

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]470 号

江河创建集团股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“江河创建集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一九年七月三日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]470 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对江河创建集团股份有限公司和其拟发行的“江河创建集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，确定江河创建集团股份有限公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，债券信用等级为AA+。
特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月三日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与江河创建集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与江河创建集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚建筑企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江河创建集团股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受江河创建集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 江河创建集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年7月3日

江河创建集团股份有限公司2019年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】470号

评级结果

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

发行总额：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）

本期发行金额：1 亿元

本期债券期限：2 年，附第 1 年末公司上调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，最后一期利息随本金的兑付一起支付

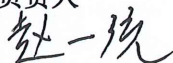
募集资金用途：补充流动资金

评级时间

2019 年 7 月 3 日

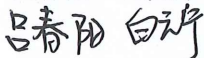
评级小组负责人

赵一统



评级小组成员

吕春阳 白元宁



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河集团”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司建筑装饰领域资质完备且施工经验丰富，承接多项建筑装饰领域标志性工程，在建筑幕墙领域具有较强的竞争实力；近年公司建筑装饰业务收入持续增长，同时随着境外业务调整收缩到位及成本管控的加强，业务获利能力持续提高；2019 年以来房地产开发投资回暖，有助于公司建筑幕墙和建筑装饰业务新签订单持续增长，同时期末在手订单充足，为业务持续发展提供了有利支撑；公司医疗健康业务收入和利润保持增长，对公司营业收入和利润形成一定补充；公司营业收入和利润总额逐年增加，盈利能力持续提高。

同时，东方金诚也关注到，公司建筑装饰业务部分项目位于境外，面临项目所在地区政治和经济波动的风险；公司在建项目规模较高，面临一定资金支出压力；公司审慎推进收购 Healius，可能面临一定资金压力；公司应收账款规模较大，存在资金占压，计提坏账准备规模较高，部分款项面临一定回收风险；公司有息债务规模较大且短期有息债务占比很高，面临较高的短期债务压力；公司有对外保函担保及诉讼，存在一定或有负债。

综合考虑，东方金诚评定江河集团主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA+

债券概况

发行总额：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
本期发行金额：1 亿元
本期债券期限：2 年，附第 1 年末公司上调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，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途：补充流动资金

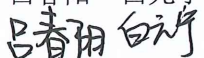
评级时间

2019 年 7 月 3 日

评级小组负责人

赵一统 

评级小组成员

吕春阳 白元宁


邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	253.51	241.06	272.89
所有者权益（亿元）	74.03	76.22	88.82
全部债务（亿元）	80.73	63.39	81.57
营业收入（亿元）	152.40	152.97	160.37
利润总额（亿元）	6.08	7.37	8.69
EBITDA（亿元）	9.71	11.33	13.15
营业利润率（%）	13.51	14.86	18.20
净资产收益率（%）	6.33	7.76	8.32
资产负债率（%）	70.80	68.38	67.45
全部债务资本化比率（%）	52.17	45.40	47.87
流动比率（%）	117.11	114.97	123.33
全部债务/EBITDA（倍）	8.31	5.59	6.20
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	4.77	4.97
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.71	11.33	13.15

注：表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报告。本期发债额度按 1 亿元计算。

优势

- 公司建筑装饰领域资质完备且施工经验丰富，承接多项建筑装饰领域标志性工程，在建筑幕墙领域具有较强的竞争实力；
- 近年公司建筑装饰业务收入持续增长，同时随着境外业务调整收缩到位及成本管控的加强，业务获利能力持续提高；
- 2019 年以来房地产开发投资回暖，有助于公司建筑幕墙和建筑装饰业务新签订单持续增长，同时期末在手订单充足，为业务持续发展提供了有利支撑；
- 公司医疗健康业务收入和利润保持增长，对公司营业收入和利润形成一定补充；
- 公司营业收入和利润总额逐年增加，盈利能力持续提高。

关注

- 公司建筑装饰业务部分项目位于境外，面临项目所在地区政治和经济波动的风险；
- 公司在建项目规模较大，面临一定资金支出压力，公司审慎推进收购 Healius，可能面临一定资金压力；
- 公司应收账款规模较大，存在资金占压，计提坏账准备规模较高，部分款项面临一定回收风险；
- 公司有息债务规模较大且短期有息债务占比很高，面临较高的短期债务压力；
- 公司有对外保函担保及诉讼，存在一定或有负债。

主体概况

江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河集团”或“公司”）主要从事建筑装饰业务，并逐步向医疗健康业务拓展，第一大股东为北京江河源控股有限公司（由自然人刘载望和富海霞共同出资设立，以下简称“江河源”），实际控制人为自然人刘载望、富海霞夫妇。

公司前身为成立于1999年2月的北京江河幕墙装饰工程有限公司，初始注册资本1000万元，自然人刘载望、富仁珠、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）持股比例分别为80.00%、18.00%和2.00%。2007年4月，公司变更为股份有限公司，变更后江河源持股比例44.00%。2011年7月经中国证券监督管理委员会下发的证监许可【2011】1128号文核准，公司于上海证券交易所上市，募集资金净额20.87亿元，股票代码601886.SH，股票简称“江河集团”。2013年4月18日，公司变更为现名。后经多次增资、增持，截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为11.54亿元，第一大股东江河源持股比例27.35%，刘载望、富海霞夫妇直接及间接持有江河集团52.42%股份，为公司实际控制人（详见附件一）。

公司主要从事建筑装饰业务，并逐步向医疗健康业务拓展。公司建筑装饰业务包括建筑幕墙和室内装饰等细分业务，其中建筑幕墙业务是公司的传统优势业务，室内装饰业务是2012年以来公司通过收购承达集团有限公司（以下简称“承达集团”，股票代码1568.HK）、北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）、梁志天设计集团有限公司（以下简称“梁志天设计集团”，股票代码2262.HK）等公司拓展的业务板块。公司的医疗健康业务定位于眼科、第三方诊断等医疗服务业务，是2015年以来公司通过收购Vision Eye Institute Limited（以下简称“Vision”）、南京泽明医院管理有限公司（现已更名为南京江河泽明医院管理有限公司，以下简称“江河泽明”）等境内外公司拓展的业务板块。

截至2018年末，公司资产总额272.89亿元，所有者权益88.82亿元，资产负债率为67.45%；纳入合并报表范围的一级子公司10家，其中承达集团和梁志天设计集团均为香港上市公司。2018年，公司实现营业收入160.37亿元，利润总额8.69亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

经中国证监会“证监许可【2017】1355号”文件核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币20亿元（含20亿元）的公司债券，分期发行。其中，第一期公司债券已于2018年7月19日发行，发行金额1.00亿元，票面利率7.20%，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。本次公司拟在上海证券交易所发行“江河创建集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券拟发行规模1亿元，期限2年，附第1年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择

权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行；本期债券采用单利按年计息，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。本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券所募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

