

2014 年江苏南通二建集团有限公司

公司债券 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：

2014年江苏南通二建集团有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【382】号 01

债券简称：14 南通二建
债/PR 南二建

增信方式：保证担保

担保主体：启东市城市
建设投资开发有限公司

债券剩余规模：
4.5 亿元

债券到期日期：
2021 年 07 月 10 日

债券偿还方式：
按年付息，在债券存续
期的第 3-7 年末分别按
照债券发行总额 20%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：
谢蓉蓉 刘伟强
电话：
0755-82872643
邮箱：
xierr@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

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA+ | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2019 年 06 月 17 日 | 2018 年 06 月 26 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”）对江苏南通二建集团有限公司（以下简称“南通二建”或“公司”）及其 2014 年 7 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调至 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于公司工程承接能力较强，未完工项目充足，未来收入较有保障，同时启东市城市建设投资开发有限公司¹（以下简称“启东城投”）主体长期信用等级上调至 AA+，其提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性；但中证鹏元也关注到，公司在建项目规模较大，未来面临一定的资金压力，应收款项规模较大，存在一定的回收风险，偿债压力较大以及存在一定或有负债风险和司法风险等风险因素。

正面：

- 公司资质较全面，新签合同规模较大，工程承接能力仍然较强。公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，市政公用工程施工总承包等 4 个一级资质。2018 年公司新签合同金额为 603 亿元，较上年增长 4.69%，为当年营业收入的 1.99 倍；新接施工面积为 2,245.50 万平方米，公司工程承接能力较强。
- 公司未完工项目较为充足，未来收入较有保障。截至 2019 年 3 月末，公司在建项目 556 个，未完成施工面积 4,819.9 万平方米，未完成施工合同金额 631.90 亿元，未完工项目较为充足，未来收入较有保障。

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

- **担保方提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，2019 年启东城投主体长期信用等级上调至 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **目前公司在建项目规模较大，未来面临一定资金压力。**地产及基建投资放缓，公司结算和回款速度放慢，未来随着宏观经济增速放缓及房地产调控政策的升级，房地产开发商融资渠道受限，现金流趋紧，将对公司未来经营活动现金流状况产生一定的影响，且目前公司所承接的工程规模较大，2019 年 3 月末公司未完成施工合同金额为 631.90 亿元，其中 PPP 项目总投资额为 12.50 亿元，合作期 20 年（2 年建设期+18 年运营期），投资回收期长，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。
- **公司应收款项规模较大，占用资金较多，存在一定的回收风险。**2018 年末公司应收账款账面价值为 86.08 亿元，建造合同形成的已完工未结算款项 217.75 亿元，合计占公司总资产的比重为 61.32%；其他应收款主要为与关联方等之间的资金拆借及往来款，2018 年末账面价值为 111.51 亿元，占总资产的比重为 22.51%，在国内房地产商资金面趋紧的环境下，公司应收款对象包含部分小型建筑企业，抗风险能力较弱，存在一定的回收风险。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**截至 2019 年 3 月末，公司有息债务规模达 97.29 亿元，占负债总额的 29.08%，从有息债务偿还安排来看，2019 年公司计划偿还的有息债务规模至少为 59.01 亿元（不包括应付票据），面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险和司法风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外提供的未到期担保金额合计为 9.89 亿元，占同期公司所有者权益的 7.72%，且担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，存在一定的或有负债风险；此外，公司还涉及多起未决诉讼，存在一定的司法风险。

公司主要财务指标（单位：万元）：

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 4,655,475.86 | 4,954,260.24 | 4,978,497.06 | 3,571,269.83 |
| 归属母公司的所有者权益 | 1,293,523.97 | 1,263,895.55 | 1,143,672.51 | 1,078,574.82 |
| 有息债务 | 972,856.46 | 976,766.81 | 894,721.41 | 660,472.72 |
| 资产负债率 | 71.86% | 74.16% | 76.87% | 69.60% |
| 流动比率 | 1.41 | 1.36 | 1.33 | 1.47 |
| 速动比率 | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.89 |
| 营业收入 | 732,647.25 | 3,029,700.82 | 2,919,347.41 | 2,933,926.49 |
| 营业利润 | 39,803.57 | 153,291.54 | 110,497.01 | 131,678.47 |
| 净利润 | 29,702.68 | 96,934.47 | 80,968.78 | 98,953.32 |
| 综合毛利率 | 7.61% | 7.49% | 5.97% | 5.22% |
| 总资产回报率 | - | 3.61% | 3.31% | 4.56% |
| EBITDA | - | 182,396.45 | 143,471.83 | 158,524.90 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.66 | 3.21 | 4.24 |
| 经营活动现金流净额 | 1,171.65 | 46,610.54 | -68,080.25 | 13,584.49 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

启东城投主要财务指标（单位：万元）：

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,985,515.51 | 3,043,085.06 | 2,818,469.31 |
| 所有者权益合计 | 2,015,118.63 | 1,319,226.66 | 1,281,819.73 |
| 资产负债率 | 49.44% | 56.65% | 54.52% |
| 营业收入 | 205,724.10 | 157,614.95 | 147,854.48 |
| 利润总额 | 32,628.78 | 26,604.08 | 24,250.83 |
| 经营活动现金流净额 | 78,723.06 | 54,336.98 | -262,942.71 |

资料来源：启东城投 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展改革委《关于江苏南通二建集团有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金[2014]1040号）核准，公司于2014年7月10日公开发行7.5亿元公司债券，票面利率为8.10%。本期债券募集资金原计划用于启东市城东村安置房建设项目，截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为19,919.81元。

二、发行主体概况

2018年5月，公司注册资本由3.25亿元增至10.18亿元，均为原第一大股东江苏苏东投资有限公司（以下简称“苏东投资”）认缴出资，截至2019年5月末，公司实收资本仍为3.25亿元，苏东投资持股比例上升至77.24%，为公司控股股东。苏东投资系南通二建工会全额实缴出资成立，决定苏东投资的经营管理及重大事项，故南通二建工会通过间接控制和影响南通二建的经营及管理，成为公司的实际控制人。

2018年，公司主营业务未发生变化，新纳入公司合并范围的子公司5家，均通过投资设立获得；海南南通二建建设工程有限公司已注销不在纳入合并范围。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况

| 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 | 主营业务 | 合并方式 |
| 江苏南通二建集团讯腾智能工程有限公司 | 51.00% | 建筑业 | 投资设立 |
| 呼伦贝尔建联教育基础设施投资建设有限公司 | 69.00% | 租赁和商务服务业 | 投资设立 |
| 江苏邕有未来智能科技有限公司 | 100.00% | 科学研究和技术服务业 | 投资设立 |
| 太原弘恒企业管理咨询中心(有限合伙) | 99.90% | 租赁和商务服务业 | 投资设立 |
| 广州中城工程管理咨询有限公司 | 100.00% | 租赁和商务服务业 | 投资设立 |
| 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 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
| 海南南通二建建设工程有限公司 | 51.00% | 建筑业 | 注销 |

