



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

江河创建集团股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

CREDIT RATING REPORT





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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。



◆ 评定等级

| | | | |
|--|--------------------|------|----|
| 发债主体：江河创建集团股份有限公司 | | | |
| 公司债券信用等级 | AA+ | 评级展望 | 稳定 |
| 主体信用等级 | AA+ | | |
| 债项概况： | | | |
| 注册总额：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元） | 本期发债额度：1 亿元 | | |
| 本次债券期限：3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权 | 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 | | | |

◆ 主要观点

大公对江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河集团”或“公司”）信用等级为 AA+，评级展望为稳定，公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+。本次评级结果反映江河集团面临的偿债环境和财富创造能力持续增强，可用偿债来源偏离度很小，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司偿债环境有所改善。行业整合步伐加快，公司由追求规模转向效益，在幕墙行业的龙头地位持续提升。

2、公司抗风险能力强，市场份额处于领先地位，业务范围逐步拓宽，同时显著的品牌优势使公司财富创造能力持续提升。

3、公司流动性偿债来源较为多元，持续增长的经营性净现金流为其偿债来源可靠性提供支撑，受益于公司建筑装饰业务向效益转变的战略发展，公司盈利能力整体有所增强，预计 2018 年净利润和经营性净现金流将大幅增长。

4、公司偿债能力很强。流动性来源对流动性损耗具有一定的保障能力，预计 2018 年覆盖程度有望进一步提升；短期债务规模较大，但公司积极调整债务结构，将通过应收账款证券化等手段减轻短期债务偿付压力。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、公司旗下子公司拥有建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级等资质，建筑装饰行业资质等级较高，承建了多项建筑装饰领域标志性工程，品牌优势显著，具有很强的综合竞争优势；

2、公司幕墙业务分布广泛，在幕墙行业的市场份额处于领先地位；

3、公司内装与幕墙业务协同效应较好，2015年以来建筑装饰业务新中标项目金额逐年增长，为公司未来收入提供一定的保障；

4、2016年以来，公司经营规模不断扩大，营业收入、毛利润及毛利率同比均保持增长。

主要风险/挑战:

1、建筑装饰行业企业数量众多，市场竞争激烈，公司面临一定的市场竞争加剧风险；

2、2015~2017年末，公司应收账款规模较大且周转效率逐年下降，对资金形成占用并且面临较大的回收风险；

3、公司存在多笔重大诉讼及对外担保，面临一定的或有风险。

◆ 展望

江河集团积极推动产业转型升级，坚持“双主业，多元化”的发展战略，同时加强内外装业务系统化整合，协同效应较好。基于公司产品优势明显、主营业务发展平稳、偿债来源充足等因素的综合考虑，大公对未来1~2年江河集团的信用评级展望为稳定。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位:人民币亿元、%)

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 241.06 | 253.51 | 223.32 |
| 所有者权益 | 76.22 | 74.03 | 64.32 |
| 总有息债务 | 63.39 | 80.73 | 69.60 |
| 营业收入 | 152.97 | 152.40 | 161.57 |
| 净利润 | 5.92 | 4.69 | 3.44 |
| 经营性净现金流 | 13.89 | 13.08 | 9.97 |
| 毛利率 | 15.12 | 13.94 | 14.58 |
| 总资产报酬率 | 4.04 | 3.27 | 2.55 |
| 债务资本比率 | 45.40 | 52.17 | 51.97 |
| EBITDA 利息覆盖倍数 (倍) | 4.77 | 4.38 | 4.06 |
| 经营性净现金流/总负债 | 8.07 | 7.73 | 6.66 |

注:公司提供了2015~2017年的财务报表。华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2015~2017年财务报表分别进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2016年利润表数据采用2017年追溯调整后的数据。

◆ 联系方式

评级小组负责人:孙 瑞
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355
地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

孙 瑞

评级小组成员: 赵亿锦 王梦晗
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com

赵亿锦

王梦晗

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月七日



发债情况

本次债券情况

本次债券是江河集团面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过 20 亿元（含 20 亿元），分期发行，首期发行金额为 1 亿元，发行期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息付息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券面值 100 元，按面值平价发行，到期日按照面值兑付。

本次债券无担保。

募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

公司前身北京江河幕墙装饰工程有限公司（以下简称“江河公司”）由北京江河源工贸有限责任公司（现已更名为北京江河源控股有限公司，以下简称“江河源”）、自然人刘载望和自然人富仁珠共同出资成立。公司股票于 2011 年 8 月 18 日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码为 601886，股票简称“江河集团”。公司主要从事建筑装饰和医疗健康业务。

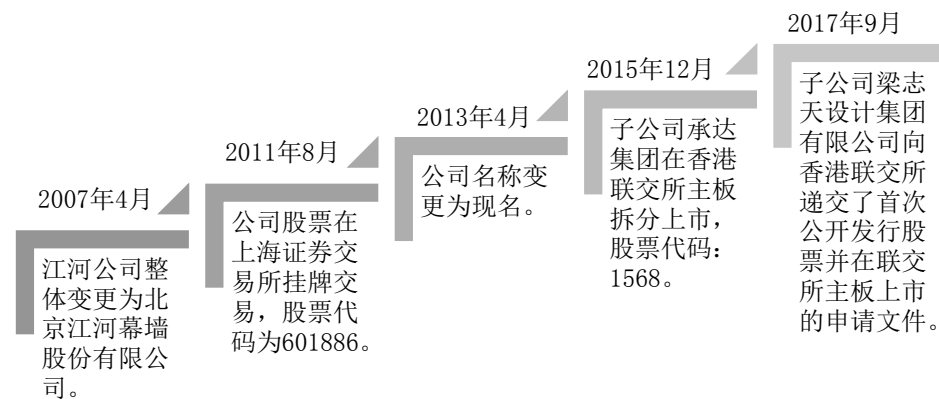


图 1 公司建筑装饰业务的发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在保持建筑装饰领域的传统优势之外，积极发展医疗健康业



务。2015年，公司并购澳大利亚连锁眼科医院 Vision Eye Institute Limited（以下简称“Vision”），进军医疗健康产业，逐渐形成了双主业“建筑装饰+医疗健康”的战略布局。

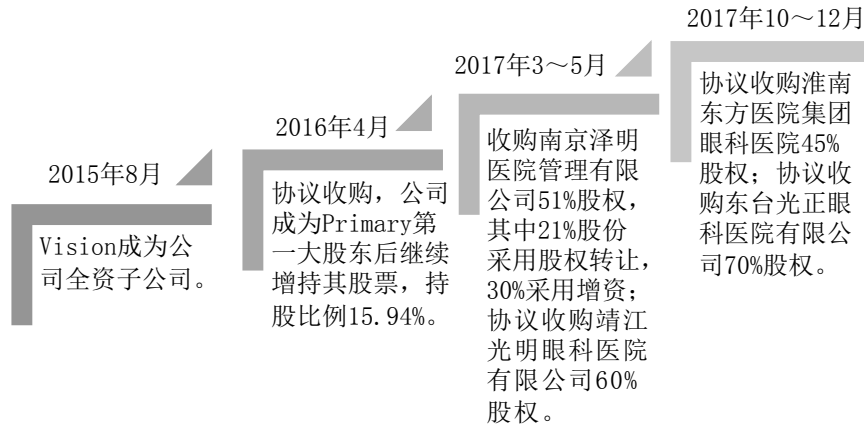


图2 公司医疗健康业务的发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员组成的治理架构，制定了相关各项规范制度。同时公司进一步强化科学决策，依法经营，规范管理，法人治理结构不断完善。

（二）盈利模式

公司主要业务板块为建筑装饰和医疗健康业务，其中建筑装饰板块是公司收入主要来源，其收入和毛利润占公司整体收入和毛利润比例均保持在85%以上，医疗健康业务规模增长较快，对公司收入和利润形成重要补充。未来建筑装饰板块仍将是公司的主要业务板块。

（三）股权链

截至2017年末，公司股本为11.54亿元，第一大股东江河源持股比例为27.35%，自然人刘载望持股比例为25.07%，刘载望、富海霞夫妇合计持有江河源100%股权，为公司实际控制人。

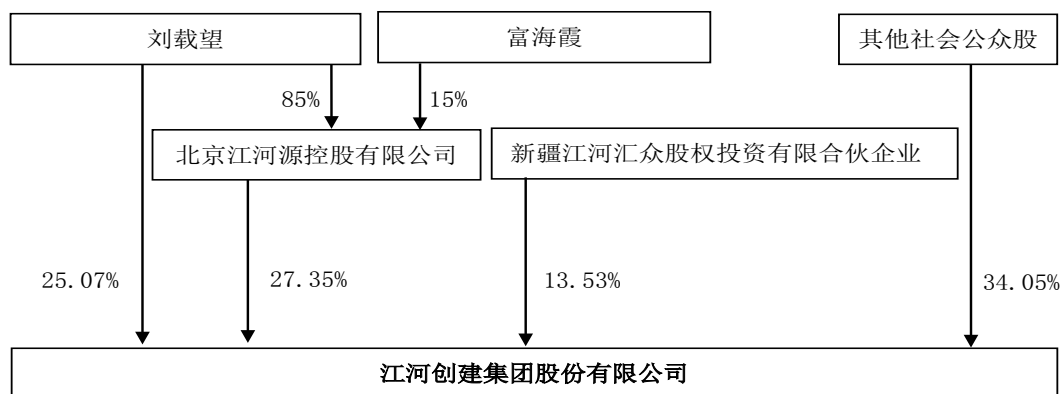


图3 截至2017年末公司股权结构

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至2017年末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为63.38亿元，占总负债比重38.45%。公司共获得银行授信180.23亿元，尚未使用银行授信额度119.97亿元。

