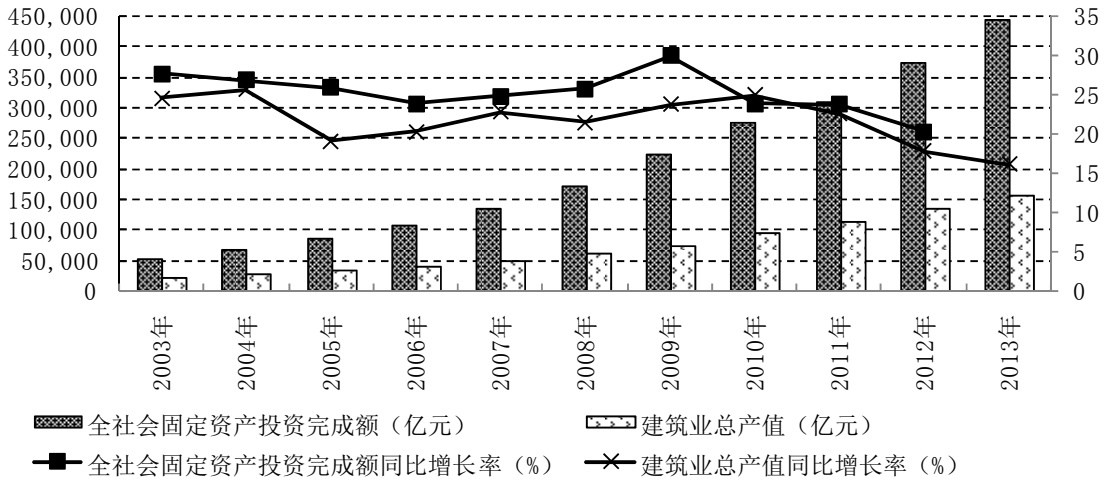


图 1　2003～2012（2013）年我国固定资产投资和建筑业总产值（左轴）及增长率（右轴）情况

数据来源：Wind 资讯

另一方面，国家正在积极推动保障性住房建设，“十二五”期间，我国计划建设 3,600 万套保障性住房。截至 2013 年 11 月末，我国城镇保障性安居工程已开工 666 万套，基本建成 544 万套，完成投资额 11,200 亿元。随着城镇化的推进速度的加快，不少地区基础设施仍需要进行继续建设，并且工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等规划的实施也将带来大量厂房和办公用房的建设；城市发展中的大型文体场馆等公共配套设施建设需求也将保持增长。

建筑工程建设周期较长，建筑企业面临钢材、水泥等原材料价格波动和人工成本上升的风险；垫资施工、应收账款回笼速度放缓也将使建筑企业面临一定的财务风险

建筑工程所需钢材、水泥等原材料占生产成本比重较大，一般在 60%以上，由于建筑行业的生产经营周期较长，期间原材料价格波动对建筑企业的盈利水平影响较大。目前，建筑类企业合同有一部分属于固定价格合同，不论成本变动情况，公司都有义务按合同价格完成项目，增加了成本控制压力。开口合同（没有固定价格的合同，根据市场价格变化调整合同价格）中建筑企业也要承担原材料价格波动一定范围以内的变化成本。

建筑行业具有劳动力密集的特性，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会进入老年化、出生率下降、生活成本提高、劳动力社会保障提高等因素，增加了建筑业劳动力的成本。建筑行业全国综合人工成本平均日工资呈不断增长趋势，目前已从 2010 年一季度的 73.22 元/工日上涨至 2013 年四季度的 135.73 元/工日。

垫资施工是目前众多施工企业承揽项目的先决条件，同时在国家继续深入贯彻楼市调控政策的环境下，商品房楼市短期内难以出现明显复苏，加上房地产企业融资渠道受限，从而可能导致房地产企业工程款支付拖延，使得建筑企业应收账款回笼速度放缓、债务规模扩大和财务成本上升。

我国建筑企业数量众多、竞争激烈、市场集中度低，行业利润水平较低；长远来看建筑业仍然存在持续发展的空间，将在市场集中度不断提高的过程中面临行业重新洗牌

2003～2013 年，我国建筑行业取得显著发展，其中建筑企业个数由 48,688 家增长到 79,528 家，建筑行业利润总额由 519.87 亿元增加到 4,776 亿元[1]。我国巨大的建筑业市场容纳了众多建筑企业，但这些企业平均规模较小，大多数只是负责按照图纸进行施工，行业进入壁垒低、竞争激烈，由此不可避免地产生行业自律性较差和无序竞争等问题。作为劳动密集型且附加值低的微利行业，我国建筑业产值利润率常年在 2%～4%之间小幅波动，销售利润率在 5%～6%之间波动；2012 年全国建筑业产值利润率和销售利润率分别约为 3%和 5%。

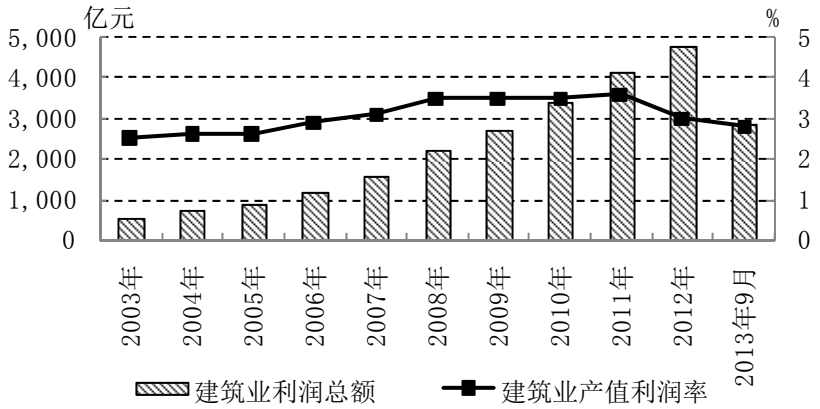


图 2　2003～2012 年及 2013 年 1～9 月全国建筑业利润情况[2]

数据来源：Wind 资讯

尽管面临国家房地产调控政策等诸多挑战，但作为对国民经济贡献的重要力量，建筑业随着城镇化的推进仍有持续发展的空间。住房和城乡建设部于 2007 年发布了施工总承包企业特级资质新标准，提高

[1] 我国建筑行业利润总额 4,776 亿元为 2012 年数据。
[2] 国家统计局尚未公布 2013 年年度数据。

特级总承包企业的门槛，促使企业提高工程设计和项目管理能力。根据住房和城乡建设部 2012 年 3 月《核准施工总承包企业特级资质的名单》，我国拥有施工总承包特级资质的建筑企业共 228 家。建筑行业自身发展的需要对于建筑企业工程施工能力、垫资能力、信息化管理水平等方面都提出了更高的要求，建筑业将在市场集中度不断提高的过程中面临行业重新洗牌，而规模较大、资质等级较高的企业将在竞争中处于优势地位。

江苏省综合经济实力位居全国前列；建筑业是江苏省的传统和优势产业，2013 年江苏省建筑业总产值位居全国第一位

江苏是中国经济比较发达的沿海对外开放省份，2013 年江苏地区生产总值为 59,161.75 亿元，同比增长 9.44%，位列全国第二位。我国建筑业存在地区发展不均衡的现象，江苏、浙江、北京、山东等地建筑业总产值持续稳定增长。建筑业是江苏省的传统和优势产业，2013 年江苏省建筑业总产值 21,712.16 亿元，位居我国第一位，第二位浙江省的建筑业总产值为 20,066.42 亿元，浙江、江苏两省建筑业总产值占全国建筑业总产值的 25%左右。

表 1　2010～2013 年我国江苏省建筑业情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
签订合同额	33,023	26,892	21,667	16,770
总产值	21,712	17,927	15,062	12,324
竣工产值	16,495	13,165	10,965	9,246