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

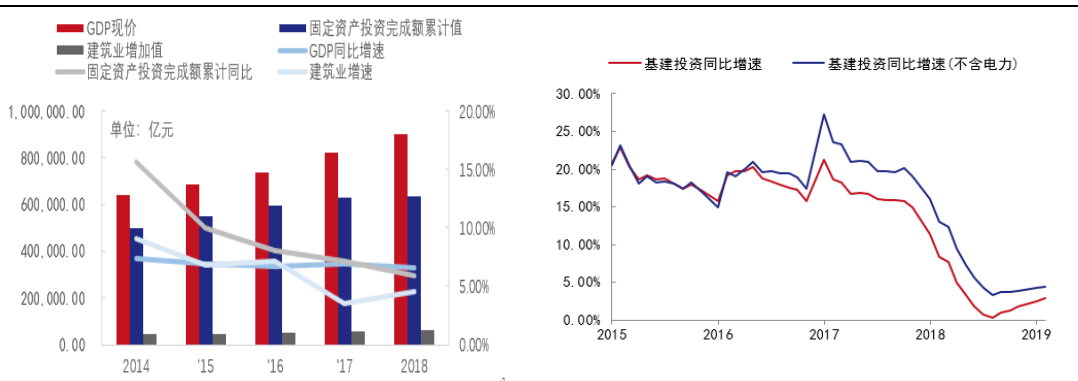
受去杠杆政策、PPP项目清库及融资收紧等因素影响，2018年建筑施工行业景气度有所下滑，但随着基建补短板、“一带一路”等政策的实施，建筑施工行业景气度有望逐步回

升

建筑施工作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，投资瞩目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、固定资产投资以及建筑业总产值变化情况 **图2 基础设施建设投资情况**



资料来源：wind、国家统计局，中证鹏元整理

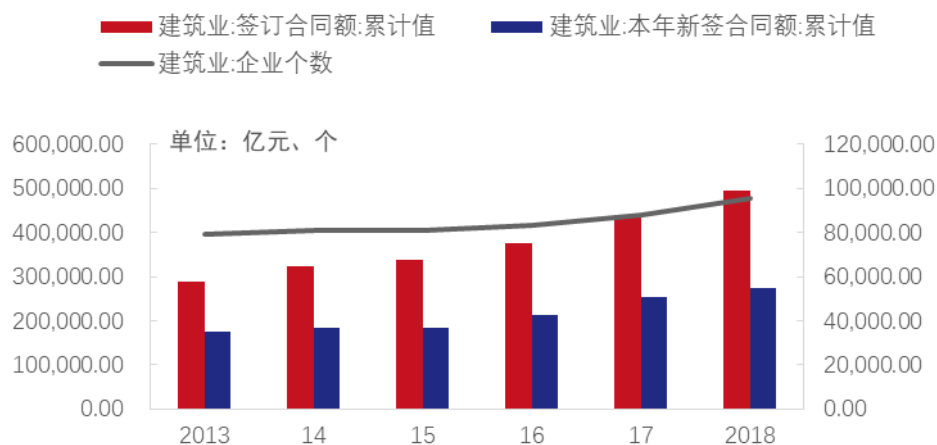
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

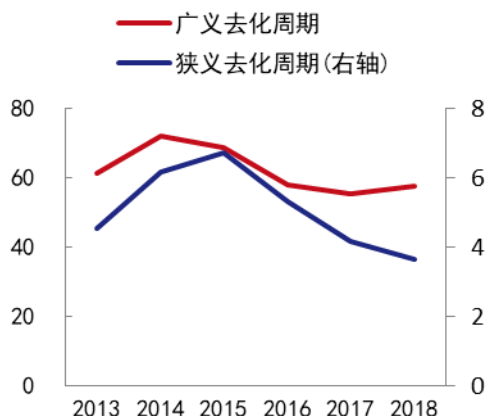
总体来看，2018 年以来房地产市场景气度不佳，且融资环境趋紧，未来房屋建筑市场增长乏力。

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2 2018 年下半年以来，PPP 政策转向鼓励引导，政府支持力度加大

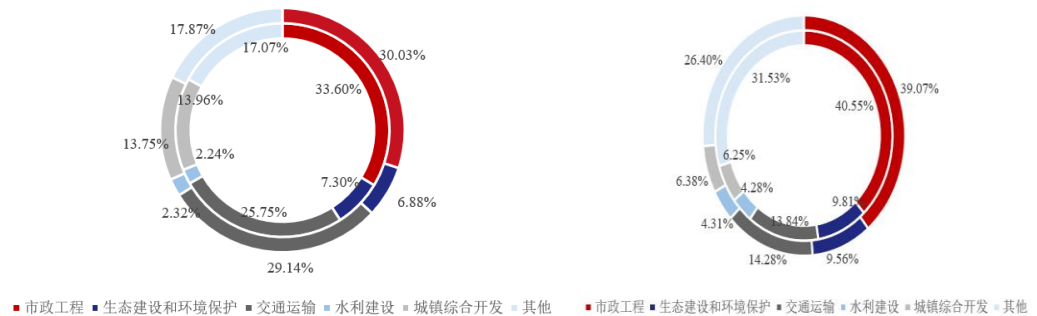
| 时间 | 文件 | 政策内容 |
|---------|------------------------------------|---|
| 2018.09 | 关于全面实施预算绩效管理的意见 | 积极开展 PPP、政府采购、政府购买、政府债务项目绩效管理 |
| 2018.09 | 关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿） | 规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出事项不属于地方政府隐性债务 |
| 2018.10 | 政府和社会资本合作（PPP）项目奖补资金管理办法 | 各级财政部门应当会同相关部门，统筹安排财政资金、国有资产等各类公共资产和资源与社会资本开展平等互惠的 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 | 鼓励地方依法合规采用 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、图7外环代表PPP管理库投资额与项目数，内环代表落地投资额与项目数；

