

北京鑫大禹水利建筑工程有限公司

跟踪评级报告

主体信用等级： BBB⁺级

评级时间： 2016年7月28日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪 [2016]100733】

跟踪对象: 北京鑫大禹水利建筑工程有限公司

本次跟踪:	BBB ⁺ 级	稳定	2016年7月28日
上次跟踪:	BBB ⁺ 级	稳定	2015年8月13日
首次评级:	BBB ⁺ 级	稳定	2014年6月24日

主要财务数据及指标

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.63	0.95	0.69	0.58
刚性债务	1.26	1.00	1.00	1.00
所有者权益	1.16	1.05	1.56	1.61
经营性现金净流入量	0.75	0.18	1.15	-0.77
合并数据及指标:				
总资产	19.95	9.89	9.65	10.55
总负债	18.28	8.04	7.62	8.42
刚性债务	1.26	1.00	0.50	1.00
所有者权益	1.67	1.85	2.03	2.12
营业收入	18.99	17.60	18.34	3.37
净利润	0.32	0.29	0.30	0.04
经营性现金净流入量	-0.03	-0.26	1.46	-0.59
EBITDA	0.60	0.63	0.89	—
资产负债率[%]	91.62	81.31	78.97	79.87
权益资本与刚性债务比率[%]	132.74	184.86	405.99	212.32
流动比率[%]	105.74	115.28	120.46	119.57
现金比率[%]	14.57	19.12	17.89	16.81
利息保障倍数[倍]	4.66	3.01	2.60	—
净资产收益率[%]	19.17	16.68	15.62	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.16	-2.00	18.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.33	-2.23	-1.64	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.86	3.16	3.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.78	0.56	1.18	—

注: 根据鑫大禹经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶
Tel: (021)63501349-923
E-mail: sy@shxsj.com

朱诗音
Tel: (021)63501349-644
E-mail: zsy@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对北京鑫大禹水利建筑工程有限公司(简称“鑫大禹”、“该公司”或“公司”)的跟踪评级反映了 2015 年以来鑫大禹在业务承接能力、区域内市场占有率等方面继续保持优势,同时也反映了公司在行业竞争、财务杠杆等方面继续面临的压力。

➤ 主要优势:

- **股东支持力度较大。**鑫大禹实际控制人为北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会。公司的国资背景使其在区域内业务承接有保障,同时能得到股东一定的资金支持。
- **业务承接范围较广。**鑫大禹现已拥有房屋建筑工程总承包壹级、水利水电工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级等资质。公司可承接业务范围相对较大,为业务拓展奠定基础。
- **区域内市场占有率较高。**作为顺义区内唯一一家拥有水利水电工程施工总承包贰级资质的企业,鑫大禹在区内水利施工业务承接方面具有较强的竞争优势。

➤ 主要劣势:

- **行业竞争激烈。**鑫大禹所处施工行业内竞争日趋激烈,使得公司面临一定的经营风险。
- **较高的财务风险。**鑫大禹自有资本实力较弱,且在业务规模扩张的情况下,公司负债经营程度始终处于较高水平,财务杠杆较高。
- **资本积累速度较慢。**鑫大禹每年均有一定比例的分红,使得自身资本积累速度较慢。
- **存货周转速度慢。**鑫大禹存货规模大,周转速度慢,加大了公司的流动性压力。
- **关联往来规模较大。**鑫大禹非经营性关联往

来规模相对较大，存在一定的关联占用问题。

➤ 未来展望

通过对鑫大禹主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 BBB⁺主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对北京鑫大禹水利建筑工程有限公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

北京鑫大禹水利建筑工程有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照北京农业 2015 年度第二期中小企业集合票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据鑫大禹提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年一季度财务报表及相关经营数据，对鑫大禹的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深

度融入世界经济体系，为中国和世界经济的成长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司主要从事水利、市政和建筑施工业务，业务规模易受宏观经济变化影响而产生波动。

三、公司所处行业及区域经济环境

近年来我国建筑行业迅速发展。2011-2015 年全国建筑业总产值年复合增长率 11.56%，年增长率由 18% 降至 2%；新签合同额年复合增长率 9.45%，年增长率由 14% 下降至 -0.2%；劳动生产率在 2012 年有显著提升，近三年年均复合增长率仅为 0.73%。

