

## 江苏省建工集团有限公司

### 2017年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：李转波 [zhbli@ccxi.com.cn](mailto:zhbli@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月28日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪1900 号

## 江苏省建工集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，评级展望为稳定；

将“17 苏建 01”的信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际将江苏省建工集团有限公司（以下简称“江苏建工”或“公司”）的主体信用等级由 AA 调降至 AA<sup>-</sup>，评级展望稳定，将“17 苏建 01”的信用等级由 AA 调降至 AA<sup>-</sup>。本次信用等级调降主要基于房地产市场景气度波动给公司房建业务带来一定不确定性；2019 年以来公司债务规模快速扩大且短期偿债承压、盈利能力进一步弱化、对外拆借金额大、资金周转压力较大且获现能力减弱；同时或有事项较多以及多次受到行政处罚等因素亦给公司经营和信用水平带来一定负面影响。中诚信国际肯定了 2019 年以来公司新签合同额增加、项目储备较为充沛以及具备一定大客户拓展能力等方面优势对公司整体信用实力提供的支持。

### 概况数据

江苏建工（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	144.98	160.79	208.13	213.11
所有者权益合计（亿元）	79.94	87.01	93.86	94.30
总负债（亿元）	65.04	73.78	114.27	118.81
总债务（亿元）	16.49	18.75	47.48	48.84
营业总收入（亿元）	172.35	189.88	187.16	8.72
净利润（亿元）	8.00	7.07	6.48	-0.92
EBIT（亿元）	13.16	10.97	12.11	--
EBITDA（亿元）	13.39	11.08	12.28	--
经营活动净现金流（亿元）	1.15	3.02	-3.33	-6.63
营业毛利率（%）	9.43	7.05	7.90	7.32
总资产收益率（%）	9.93	7.18	6.57	--
资产负债率（%）	44.86	45.88	54.90	55.75
总资本化比率（%）	17.10	17.73	33.60	34.12
总债务/EBITDA（X）	1.23	1.69	3.87	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	16.76	9.84	3.49	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告和 2020 年一季度财务报表整理。

### 正面

■ **新签合同额增加，项目储备较为充沛。**2019 年公司积极开拓市场，当年公司新签合同金额 201.69 亿元，同比小幅增加，截至 2019 年末公司在手合同金额为 322.58 亿元，项目储备较为充足，为公司业务发展提供一定支撑。

■ **具备一定的大客户拓展能力。**公司与万科、恒大、世茂等龙头房企保持了良好的合作关系。截至 2019 年末，公司连续 4 年成为万科企业股份有限公司的 A 级土建总承包供应商，具备一定的大客户拓展能力。

### 关注

■ **房地产市场景气度波动对房屋建筑业务的影响。**公司收入构成及在手订单以房屋建筑业务为主，近年来房地产行业调控政策持续，行业景气度波动将给公司房建业务的经营带来不确定性。

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额/债券余额（亿元）	存续期
17 苏建 01	AA <sup>-</sup>	AA	6.00/0.90	2017/04/05~2022/04/05（3+2）

■ **债务规模快速扩大，短期偿债承压。**2019 年公司融资规模快速攀升，年末总债务增至 47.48 亿元，其中短期债务占比接近 90%，短期偿债压力较大。

■ **盈利能力持续弱化。**2019 年公司营业总收入同比小幅下降，且受当期财务费用大幅增加及计提预计负债等因素影响，利润总额延续下滑态势。2020 年一季度，营业收入的大幅减少叠加财务费用等固定支出较高使得公司经营亏损。

■ **对外拆借金额大。**截至 2019 年末，公司其他应收款 42.03 亿元，较年初大幅提升，资金主要通过关联方拆借形式用于部分房建项目垫资，其回收情况值得关注。

■ **资金周转压力较大，获现能力减弱。**受结算周期延长等因素影响，2019 年末应收账款、存货对公司营运资金占用进一步提升，周转压力加大；当年公司经营活动净现金流转负，获现能力减弱。

■ **或有事项较多。**截至 2019 年末，公司作为被告方的未决诉讼案件共 16 起，涉诉总金额约 20,454.71 万元。同期公司就对外担保事项计提预计负债 7,000 万元，或有事项为公司经营带来的不确定性较大。

■ **多次受到行政处罚，内控管理不足。**通过公开渠道查询，2019 年公司共受到行政处罚 8 次，违法行为涉及未经批准施工、环境污染及擅自占用城市道路等，内部管理存在缺失，内控质量有待提升。

### 评级展望

中诚信国际认为，江苏建工集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司在行业地位、经营规模、公司治理、外部支持等方面得到明显提升。

■ **可能触发评级下调因素。**业务承揽和经营规模下滑、盈利和回款持续弱化、对外拆借资金未能及时回收、发生重大安全环保等事故影响业务正常开展、或有事项对公司经营产生重大影响。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