数据来源：Wind 资讯

截至 2012 年末，江苏省有建筑特级资质企业 32 家，其中南通市拥有特级企业 15 家。在江苏省建筑业协会评选的 2013 年度江苏省建筑业竞争力百强企业中，公司名列第五位。

经营与竞争

公司主营房屋建筑工程和其他建筑附属产业，形成民用、工业和公共设施三大业态；公司收入规模逐年扩大、毛利率略有下降

公司主营房屋建筑工程业务及其他建筑附属产业，产品涉及民用住宅、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。其中房屋建筑工程和机电设备安装工程是公司传统优势领域，而建筑装修装饰工程是公司近年来积极培育的新兴业务。

公司房屋建筑工程在稳固传统施工业务的同时，逐渐进入了医药化工、特种工艺、科研实验、物流中心等在技术含量、施工难度和工艺复杂度等方面要求较高的建筑施工新领域，运营主体为下属区域分公司，主要代表工程包括郑新航空港物流机场仓库（钢构）工程、天津滨海地理信息创新园暨天地图全球数据服务基地一期工程和海门市

生物医药科技创业园项目（二期）及生活配套等。公司其他业务主要包括机具租赁和劳务服务等，在营业收入中占比很小。

表 2　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**39.54**	**100.00**	**169.25**	**100.00**	**147.09**	**100.00**	**123.53**	**100.00**
建筑施工	39.51	99.92	169.10	99.91	147.07	99.99	123.51	99.98
其中：民用	31.45	79.54	135.87	80.28	116.23	79.02	101.17	81.90
工业	2.78	7.03	11.65	6.88	10.35	7.04	8.31	6.73
公共设施	3.53	8.93	14.43	8.53	13.88	9.44	9.21	7.46
其他工程	1.75	4.42	7.15	4.22	6.61	4.49	4.82	3.90
其他业务	0.03	0.08	0.15	0.09	0.02	0.01	0.02	0.02
毛利润	**4.18**	**100.00**	**17.11**	**100.00**	**16.25**	**100.00**	**14.05**	**100.00**
建筑施工	4.16	99.52	17.01	99.42	16.24	99.94	14.04	99.98
其中：民用	3.24	77.51	13.37	78.14	12.56	77.29	11.32	80.57
工业	0.34	8.13	1.33	7.77	1.29	7.94	1.04	7.40
公共设施	0.40	9.57	1.60	9.35	1.66	10.22	1.15	8.19
其他工程	0.18	4.31	0.71	4.15	0.73	4.49	0.53	3.77
其他业务	0.02	0.48	0.10	0.58	0.01	0.06	0.01	0.07
毛利率		**10.57**		**10.11**		**11.05**		**11.37**
建筑施工		10.53		10.06		11.04		11.37
其中：民用		10.30		9.84		10.81		11.19
工业		12.23		11.42		12.46		12.52
公共设施		11.33		11.09		11.96		12.49
其他工程		10.29		9.93		11.04		11.00
其他业务		66.67		66.67		33.98		14.71

数据来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年，受益于多元化业态和广泛的市场分布，公司收入和毛利润稳步增长，年均复合增长率分别为 17.05%和 10.35%。受市场竞争、招投标市场规范化以及下游房地产公司增强标准化管理等因素影响，建筑行业整体毛利率不高。2011～2013 年，由于人工和原材料等直接成本逐年上涨，公司毛利率水平略有下滑。2014 年 1～3 月，公司营业收入同比增长 11.47%，毛利润同比增长 18.41%，毛利率同比提升 0.60 个百分点。

公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质及其他多项专业承包资质，施工能力较强，承接工程曾获得多项奖项；公司注重技术研发与创新并掌握多项专利技术

公司传统业务为房屋建筑施工，拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质及其他多种专业资质，以房屋建筑业务为支点，向市政工程、钢构工程、机电工程和装饰装修等多个细分领域拓展。2011 年，我国住房和城乡建设部对《建筑业企业资质等级标准》中施工总承包特级资质标准进行了修订，在提高特级资质准入标准的同时，适当放宽了特级资质企业的施工范围，因此，较高等级和较全面的施工资质保障了公司在承揽项目时具备较强的竞争力，同时也为公司在取得总承包业务后减少相关专业分包，独立完成专业施工，提高项目的利润率奠定了核心竞争基础。

表 3　截至 2014 年 3 月末公司拥有的资质情况

施工总承包资质	
房屋建筑工程施工总承包特级	市政公用工程施工总承包壹级
专业承包资质	
建筑装修装饰工程专业承包壹级	高耸构筑物工程贰级
钢结构工程专业承包壹级	机电安装总承包贰级
机电设备安装工程专业承包壹级	消防设施工程施工专业承包贰级
对外援助成套项目施工 A 级实施企业资格	

资料来源：根据公司提供资料整理

公司凭借较全面的资质条件、以国内外优质业主及地方政府投融资平台为依托，在大体量高难度工程方面积累了一定经验，从而具备了较强市场竞争实力。公司与广州恒大地产集团有限公司在上海、衡水、浏阳、安庆和郑州等地合作的九个工程项目，总施工面积 118.11 万平方米，工程造价 17.15 亿元；与即墨市城市旅游开发投资有限公司合作的“即墨市市医院片区改造项目”，总施工面积 26.84 万平方米，工程造价 7.13 亿元；与宜家家居（IKEA）在无锡和宁波合作的两处家具零售商场项目，施工面积分别为 10.00 万平方米和 9.39 万平方米，工程造价共计 3.65 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司施工建设的闸北区文化馆和大宁社区文化活动中心等 19 项工程获得鲁班奖；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等一系列地标性建筑，累计获得 70 余项扬子杯、90 余项白玉兰杯以及 600 余项省市优质工程奖。

截至 2014 年 3 月末，公司拥有各类技术职称人员 2,312 人，其中教授级高级职称员工 3 人，高级职称员工 183 人，中级职称 498 人；公司拥有一级注册建造师 267 人，二级注册建造师 305 人，注册造价师、注册安全工程师等其他各类执业注册人员 82 人。公司较为重视技

术创新与研发投入，每年投入科研经费不低于 1,000 万元，公司设立的技术中心为省级科研中心，目前已获得 90 余项省、部及国家级 QC 成果，2 项发明专利、30 项国家实用新型专利、5 项国家级工法以及 15 项省级工法。

综合来看，公司在施工资质、技术和经验方面位居行业前列，由于国家产业政策使重大项目逐渐向综合实力较强的建筑企业倾斜，因此公司潜在的发展空间较大。

公司业务范围覆盖面较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险，但也在一定程度上加大了管理难度；公司本部在资金、产权和生产协调等方面对直管项目和各分、子公司实施集权控制

公司目前已在国内多个大中型城市建立了施工项目基地，成立了 18 家区域分公司，形成了较为广泛的市场网络体系。从施工区域分布看，以北京、上海、天津、南京和青岛等为中心的区域施工面积占 2013 年公司总施工面积的 73.06%、施工产值约占 72.72%；其中公司在江苏和山东两省的施工规模最大，施工面积合计占比为 41.37%、施工产值占比为 41.08%。2012 年，北京地区施工面积略有下降，主要是由于奥运会之后业务量下滑所致；海外项目施工面积 40.67 万平方米，施工产值占公司总产值的 12.32%。2013 年，山东地区施工面积同比略有下降，主要是由于 2011 年以来公司降低了山东地区小型房地产项目承接量所致。综合来看，公司业务分布区域较为分散，能有效降低局部市场需求波动引起的风险，但同时逐步扩张的经营规模也为公司整体项目管理水平提出了更高要求。

表 4　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司各区域施工面积及产值情况（单位：万平方米、亿元）