图表 1. 2011-2015 年全国建筑业概况 (单位: 家, 亿元, 万元/人)

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
企业数量	72,280.00	75,280.00	78,919.00	81,141.00	80,911.00
建筑业总产值	116,463.32	137,217.86	160,366.06	176,713.40	180,757.47
新签合同额	128,794.35	146,784.87	174,957.37	184,683.31	184,401.54
按总产值计算的劳动生产率	23.19	29.64	31.90	32.04	32.37
产值利润率	3.6%	3.0%	3.79%	2.9%	2.9%

资料来源: Wind 资讯

目前,我国建筑行业壁垒较低,企业数量众多,行业竞争激烈,技术含量较低的工程施工领域竞争更加激烈,这使得我国建筑行业盈利水平较低。国内建筑企业尤其是民营企业的技术及装备水平尚有一定的提升空间。此外,建筑行业工程款收取情况较易受国内金融环境尤其是信贷政策环境的影响。

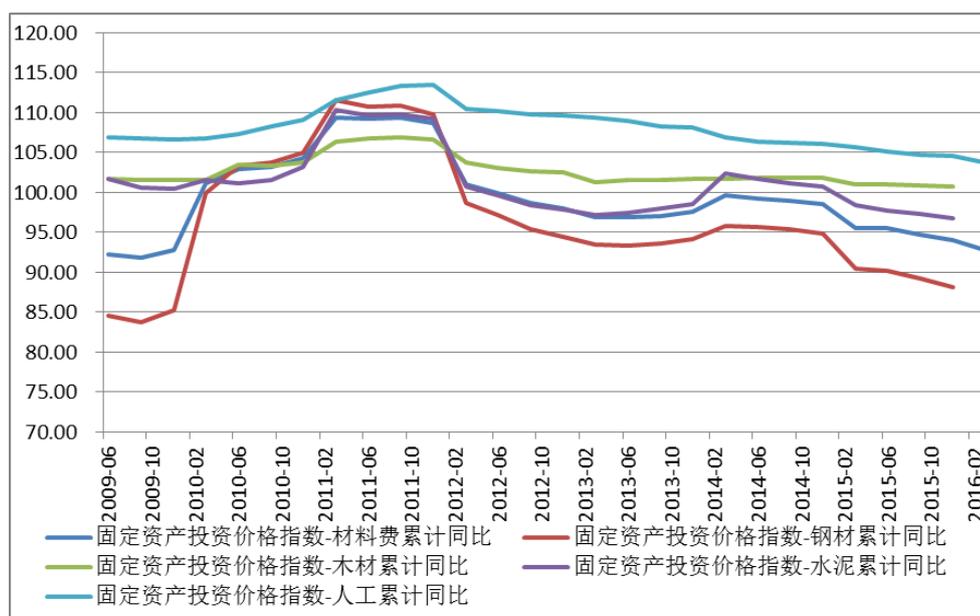
随着建筑市场竞争日趋激烈,加之行业项目范围广、投资大、周期长等特点,建筑企业暴露出来的资金问题也越来越多,主要表现为:(1)履约保证金、质保金返还期限长;(2)垫资被作为一种常用获取项目的手段,拖欠款通常也以垫资为前提,从而造成建筑企业工程垫资及工程拖欠款规模较大;(3)因为工程项目分散,收回的工程款不能及时汇总,资金管理分散,造成资金闲置,使用效率低;(4)建筑企业的组成主体包括大型国有建筑企业和相当大比例的民营中小型建筑企业,其中中小型建筑企业的各类指标,往往不符合银行的信贷要求,难以取得银行信贷资金,融资难度大。

在房屋建筑细分市场,市场竞争主体包括大型中央建筑企业、地方国有建筑企业、民营建筑企业和跨国企业等。我国具有房屋建筑资质的企业数量众多,竞争激烈,导致行业整体盈利能力较低。由于对技术、设备及资金要求较低,普通房建市场的同质化竞争更为严重,业主规模相对较小,资本实力相对较弱,违约风险较高。而大型高端工程对技术、设备及资金要求较高且盈利空间相对较大,且业主多具有政府背景或是实力较强的大型企业集团,回款风险较小,具有丰富施工经验、良好工