2016年12月22日，经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2016〕3150号文”批复核准，公司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。江苏省建工集团有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）为首期发行，债券简称“17苏建01”，发行规模为6.00亿元，募集资金扣除发行费用后用于补充公司营运资金，截至2020年3月末，债券募集资金已按约定用途使用完毕。同时，根据债券约定的回售条款，持有人于2020年3月9日至3月11日期间对其持有的全部或部分“17苏建01”进行登记回售，本次登记回售债券数量510,000手，回售金额为5.1亿元，2020年4月7日，公司完成了全部回售资金本息的兑付工作。2020年5月11日，公司注销未转售债券金额5.10亿元，截至目前本期债券余额为0.90亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一

季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场



化改革进一步推进,《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望:** 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期,生产秩序逐步恢复,但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中,受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响,消费需求疲软或将延续;尽管刺激政策将针对基建领域重点发力,但考虑到基建存在一定投资周期,投资或将低位运行;海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态,疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累,从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看,疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力,但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为,虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善,但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果,疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过,从中长期来看,中国市场潜力巨大,改革走向纵深将持续释放制度红利,中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响,长期影响有限

2020 年初,受新冠疫情影响,各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看,国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素,复工时间较往年明显延后,一季度建筑业产值面临较大冲击。同时,人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加;而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧,叠加“用工荒”

问题,亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加,但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外,疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看,一季度为建筑施工的传统淡季,受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补,全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时,2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫,后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大,进而提振建筑业需求。整体来看,本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

### 2019 年公司新签合同额小幅增长,以住宅工程为主的业务类型较为单一,但多元化的区域布局和优质客户的拓展一定程度上提升了公司施工业务的抗风险能力;内部管理薄弱问题仍存

公司主营业务为建筑施工,主要以房屋建设工程为主,受前期市场承揽规模下滑、房企资金面紧张导致新项目开工承压等因素影响,2019 年公司营业总收入有所下降。其中建筑施工业务实现收入 186.32 亿元,占营业总收入比重的 99.56%,是公司收入和利润的主要来源。2020 年一季度,受疫情影响,公司营业收入同比大幅下滑 81.28%至 8.72 亿元。

表 1: 公司营业收入及占比情况 (亿元、%)

收入	2017	2018	2019
建筑业	172.56	188.26	186.32
设计	0.36	0.53	0.41
房地产	-0.57	1.09	0.42
<b>合计</b>	<b>172.35</b>	<b>189.88</b>	<b>187.16</b>
占比	2017	2018	2019
建筑业	100.12	99.15	99.56
设计	0.21	0.28	0.22
房地产	-0.33	0.57	0.22
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源:公司提供

公司拥有建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级,地基与基础工程专业承包一级等资质。2019 年,公司新签合同金额小幅增加,

其中住宅类房建工程占比超过 80%，在地产行业景气度波动的背景下，较为单一的业务结构不利于分散经营风险，加之近年来房地产政策持续收紧，未来房地产新开工、开发投资增速或将下滑，给公司房建业务经营带来不确定性。2019 年公司新签的大额合同包括 11.09 亿元的溧水区天生华都棚户区（危旧房）改建安置工程 C 区施工总承包项目、10.12 亿元的崇明区陈家镇房产项目和 8.86 亿元的新霖荟邑花园。截至 2019 年末，公司在手合同额为 322.58 亿元，在手项目储备能够为业绩稳定性提供一定支撑。

**表 2：公司建筑施工新签合同额构成（亿元）**

业务类型	2017	2018	2019
房屋建设工程	227.96	178.70	200.14
其中：商业	14.59	2.24	4.42
住宅	130.32	116.25	169.26
公建	50.23	25.58	5.77
厂房	32.82	34.63	14.84
装修改造	16.04	7.45	4.05
机电安装	3.43	3.35	1.80
市政工程	2.78	4.15	1.55
<b>合计</b>	<b>250.21</b>	<b>193.65</b>	<b>201.69</b>

资料来源：公司提供

从经营区域来看，公司通过下属的北京、上海、山东、南京、合肥、石家庄、盐城、黑龙江、昆明、合肥、甘肃、深圳等分公司开展属地化经营，构建了遍及全国 29 个省市的经营网络。2019 年公司重点展业区域为京津冀、长三角和珠三角等经济相对发达的地区，较好的区域经济和房地产销售去化状况能够为公司业务回款带来一定支撑。