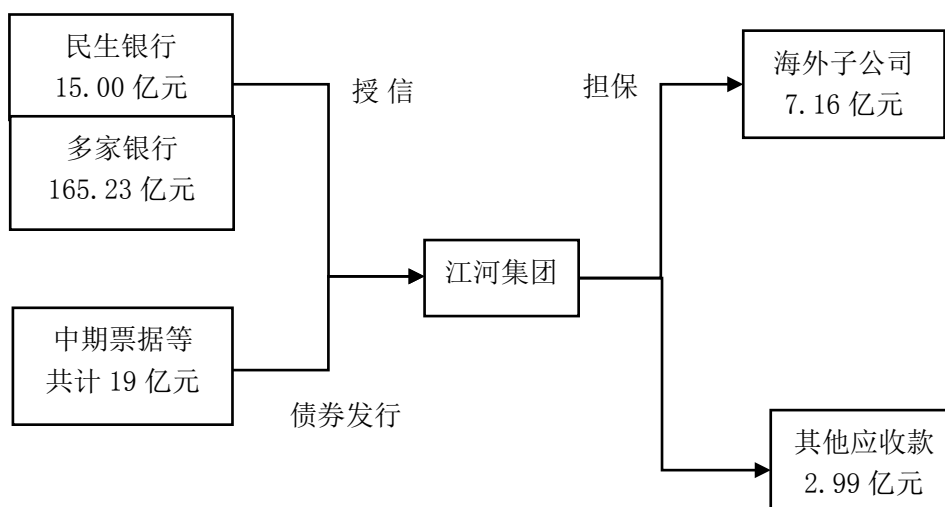


图4 截至2017年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理


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2018年3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，公司本部在公开债券市场发行的债务融资工具到期的均已按时兑付，存续的“15江河MTN001”正常付息，“17江河创建SCP002”和“18江河创建SCP001”尚未到还本付息日。



偿债环境

公司面临良好的偿债环境。随着我国经济增速回落、短期经济下行压力的影响，建筑装饰行业增速放缓，但行业龙头企业竞争优势仍较强。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



| | | | | | | | | |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|
| C | CC | CCC | B | BB | BBB | A | AA | AAA |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|

（一）宏观政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政策环境。

中国结构性改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

受我国经济增速回落、短期经济下行压力影响，建筑装饰行业增速放缓，但行业龙头企业竞争优势仍较强。



随着我国经济增速回落、短期经济下行压力较大和房地产调控政策等的影响，建筑装饰行业增速放缓，行业产值增速回落至10%以下的增长速度。2016年，全国建筑装饰行业完成工程总产值同比增长7.1%，增长速度比2015年回落0.5个百分点，其中公共建筑装饰全年完成工程总产值1.84万亿元，同比增长5.8%；住宅装饰装修全年完成工程总产值1.89万亿元，同比增长13.86%。中国建筑装饰协会预计2017年全国住宅装饰行业总产值达2.16万亿元，同比增长14.30%，增速较2016年进一步提升。

国内建筑装饰行业中外合资、股份制和有限责任等多种所有制形式并存，基本形成以民营中、小企业为主体，竞争较为激烈的市场格局。苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司、江河集团为代表的内装及幕墙行业龙头企业具备较强竞争优势，面临细分市场的激烈竞争，纯粹内装或幕墙业务的企业尝试做大市场份额的同时也在朝业务互补方向发展。行业内企业一方面尝试利用互联网模式打开市场空间，另一方面寻求行业内企业间并购、重组的机会，未来行业整合趋势明显，集中度将有所提升，这将有利于建筑装饰行业主要企业抢占市场份额，利用自身资金、品牌、规模优势，在全国扩张布局，为主要企业发展提供了广阔的发展前景，但同时建筑装饰企业面临一定的市场竞争加剧的风险。

财富创造能力

公司财富创造能力很强，主要得益于市场需求不断扩张、品牌优势较为显著等积极因素，公司盈利能力整体有所增强。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

| | | | | | | | | |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|
| C | CC | CCC | B | BB | BBB | A | AA | AAA |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|



（一）市场需求

1、建筑装饰业务

建筑装饰行业由区域割据向全国扩张；幕墙行业龙头企业在高端市场具有一定垄断地位；未来竞争将逐渐由追求规模转向注重效益。



我国 70%的建筑装饰企业集中在长三角和珠三角地区。由于各区域间经济发展的不均衡，各区域间建筑装饰的需求空间存在较大的差距。但近年来，受我国西部大开发、中部崛起、东北振兴等发展战略实施的影响，建筑装饰龙头企业均已在西南、西北、东北等传统装饰行业发展较弱的地区设立了分支机构，建筑装饰企业逐渐由区域割据向全国扩张。

大型公共建筑、商业楼宇及高端住宅不断涌现，且幕墙是高层建筑的最佳外围防护结构，是建筑幕墙需求快速增长的重要原因。此外，中国是世界上幕墙生产和使用的第一大国，是在建和拟建超高层建筑最多的国家，这将进一步推动幕墙行业的发展。从行业竞争格局看，伴随我国幕墙行业的爆发式增长，行业内竞争愈发激烈。一方面，不断有建筑业其他领域的公司切入到幕墙行业中来；另一方面，原有幕墙企业已开始分化，逐步呈现出强者恒强的态势，江河集团和远大中国控股有限公司（以下简称“远大中国”）在规模上具有绝对优势，并在历史高端订单竞争中具有一定垄断地位。幕墙行业增长模式由追求规模转为追求综合效益，行业内的竞争将朝着精细化服务、工程设计能力、管理和创新能力等方面发展。综上所述，幕墙行业市场规模将保持增长，但行业内竞争也将日趋激烈。

2、医疗健康业务

经济发展和人口老龄化带动未来医疗服务市场容量不断扩大。

随着城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识也正在不断增强，社会保障制度、公共卫生体系、疾病预防控制体系不断完善，医疗卫生基础建设不断加强，医疗服务需求日益增长，为医疗服务行业提供了良好的外部环境。我国人口数量持续增长及中老年人口所占比例的增加，增加了对医疗服务的需求，为医疗服务提供持续增长的市场空间。

伴随国家对于居民基本医疗保障逐步完善和人们眼健康意识逐步增强，我国眼科医疗服务行业将保持快速发展的势头。从全国范围来看，眼科医疗产业的市场集中度较低。整体眼科市场呈现出明显的“全国分散、地区集中”的特点，目前眼科医生资源缺乏，分布极不均衡，全国 70%的眼科医生分布在大中型城市，基层眼科医生数量很



少。但国内 70%的眼科患者分布在地级以下基层地区，与目前眼科医疗资源的分布倒挂，因此未来国内基层眼科医疗市场发展潜力巨大。

（二）产品和服务竞争力

幕墙业务是公司传统优势业务，公司业务范围分布广泛，在幕墙行业市场份额处于领先地位；公司品牌优势显著，附加值较高，具有很强的综合竞争优势；原材料周期性的价格波动将对公司成本控制造成一定压力，同时垫资施工等因素导致公司产生较大规模应收账款。

1、建筑装饰业务

公司拥有多项建筑装饰行业最高等级资质，承建多项建筑装饰领域标志性工程，幕墙业务市场份额始终处于领先地位；品牌优势显著，附加值较高，具有很强的综合竞争优势。

公司旗下拥有江河（Jangho）、承达（Sundart）、港源、梁志天四大建筑装饰品牌。公司下属子公司拥有建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑装修装饰工程专业承包壹级、建筑幕墙工程设计专项甲级、轻型钢结构工程设计专项甲级、中华人民共和国对外承包工程资格等资质。在承建项目方面，幕墙系统业务上，公司承建了一大批有代表性的、影响力大的地标工程，其中包括中央电视台新址、北京首都机场 T3 航站楼，“世界第一高楼”沙特王国塔、“中国第一高楼”武汉绿地中心、“首都第一高楼”中国尊等全球三十余项城市第一高楼项目；内装系统业务上，承建了包括香港半岛酒店、澳门新濠天地、俄罗斯海参崴凯悦酒店、国家大剧院、首都国际机场、北京饭店、伦敦香格里拉大酒店、东京六本木 Park Mansion 住宅等项目，进一步奠定了公司在行业内的领先地位，增强了公司的竞争力。

幕墙业务是公司的传统优势业务，主要由江河幕墙承担，主要从事建筑装饰系统的研发设计、生产制造、安装施工与技术服务。多年来定位于高端幕墙系统整体解决方案供应商，主要承接高档写字楼、商业综合体和高档住宅等的建筑幕墙工程。幕墙业务范围分布广泛，公司在国内的北京、广州、上海、成都、香港等城市以及在国外新加坡、马来西亚、印尼等国家均设有子公司，并在北京、上海、广州、成都及武汉建有研发设计与生产制造基地。



室内装饰业务主要为大型公共建筑、高档酒店、高级会所和高档住宅项目提供专业、优质的室内装潢工程服务。公司室内装饰业务主要由承达集团、北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）负责，室内设计主要由梁志天设计承担。承达集团是源自香港的领先室内装饰业务品牌，拥有 20 多年的室内装饰管理经验。梁志天设计由建筑及室内设计师梁志天于 1997 年设立，目前拥有超过 350 人的设计团队，设计元素包括商业楼宇、住宅大厦、别墅及学校等。