工程区域	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	施工面积	产值	施工面积	产值	施工面积	产值	施工面积	产值
江苏省	57.32	13.07	232.83	53.05	151.09	34.15	133.10	25.34
山东省	58.33	13.65	252.78	59.12	264.44	59.51	286.98	57.09
北京市	30.21	6.90	108.61	24.60	61.25	13.84	74.87	14.31
上海市	33.44	7.82	130.83	30.70	112.10	25.29	126.98	24.25
天津市	29.32	6.87	132.40	31.08	80.49	18.11	96.41	19.17
海外	10.60	3.18	39.32	11.94	40.67	12.32	23.95	6.58
其他	60.13	13.65	276.91	62.54	329.83	73.90	198.32	37.08
合计	**279.35**	**65.14**	**1,173.68**	**273.03**	**1,039.87**	**237.12**	**940.61**	**183.82**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司项目经营主要遵循“本部-分公司-项目部”的三级运营模式，其中公司本部是资金、人员、管理和决策中心，分公司为公司驻外分支经营管理机构，同时也是当地各项目部的管理和服务单位，负责对区域内签订项目及施工团队的监督和管理，项目部为具体的生产施工单位，各项目负责人均与公司本部签订内部承包协议（合同）。公司本部对各

区域分公司的资金实行统一垂直管理，分公司资金接受公司本部统一调度。合同管理上，公司所有建筑工程总承包合同均以“南通三建”的名义统一对外签订，随后各区域分公司再将所承接的工程分派给公司内部承包人进行组织施工，区域分公司对工程项目从业务洽谈、合同签订、工程安全质量、进度、成本核算，到最终的售后服务进行监督管控。

综上所述，公司本部通过协助各区域分公司识别、分析和评估工程项目的各种风险，在资金、人员和产权等方面实现了对直管项目和各分、子公司的集权管控。

公司新签合同金额逐年增长，项目储备较为充足，且重大项目的承接能力逐步增强

2011～2013 年，公司新签合同额逐年稳步提升，分别为 176.25 亿元、196.83 亿元和 221.55 亿元；新承接亿元以上的重大项目金额占新签合同额的比重分别为 56.77%、66.35%和 64.26%。同期，公司新承接工程面积略有波动，其主要原因是由于公司在经历了前期品牌建设与推广的基础上形成了良好的市场认可度，因此现阶段公司能够根据自身利润导向选择性承接项目，通过准入评审制对业主的付款能力及时间节点进行综合评估，主动退出了一些需要公司前期垫付大量资金的高风险竞标项目，而新签合同金额由于单体项目施工难度和建造成本的提升而逐年增加。截至 2014 年 3 月末，公司承接单项合同额 4 亿元以上的在建工程主要包括即墨市市医院片区改造项目、郑新航空港物流机场仓库（钢构）工程、明日郡二期工程以及王家庄改造项目。已完工项目方面，国际金融中心（鑫银大厦）、中国一重研发大楼和崇明文化活动及证照服务中心均为单体合同金额2亿元以上的大型工程。

表 5　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司合同签订及施工面积情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
施工面积	279.35	1,173.68	1,039.87	940.61
竣工面积	239.35	1,036.31	932.65	845.27
新承接工程面积	255.68	1,036.23	933.61	1,023.03
新签合同额	54.86	221.55	196.83	176.25

数据来源：根据公司提供资料整理

国内项目获取方面，公司主要采取招投标和长期战略合作并行的运营模式。招投标模式下，公司通过下属各区域分、子公司分别对跟踪项目进行投标，为避免系统内部竞标损失，公司原则上要求各区域分、子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，所有招投标项目从前期可研报告到后期合同签订均需要通过公司本部审核；战略合作模式下，通常由公司本部与各大地产商签订长期战略合作协议，之后根据项目所在地向各区域分、子公司分配。公司通过建立大客户走访互动机制主动了

解客户需求，保障优质及大客户群体的稳定与持续发展。目前公司合作的开发单位主要包括恒大地产、路劲地产、华润置地和青岛绿城等。

表 6　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司承接亿元以上重大项目情况

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
亿元以上项目数量（个）	19	63	58	46
亿元以上项目合同金额（亿元）	35.78	142.39	130.59	100.06
亿元以上项目合同金额占总金额比(%)	65.22	64.26	66.35	56.77

数据来源：根据公司提供资料整理

国外项目获取方面，公司主要采取援外和经外两种模式。援外项目主要由国家商务部牵头对亚非拉等地区实施援助建设工程，目前我国拥有援外项目建设资质的企业共计 200 余家，大部分为综合实力很强的大型国有建筑企业，公司作为民营企业已先后承接了也门国家大图书馆[3]和刚果（布）中学等项目，由于建筑工程款直接由国家商务部或中国建筑工程总公司进行划拨和结算，因此项目回款较稳定且风险较小；对于经外项目，为降低回款风险，公司主要依托中信建设有限责任公司（以下简称“中信建设”）在安哥拉开展政府城市建设，并且公司与中信建设保持了良好的长期合作关系。

目前，公司正在运作的垫资项目主要包括威尼斯花园（五湖家园）和南通纺院海门港校区二期工程（以下简称“纺院二期”）等。其中威尼斯花园主要为公寓式酒店、高层与小高层住宅及商业配套，规划总建筑面积 12 万平方米；纺院二期主要为教学楼及学生公寓，规划总建筑面积 13.2 万平方米。公司两项垫资工程的施工技术较为简单且投资规模不大，预计于 2015 年 2 月底竣工验收。

表 7　截至 2014 年 3 月末公司垫资项目进展情况以及未来投资计划（单位：亿元、月）

项目名称	合同价款	回购期限	项目规划总投资	公司已投资	2014 年 4 月～2015 年 2 月公司计划投资
威尼斯花园（五湖家园）	2.88	24	3.40	1.29	1.16
纺院二期	3.19	24	3.50	1.15	1.55
合计	**6.07**	-	**6.90**	**2.44**	**2.71**

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，公司项目储备量较为充足且重大项目的承接能力逐步增强，为公司后续发展提供了有利支撑。

公司设定了严格的采购程序，施工设备齐全，注重工程质量管理和安全生产，但公司所处建筑施工行业仍存在一定的安全事故风险

公司项目成本包括材料、设备、人员、管理和业务费用等，其中原材料成本约占营业总成本的 75%左右，主要包括混凝土、钢材和地材

[3] 也门国家大图书馆单体合同额约 3 亿元，公司 2010 年以来共中标 4 个商务部援外项目。

等，占原材料成本比重约为 40%、15%和 10%；其他材料主要包括五金电料、木材和给排水等，占原材料成本比重约为 35%。

公司设定了严格的采购程序，对外承包工程分为“包工包料”和“包工不包料”两种方式。其中“包工包料”为公司主要采取的对外承包方式。对于金额较小的材料采购，一般由项目所在地的区域分公司直接负责以降低运输成本；对于金额较大的材料采购，公司通过报价统计对比，在合格供应商名录中选择最优价格进行大批量统一采购从而降低成本。在“包工包料”方式下，原材料价格波动往往会对承包工程的盈利水平造成一定影响，因此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。一般情况下，当施工期间建筑材料价格振幅在 5%以内的部分，由公司承担或受益，振幅超过 5%的部分由发包商承担或受益；对于业主指定原材料供应商的工程项目，公司采取“包工不包料”的方式，此种方式下，公司无需承担原材料价格上涨带来的风险，同时也无法获得因材料价差带来的利润。

公司施工设备齐全，截至 2014 年 3 月末，公司拥有各类施工设备 277 台，其中包括塔式起重机 139 台、施工升降机 69 台和物料提升机 10 台等，特种机械设备占比约为 68%。