**表 3：公司新签合同额区域结构（亿元）**

分支机构名称	2017	2018	2019
北京分公司	52.23	27.24	7.69
上海分公司	20.14	19.99	21.91
石家庄分公司	39.44	26.11	44.61
南京分公司	16.17	27.79	17.09
合肥分公司	12.17	26.37	20.13
盐城分公司	3.96	2.10	1.64
昆明分公司	7.89	2.76	9.33
成都分公司	-	0.39	-
西部分公司	3.88	4.20	5.88
黑龙江分公司	0.71	2.37	0.75
苏州分公司	6.97	1.06	0.21
常州分公司	0.08	-	-
山东分公司	2.05	27.06	13.42
甘肃分公司	0.68	2.00	-

厦门分公司	0.04	-	-
深圳分公司	59.09	0.29	21.02
总承包一公司	2.12	9.64	15.61
总承包五公司	8.98	8.56	21.61
总承包六公司	2.76	4.60	0.79
天津办事处	7.49	0.51	-
西北办事处	3.36	0.61	-
<b>合计</b>	<b>250.21</b>	<b>193.65</b>	<b>201.69</b>

资料来源：公司提供

从客户情况来看，近年来公司与万科、恒大、世茂等龙头房企保持了良好的合作关系，同时亦积极在工业厂房、公共建筑等领域拓展优质客户。截至 2019 年末，公司连续 4 年成为万科企业股份有限公司的 A 级土建总承包供应商，大客户维护情况较好。中诚信国际认为，龙头房企在业务发包连续性、付款可靠性等方面具有较大优势，公司与大型房企的项目合作保持在一定水平，能够提升其抵御下游行业波动风险的能力。

**表 4：2019 年公司重要客户新签合同情况（亿元、%）**

客户名称	金额	比重
恒大地产集团有限公司	27.17	13.47
万科企业股份有限公司	21.37	10.60
世茂集团控股有限公司	6.97	3.46
虹诺集团控股有限公司	10.12	5.02
药明康德新药开发有限公司	3.25	1.61
<b>合计</b>	<b>68.88</b>	<b>34.16</b>

资料来源：公司提供

从承接项目的合同规模来看，2019 年公司承接 1 亿元以上的重大工程 63 个，合同金额为 175.64 亿元，占当期新签合同总额的比重为 87.08%，合同质量较上年有所提升。

**表 5：公司亿元以上重大项目承揽情况（个、亿元）**

项目	2017	2018	2019
重大工程数量	57	56	63
重大工程金额	203.12	143.24	175.64
新签合同总额	250.21	193.65	201.69
重大工程占比	81.18%	73.97%	87.08%

资料来源：公司提供

项目管理方面，公司在部分建筑施工项目管理上采取内部分包的方式。该种模式下，公司通过收取工程固定管理费方式实行项目承包责任制；公司在获取项目后通过内部招标方式选择项目经理，由其全权负责项目履约，部分项目可能需要其垫付资

金；经济利益分成方面，公司经测算下达成本控制目标，对于项目实现的超额利润由公司与项目经理共享。由于该种模式对项目经理授权较为充分，增加了公司工程项目的管控风险。通过信用中国公开网站查询，2018 年公司受到行政处罚 20 次，2019 年公司受到行政处罚 8 次，涉及事项包括未经批准

夜间施工、提前施工、环境污染、擅自占用城市道路等违法行为。**中诚信国际认为**，2019 年来公司通过加强集团管控，在受到行政处罚次数方面有较为明显的改观，但现阶段内部控制及工程项目管理等方面仍有待提升。

**表 6：截至 2019 年末公司主要在建房建工程情况（亿元）**

项目名称	业主名称	合同金额	已投资金额	累计确认收入	累计回款
深圳市南山前海 T107-0068 宗地项目	深圳市创信置业有限公司	39.20	9.06	8.74	5.93
南郊农场棚户区改造安置房及配套幼儿园项目（一标段）	北京三元德宏房地产有限公司	6.42	5.21	4.83	4.38
池州国购名城 1-1 和 1-2 项目	国购投资有限公司	5.00	3.42	3.35	2.23
江苏宝湾智汇产业综合平台项目	江苏宝湾国际物流有限公司	4.89	2.95	2.54	2.29
万科美的高邮翡翠云台项目一期总包工程	扬州万美置业有限公司	4.89	2.32	2.19	1.81
昆明恒大文化旅游城首期住宅(JCH-18-03 地块)主体及配套建设工程	云南御行中天房地产开发有限公司	6.60	2.06	1.60	0.01
昆明恒大玫瑰湾项目四期（4-8#楼、30-32#楼、23-24#楼、36-39#商业楼及 33#综合楼）主体及配套建设工程	昆明恒海房地产开发有限公司	5.00	1.69	1.33	1.11
崇明区陈家镇 CMSA0008 单元 21-01（实验生态社区 45-1 号）地块	上海信富置业有限公司	10.12	1.58	1.05	1.75
溧水区天生华都棚户区（危旧房）改建安置工程 C 区施工总承包	南京溧水中山保障房建设有限公司	11.09	1.03	0.72	0.33
常州万科皇粮浜项目 A 标段总承包工程	常州万滨房地产有限公司	3.48	1.21	0.50	1.05
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>96.69</b>	<b>30.53</b>	<b>26.85</b>	<b>20.88</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度报表。公司各期财务数据均为报表期末数，且均按新会计准则编制。