建筑装饰行业

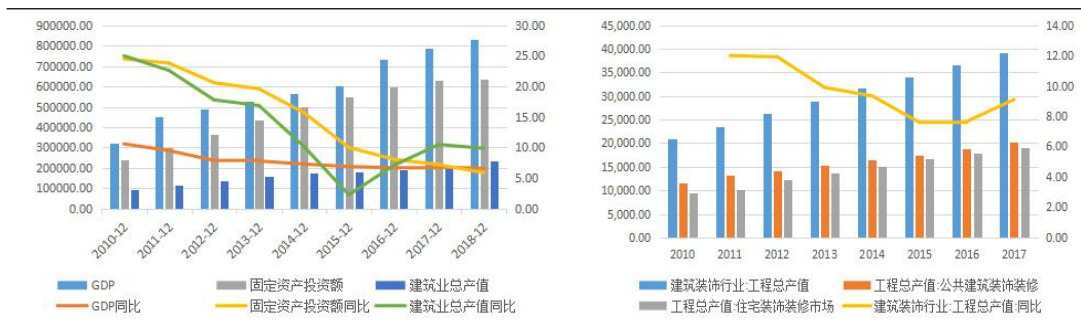
2017 年以来，我国多地出台住宅全装修政策及相应税收优惠政策，为建筑装

饰业务的发展提供了良好条件，2018年建筑业需求稳定增长

建筑装饰行业与房屋建筑施工、土木工程建筑施工、建筑安装行业并列为建筑业四大支柱，其发展与国民经济的发展水平息息相关。根据建筑物使用性质的不同，可以把建筑装饰业分为公共建筑装饰业、住宅装饰业和幕墙装饰业。公共建筑装饰面向的施工对象主要是高端酒店、办公楼、商业中心以及市政基建，其中，市政基建包括医院、火车站、地铁站、博物馆以及音乐厅等；住宅装饰可以分为B端面向地产商的住宅精装修、C端直接面向用户的家庭装修及以地产开发商为中介的B2C形式的定制精装；幕墙装饰主要指建筑的外墙围护，是现代大型和高层建筑常用的带有装饰效果的轻质墙体，市场规模相对较小。

近年来，受益于城镇化进程的推进，我国建筑装饰行业发展迅速，其中公共建筑装饰装饰产值的增速连续多年超过住宅装修装饰市场增速，公装市场的份额进一步扩大。2018年我国国内生产总值90.03万亿元，较2017年增长6.60%，其中建筑业总产值23.51亿元，同比增长9.90%；全国建筑业房屋建筑施工面积140.90亿平方米，同比增长6.90%。2019年一季度，我国固定资产投资完成额10.19万亿元，增速较年初提高0.40个百分点，主要是基建投资企稳回升及房地产投资小幅回升所致。同期，我国建筑业完成总产值4.28万亿元，同比增长10.5%，增速较去年全年提升0.62个百分点；建筑业增加值1.05万亿元，增速同比回升0.8个百分点，对国内生产总值贡献度进一步提升。

图1：全国GDP、固定资产投资完成额、建筑业产值总量情况及我国建筑装饰行业总产值



资料来源：中国建筑装饰行业年鉴，东方金诚整理

受经济结构性改革和房地产市场交易活跃、二手房交易带来的改造性装饰装修工程量稳步增长，以及新建筑装修装饰量有所回升，近年来全国建筑装修装饰行业完成工程总产值稳步提升，其中住宅装饰业务发展速度相对较快。

《建筑业发展“十三五”规划》明确要求，到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%，在此倡导下，2017年我国多地出台住宅全装修政策，明确提出全装修覆盖率，努力提高全装修渗透率。

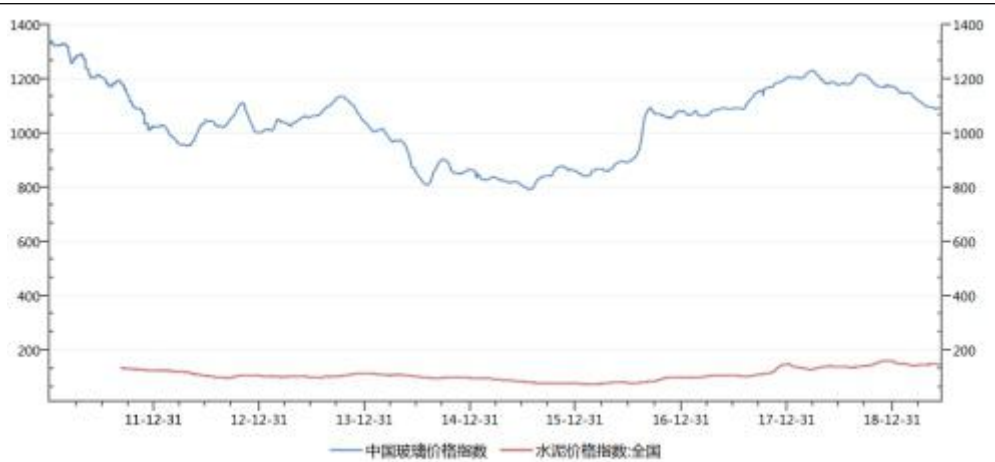
同时，全国多地对采用全装修模式的开发商给予税收等方面的优惠，如成都对成品住宅项目装修工程成本符合政策规定的，可以计入土地增值税的扣除项目，刺激了地产开发商对成品住宅进行全装修的积极性。除此之外，有些地区，如成都、河北对全装修房的房贷进行优惠，在需求端增加全装修消费偏好，提高全装修的渗透率。河北对购买住宅产业化项目或全装修住房且属于首套普通商品住房的家庭，按照差别化住房信贷政策积极给予支持；成都对购买成品住宅的购房人优先确

保住房公积金贷款。这些政策的实施为建筑装饰业务的发展提供了良好条件。

2018年，以水泥为代表的建材价格继续上涨，建筑装饰企业成本有所上升

建筑装饰行业的上游行业为建筑装饰材料行业。建筑装饰材料成本占建筑装饰企业经营成本的60%~70%左右，占比较高。因此，建筑装饰材料市场的发展变化对建筑装饰行业有着直接的影响。2016年以来，随着宏观经济增速企稳、房地产和基建投资回升、以及国际大宗商品价格上涨，建材价格出现较快上涨；中国玻璃价格指数和水泥价格指数均有所增长。虽然建筑企业通过签订“敞口”合同，或通过约定在建材价格超过一定范围后调整合同等方式，来降低建材价格波动的影响，但因为时滞因素仍然会遭受损失。2018年以来，玻璃价格指数在高位波动，但水泥价格指数呈小幅上升趋势。截至2019年4月末，全国水泥价格指数149.67，较上年同期上升12.43，预计2019年去产能及环保限产仍将保持较大力度，水泥价格预计维持高位，建筑装饰企业成本有所上升。

图2：2011年~2018年玻璃与水泥价格指数



资料来源：Wind，东方金诚整理

建筑装饰行业进入门槛较低，行业整合趋势明显，但同时面临一定的市场竞争加剧的风险

建筑装饰行业总体集中度偏低，由于进入门槛较低，且目前装饰市场趋于零散、产品服务同质化严重，导致现有建筑装饰企业竞争较为激烈，集中度较低，存在“大行业，小公司”的局面。但是2011年后建行业内企业数逐年减少，从2011年的14.50万家减少到2016年13.20万家。退出市场的企业，主要是承接散户装修、没有资质的小型企业，有资质的企业数量变化不大。在各种因素的综合促进下，我国建筑装饰行业企业家数有所减少，部分企业在专业设计、施工和综合配套服务等方面的能力快速提升，建筑装饰行业已进入整合时期。

行业内企业开始利用互联网模式拓展市场，金螳螂成立互联网家装电商平台“金螳螂·家”、亚厦股份成立互联网家装平台“蘑菇+”等，实现线上、线下模式的结合，更利于抢占市场份额，并利用自身资金、品牌、规模优势等在全国扩张布局，但同时建筑装饰企业面临一定的市场竞争加剧的风险。