公司高度重视工程质量管理和安全生产，制定了《企业安全生产责任制度》和《企业安全生产管理制度》等规范细则，安全生产费投入约占施工产值的 1.5%左右。2013 年，公司安全生产、文明施工、环保管理和设备管理通过了 GB/T19001、GB/T50430、GB/T28001 和 GB/T24001 管理体系的内部审核和认证机构的外部监督审核。职业健康方面，公司施工现场按 JGJ59-2011 标准评分合格率为 100%，特种作业人员持证上岗率为 100%，机械设备完好率和利用率分别为 95%和 80%以上。2011 年以来，公司未发生人员死亡等重大安全事故。公司较为注重工程质量管理和安全生产，但由于建筑施工属高危行业，公司仍存在一定的安全事故风险。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 50,128 万元，自然人黄裕辉持股比例为 19.95%，其余 35 名自然人股东以及海门市城市发展投资有限公司和江苏南通三建集团有限公司工会委员会合计持有公司 80.05%股权，公司股权分布相对分散，目前尚无实际控制人。公司经营决策和内部管理等重大事项均须依据公司章程及内部规章制度等相关规定由公司股东会、董事会及经营管理层来决定，任何单一股东均无权决定公司经营决策和内部管理等重大事项。公司设立人力资源部、信息中心、财务部、审计部、经营合约部、法律事务部、施工安全部、质量技术部和办公室等职能部门。公司下设北京、上海、青岛、合肥、石家庄等 18 个区域分公司，各分公司的管理人员由公司直接委派。

战略与管理

公司与各区域分公司管理人员均签订了经营、管理目标责任书，在各分公司设置了与经营合约部门对口的管理处，各管理处受公司相应职能部门的垂直领导。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度，包括预算制度、财务管理制度、重大投融资决策制度、担保制度、关联交易制度、内部审计制度、施工安全管理制度和分包管理制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

公司实行“集约化经营、立足国内、拓展海外”的发展战略，通过提高对人才、技术和资金的管理水平，逐步由施工总承包向工程总承包转型，通过全产业链运作形成新的盈利模式。公司坚持集约化经营模式，立足于国内市场并积极开拓国外市场，持续实施品牌经营、规模经营、资质经营和专业化经营战略，以科技研发为推动力，提升综合施工能力。

抗风险能力

公司是江苏省规模较大的建筑企业之一，拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，承接工程曾获得多项奖项，业务范围覆盖全国大多数省份，能有效分散局部市场需求波动引起的风险。随着公司经营策略逐步转向单体价格较高的大型工程，公司新承接项目面积虽略有波动，但签约合同金额保持逐年上升，项目储备较为充足。公司法人治理结构和内部管理体系较为完善，公司与下属各分、子公司之间产权清晰且职权明确，有助于公司业务整体保持良好的运作状态。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年和 2014 年一季度财务报表。江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司[4]对公司 2010～2012 年财务报表进行了三年连审，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

公司资产以流动资产为主，其他应收款中存在较大规模的拆借款；房地产调控政策影响房地产企业现金流，导致公司应收账款及存货周转效率放缓

2011～2013 年末，公司应收账款、其他应收款和存货等科目由于工程施工体量的逐年上升随之增加，总资产规模稳定增长，年均复合增长率为 27.75%；公司资产构成以流动资产为主，占总资产比重保持在 90%以上且逐年递增。

[4] 江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司于 2013 年更名为江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

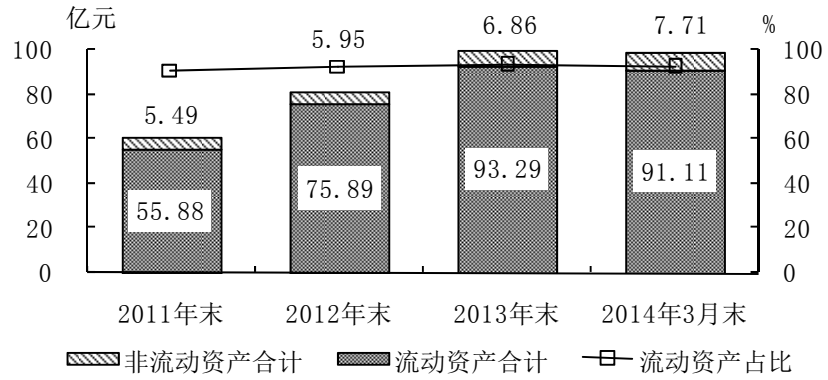


图 3　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、应收账款、其他应收款和货币资金等构成。2011～2013 年末，公司存货逐年递增，年均复合增长率为 34.66%，主要包括原材料和尚未结转成本的已完成施工量。2012 年末公司存货同比增长 43.25%，2013 年末同比继续增长 26.58%，公司存货随着施工规模的扩大逐年增加。截至 2014 年 3 月末，公司存货 29.03 亿元，较 2013 年末增长 5.54%。

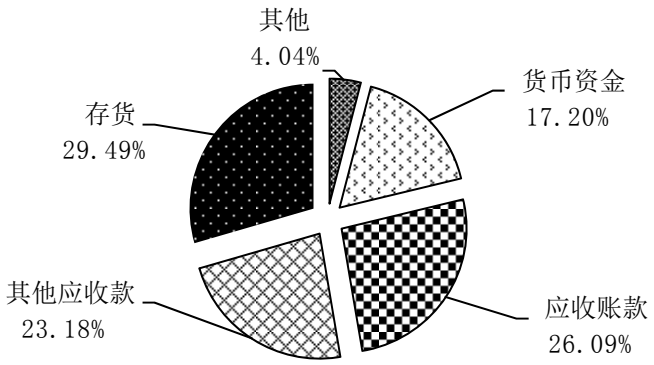


图 4　2013 年末公司流动资产构成情况

2011～2013 年末，公司应收账款逐年大幅增长，基本为应收工程款，坏账准备均按 5%计提。2012 年末公司应收账款同比增长 49.07%，2013 年末同比继续增长 32.65%，已计提坏账 1.28 亿元，公司应收账款不断增加，一方面是由于公司经营规模不断扩大导致施工产值不断增加，另一方面主要是由于宏观调控政策影响房地产企业现金流趋紧，导致公司应收账款资金回笼放慢。截至 2014 年 3 月末，公司应收账款 22.29 亿元，较 2013 年末减少 8.43%。

表 8　截至 2014 年 3 月末公司应收账款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占比
南通汇鑫房地产开发有限公司	业主	12,877.69	1 年以内	5.48
阜阳经济建设投资有限公司	业主	9,663.42	1 年以内	4.11
海门市通纺投资开发有限公司	业主	9,515.17	1 年以内	4.05
南京科技创新投资有限公司	业主	9,300.00	1 年以内	3.96
莱茵广场世贸中心	业主	9,000.00	1～2 年	3.83
合计	-	**50,356.28**	-	**21.43**

数据来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年末，公司其他应收款逐年增加，年均复合增长率为 14.96%，主要为项目质保金、投标保证金以及公司股东和参股企业的拆借款等。2013 年末公司其他应收款为 21.63 亿元，拆借款合计占比约为 35%，其中股东和参股企业拆借款约为 5.24 亿元，账龄虽均在 1 年以内，但公司其他应收款中的股东拆借款续借较为普遍。截至 2014 年 3 月末，公司其他应收款 18.94 亿元，较 2013 年末减少 12.41%。

表 9　截至 2014 年 3 月末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占比
海门市城市发展投资有限公司	公司股东	33,000	1 年以内	17.42
江苏南通三建集团第三建筑安装工程有限公司	投资参股	11,009	1 年以内	5.81
海门南黄海建设发展有限公司	非关联方	10,000	1 年以内	5.28
青岛厚德房地产开发有限公司	非关联方	8,000	1 年以内	4.22
南通市裕成建设有限公司	非关联方	7,000	1 年以内	3.69
合计	-	**69,009**	-	**36.42**