### 2019 年公司营业毛利率小幅提升；但期间费用和营业外损失的侵蚀使得利润水平进一步下滑；受疫情影响 2020 年一季度公司经营呈亏损态势

公司营业毛利率受行业竞争日益激烈、建筑业推行营改增等因素影响，整体有所下降。2019 年以来由于公司承接的垫资房建项目有所增加使得建筑业务毛利率同比提升。

**表 7：近年来公司主要板块毛利率构成（%）**

项目	2017	2018	2019
建筑业	9.60	7.44	7.97
设计	8.96	7.24	12.01
房地产	59.04	-61.47	-26.92
<b>营业毛利率</b>	<b>9.43</b>	<b>7.05</b>	<b>7.90</b>

注：房地产业务收入和成本核算未同步，房地产业务毛利率波动较大。  
资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，其中管理费用主要由职工薪酬、差旅费等构成，基本与上年持平。2019 年因公司新增 30 亿元银行借款，带动当期财务费用大幅增加，期间费用总额和期间费用率亦有所增加，对利润形成较大侵蚀。2020 年一季度，受疫情影响，公司营业收入规模较小，期间费用率大幅上升。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2019 年受期间费用大幅增加影响，公司经营性业务利润延续下滑态势。此外由于对外担保计提预计负



债，当年公司产生营业外损益-0.70 亿元，对利润总额亦造成较大影响。盈利水平的下滑使得公司 2019 年净资产收益率有所下降。2020 年一季度，营业收入的大幅减少叠加财务费用等固定支出较高使得公司经营亏损。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元，%）**

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	0.05	0.03	0.02	0.00
管理费用	1.67	1.40	1.46	0.27
财务费用	0.82	1.16	3.41	1.04
期间费用合计	2.55	2.59	4.90	1.31
期间费用率	1.48	1.36	2.62	15.06
经营性业务利润	13.04	10.16	9.13	-0.91
资产减值损失	0.23	0.12	0.18	-
投资收益	-0.01	0.02	0.03	0.00
营业外损益	-0.63	-0.30	-0.70	0.00
利润总额	12.36	9.85	8.59	-0.91
EBITDA 利润率	7.77	5.83	6.56	--
净资产收益率	10.54	8.47	7.16	-3.91*

注：带\*指标为年化数据。

资料来源：公司财务报告

### 2019 年因资金拆借事项影响，公司资产和负债规模大幅增长；同时债务规模快速上升，债务结构有待优化

近年公司资产总额持续增加，同时建筑行业的经营特点决定了流动资产在公司总资产中占比较高，2019 年末流动资产占总资产比重达 96.00%。公司流动资产主要由应收账款、存货和其他应收款构成，2019 年公司因部分项目业主要求采用全垫资模式，结算周期的延长使得存货规模大幅增加。2019 年末以应收工程款为主的应收账款仍保持在较高水平，对公司营运资金形成较大占用，从账龄来看，2019 年末一年内应收账款占比约为 92%。**值得注意的是**，公司的应收账款坏账计提政策较为宽松，具体为 1 年以内不计提坏账；1~2 年计提比例为 0.5%；2~3 年计提比例为 5%；3~4 年计提比例为 20%；4~5 年计提比例为 80%，坏账准备对公司回款风险的体现不足。2020 年 3 月末，因集中收到

回款，应收账款规模有所下降。2019 年公司营业周期为 260 天，经营周转效率偏低。2019 年末公司其他应收款较期初大幅增加，主要系公司将当期新增长期借款 30.00 亿元<sup>1</sup>通过关联方拆借形式用于恒大、万科等房地产项目的垫资；其他应收款中因公司股东控制的其他公司、高管参股公司等关联方资金占用 29.54 亿元。**中诚信国际**对公司相关资金回收情况保持关注。2020 年 3 月末，因内部往来未合并抵消，其他应收款规模进一步增长至 51.26 亿元。

**表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	5.54	5.41	7.67	7.47
应收账款	54.15	55.93	54.37	42.65
其他应收款	9.31	10.47	42.03	51.26
存货	61.04	65.81	81.81	86.45
<b>总资产</b>	<b>144.98</b>	<b>160.79</b>	<b>208.13</b>	<b>213.11</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征。从负债构成来看，公司负债以经营性负债为主，主要包括对原材料供应商和分包商的资金占用、项目履约保证金以及关联方往来款、一年内到期的非流动负债。2019 年因资金拆出规模较大，公司对外部融资的需求大幅增加，债务规模快速上升，截至 2019 年末，公司总债务增至 47.48 亿元，其中短期债务占比接近 90%，债务结构有待优化。