表 1：2018 年部分建筑装饰行业上市公司财务指标比较

单位：亿元、%

企业简称	总资产	营业收入	利润总额	资产负债率	装饰工程业务收入	毛利率
金螳螂 (002081.SZ)	333.04	250.89	25.41	59.15	182.25	15.25
亚厦股份 (002375.SZ)	209.16	91.99	4.59	61.17	60.11	13.54
广田集团 (002482.SZ)	209.67	143.98	3.72	65.98	121.87	15.59
洪涛股份 (002325.SZ)	118.83	39.26	-4.05	68.51	35.85	16.48
宝鹰股份 (002047.SZ)	92.52	68.56	3.47	56.65	64.77	17.39

资料来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来自建筑装饰业务，近年公司营业收入、毛利润及毛利率均逐年增加

公司主要从事建筑装饰业务，并逐步向医疗健康业务拓展。2016 年~2018 年，公司营业收入分别为 152.40 亿元、152.97 亿元和 160.37 亿元，持续增长。其中，建筑装饰业务是公司收入的主要来源，近三年占营业收入比重均在 90%以上。公司自 2015 年逐步拓展医疗健康业务，该业务占营业收入比例较为稳定但规模有限。

表 2：2016 年~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑装饰业务	146.05	95.84	145.20	94.92	152.47	95.07
医疗健康业务	6.30	4.14	7.77	5.08	7.91	4.93
其他业务	0.04	0.03	-	-	-	-
合计	152.40	100.00	152.97	100.00	160.37	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司毛利润分别为 21.24 亿元、23.12 亿元和 29.60 亿元，逐年增长；毛利润主要来自于建筑装饰业务；同期，综合毛利率分别为 13.94%、15.12%和 18.46%，持续增长，主要系建筑装饰业务毛利率上升所致。

表 3：2016 年~2018 年公司毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
建筑装饰业务	19.20	13.14	20.70	14.26	27.00	17.71
医疗健康业务	2.03	32.24	2.42	31.16	2.59	32.80
其他业务	0.01	20.07	-	-	-	-
合计	21.24	13.94	23.12	15.12	29.60	18.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

建筑装饰业务

公司建筑装饰业务包括建筑幕墙、室内装饰和室内设计等细分业务。建筑幕墙业务主要由北京江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“北京江河”）和北京港源幕墙有限公司（以下简称“港源幕墙”）负责运营，室内装饰业务主要由承达集团（1568.HK）、港源装饰和承达集团下属子公司北京承达建筑装饰工程有限公司（以下简称“北京承达”）负责运营，室内设计业务主要由梁志天设计集团（2262.HK）负责运营。

受益于业务扩展及新签订单持续增长，近年公司建筑装饰业务收入和毛利润保持增长，同时随着境外业务调整收缩到位及成本管控的加强，公司建筑装饰业务毛利率持续提高，业务获利能力保持增长

2016 年~2018 年，公司建筑装饰业务收入分别为 146.05 亿元、145.20 亿元和 152.47 亿元，逐年增加；毛利润分别为 19.20 亿元、20.70 亿元和 27.00 亿元；毛利率分别为 13.14%、14.26%和 17.71%，持续增长，一方面是公司境外业务调整收缩到位，另一方面是公司加强成本控制、提高承接项目质量。

2016 年~2018 年，公司新签订单分别为 176 亿元、180 亿元和 212 亿元，持续增长；新签亿元以上项目合同金额占新签订单比例分别为 44.32%、45.00%和 47.17%，较为稳定。2016 年~2018 年末，公司在手订单分别为 235 亿元、226 亿元和 262 亿元，期末在手订单充足且较为稳定。

表 4：2016 年~2018 年公司建筑合同情况

单位：亿元、个

建筑装饰业务总体	2016 年	2017 年	2018 年
新签订单	176	180	212
新签订单个数	821	783	860
新签亿元以上项目合同金额	78	81	100
新签亿元以上项目个数	46	42	45
完工合同额	146	189	176
期末在手订单	235	226	262

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从施工区域看，公司建筑施工区域较为分散，分布于境内外多区域，境内主要位于京津冀、长三角、珠三角等区域，境外主要包括香港、澳门、东南亚等区域。

近年公司在境内外承接项目比例较为稳定，其中大陆地区项目承接规模占比约为75%。

表 5：2016 年~2018 年公司建筑合同区域分布情况

单位：亿元

建筑装饰业务总体	2016 年	2017 年	2018 年
新签订单	176	180	212
大陆	135	135	160
境外	41	45	52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司在建项目合同金额 426.61¹亿元，其中建筑幕墙 245.32 亿元，室内装饰业务 181.30 亿元。分区域看，公司在建项目中境内项目合同额 313.78 亿元，主要位于北京、广州、上海、深圳、武汉、青岛等经济发达的一二线城市；境外项目合同额 112.83 亿元，主要位于香港、澳门、东南亚等地区。

境外业务方面，公司在境外有多年施工经验，2006 年公司开始实施国际化发展战略，在二十多个国家和地区承接过项目，2013 年以来主动收缩美洲、澳洲等区域项目，集中于以华人为主的港澳地区以及新加坡等东南亚地区，目前境外业务主要分布于香港、澳门、新加坡等区域。截至 2018 年末，公司境外项目 291 个，总合同额 161.69 亿元。其中，竣工验收项目 97 个，合同额 48.85 亿元；在建项目 194 个，合同额 112.83 亿元。从区域分布看，公司境外项目主要位于香港、澳门、新加坡、沙特，上述地区项目合同额分别为 69.69 亿元、52.66 亿元、14.74 亿元和 9.31 亿元。

从业主方看，2018 年，公司建筑装饰业务收入前五大客户分别为高嶺置业发展股份有限公司、华为技术有限公司、中国建筑第八工程局有限公司、香港兴业有限公司和中建三局集团有限公司，上述客户总收入为 21.48 亿元，占公司 2018 年营业收入比例为 13.40%。

表 6：2018 年公司建筑装饰业务收入前五大客户

单位：亿元、%

客户名称	客户性质	收入	占营业收入比例
高嶺置业发展股份有限公司	民营企业	5.97	3.72
华为技术有限公司	民营企业	5.11	3.18
中国建筑第八工程局有限公司	中央国有企业	3.96	2.47
香港兴业有限公司	民营企业	3.95	2.47
中建三局集团有限公司	中央国有企业	2.50	1.56
合计	-	21.48	13.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司建筑装饰领域资质完备且施工经验丰富，承接多项建筑装饰领域标志性工程，在建筑幕墙领域具有较强的竞争实力

公司建筑装饰工程施工领域相关资质完备，拥有建筑幕墙工程专业承包壹级、

¹ 建筑幕墙和室内装饰业务在建项目合同额合计值与期末在建项目合同额不一致，系四舍五入所致。

建筑装修装饰工程专业承包壹级、钢结构工程专业承包贰级、建筑工程施工总承包贰级、建筑幕墙工程设计专项甲级、建筑装饰工程设计专项甲级等多项资质，具备对外承包项目资格。

表 7：公司主要施工资质情况

资质类型	工程类型和级别
总承包	建筑工程施工总承包贰级
专业承包	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、钢结构工程专业承包贰级