程业绩记录且资金实力雄厚的大型建筑企业在获取该类订单时具有较明显的竞争优势。

近年来我国建材价格波动较大，虽然建筑企业钢材、水泥等主要工程材料一般全部或部分由项目业主提供或指定供应商，且建筑企业可在建材价格超过一定幅度后，获得部分补偿（合同约定），但其成本仍会受到一定的影响。国内钢铁行业 and 水泥行业的产能过剩问题可在一定程度上抑制相关产品价格的上涨。然而，钢材及水泥的价格受上游原材料价格的影响更大，铁矿石长协定价机制向季度定价的转变加剧了原材料价格的波动。2012 年由于下游需求增长有限，上游的扩产加剧了建材供需矛盾，钢材、水泥等价格总体呈下行趋势。2013 年至 2014 年上半年，受燃料煤炭价格下跌、产能过剩整治初见成效等多重因素影响，主要建材产品价格小幅回升。2015 年以来，由于国内经济持续走弱和国际大宗商品熊市的影响，主要建材产品价格主要在低位徘徊。2016 年春节以来，钢材价格出现反弹，但由于此次反弹成交量较小，缺乏需求的有效支撑，故预计反弹无法长久持续。建材与钢铁等价格的波动加大了建筑企业成本控制的难度，可能对其盈利能力产生一定影响。建筑行业的另一主要成本为劳动力成本，近年来劳动力成本不断上升，根据国家统计局数据，城镇非私营建筑业就业人员平均工资逐年增长，从 2010 年的每人每年 2.75 万元升至 2014 年的每人每年 4.21 万元。

图 2. 2009 年 6 月以来我国材料费及人工费价格指数走势



资料来源：Wind 资讯

从中长期来看，未来一段时期我国将处于工业转型升级、城镇化加

速发展阶段，大规模的基础设施建设仍将是国民经济发展的主要特征之一。铁路、公路、水电、核电、城市轨道交通等基础设施建设进入高峰期，城市基础设施建设、旧城改造、新城建设、住宅建设及相关配套设施建设需求旺盛，从事相关领域业务的建筑企业仍具有一定的发展空间。此外，国家“一路一带”¹建设作为新时期国家战略依托沿线基础设施的互通互联，将带动区域内基础设施投入与建设，包括中心城市市政基础建设、口岸高速公路等互通互联项目建设，从而促进中国建筑企业海外业务的进一步扩展。

鑫大禹业务主要在北京地区开展，因此北京市固定资产投资力度对其影响非常大。从北京市情况来看，2015年北京市完成全社会固定资产投资7990.0亿元，较上年增长5.7%。当年北京市完成城镇投资7267亿元，同比增长4.9%；农村固定资产投资完成723.9亿元，同比增长13.9%。城镇投资中，基础设施投资完成2174.5亿元，比上年增长7.7%。2015年北京市对基础设施建设仍有较大的需求，能对该公司的水利、市政施工业务的开展提供较好的支持。

为扭转国内水利建设相对滞后的局面，2011年以来我国陆续出台多项水利建设政策及规划。2011年中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》提出把水利作为国家基础设施建设的优先领域，力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍，投资总量达到或超过6,360亿美元。中共中央、国务院陆续制定和出台了一系列针对性强、覆盖面广的加快水利改革发展的新政策、新举措，各项大型民生水利工程建设全面提速，各省区加大水利投资、加快农田水利建设。2012年2月出台的《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》，提出引导金融资源更多投向农田水利和水利基础设施等薄弱环节，进一步改进和加强水利改革发展金融服务。

2014年5月21日召开的国务院常务会议确定了在2014~2015年和“十三五”期间，我国将分步建设172项重大水利工程。根据水利部规划计划司统计，2014年中央水利建设项目累计完成额为1823.2亿元，2015年完成投资额为2471.9亿元，同比增长35.58%。2016年水利部进行引江济淮等20项重大工程开工准备，统筹推进滇中引水等储备项目，当年在建重大水利工程全国投资规模预计超过8000亿元。该公司水利业务方面一直在顺义地区处于垄断地位，根据国家目前大力发展水利业务的政策，公司业务量可以得到较好支持，但宏观经济变化导致不少房建

¹分别指的是丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路。

类施工企业向市政施工转型，公司面临竞争将日趋激烈。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构和管理水平