近年来经营积累使得公司所有者权益不断增加，但**中诚信国际关注到**，公司实际控制人为一致行动人，股权较为分散，且未分配利润在所有者权益中占比较大，若后期公司股利分配政策发生变化，实施大规模分红，将削弱其资本实力，公司分红政策对其信用状况产生的影响值得关注。此外，2019 年，公司实际控制人将其 10%股权通过南京英迪众宏企业管理咨询合伙企业（有限公司）实施员工股权激励计划，用于管理层激励，或将有利于公司经营和内部管理水平的提升。受债务规模快速上升影响，2019 年末公司资产负债率和总资本化比率

<sup>1</sup> 该笔银行借款由恒大地产提供保证担保，2020 年 9 月到期。2020 年 4 月，公司对该笔借款在原借款机构进行转贷，借款周期为 2020/4/13-2021/4/13，公司提供商业承兑汇票作为质押担保。

大幅上升，分别为 54.90%和 33.60%。

**表 10: 近年来公司主要负债及资本结构情况 (亿元、%)**

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	3.30	6.26	7.23	7.46
应付账款	20.97	20.97	27.51	24.35
其他应付款	14.39	18.49	19.10	28.56
一年内到期的非流动负债	0.45	4.18	30.00	30.00
负债合计	65.04	73.78	114.27	118.81
所有者权益合计	79.94	87.01	93.86	94.30
资产负债率	44.86	45.88	54.90	55.75
总资本化比率	17.10	17.73	33.60	34.12

资料来源: 公司财务报告

### 2019 年因部分项目工程垫资占用大量资金, 公司经营净现金流为负; 因资金拆出事项投资活动净流出规模大幅增长; 债务规模大幅上升使得偿债指标有所弱化

现金流方面, 2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金增加, 但因部分项目采用垫资模式, 存货和应收账款占用大量资金, 经营活动净现金流为负, 未来经营性现金流状况有待观察。2019 年公司将拆出资金计入投资活动现金流, 当期投资活动净流出规模较大。2019 年因新增 30 亿元借款, 公司筹资规模大幅增长, 筹资活动净现金流由负转正。

2019 年公司 EBITDA 有所增长, 但因公司债务规模上升较快, EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降。2019 年公司经营活动现金流入较好, 但短期债务规模增长较快, 经营活动产生现金流入对短期债务的保障能力持续减弱。

**表 11: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X、%)**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	1.15	3.02	-3.33	-6.63
投资活动净现金流	1.51	-2.32	-19.77	-0.01
筹资活动净现金流	-7.20	-0.77	21.69	6.44
总债务	16.49	18.75	47.48	48.84
短期债务	5.52	12.77	41.50	42.86
长期债务	10.97	5.98	5.98	5.98
总债务/EBITDA	1.23	1.69	3.87	--
EBITDA 利息倍数	16.76	9.84	3.49	--
经营现金流入/短期债务	59.52	18.70	5.26	--

注: 季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供, 故相关数据指标计算失效。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 公司备用流动性一般, 受限资产比例较大, 对外担保及未决诉讼等或有事项或对公司信用水平带来一定不利影响

银行授信方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 53.08 亿元, 其中未使用额度为 16.50 亿元, 备用流动性一般。

受限资产方面, 截至 2019 年末, 公司受限资产账面价值合计 47.76 亿元, 占期末总资产的比重为 22.95%, 受限资产比重较大。

**表 12: 截至 2019 年末公司资产受限情况 (亿元)**

项目	账面价值	受限原因
其他货币资金-履约保证金	1.28	保证金
银行存款-冻结	2.84	诉讼冻结
应收账款	38.95	应收账款池
投资性房地产	4.29	抵押借款
固定资产	0.40	抵押借款
<b>合计</b>	<b>47.76</b>	

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

对外担保方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额 4.52 亿元, 占同期末净资产的 4.89%; 担保方均为公司关联方, 但存在一定或有负债风险。

**表 13: 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (亿元)**

被担保方	担保金额
无锡北邮国昊科技园有限公司	2.88
江苏省建工集团装饰工程有限公司	0.75
南通华臣建筑装饰工程有限公司	0.63
中企万业建设发展有限公司	0.25
<b>合计</b>	<b>4.52</b>