在技术层面，公司是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有国家级企业技术中心，为全国首批 55 家国家技术创新示范企业之一。江河幕墙拥有各类专利 420 余项，其中发明专利 99 项，在幕墙系统研发设计、加工制造和安装施工等技术领域居于国际先进水平。内装业务方面，承达集团拥有领先的预制组装家具中心生产线和多项全球认证，获得了美国建筑木结构学会质量认证，其预制防火门及预制窗框产品通过全球 UL 权威认证；港源装饰是国内老牌的大型建筑装饰企业，位居中国建筑装饰行业百强前列，通过科技研发和创新，拥有多项行业创新的施工技术；梁志天设计是全球领先建筑及室内设计公司。截至 2017 年末，梁志天及其设计团队获得超过 130 项国际设计奖项和企业奖项；公司累计拥有专利技术 514 项，共计拥有 8 家高新技术企业，累计获得鲁班奖 68 项，中国建筑装饰工程奖 47 项；此外公司还参与编制了《建筑用通风百叶窗技术要求》国家标准。

2015~2017 年，公司建筑装饰业务新中标金额逐年增长，为公司未来收入提供一定的保障；公司内装业务与幕墙业务协同发展，内外协同效应较好。

2015~2017 年，公司新中标项目金额平稳增长，实现新中标总额分别为 147 亿元、176 亿元和 180 亿元，其中 2017 年，公司新中标总额同比增长 2.27%。区域分布来看，公司新中标项目数量上主要集中在中国大陆。

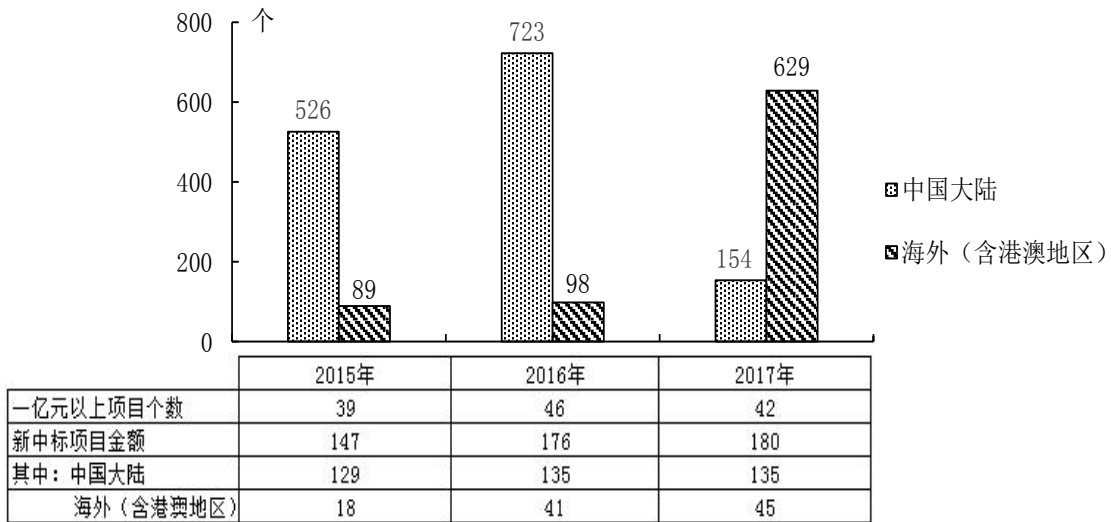


图 5 2015~2017 年末公司建筑装饰新中标情况（单位：个、亿元）

数据来源：根据公司提供资料整理

幕墙业务方面，公司着重在一、二线重点城市开展业务，2016年新中标项目量为 173 个，同比增长 30.07%，新承接项目金额为 89 亿元，同比增长 8.54%，以中国大陆的项目为主，其中一亿元以上的重大项目数量略有下降。2016 年公司新中标幕墙项目平均合同额约为 5,144.51 万元，单体工程项目合同额较大。

内装业务方面，公司先后通过并购承达集团、港源装饰和梁志天设计等行业内知名度较高的成熟内装及设计企业进入内装市场，内装业务已成为公司收入和利润的重要组成部分。公司内装业务与其传统的幕墙业务形成了良好的协同效应，幕墙业务在一定程度上也带动内装业务的发展。2016 年以来，公司积极拓展内装业务，使得 2016 年中国大陆内装业务新中标项目个数同比增长 40.40%，新中标总量同比增长 34.44%；同期，内装业务新承接金额为 87 亿元，同比增长 33.85%，主要是海外（含港澳地区）业务金额有所增长所致。

2015~2017 年，分区域来看，公司在手订单始终集中在中国大陆地区。分业务板块来看，2016 年，公司幕墙业务在手订单 149.05 亿元，同比增长 8.96%，幕墙业务在手额为公司未来收入提供一定保障。2016 年末公司内装业务在手订单额为 85.57 亿元，同比增长 14.05%，主要是由于海外（含港澳地区）在手订单同比增长 59.71% 所致。

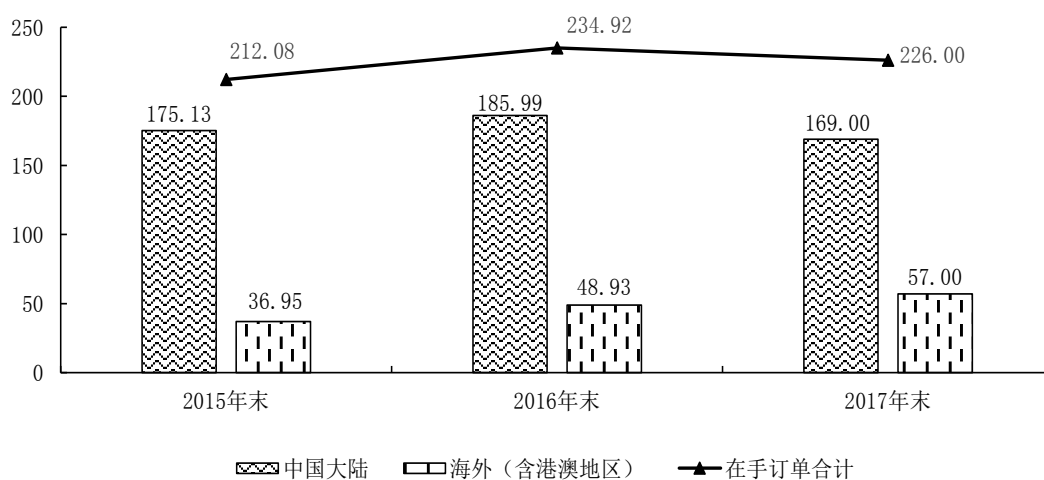


图6 2015~2017年末公司建筑装饰在手订单情况（单位：亿元）

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要原材料价格波动较大，长期来看其周期性的价格波动将对公司成本控制造成一定压力；工程款结算流程较长，垫资施工等因素导致公司产生较大规模应收账款。

公司原材料主要包括铝型材、玻璃、钢材或钢件、石材、胶等各类建筑材料，基本来自外购，由金属结构制品、玻璃制品和其他一般建筑材料制品企业供应。公司与广州恒大材料设备有限公司、佛山坚美铝业有限公司等国内主要建材供应商建立了良好的长期合作关系，能够保证原材料的稳定供应。2015~2017年公司原材料采购前五大供应商采购额分别为11.19亿元、11.00亿元和13.26亿元，分别占采购成本的16.81%、17.74%和21.64%，前五大供应商集中度一般。

公司主要原材料中，玻璃、石材等价格较为稳定，铝型材、铝板等价格具有较强的波动性。自2015年11月以来，国内铝材价格波动增长，对企业生产成本控制带来较大难度。但公司通过采取与材料供应商签订长期合同、合理安排材料采购计划等措施转移原材料价格波动带来的部分风险。总的来看，目前公司主要的原材料采购价格处于相对低位，但长期来看其周期性的价格波动将对公司成本控制造成一定压力。

由于垫资施工等因素造成公司工程款结算的流程较长。以公司幕墙业务为例，幕墙业务工程款结算通常分为工程预付款、工程进度款、



竣工决算款及工程质保金。公司签订建筑幕墙施工合同后，通常有5%~10%的工程预付款，但是近年随着EPC承包模式（包括设计-采购-施工等环节）逐渐增加，国内外无预付款的工程项目有所增多；工程施工过程中，工程进度款通常按月（或按工程节点）完工工程产值60%~85%的比例支付，付款审批周期通常为1~3个月时间；工程竣工验收后，发包人支付至已完工工程产值的80%~85%，竣工验收通常需要3~6个月时间；竣工决算后，总包或业主支付工程款至工程决算审计造价的95%；剩余3%~5%的工程造价款，作为工程质量保证金，质保金在保修期满后收回，保修期通常为1~3年。工程款结算的流程较长，使得公司产生一定规模的应收账款。在目前国内宏观经济下行压力始终较大的背景下，总包或业主资金紧张会加大施工企业应收账款的回收难度。随着业务规模的扩大，预计公司应收账款将维持在较高水平。

2、医疗健康业务

公司医疗业务规模增长较快，对公司利润和收入形成有力补充；未来随着公司双主业战略的推行，医疗业务将进一步发展。

在医疗健康板块，公司定位于内容（服务）提供商，以眼科等专科领域为主要方向，致力于提供高品质医疗健康服务。

2015年，公司开始拓展医疗健康业务，收购澳大利亚最大的眼科连锁医院 Vision、与北控医疗健康产业集团有限公司（以下简称“北控医疗健康”）签订了战略合作框架协议，在医疗健康相关业务领域结为战略合作伙伴，在医疗健康管理和服务等方面优先互相合作。2016年，公司继续以眼科为切入点，利用 Vision 的技术和品牌优势，积极推进南京泽明在苏皖等中部区域的业务拓展，加大眼科业务在国内市场的开拓力度，逐步实现眼科业务在国内的区域化布局。2016年3月，公司董事会同意与 Vision 共同出资设立中外合资企业的议案，在国内开拓眼科业务。