跟踪期内，该公司原大股东北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”，持有公司 85.43%的股权）于 2016 年 1 月与北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“顺鑫控股”，持有公司 14.57%的股权）在北京顺义区签署了《股权转让协议》。经双方协商，以《北京顺鑫农业股份有限公司拟转让股权涉及的北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股东全部权益价值项目评估报告》【天兴评报字（2015）第 1435 号】（以下简称“《资产评估报告书》”）的评估价值为定价依据，由顺鑫控股以现金方式出资 1.78 亿元收购顺鑫农业持有鑫大禹公司 85.43%股权。此次交易完成后，顺鑫控股持有鑫大禹 100%的股权。而顺鑫控股持有顺鑫农业 39.19%的股权，系顺鑫农业及公司的实际控制人，因此上述股权转让不涉及公司性质和实际控制人发生变化。公司产权状况详见附录二。

该公司 2015 年以来组织架构未有重大调整，职能部门分工尚明确，且内部管理制度基本可以保证公司正常运转。公司组织结构状况详见附录三。

关联交易方面，2015 年该公司出售商品及提供劳务的关联方交易为 5.04 亿元，其中 1.87 亿元为承接关联方北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“顺鑫佳宇”）建筑工程，1.61 亿元为承接关联方包头金瑞房地产开发有限公司建筑工程，1.23 亿元为承接关联方海南香顺房地产开发有限公司建筑工程，定价采用市场定价。上述关联交易金额合计占同类交易金额的 27.48%。尽管关联交易占公司营收比重较大，但定价较为公允，未对公司正常经营产生负面影响。截至 2015 年末，公司关联应收账款余额为 0.08 亿元，关联预收账款为 0.47 亿元。

除了正常业务往来外，该公司关联资金往来还体现为股东调控下的关联拆借。根据股东顺鑫农业对内部企业实行统贷统还的资金管理模式，下属子公司的融资由股东统一负责安排，因此公司融资主要依靠股东进行（公司与股东之间的资金往来主要体现在其他应付款科目）。2015 年末，顺鑫农业给予公司资金支持余额为 2.20 亿元。同期末，公司应收顺鑫农业关联欠款 2.28 亿元，股东对公司资金支持力度较上年下滑。

（二）公司经营状况

该公司从事施工业务，业务涉及水利、市政、建筑、环保、节水等多个工程施工板块，施工资质较齐全。跟踪期内公司施工资质仍为房屋建筑工程总承包壹级、水利水电工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级等总承包资质；节水灌溉甲贰级资质；河湖整治工程专业承包、堤防工程专业承包、环保工程专业承包贰级等专业承包资质，以及凿井甲级、环境污染治理设施运营、园林、喷泉景观施工等资质。

2015年度该公司新承接工程项目 69 项，较上年同期多 5 项，然而当年新签合同金额为 5.60 亿元，同比下降 30.12%。2016 年 1-6 月，公司新承接工程项目 31 项，新签合同金额 3.56 亿元。2015 年，公司营业收入较上年小幅增长 4.18% 至 18.34 亿元。2016 年第一季度，公司营业收入为 3.37 亿元。

从收入构成来看，水利、市政及建筑工程的施工业务是该公司核心的收入来源，2015 年合计占主营业务收入的 98.71%。从毛利水平来看，2015 年公司毛利率保持平稳，为 7.95%。

该公司经营模式未发生变化，本部仍主要负责项目的承接及统管，并根据本部及各子公司拥有的资质情况进行统筹，确定具体项目的投标主体；项目运作及管控由下属的 9 家分公司、4 家子公司进行，具体项目操作由各项目部负责。

得益于经营历史积累以及一定的资质优势，该公司在顺义区水利施工行业占有率达到 80%，竞争优势明显。但受制于现有规模及施工实力，公司目前业务区域仍集中于北京市。

2015 年，该公司承接的前十大工程仍以当地政府发包的市政项目为主，包括南水北调水源引入潮白河水源地工程、顺义区小中河（李家史山闸-顺通区界）河道、北运河流域方氏渠生态治理工程（第一标段）、箭杆河综合治理工程三标段、高丽营镇河道排污口工程等。

工程款结算方面，该公司一般预收 10-20% 的工程款，随后按照项目建设进度进行结算。2015 年，公司工程回款进度放缓，而同时公司亦推迟向上游材料款的支付，整体现金流表现好于上年。