资料来源: 公司提供

截至 2019 年末, 公司标的金额在 500 万以上的未决诉讼案件 20 起, 金额合计约 41,381.99 万元。其中公司作为原告方案件 4 起, 涉诉金额约 20,927.28 万元, 作为被告方案件 16 起, 涉诉金额约 20,454.71 万元, 具体情况见附表三。中诚信国际将继续关注公司上述案件进展情况以及对公司信用水平产生的不利影响。

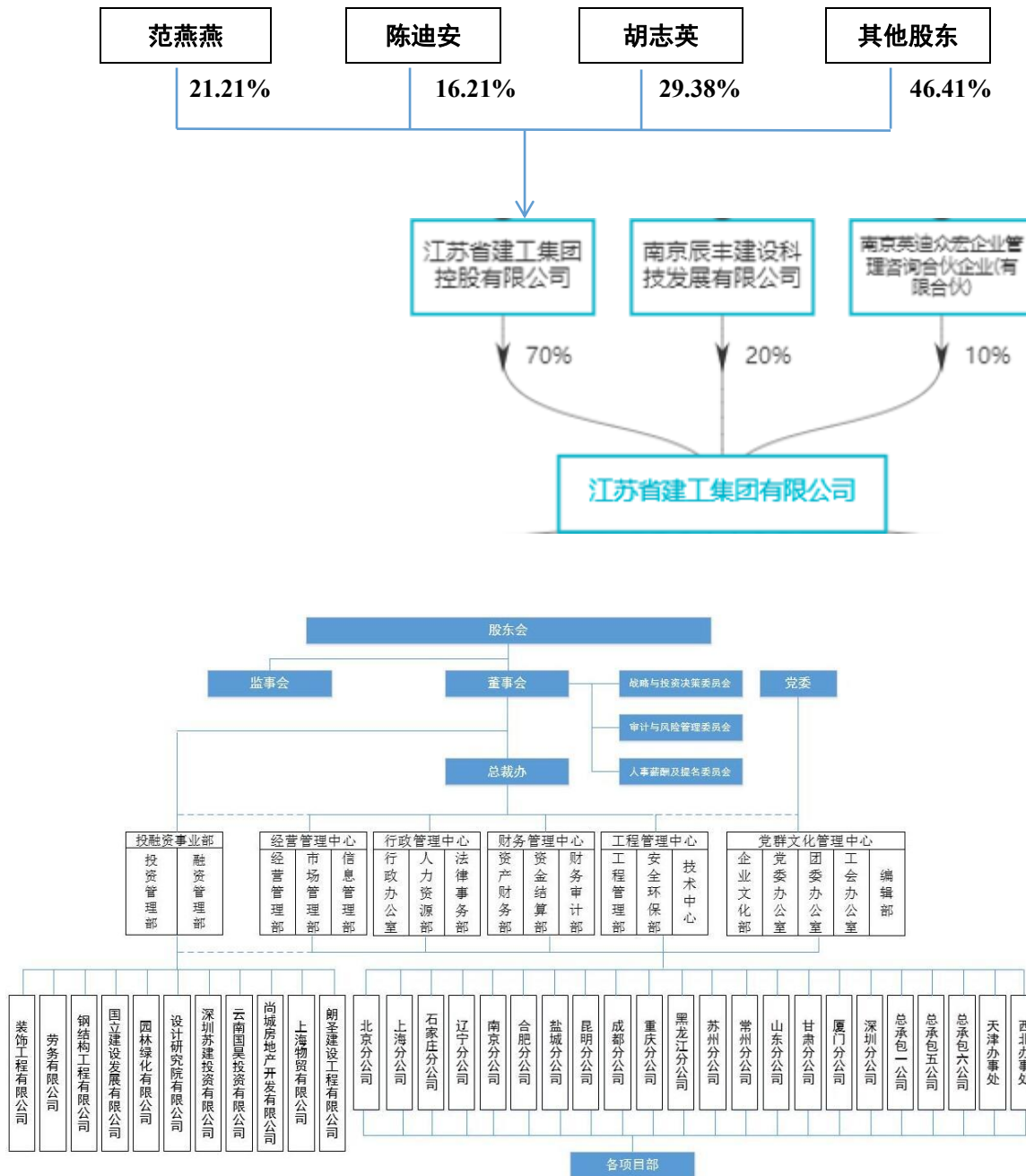
**过往债务履约情况:** 根据公开资料显示, 截至 2020 年 4 月末, 公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的《企业信用报告》, 截至 2020 年 4

月 21 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际将江苏省建工集团有限公司的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA<sup>-</sup>**，评级展望稳定，将“17 苏建 01”的信用等级由 **AA** 调降至 **AA<sup>-</sup>**。