数据来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年末，公司货币资金逐年增长，主要为银行存款以及保函和信用证等各类保证金。2012 年末公司货币资金同比增长 17.54%，主要是由于公司融资额度的增加以及股东直接增资 20,128 万元所致，2013 年末同比继续增长 16.41%，仍主要是融资额度的增加。截至 2014 年 3 月末，公司货币资金 17.12 亿元，较 2013 年末增长 6.72%。

2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司应收账款周转天数分别为 25.96 天、37.52 天、45.40 天和 53.07 天，受业务规模扩大和房地产企业现金流紧张等因素影响，公司应收账款周转效率有所放缓；同期，公司存货周转天数分别为 48.03 天、50.77 天、58.26 天和 71.96 天。

公司非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成，2011 年以来公司非流动资产占总资产比重始终较低且逐年下降。2011～2013 年末，公司长期股权投资总额保持相对稳定，截至 2014 年 3 月末，公司长期股权投资 3.30 亿元，较 2013 年末增加 1.22 亿元，主要是新增安徽省

路网交通建设集团有限公司 55.00%的股权[5]。2011～2013 年末，公司固定资产逐年增加，主要为房屋建筑以及各类施工所需设备等。2013 年末公司固定资产同比增长 35.74%，主要是新购置的施工设备。截至 2014 年 3 月末，公司固定资产 3.67 亿元，较 2013 年末增长 7.28%。

从资产受限情况看，截至 2014 年 3 月末，公司所有权受限资产的账面价值合计约 8.67 亿元，占期末公司总资产的 8.77%，包括全资子公司南通宸裕焜投资有限公司名下的固定资产账面价值 0.51 亿元[6]、淮安东祺置业有限公司名下的土地价值 0.89 亿元和货币资金 7.27 亿元。其中，固定资产和土地主要用于抵押融资，受限货币资金主要为银行承兑汇票、保函和信用证的保证金。

总体看，公司资产规模保持平稳增长，其中流动资产占比较高，公司应收账款周转效率放缓。预计未来随着公司经营规模的扩大，资产规模仍将进一步增长。

资本结构

公司负债规模逐年增加，负债构成以流动负债为主；公司对外担保比率极高且担保对象的行业及区域分布较集中，存在或有风险

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总负债分别为 35.31 亿元、47.75 亿元、59.27 亿元和 56.45 亿元，年均复合增长率为 29.56%，公司负债年均增速与资产增速基本匹配，负债结构以流动负债为主。2014 年 3 月末，公司非流动负债全部为 9,450 万元长期借款，占总负债比重为 1.67%。

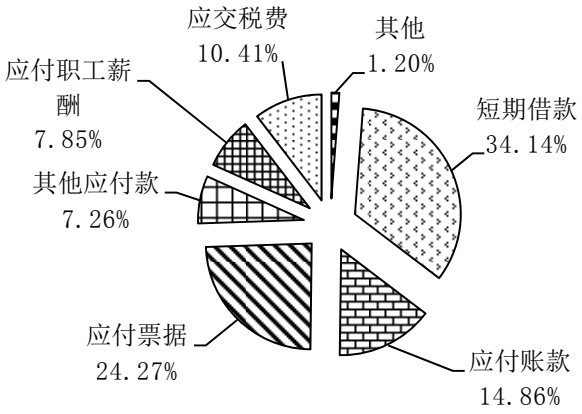


图 5　2013 年末公司流动负债构成

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付

[5] 截至 2014 年 3 月末，公司对安徽省路网交通建设集团有限公司控股比例为 55%，但由于财务对接等相关工作尚未完成，因此未纳入 2014 年一季度财务报表，预计将在 2014 年半年报时纳入合并范围。

[6] 公司全资子公司南通宸裕焜投资有限公司名下位于海门市海门镇狮山路 131 号的房地产，其房屋（固定资产）和土地（无形资产）的市场评估价值约为 1.60 亿元，其中账面价值 0.51 亿元为房屋建筑物，其余 1.09 亿元为土地评估价值。公司将市场评估价值约 1.60 亿元的房地产（房屋+土地）用于抵押融资，获得 0.90 亿元的抵押融资额，其中从中国建设银行海门支行获得 0.50 亿元，从中国工商银行海门支行获得 0.40 亿元。

款等构成。2011～2013 年末，公司短期借款逐年递增，年均复合增长率为 38.85%。2013 年末公司短期借款同比增长 13.16%，其中信用借款、保证借款和抵质押借款占比分别为 0.28%、94.45%和 5.27%，国家对房地产行业调控使公司施工项目按节点回款的比例有所下降，从而导致公司对流动资金需求不断加大。截至 2014 年 3 月末，公司短期借款 19.88 亿元，较 2013 年末小幅下降 0.14%。

2011～2013 年末，公司应付票据年均复合增长率为 44.32%，应付票据逐年大幅增加主要是公司加大了银行承兑汇票支付方式所致。截至 2014 年 3 月末，公司应付票据 13.15 亿元，较 2013 年末减少 7.11%。

2011～2013 年末，公司应付账款逐年大幅增加，年均复合增长率为 42.39%，2013 年末同比增长 39.04%，主要是由于工程量增加导致应付的工程材料款和分包款随之增加。截至 2014 年 3 月末，公司应付账款 7.59 亿元，较 2013 年末减少 12.42%。

表 10　截至 2014 年 3 月末公司应付账款前五名情况（单位：万元、%）

供应商	金额	比例
南通市中北建筑安装工程有限公司	2,560.22	3.38
天津通嘉海贸易有限公司	2,236.41	2.94
大庆市辉腾盛世技术开发有限公司	2,033.52	2.67
上海钰翔国际贸易有限公司	1,829.30	2.41
南京泰锋建筑工程有限公司阜阳分公司	1,664.54	2.19
合计	**10,323.99**	**13.59**

数据来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年末，公司其他应付款逐年减少。2012 年末公司其他应付款同比减少 15.50%，2013 年末同比继续减少 21.20%，主要是公司支付了工程分包单位质保金所致。截至 2014 年 3 月末，公司其他应付款 5.27 亿元，较 2013 年末增长 24.46%。

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司有息债务规模逐年增加，有息债务在总负债中的比重亦逐年上升，公司有息债务几乎全部由短期有息债务构成，债务结构有待改善，但是符合建筑企业对于流动资金需求较大的特征。2011～2012 年，公司有息债务全部为短期借款和应付票据，融资来源较为单一，2013 年公司新增 0.95 亿元长期借款。公司计划发行中长期债务融资工具，从而拓展直接融资渠道并降低财务成本，在调整有息债务结构的同时，为周期较长的房建工程和垫资项目解决相应配套资金。

表 11　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
总有息债务	33.97	35.01	25.21	17.12
总有息债务占总负债比重	60.19	59.07	52.80	48.49

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司所有者权益逐年增加，分别为 26.05 亿元、34.09 亿元、40.89 亿元和 42.37 亿元，主要是由于未分配利润和股本的增加；其中未分配利润分别为 20.62 亿元、26.05 亿元、32.24 亿元和 33.72 亿元。2012 年 10 月 29 日，经公司董事会决议，自然人黄裕辉、周炳高、季秋野和施晖均以货币形式注资共计 20,128 万元，变更后公司注册资本增至 50,128 万元。

截至 2014 年 3 月末，公司对外担保企业涉及 52 家，对外担保余额 385,650 万元，担保比率为 91.02%。公司对外担保比率极高，且担保对象多数为南通市和海门市的建筑企业，行业和区域风险较为集中。截至 2014 年 4 月 23 日，公司未曾发生过担保代偿事项。