在工程物资的采购方面，对于工程施工使用的水泥、钢筋等大宗工程物资，由该公司本部集中采购；对零星工程物资，可由分公司、子公司自行采购。公司由物资采购部依据供货质量和价格、供货及时性等标准制定供货方名单，并及时根据实际供货情况对名单进行调整，进而对

采购成本、质量实现控制。采购支付方面，公司本部集中采购时具有较强的议价能力，可以不预付或少预付，而子公司单独采购时则需提前预付 20-30% 的货款。

（三）公司财务质量

北京兴华会计师事务所有限责任公司对该公司的 2013-2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 9.65 亿元，所有者权益为 2.03 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 2.02 亿元）；当年度实现营业收入 18.34 亿元，净利润 0.30 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.30 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 1.46 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 10.55 亿元，股东权益为 2.12 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 2.11 亿元）；1-3 月累计实现营业收入 3.37 亿元，净利润 0.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.04 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 -0.50 亿元。

跟踪期内，该公司合并范围口径未发生变化。

跟踪期内，该公司收入规模小幅增长，整体盈利能力保持稳定。公司负债经营程度高，但负债中多为收益性负债和关联借款，刚性偿债压力尚可控。

（四）公司抗风险能力

（1）业务承接范围较广

通过兼并收购，该公司现已拥有水利水电工程施工总承包贰级、房屋建筑工程总承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级和节水灌溉甲贰级等总承包资质。公司可承接业务范围逐步扩大，业务规模增长较快。

（2）区域内市场占有率较高

作为顺义区内唯一一家拥有水利水电工程施工总承包贰级资质的企业，该公司立足于在顺义区开展水利施工业务的基础上，积极开展建筑、节水等相关业务，在区内水利施工业务承接方面具有较强的竞争优势。

(3) 股东支持力度较大

该公司控股股东顺鑫控股的实际控制人为北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会。公司的国资背景，使得在区域内业务承接有保障，同时能得到股东一定的资金支持。

五、公司盈利能力及偿债能力

跟踪期内，2015年该公司建筑施工、设备销售收入均有所增长，建筑施工收入较上年增长3.20%至18.07亿元，设备销售收入因基数较小增幅较大，达175%，增至0.22亿元。与上年相比，2015年公司建筑施工业务毛利率基本保持，为7.36%，设备销售业务毛利率大幅上升，由2014年的12.50%升至36.36%，由于销售设备收入占营业收入比例较小，该项业务毛利上升对公司综合毛利率影响并不大，2015年公司综合毛利率为7.95%，基本与上年持平。2016年一季度，公司实现营业收入3.37亿元，毛利率5.72%。

该公司期间费用控制较为合理，2015年期间费用率为3.38%，较上年上升0.40个百分点。期间费用占比较大的系管理费用，2015年公司管理费用为0.43亿元。公司成本、期间费用控制较好，2015年整体利润水平与上年基本持平。当年实现净利润0.30亿元，总资产报酬率和净资产收益率分别为6.97%和15.62%，资本收益率维持在较高水平。

建筑业利润空间小，加之该公司近年来分红较为频繁，其自有资本积累速度慢，相对于资产规模，资本实力不强，2015年末及2016年3月末，公司所有者权益分别为2.03亿元和2.12亿元。从资本结构看，2015年末公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占权益资本的70.25%，权益资本稳定性尚可。2015年公司应付账款、预收款项大幅下降，当期负债总额下降5.19%，降至7.62亿元，资产负债率亦随之降至78.97%。2016年3月末，公司资产负债率与上年末基本持平，为79.87%。

从债务结构来看，该公司流动债务占绝对比例，2015年末，流动负债合计7.62亿元，主要集中于短期借款、预收账款和其他应付款，分别占负债总额的6.55%、30.26%和50.05%。其中预收账款为2.31亿元，主要系公司预收客户的工程款；股东借款是公司主要融资渠道之一，体现了股东对公司资金支持力度较大，2015年末其他应付款大幅增至3.82亿元。此外，银行借款作为公司流动资金的补充，在近年来业务规模快速增长的情况下也对公司业务运营提供了一定的支持，2015年末公司短

期借款为 0.50 亿元，系股东担保借款。整体看，尽管公司债务全部集中于流动负债，但刚性债务整体占比不大，实际偿付压力尚可控。2016 年 3 月末，公司负债构成无明显变化。