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%。

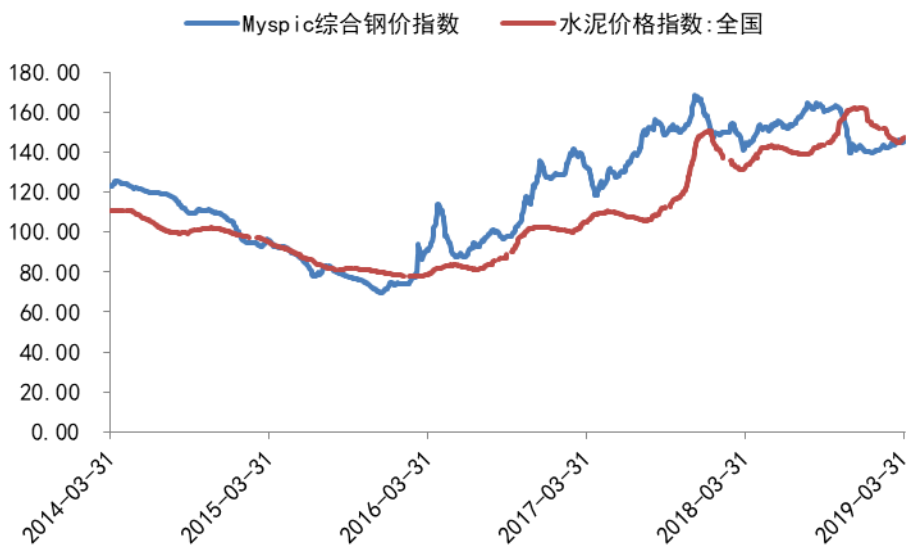
在当前全球经济同步放缓、出口压力加大的背景下，基建稳定器作用将会提升。根据2019年政府工作报告，我国将有序推进政府和社会资本合作。PPP项目涉及市政设施建设、交通运输以及生态环境治理等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为建筑施工企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，当前金融监管趋严，企业面临融资难、融资贵等问题，而PPP项目前期垫资规模大，项目回款周期性强等特征会对企业（尤其资金实力相对较弱的民营企业）债务结构提出更高要求，因此适度的PPP项目将拓展企业业绩，过度开展PPP项目，将为企业带来较大的资金运营风险。另一方面，随着PPP项目回归“公私合作”的本源，更加突出经营属性，PPP项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

公司是一家集土建、装潢、安装为一体的大型建筑施工企业，总承包各类土木工程建筑、配套设施线路、管道、工业设备、民用设备、制冷设备安装、室内外装潢等。

2018年收入仍主要来源于房屋建筑工程业务，全年实现营业收入302.97亿元，其中房屋建筑工程收入占比为63.42%，基本与上年基本持平。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为7.49%，较上年提高1.52个百分点，主要系当年度公司承接江苏片区项目毛利率较高所致。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年1-3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 房屋建筑工程 | 46.52 | 7.06% | 192.14 | 7.04% | 184.35 | 5.54% |
| 建筑安装和架线、管道建筑工程 | 12.34 | 7.22% | 50.87 | 6.76% | 49.66 | 5.69% |
| 道路、桥梁、水利、港口建筑工程 | 3.16 | 12.70% | 13.00 | 12.90% | 12.79 | 11.80% |
| 建筑装饰装修工程 | 6.27 | 9.00% | 25.87 | 8.70% | 24.9 | 6.19% |
| 其他 | 4.97 | 8.80% | 21.09 | 8.50% | 20.23 | 6.65% |
| 合计 | 73.26 | 7.61% | 302.97 | 7.49% | 291.93 | 5.97% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

2018年公司施工资质无变动，截至2019年3月末，公司具有房屋建筑工程施工总承包特级资质，市政公用工程施工总承包、建筑装饰装修工程专业承包、机电设备安装工程专业承包和钢结构工程专业承包4个一级资质，公路工程施工总承包、机电安装工程施工总承包、地基与基础工程专业承包和消防设施工程专业承包4个二级资质，及铁路工程施工总承包和水利水电施工总承包2个三级资质。

截至2019年3月末，公司拥有各类专业技术人员8,592人，包括高级职称人员278人，中级职称人员3,247人；国家注册一级建造师686名、二级建造师626名。公司注重技术研发，2018年获得1项发明专利，16项实用新型专利，15项省部级工法；截至2019年3月末，公司拥有国家级工法6项，发明专利12项，实用新型专利115项，主参编国家和行业标准4项。

2018年，公司承建的无锡蠡湖香樟园1~6#楼及地下车库工程项目和参建的新疆益民大厦获得鲁班奖；承建的天津太平镇窦庄子一期95兆瓦渔光互补光伏发电项目、青岛啤酒城T3办公楼项目和参建的青岛合肥路地铁2号线安装工程获得国家优质工程奖；天津太平镇窦庄子一期95兆瓦渔光互补光伏发电项目和天津辛口镇渔光互补发电项目获得中国电力

优质工程奖；哈尔滨市二商店周边棚改项目（东直家园）A1区工程（保障房项目）和济南融创财富中心南区项目获得中国土木工程詹天佑奖。

根据人民网于 2018 年 8 月 8 日发布的《北京市住建委集中通报 10 家安全质量违法违规企业》，公司施工的 C22#住宅楼等 10 项工程，施工现场存在诸多严重安全事故隐患。北京市住房和城乡建设委员会对公司给予责令改正，并处罚款金额 30,000 元的高限顶格处罚。根据公司提供的说明文件，该事件发生后，公司通过项目部整改、监督检查，已达到安全生产等各项管理要求；目前公司各在建项目的安全生产条件符合各项管理标准，未发生此类事件。

2018年公司新签合同规模进一步增长，项目承接能力较强，目前在手订单较为充足且合同金额较大，为公司未来收入提供了较好保障

公司主要业务模式仍为施工总承包模式，工程项目以自建为主，公司获得项目的方式主要有两种，一种是与大型房地产开发商进行长期战略合作，主要合作开发商包括碧桂园，万科等企业。公司通过战略合作伙伴获取项目，商业性住宅、工商业建筑、建筑装饰建筑工程等业务均采取该种方式获取项目。另一种是与政府合作，通过公开招投标的方式获取项目，保障性住房、公用设施建筑、道路、桥梁、水利、港口建筑工程等业务均采取该种方式获取项目，主要客户为政府单位及城投公司等。

从订单承接情况来看，依托较强的施工能力，公司项目承接能力较强。2018年公司新签合同金额为603亿元，较上年增长4.69%，为当年营业收入的1.99倍，其中亿元以上项目合同金额471.2亿元，占新签合同总额的78.14%；新接施工面积为2,245.50万平方米，公司项目承接能力较强。

截至2019年3月末，公司在建项目556个，未完成施工面积4,819.9万平方米，未完成施工合同金额631.90亿元，在手工程项目较为充足，规模较大，为公司未来收入提供了较好保障。

表4 近年来公司新签合同情况

| 项目 | 2019年 1-3月 | 2018年 | 2017年 |
|-------------------|------------|----------|-------|
| 当年新签合同金额（亿元） | 62.3 | 603 | 576 |
| 亿元以上项目数量（个） | 19 | 156 | 172 |
| 其中：亿元以上项目合同金额（亿元） | 55.5 | 471.2 | 496 |
| 当年新接施工面积（万平方米） | 250.8 | 2,245.50 | 2,356 |
| 期末在建项目数量（个） | 556 | 824 | 771 |
| 期末未完成施工面积（万平方米） | 4,819.9 | 4,926 | 4,083 |
| 期末未完成施工合同金额（亿元） | 631.90 | 649.20 | 576 |