2017年公司通过新开、并购等方式新增江河医疗、常州泽明眼科医院、靖江光明、淮南东方、东台光正眼等医院，大力拓展国内市场。目前在长三角地区拥有近10家眼科医院。此外，公司投资购买澳大利亚医疗服务上市公司 Primary 公司的股票，截至2017年末，公



司共持有 Primary15.94%的股份，累计投资 2.68 亿澳元，约合 14 亿人民币。Primary 主要从事医疗中心、病理和影像业务，公司作为第一大股东，利用其技术优势深入拓展第三方检测业务，有利于公司进一步扩大医疗健康业务，从而加强公司“双主业”的战略转型。

公司旗下拥有 Vision 和南京泽明等品牌。Vision 主营业务为提供眼科相关服务、专科护理以及手术，包括专业角膜手术、白内障手术、青光眼治疗手术、治疗黄斑变性等，业务分布在昆士兰、新南威尔士等澳大利亚各大城市；南京泽明以医疗产业投资、咨询、医疗机构管理为主业，现有 4 家二级专科医院、1 家视光管理公司、2 家医疗器械及耗材销售公司。南京泽明旗下医院分布在江苏、安徽等地区，主要开展准分子激光矫正近视、白内障、角膜病、青光眼、眼底病、斜弱视治疗以及医学验光配镜等眼科全科诊疗项目。

综合来看，公司医疗业务规模增长较快，对利润和收入形成有力补充；2017 年，公司医疗健康收入 7.77 亿元，占营业收入比重为 5.08%。随着公司医疗健康板块布局深入推进，未来医疗健康业务收入将进一步增长。

（三）盈利能力

公司主要从事建筑装饰业务，2015~2017 年，公司营业收入有所波动，幕墙及内装业务是公司收入和利润的主要来源；2016 年以来医疗健康业务规模增长较快，对公司收入和利润形成有力补充。

幕墙和内装业务为公司主营业务，定位于高端装饰市场，主要承接城市公共建筑、商业综合体项目及高层住宅的建筑幕墙工程和室内装饰工程，是公司收入和利润的主要来源。公司自 2015 年以来新增医疗健康业务，2016 年以来医疗健康业务规模增长较快并对公司收入及利润形成有力补充。

2015~2017 年，公司营业收入分别为 161.57 亿元、152.40 亿元和 152.97 亿元，有所波动。分板块来看，建筑装饰业务收入分别为 160.68 亿元、146.05 亿元和 145.20 亿元，逐年下降，其中 2016 年建筑装饰业务收入同比下降 9.11%，主要是公司缩减海外业务规模所致；同期，公司医疗健康业务收入分别为 0.84 亿元、6.30 亿元和 7.77 亿元，逐年增长，其中 2016 年同比增加 5.46 亿元，主要由于 Vision



于 2015 年 10 月末纳入公司合并范围使得 2016 年医疗健康业务营业收入同比增加较多，2017 年同比增长 23.33%，主要是新增江河医疗、南京泽明等子公司，国内眼科业务落地使得医疗健康业务规模扩大。

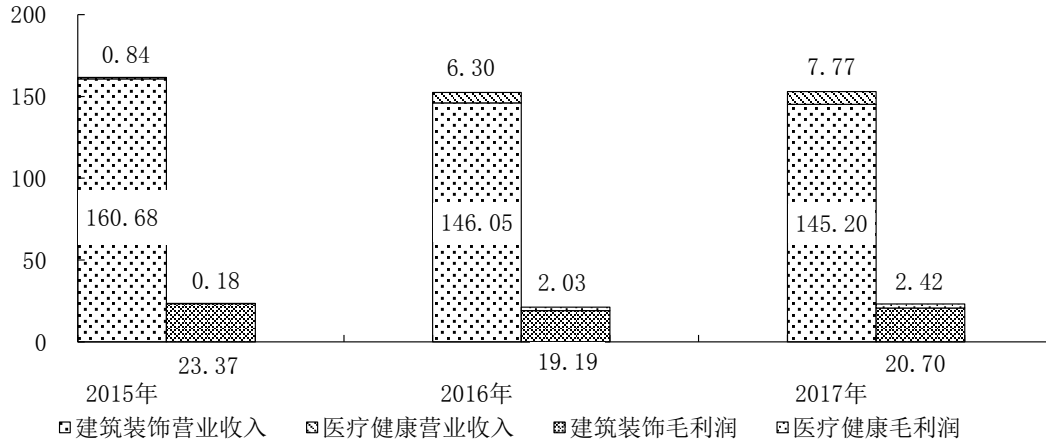


图 7 2015~2017 年公司主要板块收入、毛利润情况（单位：亿元）

数据来源：根据公司提供资料整理

2015~2017 年，公司毛利率波动增长，其中建筑装饰业务毛利率较为稳定，公司积极推进技术创新，加强业务协同，实现建筑装饰业务稳健发展。2016 年公司毛利率 13.94%，同比下降 0.64 个百分点，其中建筑装饰业务毛利率 14.26%，同比下降 1.40 个百分点，主要是由于房地产投资增幅下滑对建筑装饰行业产生一定影响，市场竞争较为激烈所致；医疗健康业务毛利率 32.24%，同比增加 11.10 个百分点，主要是受 Vision 医疗健康业务较高毛利率的拉动影响。2017 年，公司毛利率 15.12%，同比提升 1.18 个百分点，其中建筑装饰业务毛利率 14.26%，同比提升 1.12 个百分点，主要是项目收益率有所提升，医疗健康业务毛利率 31.16%，同比下降 1.08 个百分点。

根据公司提供资料，大公测算 2018 年营收及盈利情况。公司充足的在手订单能够支撑未来业务发展，此外，公司大力拓展医疗健康业务板块，营收规模将继续扩大；通过与材料供应商签订长期合同，合理安排材料采购计划等措施转移原材料价格波动带来的部分风险，公司整体的成本优势将进一步增强，盈利能力在 2018 年仍有提升空间，有利于进一步增强财富创造能力。

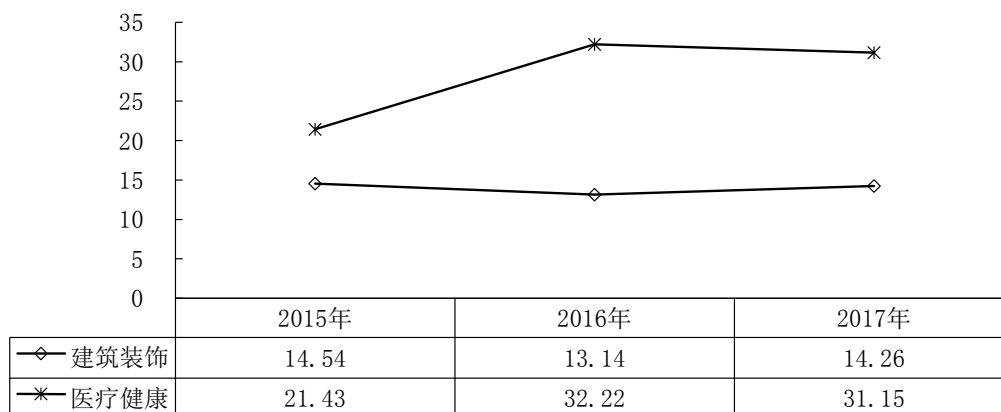


图8 2015~2017年公司主要板块毛利率情况（单位：%）

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源

公司偿债来源可靠性较强。公司流动性偿债来源较为多元，但外部支持对其贡献度较小；可变现资产主要包括应收账款、货币资金和存货，其中应收账款规模仍较大，对资产流动性造成一定影响，整体变现能力一般；从偿债来源结构来看，偏离度为 1.89 倍，债务安全度较好。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置

| | | | | | | | | |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|
| C | CC | CCC | B | BB | BBB | A | AA | AAA |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|

（一）盈利

2015~2017年，公司营业收入有所波动，净利润逐年增长；2017年，公司资产减值损失大幅下降带动整体盈利能力有所提升。

2015~2017年，公司营业利润分别为 3.42 亿元、5.34 亿元和 6.92 亿元，逐年增长，其中 2017 年同比增长 29.51%，主要是资产减值损失减少所致。

2015~2017年，公司期间费用分别为 14.18 亿元、12.77 亿元和 16.33 亿元，有所波动，期间费用率波动增长。公司期间费用以管理费用为主，主要是职员薪酬、技术研发费、租赁费、无形资产摊销等；财务费用受汇率变动的的影响波动较大，其中 2016 年同比下降 56.57%，主要是汇率变动形成较大汇兑收益所致，2017 年同比增加 2.18 亿元。