截至 2016 年 3 月末，该公司未清对外担保余额 1 亿元，被担保企业为顺鑫控股。

2015 年末，该公司的流动比率为 120.46%，速动比率为 61.02%，流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。从资产结构来看，2015 年末公司资产以流动资产为主，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，上述三项科目年末余额分别为 1.27 亿元、2.60 亿元和 4.20 亿元。其中货币资金主要系公司储备的项目工程款；其他应收款主要为顺鑫农业的欠款，2015 年末欠款余额为 2.28 亿元；存货以尚未结转的各类工程施工项目为主，期末账面价值为 4.02 亿元，占同期末存货账面价值的 95.71%。公司非流动资产年末余额为 0.62 亿元，主要由固定资产和商誉构成。2016 年 3 月末公司流动比率和速动比率分别为 119.57% 和 47.63%，资产结构无明显变化。

2015 年度公司项目回款进度放缓，当期营业收入现金率下降 19.10 个百分点，降至 84.12%。由于部分大型项目施工周期较长，客户与公司跨周期结算，以及公司关联资金往来频繁等原因，同期公司经营活动产生的现金流量净额为 1.46 亿元。2015 年公司收到与支付其他与投资活动有关的现金规模相对较大，分别达到 6.84 亿元和 8.39 亿元，因此当期投资性现金流净流出 1.58 亿元。同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 -0.26 亿元，主要系分红及偿还上期中小企业集合票据利息等所致。公司融资渠道主要系股东资金支持、发行债券以及银行借款，所筹集资金主要用于自身业务的扩张。

该公司偿债信誉较好，截至 2015 年末，北京银行给予公司的综合授信额度共计为 1 亿元，已使用 0.50 亿元。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司 2016 年 6 月 16 日提供的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。此外，公司于 2015 年 6 月 11 日发行“15 京农业 SMECN002”，金额为 0.50 亿元，期限为 3 年期，目前尚未到期。

七、结论

该公司主要从事施工业务，目前业务涉及水利、市政施工、建筑、

节水施工等，在区域范围内业务承接能力较强，近两年，公司经营规模基本保持。作为顺义区内唯一一家拥有水利水电工程施工总承包贰级资质的企业，公司在区内水利施工业务承接方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，该公司收入规模小幅增长，整体盈利能力保持稳定。公司负债经营程度高，但负债中多为收益性负债和关联借款，刚性偿债压力尚可控。

同时，我们仍将持续关注（1）在建筑行业竞争日趋激烈的情况下，该公司持续面临的经营压力；（2）公司负债经营程度高，面临较高的财务风险；（3）北京及顺义地区水利工程施工的需求；（4）公司资金受控股股东统一调配，关注后续资金调拨对公司的影响；（5）公司非交易性质关联规模较大，关注公司资金占用问题。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	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
投 机 级	BB 级	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 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、CCC 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。