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建筑装饰领域施工经验丰富，承接了多项有代表性的地标性建筑。在幕墙业务方面，公司累计承接了 160 多项 200 米以上工程、50 余项 300 米以上工程、50 余项大型交通枢纽，包括世界第一高楼沙特王国塔、中国第一高楼武汉绿地中心、北京第一高楼中国尊、中央电视台新址、上海世博文化中心、新加坡金沙娱乐城、中国四大直辖市的五大机场等，幕墙领域龙头地位凸显。在室内装饰方面，公司承接了香港半岛酒店、澳门新濠天地君悦酒店、澳门银河综合度假城、中国国家大剧院、首都国际机场等知名项目，积累了丰富的施工经验，提高了行业影响力。在室内设计方面，梁志天设计集团是亚洲最大规模的室内设计公司之一，知名度高，在美国室内设计杂志《Interior Design》“全球百大室内设计师事务所排名研究报告”中，2016 年~2018 年均位于“住宅范畴”全球第一位，于 2018 年全球总排名榜位列第 21 位，设计了上海古北壹号、南京九间堂、苏州棠北浅山别墅、深圳湾 1 号等项目。

公司施工技术水平较高，拥有国家工法 4 项，发明专利 101 项，实用新型专利 517 项，参与了《建筑门窗和幕墙产品及制品基本技术要求》、《装配式幕墙工程技术规程》等国家与行业标准等制定工作。截至 2018 年末公司有 77 项工程荣获中国建设工程鲁班奖，73 项工程获中国建筑工程装饰奖。

1、建筑幕墙业务

公司建筑幕墙业务新签订单持续增长，期末在手订单充足，为业务持续发展提供了有利支撑

建筑幕墙业务是公司的传统优势业务，由北京江河负责，业务定位于高端幕墙系统，主要承接高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、火车站、体育场馆、企事业单位办公楼和高档住宅等建筑幕墙工程。2015 年以来，为了拓展幕墙领域业务规模，公司成立了港源幕墙，定位中高端幕墙领域。

公司建筑装饰工程业务主要通过公开招投标方式或者邀请招标方式获取，项目承包方式一般采取分包方式。根据一般合同条款，项目签订后，业主方/总包需支付 10%~15%工程预付款，施工阶段项目业主单位按月根据工程完工量与公司定期进行结算，工程整体竣工验收合格后，项目一般回款达 80%左右，剩余款项扣除一定比例²的质保金后基本在 1 年内收回。

² 根据住房城乡建设部与财政部发布的《建设工程质量保证金管理办法》，2017 年 7 月 1 日前建筑领域工程质量保证金的预留比例上限为 5%，2017 年 7 月 1 日后下降至 3%。

2016年~2018年,公司建筑幕墙业务新签订单分别为89亿元、100亿元和111亿元,持续增长;新签亿元以上项目合同金额占比分别为44.94%、46.00%和45.95%,较为稳定。2016年~2018年末,公司建筑幕墙业务在手订单分别为149亿元、140亿元和154亿元,期末在手订单充足且较为稳定。

从未来合同承揽看,公司建筑幕墙业务主要受机场、火车站、体育场馆等公共建筑投资及写字楼、商业中心等商业地产投资影响,2019年房地产行业仍面临调控压力,投资额承压,公司建筑幕墙业务承揽量受一定影响,但是公司在建筑幕墙行业内具备很强竞争力,抗周期性能力较高,预计2019年公司建筑幕墙业务新签合同额将有望保持稳定。

表8: 2016年~2018年公司建筑幕墙业务合同情况

单位: 亿元、个

建筑幕墙业务总体	2016年	2017年	2018年
新签订单	89	100	111
新签订单个数	173	154	170
新签亿元以上项目合同金额	40	46	51
新签亿元以上项目个数	28	27	29
期末在手订单	149	140	154

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司建筑幕墙业务主要位于经济发达的一二线城市, 客户以企事业单位及大型企业为主, 受资金面结构分化影响, 部分客户可能资金紧张进而对公司项目回款产生一定影响, 期末在建项目规模较高, 未来将面临一定资金压力

截至2018年末, 公司建筑幕墙在建项目合同金额245.32亿元, 项目分别在大陆和境外区域, 以大陆地区为主。

大陆业务方面, 截至2018年末, 公司建筑幕墙在建项目合同额222.42亿元, 主要位于深圳、北京、上海、广州、武汉、厦门、青岛等经济发达的一二线城市, 上述地区在建项目合同额分别为30.08亿元、24.07亿元、23.17亿元、16.60亿元、12.65亿元、8.73亿元和8.16亿元。

境外业务方面, 截至2018年末, 公司建筑幕墙在建项目合同金额22.90亿元, 主要位于科威特城和香港。若境外项目所在地区政治及经济发生重大不利变化, 公司境外项目的施工、回款及未来进一步开拓市场可能将面临不利影响。

从业主方看, 公司建筑幕墙业务定位于高端幕墙, 主要承揽高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、火车站、体育场馆、企事业单位办公楼等项目, 客户以企事业单位及大型企业为主, 资信整体较好, 但受宏观经济发展及资金面宽裕程度影响较大。2019资金面整体宽裕但存在结构分化, 公司部分客户资金可能紧张, 进而可能对公司部分项目回款产生一定影响。公司在建项目规模较高, 未来面临一定资金压力。

2、室内装饰业务

近年公司建筑装饰业务新签合同额持续增长, 2019年以来房地产开发投资回暖有助于保障未来新签订单继续保持增长, 为业务持续发展提供有利支撑

室内装饰业务是 2012 年以来公司通过收购承达集团、港源装饰、梁志天设计集团拓展的业务板块，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、优质等室内装潢工程。承达集团定位高端，业务领域以香港、澳门等境外市场为主；港源装饰及承达集团下属子公司北京承达负责国内业务，港源装饰主要承接公共建筑、高档住宅、长租公寓等类型项目，北京承达主要承接高档酒店、大型会展中心、商场等类型项目。梁志天设计集团主要做住宅、私人住宅、酒店及餐饮等的设计工作。

2016 年~2018 年，公司室内装饰业务新签订单分别为 87 亿元、80 亿元和 101 亿元，持续增长；新签亿元以上项目合同金额占比分别为 43.68%、43.75%和 47.52%，较为稳定。2016 年~2018 年末，公司室内装饰业务在手订单分别为 86 亿元、86 亿元和 108 亿元，期末在手订单充足且较为稳定。

从未来合同承揽看，公司建筑装饰业务主要受住宅地产投资额影响，2019 年以来房地产行业仍面临调控压力，投资额承压，但建安工程投资额较 2018 年有所提高，有助于公司室内装饰业务的承揽，预计 2019 年公司室内装饰业务新签合同额稳定。

表 9：2016 年~2018 年公司室内装饰业务合同情况

单位：亿元、个

室内装饰业务总体	2016 年	2017 年	2018 年
新签订单	87	80	101
新签订单个数	648	629	690
新签亿元以上项目合同金额	38	35	48
新签亿元以上项目个数	18	15	16
期末在手订单	86	86	108

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司室内装饰业务在建项目规模较高，可能面临一定资金压力，部分在建项目位于境外，施工、回款等面临项目所在地区政治和经济波动风险

截至 2018 年末，公司室内装饰业务在建项目合同金额 181.30 亿元，项目分别在大陆和境外区域。

大陆业务方面，截至 2018 年末，公司室内装饰业务在建项目合同额 91.36 亿元，主要位于北京、上海、贵阳、沈阳、昆明等城市，上述地区在建项目合同额分别为 17.36 亿元、7.95 亿元、4.85 亿元、3.74 亿元和 3.55 亿元。

境外业务方面，公司室内装饰业务在建项目合同金额 89.93 亿元，主要位于香港和澳门，上述地区在建项目合同额分别为 57.19 亿元和 32.18 亿元。若境外项目所在地区政治及经济发生重大不利变化，公司境外项目的施工、回款及未来进一步开拓市场可能面临不利影响。公司室内装饰业务在建项目规模仍然较高，未来面临一定资金压力。