注：新签合同统计中，包括公司股东（主要为建筑公司）签订的合同，下同。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从新签合同的地区分布来看，公司的业务分布较广，以江苏片区、天津片区、东北片区、上海片区、北京片区和山东片区为主，2018年以上片区新签合同金额占新签合同总金额的94.97%，其中江苏片区占比进一步提高，2018年江苏片区新签合同金额占比为51.08%，同比提高16.37个百分点。总体来看，公司新签合同片区集中度有所提高，不利于减少区域市场波动引起的风险。

表5 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 |
| 江苏片区 | 30.65 | 49.20% | 308.01 | 51.08% | 199.93 | 34.71% |
| 天津片区 | 8.59 | 13.80% | 79.29 | 13.15% | 99.99 | 17.36% |
| 东北片区 | 8.22 | 13.17% | 77.03 | 12.77% | 100.68 | 17.48% |
| 上海片区 | 5.29 | 8.50% | 50.47 | 8.37% | 64.4 | 11.18% |
| 北京片区 | 3.55 | 5.71% | 34.19 | 5.67% | 50.4 | 8.75% |
| 山东片区 | 2.54 | 4.05% | 23.69 | 3.93% | 42.51 | 7.38% |
| 西南片区 | 0.59 | 0.95% | 5.84 | 0.97% | 3.63 | 0.63% |
| 其他 | 2.87 | 4.62% | 24.48 | 4.06% | 14.46 | 2.51% |
| 合计 | 62.30 | 100.00% | 603.00 | 100.00% | 576.00 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司施工面积保持增长，收入区域进一步集中于江苏周边区域，业务面临一定的区域风险

施工方面，2018年公司施工面积保持增长，全年施工面积为5,965.3万平方米，较上年增加3.12%；竣工面积为1,232.6万平方米，较上年增长11.85%。

表6 近年来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 | 4,820.40 | 5,965.3 | 5,785 |
| 竣工面积 | 0.55 | 1,232.6 | 1,102 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司收入区域分布较广，但2018年公司工程施工收入进一步集中于江苏片区，天津片区和东北片区收入占比均有所小幅下降。2018年，江苏片区实现收入150.27亿元，同比增长7.11%，占比提高1.54个百分点；天津片区和东北片区合计实现收入80.20亿元，同比增加3.23%，占比下降0.14个百分点，未来需持续关注天津和东北地区经济发展变化对公司业务带来的影响。

表7 公司工程施工收入的区域构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-3月 | 2018年 | 2017年 |
|----|-----------|-------|-------|
|----|-----------|-------|-------|

| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
|-----------|-------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 江苏片区 | 361,561.41 | 49.35% | 1,502,731.60 | 49.60% | 1,403,038.37 | 48.06% |
| 天津片区 | 98,174.73 | 13.40% | 404,465.05 | 13.35% | 390,608.68 | 13.38% |
| 东北片区 | 97,295.55 | 13.28% | 397,496.74 | 13.12% | 386,229.66 | 13.23% |
| 上海片区 | 63,740.31 | 8.70% | 260,857.24 | 8.61% | 256,902.57 | 8.80% |
| 北京片区 | 41,248.04 | 5.63% | 172,087.03 | 5.68% | 163,483.46 | 5.60% |
| 山东片区 | 30,258.33 | 4.13% | 123,914.76 | 4.09% | 151,806.07 | 5.20% |
| 西南片区 | 7,033.41 | 0.96% | 29,691.08 | 0.98% | 26,566.06 | 0.91% |
| 其他 | 33,335.44 | 4.55% | 138,457.32 | 4.57% | 140,712.54 | 4.82% |
| 合计 | 732,647.25 | 100.00% | 3,029,700.82 | 100.00% | 2,919,347.41 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在宏观经济增速下滑的环境下，建筑行业结算放缓，未来公司的回款存在一定的不确定性；公司未完工订单规模较大，面临一定的资金压力

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，一般在施工后开始付款，少量业主有预付款项；施工期间按月进度结算，支付已完工工程的70%-85%不等，有预付款的，按月扣回，工程完工决算后，业主向公司支付至80%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程质保金，质量保证期过后无重大施工质量问题出现，业主将质保金等返还给公司。随着宏观经济增速放缓及房地产调控政策的升级，房地产开发商销售放缓且融资渠道受阻，建筑业整体结算将放慢，未来公司的回款存在一定的不确定性。

本期债券募投项目（启东市城东村安置房建设项目）已于2016年12月份完工，相关收益已全部收回，其中2018年该项目确认收入金额为1.31亿元。截至2019年3月末，公司未完成施工合同金额为631.90亿元，主要在建项目包括哈尔滨国际农业博览中心项目（北区）施工总承包、乌鲁木齐儿童医院城北项目、镇江高校投资建设发展集团有限公司江苏大学京江校区项目等，合同金额合计为122.07亿元，已投资51.52亿元，未来预计尚需投入62.01亿元（按公司综合毛利率为7.00%推算）。

内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院PPP项目²是由呼伦贝尔市国有资产投资运营有限公司（政府方）、公司（牵头人）以及深圳市中装建设集团股份有限公司（联合体成员）共同组建了呼伦贝尔建联教育基础设施投资建设有限公司³，公司持股69%，为控股股东；该项目合作期20年（2年建设期+18年运营期），合作期满后移交给政府；总投资额为12.50亿元，已于2018年7月开工，建设期为两年，收益来源于运营期间使用者付费和政府可行性缺口

² 2018年跟踪评级报告披露公司承建的6个PPP项目因规范性问题，均已被清理出财政部PPP项目库，转为一般建筑承包合同，其中长兴美丽城镇PPP项目因政府方资金问题处于停工状态，公司已投入约8,000万，截至2019年5月末已收回约1,000万元，目前关于款项回收问题尚未与政府方协商一致，剩余款项回收时间存在较大不确定性。