### 附一：江苏省建工集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

## 附二：江苏省建工集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	55,351.33	54,090.68	76,724.96	74,707.80
应收账款净额	541,521.61	559,346.49	543,735.65	426,526.11
其他应收款	93,142.20	104,744.44	420,256.50	512,566.75
存货净额	610,376.25	658,071.83	818,144.54	864,479.46
长期投资	10,167.01	10,367.01	5,969.44	5,969.44
固定资产	10,494.58	9,742.04	9,156.34	8,965.55
在建工程	228.00	56.98	702.62	730.25
无形资产	247.84	166.26	247.47	243.79
总资产	1,449,780.32	1,607,874.20	2,081,278.08	2,131,115.76
其他应付款	143,896.22	184,896.35	191,043.47	285,577.76
短期债务	55,204.00	127,705.35	415,025.77	428,567.96
长期债务	109,686.36	59,752.25	59,822.71	59,841.37
总债务	164,890.36	187,457.60	474,848.48	488,409.33
净债务	109,539.03	133,366.91	398,123.52	413,701.53
总负债	650,402.73	737,772.01	1,142,721.94	1,188,148.88
费用化利息支出	7,990.17	11,258.15	35,187.00	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	799,377.59	870,102.19	938,556.14	942,966.88
营业总收入	1,723,481.87	1,898,796.56	1,871,561.80	87,176.40
经营性业务利润	130,394.84	101,593.30	91,298.94	-9,108.18
投资收益	-96.56	155.56	283.40	1.68
净利润	80,016.04	70,724.59	64,750.17	-9,185.59
EBIT	131,569.01	109,723.11	121,106.15	--
EBITDA	133,932.68	110,775.38	122,784.07	--
经营活动产生现金净流量	11,495.59	30,233.07	-33,310.59	-66,273.46
投资活动产生现金净流量	15,121.20	-23,190.65	-197,689.14	-53.52
筹资活动产生现金净流量	-72,000.39	-7,703.34	216,921.60	64,356.19
资本支出	1,064.24	448.21	1,849.21	55.20

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	9.43	7.05	7.90	7.32
期间费用率（%）	1.48	1.36	2.62	15.06
EBITDA 利润率（%）	7.77	5.83	6.56	--
总资产收益率（%）	9.93	7.18	6.57	--
净资产收益率（%）	10.54	8.47	7.16	-3.91
流动比率（X）	2.59	2.31	1.88	1.85
速动比率（X）	1.44	1.32	1.11	1.07
存货周转率(X)	3.10	2.78	2.34	0.38*
应收账款周转率（X）	3.32	3.45	3.39	0.72*
资产负债率（%）	44.86	45.88	54.90	55.75
总资本化比率（%）	17.10	17.73	33.60	34.12
短期债务/总债务（%）	33.48	68.12	87.40	87.75
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	0.16	-0.07	-0.54*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.21	0.24	-0.08	-0.62*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.44	2.69	-0.95	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	4.72	10.65	-14.46	--
总债务/EBITDA（X）	1.23	1.69	3.87	--
EBITDA/短期债务（X）	2.43	0.87	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	16.76	9.84	3.49	--
EBIT 利息保障倍数（X）	16.47	9.75	3.44	--

注：季报中折旧、摊销、利息支出和财务数据未提供，故相关数据指标计算失效；2、季报中\*指标为年化数据。



### 附三：截至 2019 年末，公司未决诉讼情况

编号	原告	被告	案由	案号	诉讼金额 (元)	项目及责任人	裁定被冻结金 额 (元)	开庭时间	一审	二审	备注
1	江苏建工集团有限公司	苏州泓润置业有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏0506执4691号	19,000,000.00	苏地2013-G-53号地块/唐秋云					
2	张家港嘉凯城房地产开发有限公司	江苏省建工集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏0582民初2133号	34,930,589.37	张家港中凯城市之光花园一期/范忠中	34,930,589.37	2019年3月30日下午13时30分/改为2019年3月25日下午13时30分质证			
3	苏州泓润置业有限公司	江苏建工集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏0506民初4648号	6,426,552.07	苏地2013-G-53号地块/唐秋云		2019年6月11日13:30角直法庭第一法庭、2019年7月12日9:30角直法庭第一法庭			驳回管辖权异议请求
4	西安新意达建筑制品有限公司	江苏省建工集团有限公司	买卖合同纠纷	(2019)陕0104民初3016号、(2019)陕01民终13618号、(2019)陕0104执保1450号	5,073,398.00	空军大学信息与导航学院经济适用房/花瑜			判决支付原告3547048.6元，诉讼费48266元	维持第一项，撤销第二项，判决支付原告3547048.6元及违约金	冻结江苏省建工集团有限公司5073398元/解除冻结
5	于兴德	江苏建工集团吉林分公司、蒋金秀	财产损害赔偿纠纷	(2019)吉0104民初3465号、(2019)吉0104民初3465号之一	6,300,000.00	长春恒大御景项目/刘卫东(7#、8#、22#幼儿园工程)		2019年9月19日13:30开庭	原被告之间的协议无效，被告共同支付原告赔偿3750463.8元及利息		增加诉讼请求：判令蒋金秀与建工吉林分公司于2014年1月15日签订《协议书》无效
6	农安县合隆镇金融达钢材经销处	松原市源宇混凝土有限公司、邓志明、江苏省建工集团、刘卫来	买卖合同纠纷	(2019)吉0122民初2608号	8,031,037.00	苏力德花园小镇/刘卫东		2019年7月16日9:30/2019年8月21日9时30分	判决松原市源宇混凝土有限公司、邓志明支付原告钢材款8031037元及违约金1606207.4元，江苏建工对其承担连带清偿责任		
7	中建东方装饰有限公司	江苏省建工集团有限公司、山东分公司、	建设工程合同纠纷	(2019)鲁1581民初2069号、(2019)鲁1581民初2069号之三、(2019)民辖终269号	12,272,205.33	聊城华美医院/徐坤		2019年9月20日9:30/2019年12月20日10:00	给付原告工程款12272205.33元及利息		驳回管辖权异议