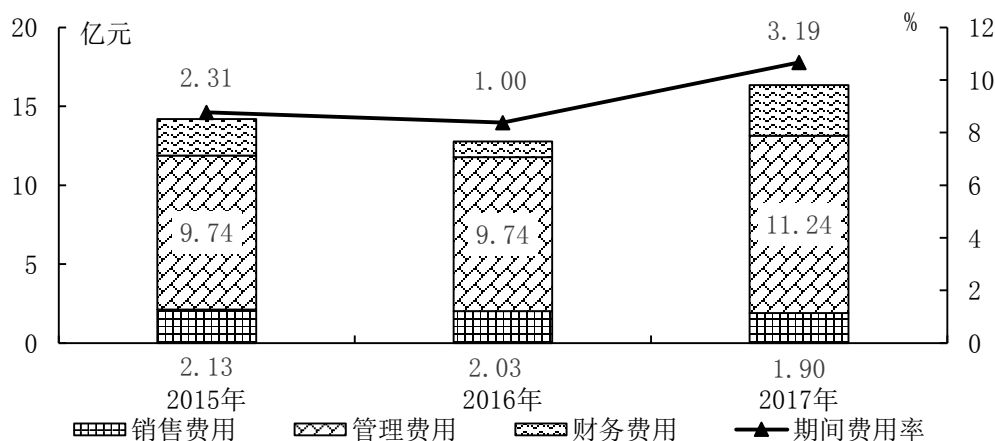


图9 2015~2017年公司期间费用及占营业收入比重情况

2015~2017年，公司资产减值损失分别为4.05亿元、2.83亿元和0.29亿元，逐年下降，其中2016年同比下降30.12%，主要是坏账损失减少所致，2017年同比下降89.66%，主要是公司回款较好冲回坏账准备所致；投资收益分别为0.06亿元、0.46亿元和0.61亿元，逐年增加，其中2017年同比增长33.06%，主要是可供出售金融资产持有期间投资收益增加所致；营业外收入分别为0.61亿元、0.76亿元和0.71亿元，有所波动，其中2016年同比增长30.61%，主要是2015年港源装饰收到的业绩补偿款；营业外支出分别为0.07亿元、0.18亿元和0.26亿元，逐年增长，其中2016年同比增加0.10亿元，主要是子公司广州江河处置固定资产导致损失所致，2017年同比增加0.24亿元，主要是公司与青岛长基置业有限公司施工合同纠纷终审判决扣款所致。2015~2017年，公司利润总额分别为3.96亿元、6.08亿元和7.37亿元。同期，公司总资产报酬率分别为2.55%、3.27%和4.04%，净资产收益率分别为5.36%和6.33%和7.76%，均逐年增长。

（二）自由现金流

2015~2017年，公司经营性净现金流逐年增长，对债务的保障能力整体有所提升。

2015~2017年，公司净利润分别为3.44亿元、4.69亿元和5.92亿元，均逐年增长，其中2017年归属于母公司所有者的净利润为4.66亿元，同比增长32.68%。同期，公司经营性净现金流分别为9.97亿元、13.08亿元和13.89亿元，逐年增长，经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所提升，其中2016年同比增长31.22%，主要是现



金回笼率提升以及应付账款增加所致。2015~2017年，公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度整体有所提升。

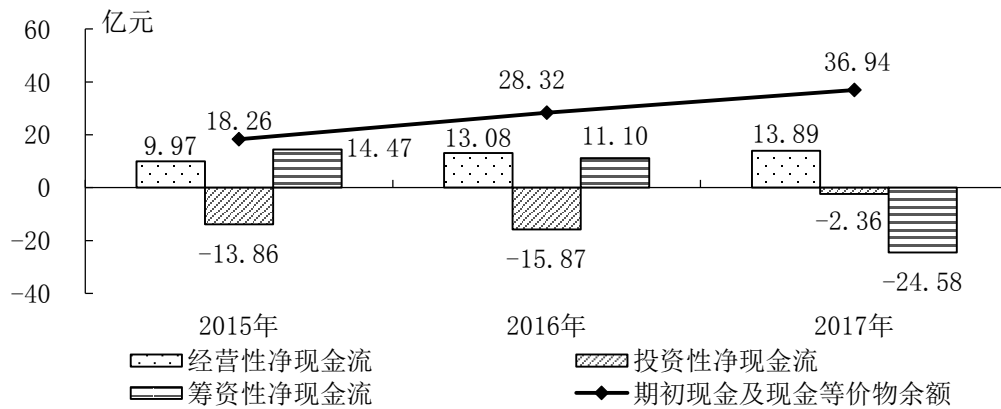


图 10 2015~2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

2015~2017年，公司投资性净现金流分别为-13.86亿元、-15.87亿元和-2.36亿元，持续为净流出，其中2016年净流出规模同比增加2.01亿元，主要是支付购买Primary股权以及投资设立眼科医院、产业基金等，2017年净流出规模同比减少13.51亿元，一方面是理财产品到期赎回，一方面是投资所支付的现金减少所致。

总的来看，2015年以来公司经营性净现金流逐年增长，对债务的保障能力有所提升；由于收购、并购等资本支出需求较大，2015年以来公司投资性净现金流持续为净流出状态；鉴于公司积极拓展医疗健康业务，预计未来将面临一定的对外筹资需求。

（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主，辅以发行债券；2015年以来，公司筹资性净现金流逐年下降。

公司债务融资渠道通畅，以银行借款为主，辅以发行债券，与多家银行保持良好的合作关系，截至2017年末，公司共获得授信额度180.23亿元，尚未使用授信额度为119.97亿元。

大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2015~2017年，公司筹资性现金流入分别为40.55亿元、49.27亿元和47.14亿元是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出分别为26.07亿元、31.70亿元



和 59.66 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。预计未来 1~2 年，公司债务收入主要来源仍将以银行借款为主，辅以发行债券。

（四）外部支持

2015~2017 年，公司政府补助分别为 0.21 亿元、0.21 亿元和 0.25 亿元，对偿债来源影响很小。

（五）可变现资产

2015~2017 年末，公司资产规模有所波动，且以流动资产为主；可变现资产主要包括应收账款、货币资金及存货，其中应收账款规模较大，对资金形成占用且面临较大回收风险，整体变现能力一般。

2015~2017 年末，公司资产规模有所波动，且以流动资产为主。截至 2017 年末，公司总资产 241.06 亿元，同比下降 4.91%，其中流动资产 187.03 亿元，占总资产比重 77.59%。

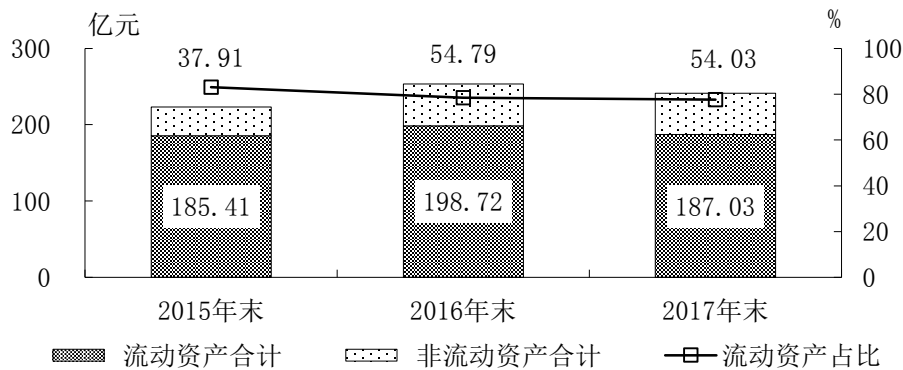


图 11 2015~2017 年末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由应收账款、货币资金和存货等构成。2015~2017 年末，公司应收账款分别为 109.33 亿元、118.17 亿元和 117.46 亿元，有所波动，其中 2016 年末同比增长 8.08%，已累计计提坏账准备 18.43 亿元，同比增长 15.30%，2017 年末同比变化不大，其中前五大欠款单位余额仅占应收账款总额 11.34%，应收账款较为分散；单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款 7,166.11 万元，主要是公司对 OGER Abu Dhabi LLC 和 Saudi Oger 的工程款全额计提的坏



账准备；按信用风险特征组合¹计提坏账准备的应收账款中，“组合1：已到期应收账款”按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额53.93亿元，其中账龄在一年以上的为21.18亿元并计提坏账准备8.80亿元；“组合2：未到期应收账款”按约百分比法计提坏账准备的应收账款账面余额79.59亿元，计提坏账准备3.98亿元。公司应收账款前五名主要是对已剥离的海外子公司²江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司（以下简称“阿联酋江河”）、中国建筑第八工程局有限公司和北京中航油置业有限公司等的应收账款。截至2017年末，涉及已剥离海外子公司的应收账款金额5.01亿元，包括阿联酋江河3.52亿元和江河幕墙美洲有限公司（以下简称“美洲江河”）1.49亿元，占应收账款总额的4.26%，江河源担保范围内的截至转让协议签订日的11.43亿元应收账款余额已全部收回。

表1 截至2017年末公司应收账款前五大欠款单位明细（单位：亿元、%）

| 企业名称 | 金额 | 占余额合计数的比例 | 坏账准备期末余额 | 是否关联 |
|----------------|--------------|--------------|-------------|------|
| 中国建筑第八工程局有限公司 | 4.32 | 3.20 | 0.36 | 否 |
| 北京中航油置业有限公司 | 4.05 | 3.01 | 0.20 | 是 |
| 阿联酋江河 | 3.52 | 2.61 | 1.41 | 是 |
| 上海宏誉建筑装饰集团有限公司 | 1.74 | 1.29 | 0.10 | 否 |
| 北京建工集团有限责任公司 | 1.66 | 1.23 | 0.17 | 否 |
| 合计 | 15.29 | 11.34 | 2.23 | - |

数据来源：根据公司提供资料整理

2015~2017年末公司货币资金分别为35.09亿元、43.50亿元和28.93亿元，有所波动，主要为银行存款和其他货币资金等，其中2016年末同比增长23.99%，主要由于回款较好及发行两期均为6亿元超短期融资券所致，2017年末同比下降33.50%，主要是偿还银行借款所致，其中受限货币资金5.71亿元，主要是保函和承兑保证金；存货分别为31.39亿元、20.51亿元和20.61亿元，有所波动，主要包

¹ 2016年，公司将应收款项按照合同约定是否到期划分为未到期应收账款和已到期应收账款，对未到期应收账款按照余额百分比法计提坏账准备，对已到期应收账款按照风险特征不同采用账龄分析法计提坏账准备。已到期应收账款即为已经逾期的应收账款，但仍具有收回的可能性，具体以近三年实际核销的应收账款金额占比来确认。