³ 已纳入公司2018年审计报告合并范围。

补助，每年收入合计为1.46亿元；截至2019年3月末，该项目已投入2.00亿元。整体来看，公司未完工项目投资规模较大，面临一定的资金压力。

表8 截至2019年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 合同金额 | 已投资额 |
|----------------------------|---------------|--------------|
| 哈尔滨国际农业博览中心项目（北区）施工总承包 | 20.40 | 15.00 |
| 乌鲁木齐儿童医院城北项目 | 15.37 | 1.70 |
| 镇江高校投资建设发展集团有限公司江苏大学京江校区项目 | 13.65 | 7.92 |
| 内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院 PPP 项目 | 12.50 | 2.00 |
| 哈尔滨国际农业博览中心国际花园 01-03# | 11.88 | 5.50 |
| 哈尔滨集团国际商业广场 T4-T7 | 10.40 | 2.10 |
| 南通市中央创新区医学综合体(一期)项目 | 10.05 | 3.20 |
| 上实朱家角特色居住区（四期）工程 | 10.00 | 2.00 |
| 启东崇和置业有限公司启隆乡新村沙 C-11 地块 | 9.68 | 4.85 |
| 南京麒麟科技创新园二期经济适用住房 H 地块 | 8.14 | 7.25 |
| 合计 | 122.07 | 51.52 |

注：（1）长兴住房和城乡建设长兴美丽城镇一、二标段和聊城市润泰投资开发有限公司-江北水城旅游度假区市政道路、凤凰湖建设项目二期由于甲方资金问题，暂时停工，开工时间不确定，截至2018年3月末上述项目总投资合计为6.10亿元，截至2019年5月末未新增投资额；（2）部分项目合同金额较上年有调整，以此为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。合并范围方面，2018年公司合并范围子公司增加5家，海南南通二建建设工程有限公司已注销不在纳入合并范围，具体见表1。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，但以应收款项及存货为主，货币资金受限比例较高，资金被占用规模较大，未来需关注应收款项回收风险，整体资产流动性一般

随着业务的发展与经营积累，公司资产规模进一步增长。截至2019年3月末，公司资产总额为4,655,475.86万元，较2017年末略有减少；公司资产结构较为稳定，仍以流动资产为主，流动资产占资产总额比重为98.32%。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。2018年末货币资金余额为456,098.92万元，较2017年末增长22.64%，新增主要来源于承兑汇票、借款等保证金的增加，2018年末使用受限的各类保证金账面价值为261,813.45万元，被司法冻结的银行存款4,790.75万元，受限比例较高。公司应收票据主要包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，2018年末两者的账面价值分别为2.72亿元和0.44亿元，其中银行承兑汇票较2017年末增加163.81%；2019年3月末应收票据账面价值为3.10亿元。应收账款主要系应收客户的工程款，2018年末应收账款账面价值为860,779.44万元，较2017年末减少17.77%；2019年3月末，随着所建项目陆续回款，公司应收账款规模进一步下降至801,254.64万元。从应收对象来看，2018年末公司应收账款对象主要为天津市西青区大寺镇门道口村民委员会、朝阳宏达企业集团房地产开发有限公司、大连海通房地产开发有限公司等，前五名欠款金额合计占应收账款总额的13.05%，账龄均在1年以内。公司应收账款按余额百分比计提坏账，2018年末已计提45,304.18万元的坏账准备。整体来看，公司应收账款规模较大，资金被占用规模较大，需持续关注其回收风险。公司预付款项主要为预付工程款、劳务费用以及材料费，账龄均在一年以内，随着工程规模的扩大，2018年末预付款项同比增长95.68%至13.31亿元。其他应收款主要为公司与关联方之间的资金拆借及往来款，以及工程质量保证金和投标保证金等，资金拆借收取一定的利息，主要因部分银行的授信向公司集中而实际用款主体为各参股公司而形成。2018年末其他应收款账面价值为1,115,124.73万元，规模同比下降11.87%，2019年3月末，其账面金额进一步降低至1,070,519.84万元，是公司对各实际用款方（包括参股公司）的款项收回所致。从应收对象上看，2018年末前五名应收对象分别为江苏南通二建集团东佳建设工程有限公司、江苏南通二建集团东联建筑安装工程有限公司、江苏南通二建集团东凯建设工程有限公司、江苏中润建设集团东睿建筑有限公司和江苏中润建设集团东升建筑有限公司，合计占其他应收款总额的19.84%，集中度有所下降，账龄均在1年以内。公司其他应收款规模较大，占用大量资金，且应收对象包含部分小型建筑企业，抗风险能力较弱，2018年末公司其他应收款已计提58,690.78万元坏账准备，未来需关注其回收风险。

公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算款项，还有部分原材料和周转材料。2018年末存货账面价值为2,257,357.74万元，较上年同比增长6.76%，其中建造合同形成的已完工未结算款项2,177,513.02万元，增长主要是由于客户资金压力较大导致结算进度较慢所致。考虑到，我国房地产调控政策不断升级，融资渠道的收缩将影响房地产企业的再融资，房地产企业的资金周转压力加大，在国内房地产商资金面趋紧的环境下，公司应收账款和已完工未结算款项存在一定回收风险。

表9 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 | 412,036.85 | 8.85% | 456,098.92 | 9.21% | 371,904.08 | 7.47% |
| 应收票据 | 30,982.10 | 0.67% | 31,614.39 | 0.64% | 19,161.6 | 0.38% |
| 应收账款 | 801,254.64 | 17.21% | 860,779.44 | 17.37% | 1,046,753.70 | 21.03% |
| 预付款项 | 123,546.72 | 2.65% | 133,139.46 | 2.69% | 68,039.32 | 1.37% |
| 其他应收款 | 1,070,519.84 | 22.99% | 1,115,124.73 | 22.51% | 1,265,262.21 | 25.41% |
| 存货 | 2,118,143.85 | 45.50% | 2,257,357.74 | 45.56% | 2,114,467.38 | 42.47% |
| 流动资产合计 | 4,577,086.80 | 98.32% | 4,874,717.48 | 98.39% | 4,915,981.13 | 98.74% |
| 资产总计 | 4,655,475.86 | 100.00% | 4,954,260.24 | 100.00% | 4,978,497.06 | 100.00% |

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

资产运营效率

2018年公司应收账款周转率加快，但整体运营效率仍不高，且运营压力有所加重

2018年，公司现金回笼速度加快，应收账款规模有所降低，应收账款周转率加快，公司应收账款周转天数为113.33天，较上年减少4.79天；公司已完工未结算项目规模扩大，存货规模有所增加，使得存货周转天数增加至280.77天；同时公司将资金周转的压力转嫁至上游供应商，但规模有限。2018年公司净营业周期持续延长至219.82天，较2017年增长24.60天。未来几年随着建筑行业增速的放缓、房地产企业现金流的紧缩，公司的净营业周期可能会持续保持上升趋势。公司总资产周转天数持续提升，2018年已达到590.12天，整体资产周转效率明显下降。与建筑业可比公司对比来看，由于公司已完工未结算项目规模较大，净营业周期处于较高水平，运营压力有所加重。