8	邵敬武	聊城华美医院 江苏省建翔人力资源有限公司、江苏省建翔集团昆明分公司、云南艾亭房地产开发有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)云01民初2260号	13,070,569.40	昆明市下马村城中村改造回迁安置房/张小文	
9	山东恒业机械设备有限公司	江苏省建工集团有限公司、李义勇、杨清英	建设工程施工合同纠纷	(2019)鲁1425民初3440号、(2019)鲁1425执保580号、(2019)鲁14民辖终370号	11,000,000.00	山东恒业机械设备有限公司1号2号车间办公楼项目/黄骋	2019年9月27日9:00、2020年1月15日9:00
10	江苏建工集团有限公司	泗水佳园房地产开发有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)鲁08民初192号、(2019)鲁08执保89号之一	166,674,292.24	财富大厦土建、安装工程/季裕忠项目部(季裕忠)	
11	卢山、张斌	江苏省建工集团、峨眉山中信湖项目管理有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)川1181执保145号	11,803,440.00	峨眉山综合场馆项目工程/范林兵	
12	海门市盛峰建筑劳务有限公司	江苏建工集团有限公司	劳务合同纠纷	(2019)桂0203民初4865号、4865号之一	15,797,813.54	柳州恒大城一期、二期安装工程/张敏	2019年11月20日9:00/2020年4月27日9:00
13	南京中翼运输有限公司	江苏省建工集团有限公司	买卖合同纠纷	(2019)苏0115民初15836号、(2019)苏0115民初15836号之一、(2019)苏0106民初13981号	8,914,781.39	麒麟科技创新园二期经济适用住房H地块项目工程/吴东元	2019年11月26日9:30 案件移送南京市鼓楼区人民法院管辖
14	倪强	江苏省建工集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏0681民初7860号	19,973,296.68	启东市-北上海恒大威尼斯水城健康中心、饮食中心、运动中心、羽毛球中心、网球中心主体及配套工程(二标段)施工合同/东强、张敏	2019年11月18日14:30 驳回建工管辖权异议/驳回管辖权异议上诉,维持原裁定书

15	江苏省建工集团有限公司	天津世欣文化发展有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)津0110民初9171、9174号	8,020,181.94	杨家台仓库提升改造项目道路及地下综合管网工程/蒲映红	2019年12月12日9:00	
16	刘玉胜	江苏省建工集团有限公司、江苏建工天津分公司	债权转让合同纠纷	(2019)津0101民初8935、8936号	14,197,362.38		2019年12月18日9:00	
17	邵一鸣	江苏省建工集团常州分公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏0404民初6630号	23,323,172.85	大京项目、江锻项目、常熟物流园项目、常熟丰树仓储综合产业园项目、高技项目	2019年12月24日9:00	尚在审理中
18	惠州市瑞森实业有限公司	江苏省建工集团有限公司	买卖合同纠纷	(2019)粤1302民初18330号	8,327,075.50	家华瑞景花园项目/秦俊雄		分五期支付原告8327075.5及利息 已经撤诉结案
19	宿迁市鹏程轻钢结构工程有限公司	江苏省建工集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)苏1302民初9868号	5,105,809.29	宿迁市钟吾医院一期建设工程/唐秋云	2020年2月6日9:30	解除530万冻结裁定,已经调解结案
20	江苏省建工集团有限公司	峨眉山中信国安项目管理有限公司	建设工程施工合同纠纷	(2019)川1181民初3596号	15,578,305.23	峨眉山城市综合体建设项目		一、中信支付建工工程款2346832.04元及利息;二、支付建工质保金5133543.55元及利息

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。