医疗健康业务

公司医疗健康业务运营主体主要为 Vision 和江河泽明。

公司医疗健康业务收入和毛利润保持增长，对公司营业收入和毛利润形成一

定补充

2015年以来，公司通过收购国内外公司开始拓展医疗健康业务。公司医疗健康业务定位于眼科、第三方诊断等医疗服务行业，通过并购国外高端品牌进而嫁接中国市场，推动医疗健康业务快速发展。

2016年~2018年，公司医疗健康业务收入分别为6.30亿元、7.77亿元和7.91亿元，毛利润分别为2.03亿元、2.42亿元和2.59亿元，毛利率分别为32.24%、31.16%和32.80%，均保持增长，对公司营业收入和毛利润形成一定补充。从运营主体看，公司医疗健康业务收入和毛利润主要来自于Vision和江河泽明。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司医疗健康业务收并购情况

单位：亿元、%

时间	主体	持股比例	购买成本	已支付资金	资金来源
2015年10月31日	Vision	97.71	8.50	8.50	现金购买
2016年4月6日	Healius Limited	15.39	14.00	14.00	自有资金或收益互换融资款
2017年4月10日	江河泽明	51.00	1.07	0.82	现金购买
2017年12月28日	靖江光明眼科医院有限公司	60.00	0.18	0.10	现金购买
2018年2月28日	南通江河泽明眼科医院	65.00	0.05	0.05	现金购买
2018年8月1日	东台光正眼科医院有限公司	70.00	0.24	0.24	现金购买
2018年11月24日	南京江河华晟医学科技有限公司	80.00	0.19	0.19	现金购买

资料来源：公司提供，东方金诚整理

眼科业务是公司医疗健康业务收入主要来源，近年发展较为稳定

公司眼科业务主要从事屈光、视光、眼底病等眼科全科诊疗业务，服务内容包括角膜手术、屈光类手术、白内障手术、青光眼治疗手术等；运营主体主要为江河泽明。

Vision是澳大利亚最大眼科医疗机构，主要从事眼科门诊及日间手术室业务，眼科治疗业务包括白内障手术、角膜移植手术、视网膜手术、玻璃体内注射治疗、白内障手术、青光眼治疗手术等，拥有15家专业眼科医院、9家先进日间手术室、6家激光眼科手术中心，业务分部在昆士兰、新南威尔士州、维多利亚州等澳大利亚各大城市。2018年，Vision实现收入6.64亿元，净利润0.34亿元。

国内眼科业务方面，公司通过收购眼科公司，将Vision品牌和技术引入国内与区域性眼科融合，以“Vision+区域品牌”拓展业务。2016年，公司收购江河泽明后，依托Vision的技术和品牌推动江河泽明国内业务发展。江河泽明在苏皖等中部区域拥有一定知名度后，公司以江河泽明作为长三角区域中心，通过新开、并购等方式在国内其他区域拓展眼科业务。截至2018年末，公司拥有眼科医院10家。2018年，江河泽明实现收入1.27亿元，净利润-517.32万元。

公司第三方检验业务尚处于发展初期，盈利能力较弱，公司审慎推进收购Healius，将面临较高规模资金支出，可能存在一定资金压力

第三方检验业务方面，公司主要从事病理、第三方检验和第三方影像，主要以生化检验等第三方医学检验、病理诊断及CT、核磁等第三方影像为主营业务。目前公司第三方检验业务收入规模较低，盈利能力较弱。

公司目前为澳大利亚上市公司 Healius Limited³（以下简称“Healius”，原名 Primary Health Care Limited）第一大股东，持股 15.93%。Healius 主要从事医疗中心、病理学和影像业务，为澳大利亚最大的以医疗中心、病理学以及影像学为主营的上市公司之一，公司希望引进其优质医疗资源拓展国内医疗健康业务。截至 2018 年末，Healius 拥有 2541 个医疗站点，包括 96 家医疗中心、2299 家病理学站点、146 个影像站点，业务分布在新南威尔士州、维多利亚州、昆士兰州、西澳大利亚州等。截至 2018 年 6 月末，Healius 总资产 148.40 亿元，所有者权益 86.34 亿元。2017 年 7 月至 2018 年 6 月，Healius 实现营业收入 82.61 亿元，财务口径净利润 0.19 亿元，经营口径净利润 4.15 亿元。2019 年 1 月 3 日，公司发布公告称拟以 3.25 澳元/股收购 Healius 全部已发行股份，但该项收购仍处于前期准备阶段，仍存在一定等不确定性。若公司如约进行收购，或需支付约 17.00 亿澳元，收购资金规模较高，可能面临一定资金压力，但若收购成功，将有助于公司医疗健康业务规模和收入的提高。

2018 年 11 月，公司通过下属子公司北京江河康健医疗管理有限公司收购了南京江河华晟医学科技有限公司（以下简称“江河华晟”）80% 股权，境内业务进入了第三方检验业务。未来，公司将通过参股或战略合作等形式与国内综合性医院、平台型医疗集团进行合作，做大第三方诊断业务。同时，公司拟依托 Healius 的品牌、技术、管理等优势与江河华晟进行联动，做大做强国内病理、第三方检验以及影像等业务。

企业管理

产权结构

截至 2018 年末，公司注册资本 11.54 亿元，第一大股东江河源持股比例 27.35%，刘载望、富海霞夫妇为公司实际控制人。

公司治理和管理水平

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 9 名董事组成，其中 3 名独立董事，设董事长 1 人；董事会每年至少召开两次会议，由董事长召集，董事会会议有过半数董事出席方可举行，表决实行一人一票制，作出决议必须经全体董事的过半数通过。公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例等公司职工代表，其中职工代表出任的监事不低于监事会成员的三分之一。公司设总经理（总裁）1 名，由董事会聘任或解聘；总经理主持公司的生产经营管理工作。

公司根据实际经营情况，设立了财务管理中心、商务管理中心、招采管理部、工程管理中心、医疗事业发展部等职能部门。在子（分）公司管理方面，公司建立了子（分）公司的业绩考核及激励机制，定期取得各子（分）公司月度财务报表和

³截至 2018 年末，公司持股数量 9909.67 万股，持股比例为 15.93%，累计投资 3.08 亿澳元，约合人民币 15.69 亿元，未纳入合并报表范围。

经营管理分析资料，及时检查、了解各子（分）公司经营及管理状况，对各子（分）公司进行定期内部审计等。在预算管理方面，公司根据建筑行业特点，建立了有自身特色等全面预算管理体系，每年通过全面预算将营销目标、完成订单及利润目标等经营指标分解到各业务分部。在销售与收款管理方面，公司明确了市场负责工程预付款催收、项目经理负责工程进度款催收、商务部负责办理工程决算并收取结算款、售后服务部负责质保期满后收取质保金；同时，建立了运营分析会议制度，根据实际情况制定当月回款计划，并据以督促落实各项目回款。

发展战略

2015年以来，公司在巩固建筑装饰业务的同时持续拓展医疗健康业务，未来公司将坚持“双主业，多元化”的发展战略。

在建筑装饰业务方面，公司坚持稳健发展，以抓好利润和现金流两大指标为核心，提质增效，继续做大做强。具体到幕墙领域，公司继续发挥江河幕墙品牌优势，与港源幕墙错位发展；内装领域，公司将借助于承达集团在高端内装领域的优势，大力拓展国内内装市场。同时，公司将加强幕墙与内装、内装与设计间等业务协同，保证建筑装饰业务板块高质量发展。