整体来看，2018年公司应收账款周转率加快，但整体运营效率仍不高，且运营压力有所加重。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|----------|--------|--------|
| 应收账款周转天数 | 113.33 | 118.12 |
| 存货周转天数 | 280.77 | 229.07 |
| 应付账款周转天数 | 174.27 | 151.97 |
| 净营业周期 | 219.82 | 195.22 |
| 流动资产周转天数 | 581.68 | 519.79 |
| 固定资产周转天数 | 1.59 | 1.35 |
| 总资产周转天数 | 590.12 | 527.16 |

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

表11 2018年建筑施工上市公司运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 龙元建设 (600491) | 中国建筑 (601668) | 上海建工 (600170) | 宁波建工 (601789) | 平均 |
|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| 应收账款周转天数 | 182.61 | 45.82 | 46.90 | 80.60 | 88.98 |
| 存货周转天数 | 263.77 | 199.45 | 179.18 | 115.86 | 189.57 |
| 应付账款周转天数 | 296.18 | 155.83 | 116.17 | 116.34 | 171.13 |
| 净营业周期 | 150.20 | 89.44 | 109.92 | 80.11 | 107.42 |
| 流动资产周转天数 | 530.66 | 375.55 | 351.80 | 281.49 | 384.88 |
| 固定资产周转天数 | 9.48 | 10.52 | 16.44 | 21.19 | 14.41 |
| 总资产周转天数 | 790.51 | 512.24 | 434.42 | 330.12 | 516.82 |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模和盈利水平均有所增长，但毛利率同行业相比仍处于较低水平

2018年公司收入规模有所增长，其中房屋建筑工程收入占比为63.42%，2019年1-3月收入规模较上年同期增长9.09%。公司为老牌建筑企业，大客户较多，合同承建比较稳定，新承接项目的总体规模保持稳定增长，预计未来建筑施工收入有所保障。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为7.49%，较上年提高1.52个百分点，但与同行业相比仍处于较低水平。期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，公司管理费用主要为职工薪酬及办公费等，2018年财务费用的增加使得期间费用率提升至1.84%，削弱了公司盈利规模。2018年，公司实现利润总额13.99亿元，同比有所增长。

总体来看，2018年公司收入规模和盈利水平均有所上涨，但毛利率同行业相比仍处于较低水平。

表12 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-3月 | 2018年 | 2017年 |
|---------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 732,647.25 | 3,029,700.82 | 2,919,347.41 |
| 营业利润 | 39,803.57 | 153,291.54 | 110,497.01 |
| 利润总额 | 39,603.57 | 139,884.00 | 110,319.06 |
| 净利润 | 29,702.68 | 96,934.47 | 80,968.78 |
| 综合毛利率 | 7.61% | 7.49% | 5.97% |
| 期间费用率 | 1.78% | 1.84% | 1.00% |
| 营业利润率 | 5.43% | 5.06% | 3.78% |
| 总资产回报率 | - | 3.61% | 3.31% |
| 净资产收益率 | - | 7.97% | 7.24% |
| 营业收入增长率 | - | 3.78% | -0.50% |

| | | | |
|--------|---|--------|---------|
| 净利润增长率 | - | 19.72% | -18.17% |
|--------|---|--------|---------|

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

表13 建筑施工上市公司近年综合毛利率情况

| 公司名称 | 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

公司经营活动现金流表现有所好转，在建项目规模较大，未来仍面临一定资金压力

2018年随着业务的发展，收入规模扩大，经营活动现金净流入4.66亿元，表现有所好转。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，房地产企业去库存化趋缓、融资渠道受限，现金流趋紧，将对公司未来经营活动现金流状况产生一定的影响，且目前公司所承接的工程规模较大，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。

2018年随着银行理财产品的赎回，公司投资活动现金净流出规模有所减少，为1.70亿元。随着业务的发展，公司加大对银行等单位的借款，2018年公司通过银行借款共获得现金流入59.75亿元，但由于较大规模的债务偿还和利息支出，使得2018年公司筹资活动净流出6.73亿元。截至2019年3月末，公司未完成施工合同规模较大，在建项目未来尚需投入资金较多，其中PPP项目总投资额为12.50亿元，合作期20年（2年建设期+18年运营期），投资回收期长，公司仍面临一定资金压力。

表14 近年公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 96,934.47 | 80,968.78 |
| 营运资本变化 | -105,847.38 | -174,762.74 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -140,909.50 | -735,612.94 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 152,320.00 | -498,607.40 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | -117,257.88 | 1,059,457.60 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 46,610.54 | -68,080.25 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -16,953.12 | -26,450.21 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -67,315.86 | 102,253.92 |

| | | |
|--------------|------------|----------|
| 现金及现金等价物净增加额 | -37,658.45 | 7,723.47 |
|--------------|------------|----------|

资料来源：公司2017-2018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，偿债压力较大

受益于近年自身利润的累积，公司资本实力逐渐增强，所有者权益保持增长。截至2019年3月末，公司所有者权益合计为1,309,885.21万元，较2017年增长13.74%。截至2019年3月末，公司负债总额为1,309,885.21万元，较2017年降低12.58%。总体来看，公司产权比率整体有所降低，所有者权益对负债的保障程度进一步提高。

表15 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 | 3,345,590.66 | 3,674,077.71 | 3,826,837.56 |
| 所有者权益 | 1,309,885.21 | 1,280,182.53 | 1,151,659.50 |
| 产权比率 | 255.41% | 287.00% | 332.29% |

资料来源：公司2017-2018年审计报告和未经审计的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月末流动负债占负债总额的比重达97.24%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债构成。2018年末，短期借款余额为503,075.00万元，同比增长10.08%，其中保证借款251,590.00万元、信用借款174,500.00万元，还有部分抵质押借款。随着部分款项到期，2019年3月末短期借款减少至472,140.00万元。截至2018年末，应付账款及应付票据账面价值为1,630,834.73万元，其中应付账款1,329,842.91万元，主要系应付工程款、劳务费、材料款等，账龄均在一年以内；应付票据300,991.81万元，同比增长36.94%，主要系公司为节省财务成本，对外支付材料款时承兑汇票支付增多所致。预收款项为收到的工程施工款，随着公司工程规模扩大，2018年末预收款项增加至217,081.78万元。其他应付款主要系公司应付的工程保证金、质量及风险保证金以及与股东、参股公司之间的往来款等，2018年末余额为943,009.41万元，同比减少14.31%，主要来自于关联方往来款的减少所致，2019年3月末进一步减少至846,149.32万元；2018年末应付对象主要为江苏南通二建集团第九建筑安装工程有限公司、江苏南通二建集团第三建筑安装工程有限公司及江苏中润建设集团东腾润建筑有限公司等。2018年末，公司一年内到期的非流动负债包括即将到期的长期借款和应付债券，规模合计为5.70亿元。其他流动负债为发行的短期融资券，2018年末“18南通二建CP001”余额为30,000.00万元，票面利率为7.8%，将