² 公司于2014年初将所持美洲江河、江河幕墙加拿大有限公司（以下简称“加拿大江河”）、江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司（以下简称“阿联酋江河”）等6家公司的全部股权进行了转让。根据有关协议安排，股权转让完成后公司继续为上述海外公司截至2013年12月31日的存量工程项目提供产品供应、技术设计及担保服务。公司第一大股东江河源为上述海外公司所欠货款及对存量项目提供担保，向公司提供了反担保。



括建造合同形成的已完工未结算资产、原材料、库存商品等，其中 2016 年末同比下降 34.67%，主要是由于公司加大项目结算清欠力度，加强库存管理、存货周转效率提高所致，2017 年末同比变化不大。

从资产运营效率来看，2015~2017 年，公司存货周转天数分别为 87.04 天、71.22 天和 56.99 天，存货周转效率逐年提升，主要是由于加大项目结算清欠力度、加强库存管理所致；同期应收账款周转天数分别为 187.74 天、268.71 天和 277.27 天，应收账款随着公司施工规模的增加而增加，应收账款周转效率有所下降。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、商誉、固定资产、无形资产和递延所得税资产等构成。2015~2017 年末，公司可供出售金融资产分别为 2.64 亿元、19.49 亿元和 18.73 亿元，有所波动，其中 2016 年末同比增加 16.85 亿元，主要是按公允价值计量的可供出售权益工具，增长原因是公司购买 Primary 股票；商誉分别为 12.00 亿元、12.43 亿元和 12.07 亿元，有所波动，主要为收购子公司确认的商誉；固定资产分别为 11.19 亿元、10.38 亿元和 10.59 亿元，有所波动，主要为房屋及建筑物、机器设备等，其中 2016 年末同比下降 7.28%，2017 年末同比变化不大；无形资产分别为 8.96 亿元、8.76 亿元和 8.72 亿元，逐年下降，主要是土地使用权、品牌和非专利技术；递延所得税资产分别为 3.00 亿元、3.25 亿元和 3.33 亿元，逐年增长，主要由坏账准备、可抵扣亏损项目的可抵扣暂时性差异引起。

根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 126.17 亿元，清偿性偿债来源较为充足。可变现资产主要包括应收账款、货币资金及存货，其中应收账款规模仍较大，对货币资金形成占用且面临一定回收风险，变现能力一般；货币资金规模一般，受限部分规模不大，对资产流动性影响较小；存货主要是建造合同形成的已完工未结算资产、原材料及库存商品，变现能力较强；公司整体变现能力一般。从资产受限情况看，截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 11.26 亿元，占总资产比重为 4.67%，占净资产的 14.77%；公司受限资产包括以各类保证金为主的受限货币资金 5.71 亿元以及为获得借款而质押的可供出售金融资产 5.55 亿元。预计未来 1~2 年，公司可变现资产结构变化不大，其对短期有息债



务的保障能力将保持稳定。

公司流动性偿债来源较为充足，安全度较高；清偿性偿债来源为可变现资产，对公司整体债务偿还形成一定保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017年，公司获得经营性净现金流13.89亿元，筹资活动现金流入47.14亿元，获得外部支持0.25亿元。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流是其债务偿付的主要来源，外部支持对其贡献度较小。总的来看，公司经营性净现金流较为充足，融资渠道较为通畅，流动性偿债来源总体充足，安全度较高。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司资产以应收账款、货币资金和存货为主，可对公司整体债务偿还形成一定保障。整体来看，公司偿债来源较为充足，安全度较高。

偿债能力

公司偿债能力很强，公司清偿性来源对债务有一定的覆盖能力；盈利能力持续增强，对利息的保障程度较好，预计2018年盈利对利息的保障倍数将有望提升至6.99倍。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



| | | | | | | | | |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|
| C | CC | CCC | B | BB | BBB | A | AA | AAA |
|---|----|-----|---|----|-----|---|----|-----|

（一）存量债务分析

2015~2017年末，公司负债规模有所波动，以流动负债为主。

2015~2017年末，公司总负债规模有所波动。截至2017年末，公司总负债为164.84亿元，同比下降8.16%，以流动负债为主。

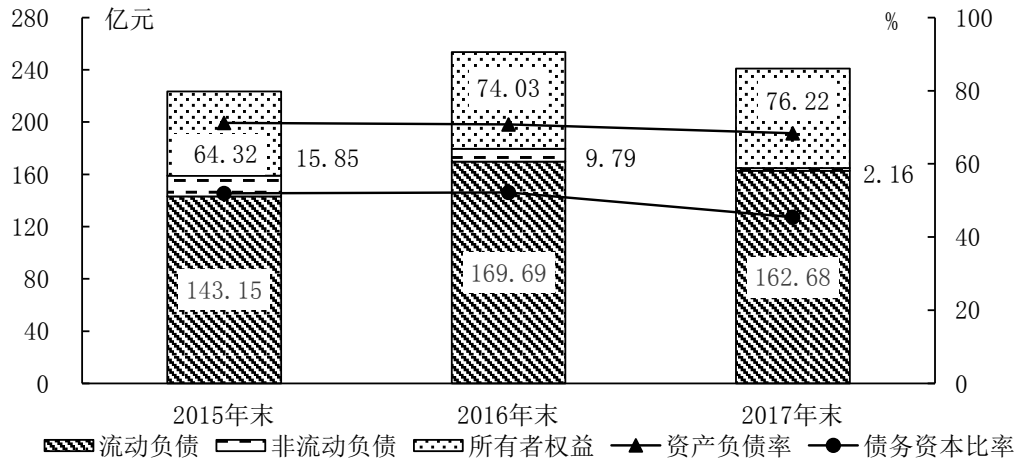


图 12 2015~2017 年末公司资本构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付账款、应付票据、其他流动负债、预收款项和短期借款等构成。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 66.14 亿元、72.03 亿元和 72.86 亿元，逐年增长，主要是材料款和劳务款，其中 2016 年末同比增长 8.91%；同期，应付票据分别为 28.13 亿元、26.84 亿元和 27.57 亿元，其中 2016 年末同比下降 4.59%，主要是应付账款融资及信用证贴现减少所致，2017 年末同比变化不大；其他流动负债分别为 0 元、19.73 亿元和 17.73 亿元，其中 2016 年末新增 19.73 亿元，主要由于公司发行的两期金额均为 6 亿元的超短期融资券、非银行金融机构借款 5.01 亿元及待转销项税重分类所致，2017 年末同比下降 10.15%，主要是由于待转销项税重分类至其他流动负债所致；预收款项分别为 15.16 亿元、16.82 亿元和 16.73 亿元，有所波动，主要是预收工程款；短期借款分别为 27.01 亿元、21.88 亿元和 15.31 亿元，逐年下降，其中 2017 年末同比下降 30.00%，主要是偿还部分借款导致保证借款和信用借款同比大幅下降所致。

公司非流动负债主要是递延所得税负债、递延收益和长期借款等。2015~2017 年末，公司递延所得税负债分别为 0.86 亿元、1.42 亿元和 1.09 亿元，有所波动，主要是购买的可供出售金融资产公允价值变动形成的递延所得税负债；同期，递延收益分别为 0.69 亿元、0.63 亿元和 0.55 亿元，逐年下降，主要为与资产相关的政府补助；长期借款分别为 0 元、0.73 亿元和 0.48 亿元，其中 2016 年末新增



长期借款 0.73 亿元，主要为 Vision 借款到期续借所致，2017 年末同比下降 33.48%，主要是偿还部分借款所致。

2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 71.20%、70.80%和 68.38%，逐年下降，略低于行业平均值；流动比率和速动比率均逐年下降，流动资产对流动负债的保障能力一般。

2015~2017 年末，公司有息债务规模有所波动，以短期有息债务为主，面临一定的偿债压力。

2015~2017 年末，公司有息债务规模有所波动，短期有息债务占比逐年增长，长期有息债务逐年下降，其中 2017 年长期有息债务大幅下降，主要是由于公司发行的 7 亿元中期票据将于 2018 年 8 月到期，重分类计入一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年末，公司总有息债务为 63.38 亿元，同比下降 21.49%，以短期有息债务为主，公司面临较大的短期债务压力。

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2017 年末，公司总有息债务主要集中在 1 年以内到期，其中一年内到期有息债务以短期借款和应付票据为主，公司面临较大的短期偿债压力。

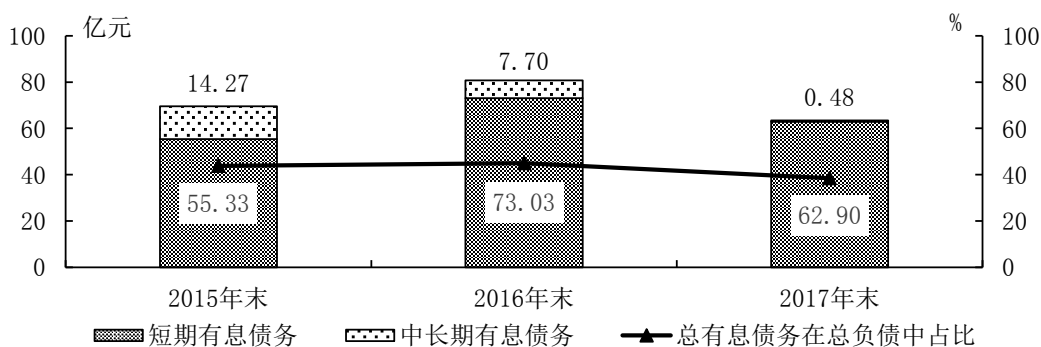


图 13 2015~2017 年末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司存在多笔重大诉讼以及对外担保，面临一定的或有风险。