截至 2014 年 3 月末，公司涉及诉讼事件标的金额约 2.35 亿元。

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率分别为 57.54%、58.35%、59.18%和 57.12%，由于公司权益与负债基本保持同比例增长，因此公司资产负债率保持相对稳定；长期资产适合率分别为 474.78%、572.95%、609.62%和 561.63%，长期资本对长期资产的保障程度很好；流动比率分别为 1.58 倍、1.59 倍、1.60 倍和 1.64 倍，速动比率分别为 1.15 倍、1.13 倍、1.13 倍和 1.12 倍，流动资产对流动负债保障程度较好。

综上所述，公司负债规模逐年增加，几乎全部为流动负债，债务结构有待改善。公司对外担保比率极高，存在或有风险。受房地产调控政策影响公司应收账款周转效率有所下滑，预计公司垫资导致的流动资金需求仍将保持在较高水平，随着公司经营规模的扩大，负债规模将进一步增加。

盈利能力

随着承接业务量及施工规模的增加，2011 年以来公司收入和利润总额逐年增长，期间费用率保持在合理水平，主要盈利指标表现较好

2011～2013 年公司收入保持稳定增长，主要受益于公司承接业务量及施工产值的不断增加；2011 年以来，由于劳务成本逐年上涨，而公司无法将成本的上涨全部转移至下游房地产企业，因此毛利率小幅下滑，但与建筑行业平均水平相比，公司毛利率整体仍保持在较高水平[7]，一方面是由于公司的工程质量较高，2011 年以来一次性交验合格率为 100%，另一方面是由于公司承接毛利率较高的优质工程体量及占比均有所提高。

[7] 数据来源：wind 资讯。

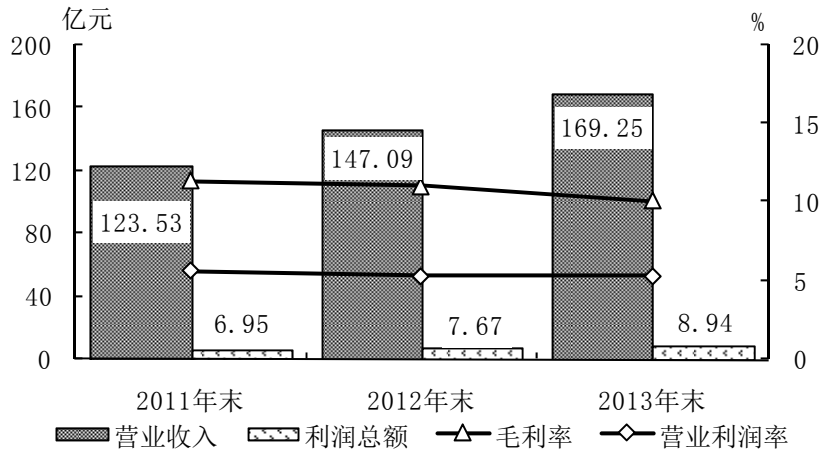


图 6　2011～2013 年公司盈利情况

2011～2013 年，随着生产经营规模持续扩大，公司营业收入逐年增长，期间费用率略有波动。其中，公司因业务区域较为分散导致管理费用始终较高；财务费用由于利息收入冲减而有所波动；销售费用始终占比极低，主要是由于差旅费、业务招待费、交通费和会议费用等均纳入管理费用核算。公司期间费用率整体保持在较合理水平。

表 12　2011～2013 年公司期间费用情况（单位：亿元、%）

期间费用	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	0.07	0.00	0.00
管理费用	2.04	2.29	1.80
财务费用	0.74	1.00	0.79
期间费用/营业收入	**1.68**	**2.24**	**2.10**

2011～2013 年，公司利润总额和净利润逐年增长，年均复合增长率分别为 13.42%和 13.04%；同期，公司总资产报酬率分别为 12.51%、10.60%和 9.87%，净资产收益率分别为 20.60%、17.71%和 16.77%，公司主要盈利指标有所下滑，除毛利率小幅下降因素外，另一方面主要是由于公司资产周转效率持续下滑所致。但从整体来看，公司主要盈利指标仍保持在行业较好水平[8]。

2014 年 1～3 月，公司实现营业收入 39.54 亿元，同比增长 11.47%；毛利率为 10.57%，同比提高 0.60 个百分点；利润总额 2.05 亿元，净利润 1.49 亿元，较 2013 年同期分别增长 17.61%和 14.78%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.44%和 3.51%。

预计未来 1～2 年，随着城镇化建设的不断推进，城市住房及相关配套设施等需求仍将继续扩大，公司新承接业务和施工量也将随之增加，公司收入和利润水平将继续保持增长。

[8] 数据来源：wind 资讯。

现金流

受经营性应收项目及存货变动影响，公司经营性净现金流有所波动，对债务及利息的保障程度缺乏稳定性

受宏观调控政策影响，房地产企业现金流趋紧并且融资渠道受限，加上垫资施工的行业结算特点和企业经营规模不断扩大等多方面因素影响，导致建筑企业的应收账款回笼情况缺乏稳定性。受此影响，公司经营性应收项目和存货的波动导致2011～2013年经营性净现金流随之波动。同期，公司投资性现金流持续为净流出，投资性支出主要是公司股东之一海门市城市投资发展有限公司以及公司关联企业江苏南通三建集团第三建筑安装工程有限公司和江苏南通三建集团第十六建设发展有限公司的临时拆借占款。公司筹资性净现金流波动较大，融资需求较强烈。

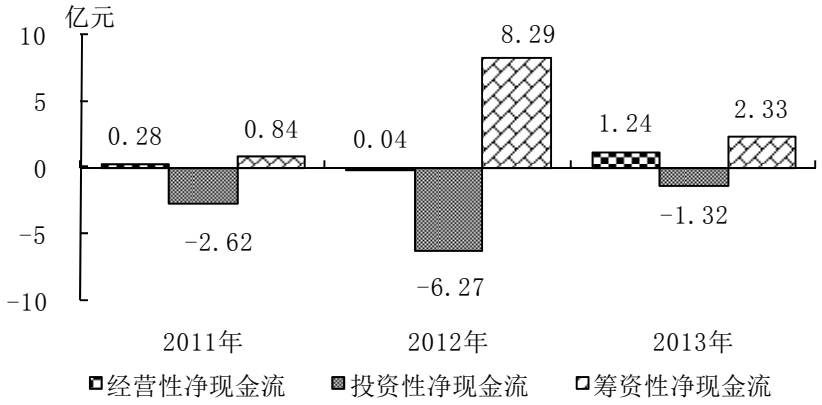


图 7　2011～2013 年公司现金流情况

2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 3.18 亿元，较 2013 年同期增加 2.87 亿元；投资性净现金流为-1.85 亿元；筹资性净现金流为-0.26 亿元。

综合来看，受经营性应收项目及存货变动影响，公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度缺乏稳定性；截至 2014 年 3 月末，公司在建垫资项目主要为威尼斯花园和纺院二期工程，未来 1～2 年公司对在建项目的后续投资需求在 2.71 亿元左右，资本支出规模适中；受公司经营规模扩大及房地产企业资金链紧张等因素影响，预计公司未来短期内仍将保持较为强烈的外部融资需求。

偿债能力

截至 2014 年 3 月末，公司总负债为 56.45 亿元，几乎全部为流动负债，有息债务占总负债比重为 60.19%；资产负债率为 57.12%。受公司经营规模扩大、工程款垫付及房地产企业资金链紧张等因素影响，预计公司未来融资需求将继续保持在较高水平。2011～2013 年，由于公司经营性净现金流有所波动且负债规模持续扩大，公司经营性净现