于2019年12月到期。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。随着部分银行借款的到期，2018年末公司长期借款减少至35,700.00万元，其中抵押借款31,000.00万元、保证借款4,700.00万元。应付债券账面余额为50,000.00万元，包括本期债券30,000.00万元和中期票据20,000.00万元；其中中期票据为“17南通二建MTN001”期限为3年，票面利率为7.00%。

表16 近年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 | 472,140.00 | 14.11% | 503,075.00 | 13.69% | 457,019.08 | 11.94% |
| 应付账款及应付票据 | 1,468,062.51 | 43.88% | 1,630,834.73 | 44.39% | 1,603,600.68 | 41.90% |
| 预收款项 | 212,740.14 | 6.36% | 217,081.78 | 5.91% | 187,937.64 | 4.91% |
| 其他应付款 | 846,149.32 | 25.29% | 943,009.41 | 25.67% | 1,100,428.92 | 28.76% |
| 一年内到期的非流动负债 | 27,000.00 | 0.81% | 57,000.00 | 1.55% | 45,000.00 | 1.18% |
| 其他流动负债 | 30,000.00 | 0.90% | 30,000.00 | 0.82% | 30,000.00 | 0.78% |
| 流动负债合计 | 3,253,106.66 | 97.24% | 3,581,593.71 | 97.48% | 3,683,937.56 | 96.27% |
| 长期借款 | 35,700.00 | 1.07% | 35,700.00 | 0.97% | 77,900.00 | 2.04% |
| 应付债券 | 50,000.00 | 1.49% | 50,000.00 | 1.36% | 65,000.00 | 1.70% |
| 非流动负债合计 | 92,484.00 | 2.76% | 92,484.00 | 2.52% | 142,900.00 | 3.73% |
| 负债合计 | 3,345,590.66 | 100.00% | 3,674,077.71 | 100.00% | 3,826,837.56 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 972,856.46 | 29.08% | 976,766.81 | 26.59% | 894,721.41 | 23.38% |

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

有息债务方面，截至2019年3月末，公司有息债务规模达97.29亿元，较2017年末进一步提高，占负债总额亦提升至29.08%。从有息债务偿还安排来看，不包括应付票据，2019年公司计划偿还的有息债务规模至少为59.01亿元，短期偿付压力较大。

表17 截至2018年末公司有息债务本金偿付安排（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年及以后 |
|----|------------|-----------|-----------|-----------|
| 本金 | 590,075.00 | 50,700.00 | 15,000.00 | 20,000.00 |

注：上述偿还安排未包括应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，2019年3月末公司资产负债率为71.86%，继续保持在较高水平；公司流动比率和速动比率分别为1.41和0.76，较2017年末流动比率有所提高，速动比率持

平，考虑到流动资产中存在较大规模的往来款，收回时间具有一定不确定性，公司短期偿债压力较大。2018年公司盈利水平有所提升，EBITDA规模和EBITDA利息保障倍数均有所提高，公司盈利对本息偿付保障程度上升。目前公司所承接的项目尚需投资金额较大，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金，未来负债规模可能进一步攀升。

表18 近年公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019年3月末 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|----------|------------|------------|
| 资产负债率 | 71.86% | 74.16% | 76.87% |
| 流动比率 | 1.41 | 1.36 | 1.33 |
| 速动比率 | 0.76 | 0.73 | 0.76 |
| EBITDA（万元） | - | 182,396.45 | 143,471.83 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.66 | 3.21 |
| 有息债务/EBITDA | - | 5.36 | 6.24 |
| 债务总额/EBITDA | - | 20.14 | 26.67 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.01 | -0.02 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.01 | -0.02 |

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

六、债券偿还保障分析

启东城投经营状况良好，提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能持续提升本期债券的安全性

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

启东城投控股股东仍为启东市国有资产监督管理办公室，实际控制人仍为启东市人民政府。根据启东市人民政府办公室2017年第557号办公单批示，2018年启东市人民政府以货币形式向启东城投增资9.2亿元，本次增资完成后，截至2019年5月末启东城投注册资本和实收资本均为15亿元。

截至2018年12月31日，启东城投资产总额为398.55亿元，所有者权益合计为201.51亿元，资产负债率为49.44%；2018年度，启东城投实现营业收入20.57亿元，利润总额3.26亿元，经营活动现金净流入7.87元。

作为启东市重要的城市基础设施投融资和建设主体之一，启东城投主要从事启东市内的基础设施建设、供水及污水处理等实体业务。2018年工程代建和安置房建设业务仍是启东城投最重要的收入来源，占当年度营业收入的比重为94.00%。由于确认收

入的项目较多，2018年启东城投实现营业收入20.57亿元，较上年增长30.52%。毛利率方面，启东城投工程代建业务毛利率小幅上升，安置房销售业务毛利率小幅下降，但综合毛利率与上年基本持平。启东城投其他业务主要包括热电业务、租赁及物业管理、农产品贸易、材料销售和修理等。2018年其他收入中新增了启东新城农业发展有限公司经营的农产品贸易和启东市城建物业管理有限公司经营的物业管理收入，业务多元化程度有所提高。

表19 2017-2018年启东城投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 工程代建 | 121,453.61 | 11.17% | 93,008.33 | 10.44% |
| 安置房销售 | 71,922.13 | 7.71% | 57,702.27 | 10.43% |
| 供水及污水处理 | 7,794.14 | 29.39% | 4,397.72 | 32.01% |
| 租赁及物业管理 | 1,762.62 | 15.72% | - | - |
| 农产品贸易 | 1,087.23 | 6.26% | - | - |
| 其他 | 1,704.37 | 35.35% | 2,506.63 | 22.90% |
| 合计 | 205,724.10 | 10.86% | 157,614.95 | 11.24% |

资料来源：启东城投2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

表20 2017-2018年启东城投主要财务指标

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,985,515.51 | 3,043,085.06 |
| 所有者权益 | 2,015,118.63 | 1,319,226.66 |
| 有息债务 | 1,242,450.45 | 1,221,194.10 |
| 资产负债率 | 49.44% | 56.65% |
| 流动比率 | 3.02 | 4.22 |
| 营业收入 | 205,724.10 | 157,614.95 |
| 其他收益 | 16,498.90 | 18,105.07 |
| 营业外收入 | 274.62 | 41.20 |
| 利润总额 | 32,628.78 | 26,604.08 |
| 综合毛利率 | 10.86% | 11.24% |
| EBITDA | 35,234.56 | 30,005.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.28 | 0.34 |
| 经营活动现金流净额 | 78,723.06 | 54,336.98 |