截至 2017 年末，公司对外担保涉及已经进行股权转让的三家海外公司，担保余额 7.16 亿元³，担保比率 9.39%。

截至 2017 年末，公司涉及 7 笔重大诉讼，合计 3.63 亿元，主要为合同纠纷导致，均正在审理中，其中作为应诉(被申请)方为公司与

³ 担保期限根据项目情况而定，预计将于 2019~2020 年到期。



Soil-Build (Pte.Ltd) 合同纠纷, 涉及金额为 8,123.04 万元; 作为起诉(申请)方的共计 6 笔诉讼, 涉及金额共计 2.82 亿元, 其中 8,939.88 万元已全额计提坏账准备。公司存在多笔重大诉讼以及对外担保, 面临一定的或有风险。

2015~2017 年末, 受益于未分配利润的增加, 所有者权益逐年增长。

2015~2017 年末, 公司所有者权益分别为 64.32 亿元、74.03 亿元和 76.22 亿元, 逐年增长, 所有者权益的增长主要受益于未分配利润的增加; 同期, 公司股本始终为 11.54 亿元, 资本公积分别为 26.93 亿元、29.55 亿元和 30.40 亿元, 逐年增长, 其中 2016 年末同比增长 9.75%, 主要是承达集团配售股票, 公司按配售后持股比例重新计算溢价发行金额调整资本公积所致, 2017 年同比增长 2.88%, 主要是公司将全资子公司北京承达出售至控股子公司承达集团, 使得持有北京承达股权比例减少, 处置成本与按减少持股比例重新计算应享有北京承达净资产差额调整资本公积所致; 盈余公积分别为 1.99 亿元、2.19 亿元和 2.45 亿元, 逐年增长; 未分配利润随着归属于母公司所有者的净利润的增长而增加, 分别为 18.96 亿元、21.13 亿元和 24.38 亿元; 其他综合收益分别为 0.17 亿元、2.41 亿元和 0.15 亿元, 有所波动, 主要是受可供出售金融资产公允价值变动影响。

(二) 偿债能力分析

公司偿债来源较为充足, 对公司整体债务偿还提供良好的保障; 盈利能力持续增强, 对利息的保障程度较好。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源, 其中流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等; 清偿性偿债来源主要为货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产。

公司流动性还本付息能力较好。公司流动性偿债来源以经营性净现金流为主。截至 2017 年末, 公司货币资金为 28.93 亿元, 其中受限部分为 5.71 亿元, 受限货币资金规模不大, 能为流动性偿债来源形成一定补充; 公司债务融资渠道较为通畅, 以银行借款为主, 辅以发行债券; 经营性净现金流规模继续增长, 对公司利息支出能够形成



良好保障,2017年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为1.82倍。综合流动性偿债来源和存量债务结构分析,预计公司2018年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为1.77倍。

公司清偿性还本付息能力一般。清偿性偿债来源为公司可变现资产。公司可变现资产中应收账款规模较大,对货币资金形成占用且面临较大回收风险,变现能力一般。综合偿债来源部分对于可变现资产的分析,公司2017年末可变现资产对于当前负债覆盖倍数为0.90倍。

2017年,受利润水平大幅提升影响,公司EBITDA对利息的保障程度同比有所提升,为4.77倍。预计2018年公司建筑装饰业务将保持平稳发展,随着公司在医疗健康领域的拓展,公司整体营业收入将进一步增长,盈利对利息的保障程度较好。

总体来看,公司可变现资产对总负债覆盖能力将保持现有水平;随着建筑装饰行业的平稳发展及医疗健康业务的拓展,公司经营规模将进一步扩大,公司盈利能力和经营性现金流状况将进一步提升,稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障;盈利能力持续增强,对利息覆盖程度较好,公司总体偿债能力很强。

表2 2017~2018年公司三个平衡关系(单位:倍)

| 三个平衡关系 | 2017年 | 2018年F |
|-----------|-------|--------|
| 清偿性还本付息能力 | 0.90 | 1.07 |
| 流动性还本付息能力 | 1.82 | 1.77 |
| 盈利对利息覆盖能力 | 4.77 | 6.99 |

资料来源:公司提供、大公测算

结论

公司偿还债务的能力很强,本次债券到期不能偿付的风险很小,抗风险能力强。公司保持稳定经营,幕墙及内装业务是公司收入和利润的主要来源;同时大力发展医疗健康业务,加快产业转型升级。公司经营性净现金流持续增长,融资渠道较为通畅,其偿债来源较为充足;盈利对利息的保障程度持续增强,但公司有息债务以短期有息债务为主,短期偿付有一定压力,债务结构有待改善。

预计未来1~2年,公司建筑装饰业务将保持平稳发展。因此,大公对江河集团的评级展望为稳定。



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”）将对江河创建集团股份有限公司（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：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两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。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

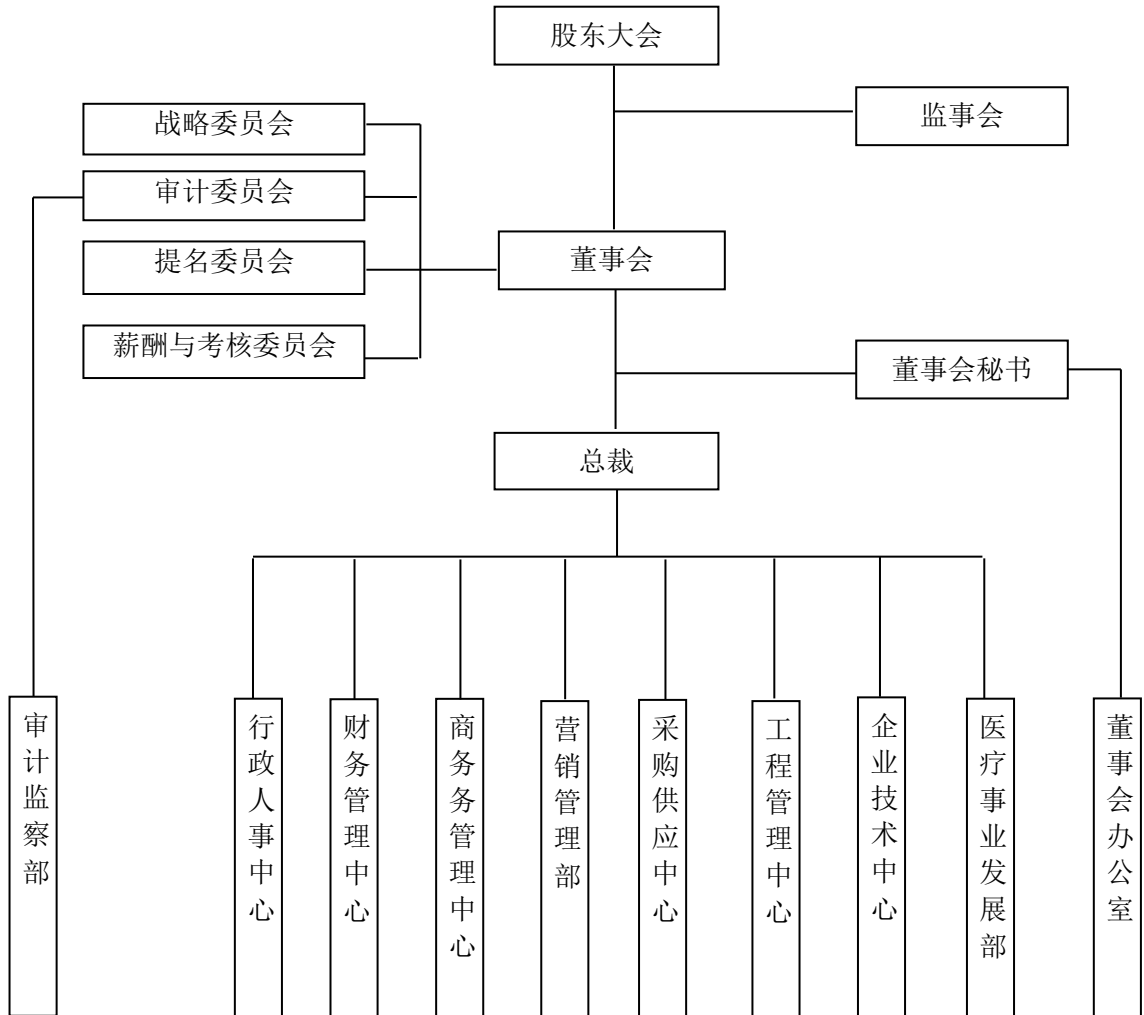
报告中相关概念

| 概念 | 含义 |
|------------|--|
| 偿债环境 | 偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。 |
| 信用供给 | 信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。 |
| 信用关系 | 信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。 |
| 财富创造能力 | 财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。 |
| 偿债来源 | 偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。 |
| 偿债来源安全度 | 偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。 |
| 偿债能力 | 偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。 |
| 清偿性还本付息能力 | 清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。 |
| 流动性还本付息能力 | 流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。 |
| 盈利对利息的覆盖能力 | 盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。 |



附件 2

截至 2017 年末江河集团组织结构图





附件 3

江河集团相关数据表格

截至 2017 年末公司及主要下属公司拥有资质情况

| 公司名称 | 资质 |
|------------|--|
| 江河幕墙 | 建筑幕墙工程专业承包壹级、钢结构工程专业承包叁级、建筑幕墙工程设计专项甲级、轻型钢结构工程设计专项甲级 |
| 广州江河 | 建筑幕墙专项工程设计甲级资质、建筑幕墙工程专业承包壹级资质 |
| 上海江河 | 建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑幕墙设计专项甲级 |
| 北京港源幕墙有限公司 | 建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑幕墙工程设计专项甲级 |
| 港源装饰 | 建筑装饰装修工程专业承包壹级、建筑工程施工总承包贰级、钢结构工程专业承包贰级、古建筑工程专业承包叁级、建筑机电安装工程专业承包壹级、建筑装饰工程设计专项甲级 |
| 北京承达 | 建筑装饰装修工程设计与施工壹级 |