金流对债务及利息保障程度的稳定性较低；但是同期公司利润水平保持稳定增长，EBITDA 对利息的保障程度较高。

表 13　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司部分偿债指标

偿债指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流/流动负债（%）	5.59	2.35	0.10	0.88
经营性净现金流/总负债（%）	5.50	2.32	0.10	0.88
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	8.75	1.32	0.04	0.39
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	11.49	9.22	11.14

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2014 年 5 月 30 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件；截至本报告出具日，公司尚未在债券市场发行债务融资工具。

结论

随着我国城市化进程不断推进，固定资产投资和建筑业总产值保持较快增长，作为对国民经济贡献的重要力量，建筑业将随着城镇化的推进保持良好的发展前景。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壹级资质及多项专业承包资质，承接工程曾获得多项奖项，业务范围覆盖全国大多数省份，能有效分散局部市场需求波动引起的风险。公司承接的优质工程比例较高，毛利率虽略有下滑但整体保持在较高水平，期间费用率控制在合理区间，主要盈利指标虽略有下滑，但整体表现良好。公司新签合同额逐年增加，项目储备较为充足，为未来的可持续发展奠定了良好基础。但公司的债务结构较为单一，中长期债务融资工具将有助于调节公司有息债务期限结构。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，随着公司新承接业务和施工量的增加，公司主营业务将保持平稳发展。因此，大公对南通三建的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对江苏南通三建集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

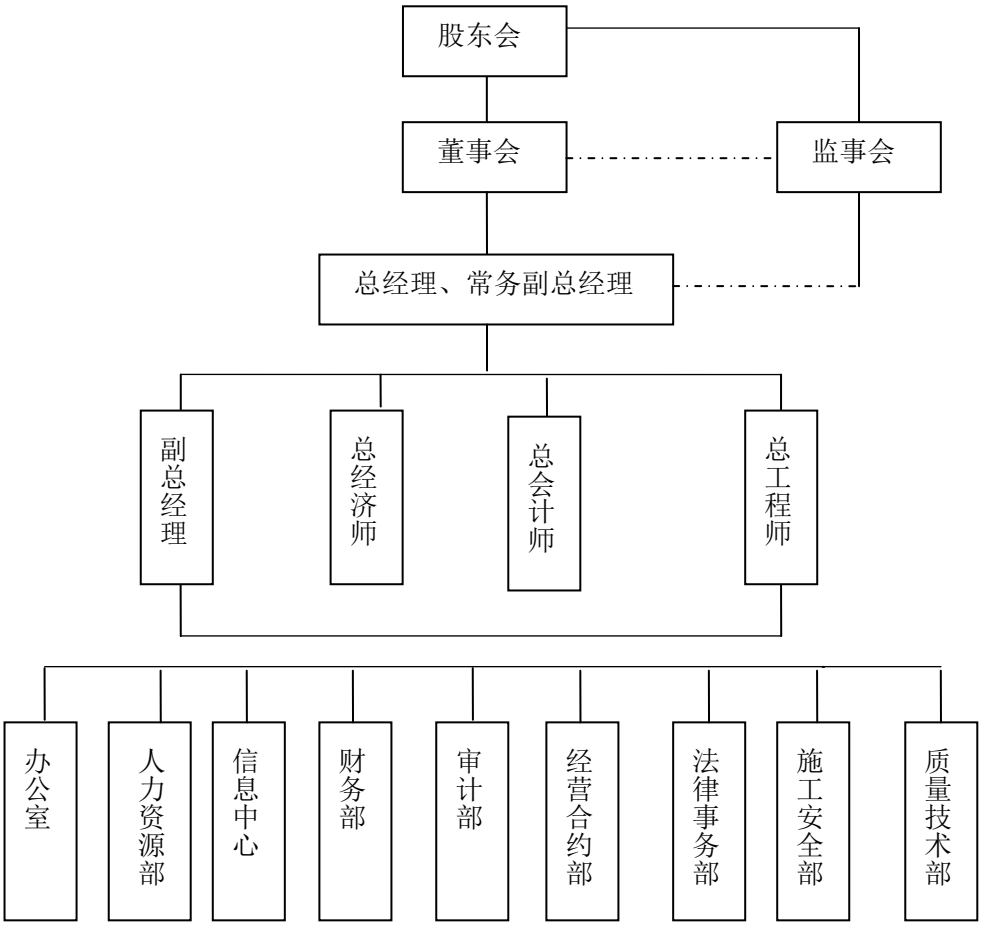
附件 1　截至 2014 年 3 月末江苏南通三建集团有限公司股权结构

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
黄裕辉	10,000	19.95
海门市城市发展投资有限公司	6,000	11.97
周炳高	6,000	11.97
季秋野	5,000	9.97
施晖	4,000	7.98
徐竹林	3,400	6.78
花志华	1,400	2.79
江苏南通三建集团有限公司工会委员会	1,083	2.16
其余 30 名自然人合计	13,245	26.43
合计	**50,128**	**100.00**

附件 2　截至 2014 年 3 月末江苏南通三建集团有限公司主要子公司情况

公司名称	主营业务	子公司类型	持股比例
南通三建建筑劳务有限公司	建筑服务、劳务分包	全资	100.00%
南通三建海外劳务有限公司	建筑服务、对外劳务中介	全资	100.00%
南通宸裕焜投资有限公司	项目投资	全资	100.00%
淮安东祺置业有限公司	房地产开发	全资	100.00%
上海朴正建筑设计有限公司	建筑工程设计	全资	100.00%
芜湖华府建筑安装工程有限公司	建筑施工	全资	100.00%
江苏南通三建集团沈阳建筑有限公司	建筑施工	全资	100.00%
江苏南通三建集团大连建筑工程有限公司	建筑施工	全资	100.00%
江苏南通三建房地产开发有限公司	房地产开发	全资	100.00%
江苏南通三建设备安装工程有限公司	机电设备安装工程承包	控股	60.00%
江苏海钰国际贸易有限公司	金属材料加工、销售	控制	49.00%
南通三建工程管理有限公司	项目管理、工程造价咨询	控股	97.50%

附件 3　截至 2014 年 3 月末江苏南通三建集团有限公司组织结构图



附件4 截至2014年3月末江苏南通三建集团有限公司对外担保明细

单位：亿元

公司名称	企业性质	担保方式	担保种类	担保金额	担保对象现状	是否互保
海门市新海农业投资发展有限公司	国有	保证担保	贷款担保	3.40	正常经营	是
山东天诚市政公路工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	3.00	正常经营	否
龙信建设集团有限公司	民营	保证担保	贷款担保	4.50	正常经营	是
海门市海晋交通建设有限公司	国有	保证担保	贷款担保	1.30	正常经营	是
南通市金磊建设工程有限责任公司	民营	保证担保	贷款担保	1.20	正常经营	是
南通市通东建筑发展有限公司	民营	保证担保	贷款担保	1.11	正常经营	否
南通海二建设工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.98	正常经营	否
江苏江洲建设发展有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.74	正常经营	否
海门市第二污水处理有限公司	国有	保证担保	贷款担保	1.00	亏损[9]	是
海门市大通水利建设有限公司	国有	保证担保	贷款担保	1.00	正常经营	是
海门市港口发展有限责任公司	国有	保证担保	贷款担保	1.00	正常经营	是
南通市裕成建设有限公司	民营	保证担保	贷款担保	2.48	正常经营	否
海门东方路桥工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	1.20	正常经营	是
海门市华宇建筑安装有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
南通华硕建筑发展有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.89	正常经营	否
海门市三联建筑安装工程有限责任公司	民营	保证担保	贷款担保	1.05	正常经营	否
海门市南海水务有限公司	国有	保证担保	贷款担保	0.60	正常经营	是
海门市城建污水处理有限公司	国有	保证担保	贷款担保	0.45	正常经营	是
江苏金雪集团有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.50	正常经营	是
南通中夏建筑工程总承包有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.75	正常经营	是
南通鑫海绿色制冷济有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.75	正常经营	是
海门市金天企业集团有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.40	正常经营	是
南通弘峰建筑工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.40	正常经营	否
上海梦治投资有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.03	正常经营	否
南通煜晟建设有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
南通晟泰建筑工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
江苏新路达建筑有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.20	正常经营	否
江苏叠石桥物流有限公司	国有	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	是
南通远鹏建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.52	正常经营	否
海门市交通建设开发公司	国有	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	是