在医疗健康业务方面，公司医疗健康业务定位于国际化等专业医疗服务提供商，主要面向眼科、第三方诊断（包括病理、第三方检验、第三方影像）等专科或专业医疗服务领域开展业务。公司通过并购海外高端品牌进而嫁接中国市场，并通过与国内平台型医疗集团或大型医疗医院进行合作来发展该业务。

财务分析

财务质量

公司提供了2016年~2018年合并财务报表。华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2018年合并财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

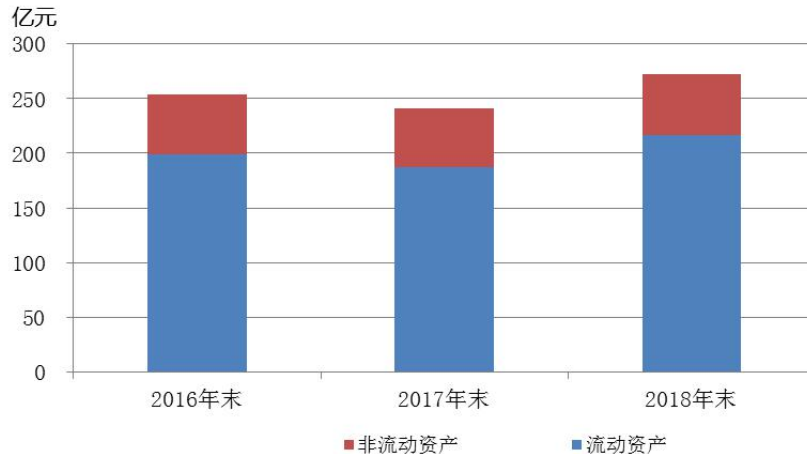
截至2018年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司10家。

资产构成与资产质量

公司资产规模整体较为稳定，资产结构以应收账款、货币资金等流动资产为主，应收账款规模较大，存在资金占压，计提坏账准备规模较高，部分款项面临一定回收风险

2016年~2018年末，公司资产总额分别为253.51亿元、241.06亿元和272.89亿元，呈增长态势；其中，流动资产占比分别为78.39%、77.59%和79.39%，公司资产结构以流动资产为主。

图 3：2016 年~2018 年末公司资产构成情况

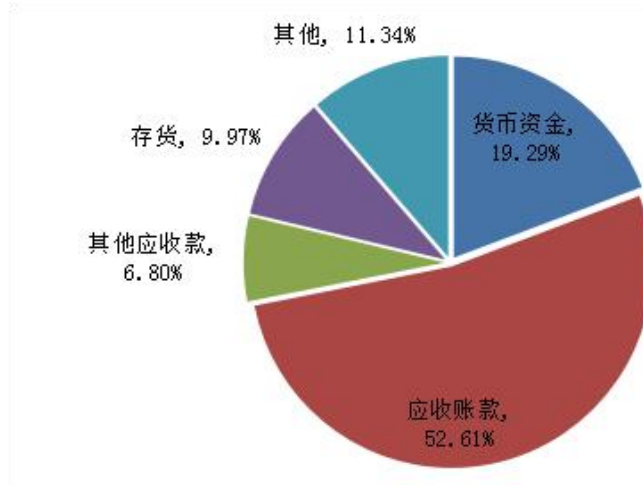


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2016年~2018年末，公司流动资产逐年增加，分别为198.72亿元、187.03亿元和216.64亿元。截至2018年末，公司流动资产主要由应收账款、货币资金、存货和其他应收款构成，占比分别为52.61%、19.29%、9.97%和6.80%，合计占比88.66%，其中应收账款占比较高。

图 4：截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司应收账款主要为建筑装饰业务的应收工程款，2016年~2018年末，应收账款账面价值分别为118.17亿元、117.46亿元和113.97亿元，规模较高，主要是受建筑装饰行业结算模式影响，公司按照已完成的工程产值确认应收账款，而根据合同约定回收工程款，工程进度款一般按照已完工产值70%支付，导致应收账款规模较高。2016年，公司第四届董事会第四次会议审议并通过了会计估计变更的议案，将原来的账龄分析组合，变更为将应收款项按照合同（或其他文件）约定是否到期划分为未到期应收款组合和已到期应收款组合，对未到期应收款组合按照余额百分比法计提坏账准备，对已到期应收款组合按照风险特征不同采用账龄分析法

计提坏账准备。2018年末，公司应收账款账面余额中已到期应收账款49.05亿元、未到期应收账款79.99亿元。2016年~2018年，公司应收账款周转次数分别为1.34次、1.30次、1.39次，周转速度较慢。近年，公司加强应收账款管理，加快催收同时加强风险管控。2018年，公司计提坏账准备17.98亿元，计提比例13.62%，计提比例较高；其中单独计提坏账准备2.19亿元，已到期应收款计提坏账准备11.08亿元，未到期应收款计提坏账准备4.00亿元、单项金额不重大但单独计提坏账准备0.71亿元。从应收账款对象看，2018年末，公司应收账款期末余额前五名对象分别是中国建筑第八工程局有限公司、北京中航油置业有限公司、中建三局集团有限公司、江河幕墙美洲公司（以下简称“美洲江河”）⁴和江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司（以下简称“阿联酋江河”），合计13.93亿元，占期末应收账款比例10.56%，集中度一般（详见附件三）。公司应收账款规模较大，存在资金占用，且坏账准备计提比例较高。公司客户主要为政府机关或大型企事业单位，大部分客户的资信状况较好，但若客户财务状况发生恶化，公司应收账款面临较大回收风险。

2016年~2018年末，公司货币资金期末余额分别为43.50亿元、28.93亿元和41.78亿元，有所波动；其中，2017年末，公司货币资金同比大幅降低主要是公司偿还到期公司债券及提前偿还部分银行等金融机构借款所致；2018年末，公司货币资金大幅增加主要系经营现金流较好、银行贷款增加所致。截至2018年末，公司货币资金中现金、银行存款、其他货币资金分别为0.04亿元、28.56亿元和13.18亿元，其中受限货币资金13.00亿元，受限比例31.12%，受限原因主要为外存内贷保证金、承兑保证金、保函保证金、诉讼冻结款和农民工工资保证金。

公司存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产构成。2016年~2018年末，公司存货账面价值分别为20.51亿元、20.61亿元和21.60亿元，整体保持小幅增长，主要是公司近年来整体合同承揽量保持增长所致；存货周转次数分别为5.05次、6.32次和6.20次，整体有所下降。2018年末，公司对存货计提跌价准备1938.82万元。

同期末，公司其他应收款期末余额分别为3.06亿元、2.99亿元和14.72亿元，主要由单位往来及备用金、保证及押金等构成；其中2018年末公司其他应收款大增增加主要系新增转让子公司承达集团18.16%（占承达集团已发行股本18.16%，转让完毕后公司间接全资子公司Reach Glory International Limited持有承达集团股权比例为51.34%）股权转让款12.18亿元所致。2018年末公司其他应收款中单位往来及备用金1.83亿元、保证金及押金2.42亿元、股权转让款12.18元；对其他应收账款计提坏账准备1.75亿元，计提比例为10.61%。2018年末，按欠款方归集等期末余额前五名的其他应收款合计12.64亿元，占公司其他应收款期末余额的76.75%（详见附件四），集中度较高。