附录二：

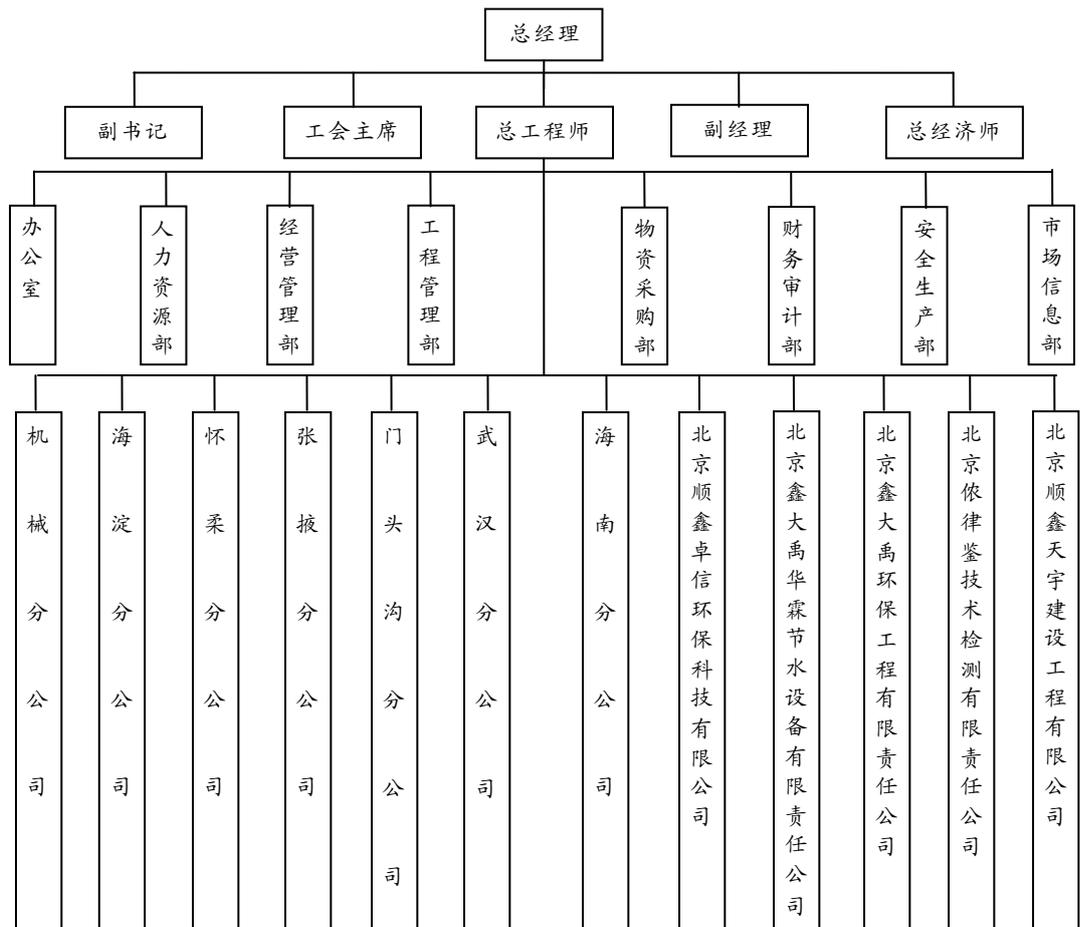
公司与实际控制人关系图



注：根据鑫大禹提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司组织结构图



注：根据鑫大禹提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额[亿元]	19.95	9.89	9.65	10.55
货币资金[亿元]	2.66	1.54	1.27	1.33
刚性债务[亿元]	1.26	1.00	0.50	1.00
所有者权益 [亿元]	1.67	1.85	2.03	2.12
营业收入[亿元]	18.99	17.60	18.34	3.37
净利润 [亿元]	0.32	0.29	0.30	0.04
EBITDA[亿元]	0.60	0.63	0.89	—
经营性现金净流量[亿元]	-0.03	-0.26	1.46	-0.59
投资性现金净流量[亿元]	-0.03	-0.03	-1.58	0.65
资产负债率[%]	91.62	81.31	78.97	79.87
长期资本固定化比率[%]	37.31	33.53	42.40	40.89
权益资本与刚性债务比率[%]	132.74	184.86	405.99	212.32
流动比率[%]	105.74	115.28	120.46	119.57
速动比率[%]	60.89	22.19	61.02	47.63
现金比率[%]	14.57	19.12	17.89	16.81
利息保障倍数[倍]	4.66	3.01	2.60	—
有形净值债务率[%]	1,375.45	548.63	461.23	481.55
营运资金与非流动负债比率[%]	—	—	291.46	310.12
担保比率[%]	—	—	49.26	—
应收账款周转速度[次]	2.73	4.11	57.09	—
存货周转速度[次]	2.52	2.15	2.95	—
固定资产周转速度[次]	138.68	146.34	51.56	—
总资产周转速度[次]	1.10	1.18	1.88	—
毛利率[%]	7.17	7.37	7.95	5.72
营业利润率[%]	2.36	2.29	2.28	1.61
总资产报酬率[%]	3.30	4.02	6.97	—
净资产收益率[%]	19.17	16.68	15.62	—
净资产收益率*[%]	19.16	16.66	15.68	—
营业收入现金率[%]	94.24	103.22	84.12	135.63
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-0.16	-2.00	19.21	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-0.16	-2.00	18.60	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-0.33	-2.23	-1.69	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-0.33	-2.23	-1.64	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.86	3.16	3.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.78	0.56	1.18	—

注：表中数据依据鑫大禹经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销