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月末江河集团对外担保明细（单位：亿元）

| 被担保企业 | 担保方式 | 担保余额 | 是否逾期 | 是否互保 | 是否存在反担保 |
|-------|--------|------|------|------|---------|
| 阿联酋江河 | 一般责任担保 | 1.06 | 否 | 否 | 是 |
| 加拿大江河 | 一般责任担保 | 2.28 | 否 | 否 | 是 |
| 美洲江河 | 一般责任担保 | 3.31 | 否 | 否 | 是 |
| 合计 | - | 6.65 | - | - | - |

资料来源：根据公司提供资料整理



附件 4

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

| 资产负债表 | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|
| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
| 货币资金 | 289,301 | 435,018 | 350,858 |
| 应收票据 | 67,057 | 56,067 | 19,692 |
| 应收账款 | 1,174,576 | 1,181,680 | 1,093,306 |
| 其他应收款 | 29,924 | 30,574 | 34,861 |
| 预付款项 | 42,110 | 36,980 | 39,121 |
| 存货 | 206,065 | 205,060 | 313,887 |
| 流动资产合计 | 1,870,298 | 1,987,160 | 1,854,094 |
| 可供出售金融资产 | 187,253 | 194,909 | 26,390 |
| 长期股权投资 | 2,917 | 3,007 | 319 |
| 固定资产 | 105,937 | 103,791 | 111,934 |
| 无形资产 | 87,209 | 87,619 | 89,562 |
| 商誉 | 120,749 | 124,344 | 120,028 |
| 长期待摊费用 | 2,586 | 261 | 490 |
| 递延所得税资产 | 33,307 | 32,513 | 29,956 |
| 非流动资产合计 | 540,294 | 547,921 | 379,141 |
| 资产总计 | 2,410,592 | 2,535,081 | 2,233,235 |
| 占资产总额比 (%) | | | |
| 货币资金 | 12.00 | 17.16 | 15.71 |
| 应收票据 | 2.78 | 2.21 | 0.88 |
| 应收账款 | 48.73 | 46.61 | 48.96 |
| 其他应收款 | 1.24 | 1.21 | 1.56 |
| 预付款项 | 1.75 | 1.46 | 1.75 |
| 存货 | 8.55 | 8.09 | 14.06 |
| 流动资产合计 | 77.59 | 78.39 | 83.02 |
| 可供出售金融资产 | 7.77 | 7.69 | 1.18 |
| 长期股权投资 | 0.12 | 0.12 | 0.01 |
| 固定资产 | 4.39 | 4.09 | 5.01 |
| 无形资产 | 3.62 | 3.46 | 4.01 |
| 商誉 | 5.01 | 4.90 | 5.37 |
| 长期待摊费用 | 0.11 | 0.01 | 0.02 |
| 递延所得税资产 | 1.38 | 1.28 | 1.34 |
| 非流动资产合计 | 22.41 | 21.61 | 16.98 |



附件 4-1

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

| 资产负债表 | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
| 短期借款 | 153,135 | 218,765 | 270,130 |
| 应付票据 | 275,738 | 268,351 | 281,260 |
| 应付账款 | 728,595 | 720,331 | 661,415 |
| 预收款项 | 167,342 | 168,172 | 151,649 |
| 其他应付款 | 13,641 | 12,669 | 16,319 |
| 应交税费 | 69,902 | 73,302 | 1,885 |
| 一年内到期的非流动负债 | 177,262 | 197,277 | 0 |
| 流动负债合计 | 1,626,824 | 1,696,881 | 1,431,512 |
| 长期借款 | 4,838 | 7,273 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 69,753 | 142,702 |
| 递延所得税负债 | 10,851 | 14,174 | 8,589 |
| 非流动负债合计 | 21,580 | 97,891 | 158,536 |
| 负债合计 | 1,648,404 | 1,794,773 | 1,590,048 |
| 占负债总额比 (%) | | | |
| 短期借款 | 9.29 | 12.19 | 16.99 |
| 应付票据 | 16.73 | 14.95 | 17.69 |
| 应付账款 | 44.20 | 40.13 | 41.60 |
| 预收款项 | 10.15 | 9.37 | 9.54 |
| 其他应付款 | 0.83 | 0.71 | 1.03 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.24 | 4.08 | 0.12 |
| 其他流动负债 | 10.75 | 10.99 | 0 |
| 流动负债合计 | 98.69 | 94.55 | 90.03 |
| 长期借款 | 0.29 | 0.41 | 0 |
| 应付债券 | 0.00 | 3.89 | 8.97 |
| 递延所得税负债 | 0.66 | 0.79 | 0.54 |
| 非流动负债合计 | 1.31 | 5.45 | 9.97 |
| 权益类 | | | |
| 实收资本（股本） | 115,405 | 115,405 | 115,405 |
| 资本公积 | 304,045 | 295,534 | 269,270 |
| 盈余公积 | 24,534 | 21,854 | 19,944 |
| 未分配利润 | 243,756 | 211,330 | 189,625 |
| 归属于母公司所有者权益 | 689,260 | 668,180 | 595,975 |
| 少数股东权益 | 72,928 | 72,128 | 47,212 |
| 所有者权益合计 | 762,188 | 740,308 | 643,187 |



附件 4-2

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

| 损益类 | | | |
|---------------|-----------|------------------|-----------|
| 项目 | 2017 年 | 2016 年 (追溯调整) | 2015 年 |
| 营业收入 | 1,529,657 | 1,523,959 | 1,615,659 |
| 营业成本 | 1,298,435 | 1,311,584 | 1,380,053 |
| 营业税金及附加 | 3,938 | 6,428 | 19,761 |
| 销售费用 | 18,979 | 20,277 | 21,289 |
| 管理费用 | 112,409 | 97,370 | 97,367 |
| 财务费用 | 31,876 | 10,037 | 23,112 |
| 资产减值损失 | 2,923 | 28,283 | 40,476 |
| 投资收益/损失 | 6,116 | 4,596 | 619 |
| 营业利润 | 69,167 | 53,408 | 34,221 |
| 利润总额 | 73,720 | 60,803 | 39,558 |
| 所得税费用 | 14,565 | 13,906 | 5,111 |
| 净利润 | 59,155 | 46,897 | 34,447 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 46,646 | 35,156 | 31,253 |
| 占营业收入比 (%) | | | |
| 营业成本 | 84.88 | 86.06 | 85.42 |
| 营业税金及附加 | 0.26 | 0.42 | 1.22 |
| 销售费用 | 1.24 | 1.33 | 1.32 |
| 管理费用 | 7.35 | 6.39 | 6.03 |
| 财务费用 | 2.08 | 0.66 | 1.43 |
| 资产减值损失 | 0.19 | 1.86 | 2.51 |
| 投资收益/损失 | 4.52 | 0.30 | 0.04 |
| 营业利润 | 0.30 | 3.50 | 2.12 |
| 利润总额 | 4.82 | 3.99 | 2.45 |
| 所得税费用 | 0.95 | 0.91 | 0.32 |
| 净利润 | 3.87 | 3.08 | 2.13 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3.05 | 2.31 | 1.93 |
| 现金流类 | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 138,930 | 130,837 | 99,705 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -23,621 | -158,673 | -138,613 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -245,752 | 111,006 | 144,715 |
| 财务指标 | | | |
| EBIT | 97,490 | 82,950 | 56,848 |
| EBITDA | 113,298 | 97,113 | 70,153 |
| 总有息债务 | 633,860 | 807,339 | 695,977 |



附件 4-3

江河集团（合并）主要财务指标

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 (追溯调整) | 2015 年 |
|-------------------|--------|------------------|--------|
| 毛利率 (%) | 15.12 | 13.94 | 14.58 |
| 营业利润率 (%) | 4.52 | 3.50 | 2.12 |
| 总资产报酬率 (%) | 4.04 | 3.27 | 2.55 |
| 净资产收益率 (%) | 7.76 | 6.33 | 5.36 |
| 资产负债率 (%) | 68.38 | 70.80 | 71.20 |
| 债务资本比率 (%) | 45.40 | 52.17 | 51.97 |
| 长期资产适合率 (%) | 145.06 | 152.98 | 211.46 |
| 流动比率 (倍) | 1.15 | 1.17 | 1.30 |
| 速动比率 (倍) | 1.02 | 1.05 | 1.08 |
| 保守速动比率 (倍) | 0.22 | 0.29 | 0.26 |
| 存货周转天数 (天) | 56.99 | 71.22 | 87.04 |
| 应收账款周转天数 (天) | 277.27 | 268.71 | 187.74 |
| 经营性净现金流/流动负债 (%) | 8.36 | 8.36 | 7.29 |
| 经营性净现金流/总负债 (%) | 8.07 | 7.73 | 6.66 |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) | 5.84 | 5.91 | 5.77 |
| EBIT 利息保障倍数 (倍) | 4.10 | 3.75 | 3.29 |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍) | 4.77 | 4.38 | 4.06 |
| 现金比率 (%) | 17.78 | 25.64 | 24.51 |
| 现金回笼率 (%) | 113.88 | 109.11 | 99.90 |
| 担保比率 (%) | 9.39 | 12.46 | 18.89 |



附件 5

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. 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）
25. 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）
26. 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）



附件 6

公司债券及主体信用等级符号和定义

| 信用等级 | | 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，有较高违约风险。 |
| 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。 |
| 展望 | 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。 |

注：大公司债券及主体信用等级符号和定义相同；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。