2. 非流动资产

2016年~2018年末，公司非流动资产分别为54.79亿元、54.03亿元和56.24

⁴ 美洲江河和阿联酋江河原为公司控股子公司，2014年公司收缩境外业务，将美洲江河和阿联酋江河全部股权转让给原海外业务相关负责人员设立的公司。公司就截至2013年12月31日之前转让公司的存量工程项目继续提供产品及设计服务。继续履行截至转让协议签署日前以为上述公司存量项目由第三方机构开具的保函、备用信用证，及直接为上述公司存量项目出具的相关函件而约定的担保义务，直至到期为止。公司相关担保义务由江河源提供担保并偿还全部损失。

亿元，整体较为稳定。2018年，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、商誉、无形资产等构成，合计占比88.76%。

2016年~2018年末，公司可供出售金融资产分别为19.49亿元、18.73亿元和19.66亿元，主要为购买的可供出售权益工具。2018年末，公司可供出售权益工具中按公允价值计量的14.36亿元，主要为购买的香港联交所、新加坡联交所、澳大利亚联交所上市公司股票（主要为Healius）以及对RykadanReal公司等投资；按成本计量的5.30亿元，为购买首颐医疗健康投资管理有限公司的股权。2018年末，公司可供出售金融资产受限于10.43亿元⁵，主要系质押借款所致。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和构筑物，2016年~2018年末，固定资产账面价值分别为10.38亿元、10.59亿元和10.71亿元，整体较为稳定。2018年末，公司固定资产中，房屋及建筑物占比65.05%，主要为集团及各子公司办公楼、厂房等；机器设备占比17.70%。

公司商誉主要是合并或收购子公司形成的，2016年~2018年末，商誉期末余额分别为12.43亿元、12.07亿元和11.23亿元。2018年末，公司商誉账面价值13.02亿元，主要构成有收购港源装饰确认商誉4.95亿元、收购Vision确认商誉5.71亿元、收购承达集团确认商誉0.95亿元、收购梁志天设计确认商誉0.56亿元。2018年，公司对Vision计提商誉减值准备0.78亿元，主要系受加大手术室投入及人员工资投入导致2018年Vision净利润下滑所致。上述公司目前经营状况良好，未来若上述公司经营业绩不及预期，可能会产生商誉减值损失，并对公司业绩带来不利影响。

2016年~2018年末，公司无形资产账面价值分别为8.76亿元、8.72亿元和8.33亿元，总体略有下降，主要为土地使用权、品牌、商标、非专利技术等。

从资产受限情况来看，截至2018年末，公司受限资产23.43亿元，由货币资金和可供出售金融资产构成，占对应资产账面价值的比例为38.13%，占资产总额的比例为8.59%。具体情况见下表。

表 11：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元、%

科目	受限金额	账面价值	受限比例
货币资金	13.00	41.78	31.12
可供出售金融资产	10.43	19.66	53.04
合计	23.43	61.44	38.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受资本公积、少数股东权益增长以及经营积累的影响，公司所有者权益显著增长，资本实力有所增强

⁵ 公司附属子公司 Jangho Heal thcare Australia Pty LTD 以其持有的 Healius 与 Monash IVF Group Ltd 合计 29552036.00 股股票为抵押，从澳洲国民银行取得 2500 万元澳大利亚元授信额度。公司附属子公司 Golden Acumen Holdings Limited 以其持有等 Healius 59049741 股股票为抵押，从德意志银行取得 6000 万元澳大利亚元借款。公司附属子公司 Easy Glory Holdings Limited 以其持有的公允价值为 94494043.10 元的股票为抵押，从国泰君安证券（香港）有限公司取得 25447734.00 港币信贷融通借款额度。

2016年~2018年末，公司所有者权益持续增长，分别为74.03亿元、76.22亿元和88.82亿元，2018年末公司所有者权益较同比增幅较大，主要是资本公积及少数股东权益增长所致。截至2018年末，公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为12.99%、46.13%、30.40%和14.23%。

2016年~2018年末，公司实收资本均为11.54亿元，保持稳定；资本公积分别为29.55亿元、30.40亿元和40.97亿元，持续增长，其中2018年末公司资本公积同比增速显著，主要是公司对承达集团等持股比例减少，处置成本与减持比例应享有的净资产份额之差9.54亿元以及子公司梁志天设计在香港上市，募集资金净额与新发行股份对应股权比例享有的净资产份额之差1.16亿元计入资本公积所致。

同期末，公司未分配利润分别为21.13亿元、24.38亿元和27.00亿元，持续增长，主要受益于经营积累；少数股东权益分别为7.21亿元、7.29亿元和12.64亿元，其中2018年末公司少数股东权益大幅增加系公司转让承达集团18.16%股权所致。

2018年末，公司其他综合收益-4.96亿元，较2017年末变化较大，主要系2018年公司持有的澳大利亚上市公司Healius公允价值变动所致。

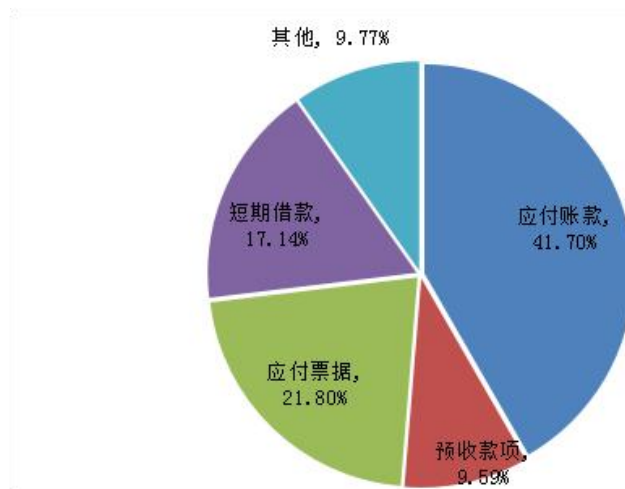
公司有息债务规模较大且短期有息债务占比很高，面临较高的短期债务压力，存在一定规模对外担保及诉讼，面临一定或有负债风险

2016年~2018年末，公司负债总额分别为179.48亿元、164.84亿元和184.07亿元，波动增长。其中，公司流动负债占比分别为94.55%、98.69%和95.44%，公司负债结构以流动负债为主。

1. 流动负债

2016年~2018年末，公司流动负债分别为169.69亿元、162.68亿元和175.66亿元，波动增长。截至2018年末，公司流动负债主要由应付账款、应付票据、短期借款和预收款项构成，占比分别为41.70%、21.80%、17.14%和9.59%，合计占比90.23%。

图 5：截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司应付账款主要由应付原材料和劳务款组成。2016年~2018年末，公司应付账款呈小幅增长态势，分别为72.03亿元、72.86亿元和73.25亿元，主要系公司业

务规模逐年增长，对上游供应商应付款增加所致。

2016年~2018年末，公司应付票据分别为26.84亿元、27.57亿元和38.30亿元，保持增长。公司应付票据主要由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成。2018年末，公司应付票据中商业承兑汇票21.66亿元，银行承兑汇票16.64亿元。

同期末，公司短期借款分别为21.88亿元、15.31亿元和30.10亿元，波动增长；其中2018年末公司短期借款增加主要系公司融入部分资金成本较低的短期借款替换公司债券所致。2018年末，公司短期借款主要由保证借款构成。

公司预收款项主要由预收工程款和工程结算重分类构成，其中预收工程款是收到业主单位的预付工程款，工程结算重分类为业主方确认的产值进度高于施工方的成本进度部分。2016年~2018年末，公司预收款项分别为16.82亿元、16.73亿元和16.85亿元，较为稳定。2018年末，公司预收款项中预收工程款8.44亿元、工程结算重分类8.39亿元。