资料来源：启东城投2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年启东市经济快速增长，且增速高于全国平均水平，2018启东城投得到较大力度的外部支持，资本实力大幅提升，负债率显著下降，启东城投工程项目已投资规模较大，可为其代建业务收入的持续性提供较好的保障，以及2018年启东城投业务多

元化程度有所提高；同时中证鹏元也关注到，启东城投在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；整体资产流动性一般，有息债务规模进一步攀升，对外担保余额较大等风险因素。基于此，中证鹏元将启东城投主体长期信用等级上调至AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

七、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4月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司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。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外提供的未到期担保金额合计为9.89亿元，占同期公司所有者权益的7.72%，担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，存在一定的或有负债风险。

截至2018年12月31日，公司作为原告的未决诉讼事项诉讼标的金额为4,576.12万元，均为建筑施工合同纠纷，案件目前处于已开庭状态；公司作为被告的未决诉讼事项诉讼标的金额为44,991.96万元，主要包括建设工程施工合同纠纷、民间借贷纠纷及买卖合同纠纷等，案件目前处于已开庭状态，公司存在一定的司法风险。

八、评级结论

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；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；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；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。

公司工程承接能力仍然较强，在手工程项目充足，2018年公司新签合同金额保持

增长态势，项目承接能力较强；公司在建项目施工面积和未完成施工合同金额规模较大，在手工程项目较为充足，为公司未来收入提供了较好保障；经中证鹏元评定，启东城投主体长期信用等级提升至AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

但中证鹏元也关注到，公司主业盈利能力与同行业相比仍处于较低水平；目前公司所承接的工程规模较大，2019年3月末公司未完成施工合同金额为631.90亿元，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。应收款项和存货中建造合同形成的已完工未结算资产规模较大，存在一定的坏账风险；其他应收款规模较大，主要为与关联方等之间的资金拆借，存在一定的回收风险；地产及基建投资放缓，公司结算及回款速度放缓；公司有息债务规模仍较大，偿债压力较大以及存在一定或有负债风险和司法风险等风险因素。

综上，中证鹏元将本期债券信用等级上调至AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 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 | 412,036.85 | 456,098.92 | 371,904.08 | 251,048.24 |
| 应收票据 | 30,982.10 | 31,614.39 | 19,161.64 | 8,262.28 |
| 应收账款 | 801,254.64 | 860,779.44 | 1,046,753.70 | 868,997.42 |
| 预付款项 | 123,546.72 | 133,139.46 | 68,039.32 | 2,148.45 |
| 其他应收款 | 1,070,519.84 | 1,115,124.73 | 1,265,262.21 | 999,097.87 |
| 存货 | 2,118,143.85 | 2,257,357.74 | 2,114,467.38 | 1,378,854.44 |
| 递延所得税资产 | 24,858.65 | 25,998.74 | 30,532.94 | 25,385.26 |
| 资产总计 | 4,655,475.86 | 4,954,260.24 | 4,978,497.06 | 3,571,269.83 |
| 短期借款 | 472,140.00 | 503,075.00 | 457,019.08 | 394,632.72 |
| 应付票据及应付账款 | 1,468,062.51 | 1,630,834.73 | 1,603,600.68 | 1,064,641.55 |
| 应付职工薪酬 | 104,184.52 | 108,525.44 | 150,121.25 | 130,106.76 |
| 应交税费 | 87,619.85 | 86,877.22 | 99,100.17 | 104,478.37 |
| 其他应付款 | 846,149.32 | 943,009.41 | 1,100,428.92 | 558,072.04 |
| 一年内到期的非流动负债 | 27,000.00 | 57,000.00 | 45,000.00 | 45,000.00 |
| 其他流动负债 | 30,000.00 | 30,000.00 | 30,000.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 35,700.00 | 35,700.00 | 77,900.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 50,000.00 | 50,000.00 | 65,000.00 | 90,000.00 |
| 负债合计 | 3,345,590.66 | 3,674,077.71 | 3,826,837.56 | 2,485,510.04 |
| 有息债务 | 972,856.46 | 976,766.81 | 894,721.41 | 660,472.72 |
| 归属母公司的所有者权益 | 1,293,523.97 | 1,263,895.55 | 1,143,672.51 | 1,078,574.82 |
| 营业收入 | 732,647.25 | 3,029,700.82 | 2,919,347.41 | 2,933,926.49 |
| 营业利润 | 39,803.57 | 153,291.54 | 110,497.01 | 131,678.47 |
| 净利润 | 29,702.68 | 96,934.47 | 80,968.78 | 98,953.32 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1,171.65 | 46,610.54 | -68,080.25 | 13,584.49 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -201.80 | -16,953.12 | -26,450.21 | 28,215.41 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -2,181.35 | -67,315.86 | 102,253.92 | 58,532.72 |
| 财务指标 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 应收账款周转天数 | - | 113.33 | 118.12 | 107.75 |
| 存货周转天数 | - | 280.77 | 229.07 | 164.14 |
| 应付账款周转天数 | - | 174.27 | 151.97 | 125.42 |
| 净营业周期 | - | 219.82 | 195.22 | 146.47 |
| 流动资产周转天数 | - | 581.68 | 519.79 | 413.06 |
| 固定资产周转天数 | - | 1.59 | 1.35 | 2.09 |
| 总资产周转天数 | - | 590.12 | 527.16 | 421.03 |
| 综合毛利率 | 7.61% | 7.49% | 5.97% | 5.22% |
| 期间费用率 | 1.78% | 1.84% | 1.00% | -0.74% |

| | | | | |
|---------------|--------|------------|------------|------------|
| 营业利润率 | 5.43% | 5.06% | 3.78% | 4.49% |
| 总资产回报率 | - | 3.61% | 3.31% | 4.56% |
| 净资产收益率 | - | 7.97% | 7.24% | 9.50% |
| 营业收入增长率 | - | 3.78% | -0.50% | 0.35% |
| 净利润增长率 | - | 19.72% | -18.17% | -18.35% |
| 资产负债率 | 71.86% | 74.16% | 76.87% | 69.60% |
| 流动比率 | 1.41 | 1.36 | 1.33 | 1.47 |
| 速动比率 | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.89 |
| EBITDA (万元) | - | 182,396.45 | 143,471.83 | 158,524.90 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.66 | 3.21 | 4.24 |
| 有息债务/EBITDA | - | 5.36 | 6.24 | 4.17 |
| 债务总额/EBITDA | - | 20.14 | 26.67 | 15.68 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.01 | -0.02 | 0.01 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.01 | -0.02 | 0.01 |

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$ |
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 净营业周期 | 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数 |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 总资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$ |
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出) |
| 产权比率 | 负债总额 / 所有者权益 |
| 资产负债率 | 负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$ |
| 流动比率 | 流动资产合计 / 流动负债合计 |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债 + 长期借款 + 应付债券 |

附录三 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。 |