[9] 根据公司提供的海门市第二污水处理有限公司2011～2013年审计报告，2011～2013年海门市第二污水处理有限公司净利润分别为111.23万元、-773.75万元和-740.03万元。

附件4 截至2014年3月末江苏南通三建集团有限公司对外担保明细（续表1）

单位：亿元

公司名称	企业性质	担保方式	担保种类	担保金额	担保对象现状	是否互保
海门市望京商贸有限责任公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	是
海门市三和建筑置业有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
海门市嘉宏建筑材料有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.55	正常经营	否
海门市鸿飞建材经销有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	是
海门市海天交通建设投资有限责任公司	国有	保证担保	贷款担保	0.90	正常经营	是
海门市地产开发服务中心	国有	保证担保	贷款担保	1.40	正常经营	是
海门宏天建筑装饰有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.03	正常经营	否
南通裕成建筑劳务有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
南通市海津建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.20	正常经营	否
南通三箭烟塔工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.30	正常经营	否
南通金天企业集团有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.20	正常经营	否
南通金德易建设工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.10	正常经营	否
南通盛凯建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.59	正常经营	否
南通兴江建建安集团有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.21	正常经营	否
南通麒麟建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.10	正常经营	是
南通三星建筑有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.85	正常经营	是
南通海宇建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.12	正常经营	否
江苏紫荆装饰工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.12	正常经营	否
江苏省海门中等专业学校	集体	保证担保	贷款担保	0.20	正常经营	否
南通科俊建筑工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.32	正常经营	否
南通市万锦建筑安装工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.10	正常经营	否
南通泽盈建设工程有限公司	民营	保证担保	贷款担保	0.14	正常经营	否
合计	-	-	-	38.57	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 5　　江苏南通三建集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	171,229	160,453	137,835	117,269
应收票据	20,025	15,277	3,033	840
应收账款	222,895	243,416	183,497	123,095
其他应收款	189,436	216,280	216,262	163,645
预付款项	5,183	10,431	350	52
存货	290,348	275,100	217,335	151,714
流动资产合计	911,080	932,924	758,921	558,771
长期股权投资	33,031	20,809	22,361	22,371
固定资产	36,721	34,229	25,217	22,290
无形资产	4,100	4,120	4,244	4,368
非流动资产合计	77,127	68,625	59,497	54,876
总资产	988,207	1,001,550	818,418	613,647
占资产总额比（%）				
货币资金	17.33	16.02	16.84	19.11
应收票据	2.03	1.53	0.37	0.14
应收账款	22.56	24.30	22.42	20.06
其他应收款	19.17	21.59	26.42	26.67
预付款项	0.52	1.04	0.04	0.01
存货	29.38	27.47	26.56	24.72
流动资产合计	92.20	93.15	92.73	91.06
长期股权投资	3.34	2.08	2.73	3.65
固定资产	3.72	3.42	3.08	3.63
无形资产	0.41	0.41	0.52	0.71
非流动资产合计	7.80	6.85	7.27	8.94

附件 5　江苏南通三建集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
短期借款	198,832	199,108	175,960	103,280
应付票据	131,458	141,525	76,160	67,950
应付账款	75,921	86,688	62,346	42,758
预收款项	4,610	6,701	10,925	9,810
应付职工薪酬	36,209	45,793	51,217	37,983
其他应付款	52,693	42,339	53,732	63,592
应交税费	55,115	60,720	46,923	27,570
流动负债合计	555,040	583,194	477,534	353,107
负债合计	564,490	592,694	477,534	353,107
占负债总额比（%）				
短期借款	35.22	33.59	36.85	29.25
应付票据	23.29	23.88	15.95	19.24
应付账款	13.45	14.63	13.06	12.11
预收款项	0.82	1.13	2.29	2.78
应付职工薪酬	6.41	7.73	10.73	10.76
其他应付款	9.33	7.14	11.25	18.01
应交税费	9.76	10.24	9.83	7.81
流动负债合计	98.33	98.40	100.00	100.00
权益类				
实收资本（股本）	50,128	50,128	50,128	30,000
资本公积	28	28	28	0
盈余公积	33,111	33,111	26,678	20,547
未分配利润	337,168	322,372	260,509	206,200
归属于母公司所有者权益	420,435	405,638	337,343	256,747
少数股东权益	3,282	3,218	3,541	3,793
所有者权益合计	423,717	408,856	340,885	260,540

附件 5　　江苏南通三建集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业收入	395,427	1,692,522	1,470,895	1,235,292
营业成本	353,621	1,521,433	1,308,382	1,094,825
营业税金及附加	12,288	51,809	46,497	39,612
管理费用	5,345	20,391	22,939	18,042
财务费用	2,275	7,351	10,045	7,873
营业利润	20,578	90,035	77,986	69,861
利润总额	20,459	89,424	76,690	69,514
所得税费用	5,599	20,841	16,308	15,840
净利润	14,861	68,583	60,382	53,674
归属于母公司所有者的净利润	14,796	68,295	60,441	53,848
占营业收入比（%）				
营业成本	89.43	89.89	88.95	88.63
营业税金及附加	3.11	3.06	3.16	3.21
管理费用	1.35	1.20	1.56	1.46
财务费用	0.58	0.43	0.68	0.64
营业利润	5.20	5.32	5.30	5.66
利润总额	5.17	5.28	5.21	5.63
所得税费用	1.42	1.23	1.11	1.28
净利润	3.76	4.05	4.11	4.35
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	31,794	12,438	419	2,820
投资活动产生的现金流量净额	-18,474	-13,189	-62,738	-26,215
筹资活动产生的现金流量净额	-2,550	23,334	82,873	8,351
财务指标				
EBIT	24,095	98,837	86,731	76,785
EBITDA	-	108,173	92,566	81,017
总有息债务	339,741	350,132	252,120	171,230

附件 5　　江苏南通三建集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标				
毛利率（%）	10.57	10.11	11.05	11.37
营业利润率（%）	5.20	5.32	5.30	5.66
总资产报酬率（%）	2.44	9.87	10.60	12.51
净资产收益率（%）	3.51	16.77	17.71	20.60
资产负债率（%）	57.12	59.18	58.35	57.54
债务资本比率（%）	44.50	46.13	42.52	39.66
长期资产适合率（%）	561.63	609.62	572.95	474.78
流动比率（倍）	1.64	1.60	1.59	1.58
速动比率（倍）	1.12	1.13	1.13	1.15
保守速动比率（倍）	0.34	0.30	0.30	0.34
存货周转天数（天）	71.96	58.26	50.77	48.03
应收账款周转天数（天）	53.07	45.40	37.52	25.96
经营性净现金流/流动负债（%）	5.59	2.35	0.10	0.88
经营性净现金流/总负债（%）	5.50	2.32	0.10	0.88
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	8.75	1.32	0.04	0.39
EBIT 利息保障倍数（倍）	6.63	10.50	8.64	10.56
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	11.49	9.22	11.14
现金比率（%）	30.87	27.53	28.99	33.82
现金回笼率（%）	106.84	100.83	93.47	94.07
担保比率（%）	91.02	90.95	75.11	84.44

附件 6　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[10] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[11] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[10] 一季度取 90 天。
[11] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 7　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。