公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期应付债券，2016年~2018年末，分别为7.33亿元、6.99亿元和0.00亿元。2018年8月，公司发行的“15江河MTN001”到期兑付，公司一年内到期的非流动负债降至0.00亿元。

公司其他流动负债主要为待转销项税额和发行的超短期融资券，2016年~2018年末，分别为19.73亿元、17.73亿元和11.30亿元，持续降低，主要系公司发行的超短期融资券到期所致。2018年末，公司其他非流动负债中超短期融资券5.99亿元，为“18江河创建SCP002”和“18江河创建SCP003”，发行规模均为3.00亿元，分别将于2019年6月1日和2019年7月16日到期。

2. 非流动负债

2016年~2018年末，公司非流动负债分别为9.79亿元、2.16亿元和8.40亿元，有所波动，主要系长期借款和应付债券变动所致。截至2018年末，公司非流动负债中长期借款、应付债券占比分别为73.67%和11.84%。

2016年~2018年末，公司长期借款期末余额分别为0.73亿元、0.48亿元和6.19亿元，其中2018年末公司长期借款显著增加，主要系2018年信用紧缩公司难以通过公司债融资从而增加长期借款以满足施工项目资金需求。

同期末，公司应付债券分别为6.98亿元、0.00亿元和0.99亿元，波动较大；其中2017年末公司应付债券降至0.00亿元，主要系公司发行的“15江河MTN001”转至一年内到期的非流动负债所致；2018年末公司应付债券增至0.99亿元，系公司发行“18江河01”所致。截至2018年末，公司存续债券为“18江河01”，发行金额1.00亿元，票面利率7.20%，起息日2018年7月19日，期限3年，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

3. 债务负担

2016年~2018年末，公司有息债务规模分别为80.73亿元、63.39亿元和81.57亿元，其中短期有息债务占比分别为90.46%、99.24%和91.19%，短期有息债务占比过高，主要是公司以票据结算为主所致。

同期末，公司资产负债率分别为70.80%、68.38%和67.45%，持续小幅降低；全部债务资本化比率分别为52.17%、45.40%和47.87%；长期债务资本化比率分别为9.42%、0.63%和7.48%，由于所有者权益的明显增长，近年公司的资产负债率和全部债务资本化比率均总体有所下降，公司有息债务以短期借款为主，短期债务压力

较高。

表 12：2016 年~2018 年末公司有息债务情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期有息债务	73.03	62.90	74.39
长期有息债务	7.70	0.48	7.18
全部债务合计	80.73	63.39	81.57
长期债务资本化比率	9.42	0.63	7.48
全部债务资本化比率	52.17	45.40	47.87

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从公司债务期限结构来看，以公司现有债务为基础，同时考虑“18 江河 01”可能于 2020 年回售等因素，公司在 2019 年到期需偿还的债务为 36.09 亿元，存在一定集中偿还压力。

表 13：截至 2018 年末公司有息债务期限结构情况⁶

单位：亿元

债务到期时间	短期借款	其他流动负债	长期借款	应付债券	合计
2019 年	30.10	5.99	-	-	36.09
2020 年	-	-	3.29	0.99	4.28
2021 年	-	-	2.89	-	2.89
2022 年	-	-	-	-	-
2023 年及以后	-	-	- ⁷	-	-
合计	30.10	5.99	6.19	0.99	43.27

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至2018年末，公司对外担保金额6.69亿元，担保比率7.53%；被担保对象分别为阿联酋江河、加拿大江河和美洲江河，担保额度分别为1.19亿元、2.14亿元和3.36亿元。公司对外担保金额较高，若被担保对象的生产经营出现异常状况导致流动性不足或偿债能力减弱，无法按期偿还相关债务，公司将面临或有负债风险。

截至2018年末，公司存在3笔重大未决诉讼，合计1.22亿元。其中，作为原告的涉诉金额1869.40万元，正在审理；作为被告的涉诉金额1.03亿元，与Soil-Build (Pte.Ltd) 的涉诉金额8327.81万元，已下达仲裁书，与石家庄德鸿房地产开发有限公司的涉诉金额1969.82万元，正在审理。公司存在多笔诉讼，最终诉讼结果或其履行情况尚未确定，可能面临一定的或有风险。

盈利能力

受益于建筑装饰业务规模保持增长，公司营业收入和利润总额逐年增加，盈利能力持续提高

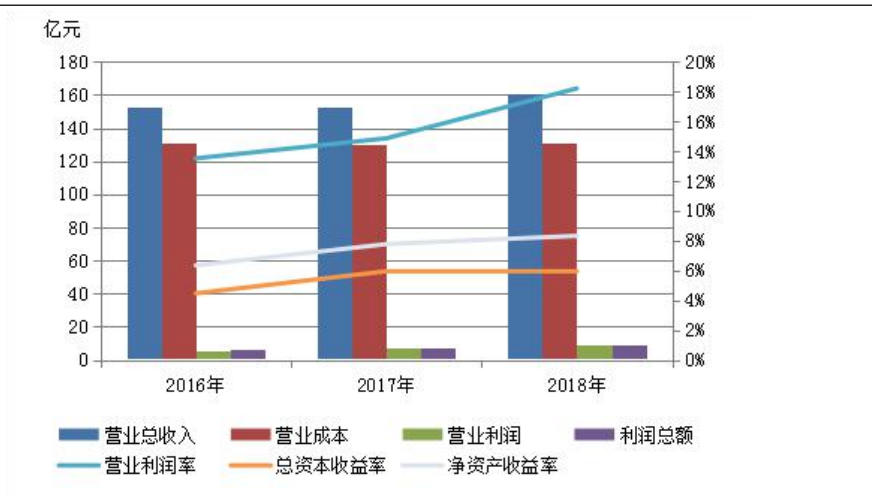
公司收入和毛利润主要来源于建筑装饰业务。2016 年~2018 年，公司营业收

⁶ 表中有息债务未包含应付票据。

⁷ 2023 年到期的长期借款为 64.17 万元。

入分别为 152.40 亿元、152.97 亿元和 160.37 亿元，逐年增加；公司营业利润率分别为 13.51%、14.86%和 18.20%，主营获利能力持续提升，主要系公司加大内部成本管控所致。

图 6：2016 年~2018 年公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司期间费用规模分别为 12.77 亿元、16.33 亿元和 19.27 亿元，占营业收入的比重分别为 8.38%、10.67%和 12.01%，持续增长，主要是管理费用及财务费用上升所致。2016 年以来公司管理费用上升显著，主要是随着公司业务规模扩大，职工薪酬、技术研发等费用支出提高所致。公司财务费用变动主要是受汇兑损益影响，2016 年~2018 年，公司汇兑收益分别为 1.62 亿元、-0.59 亿元和 0.54 亿元。

表 14：2016 年~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	2.03	1.90	1.80
管理费用	9.74	11.24	10.72
研发费用	-	-	4.38
财务费用	1.00	3.19	2.37
期间费用合计	12.77	16.33	19.27
期间费用占营业收入比	8.38	10.67	12.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司资产减值损失分别为 2.83 亿元、0.29 亿元和 2.05 亿元，主要由坏账损失和商誉减值损失等构成；其中，同期公司计提的坏账损失分别为 2.78 亿元、-0.85 亿元和 1.22 亿元，2017 年计提坏账损失为负，系 2017 年公司回款较好，冲回坏账准备所致；公司商誉减值损失分别为 0.00 亿元、1.01 亿元和 0.78 亿元，其中 2017 年和 2018 年分别为公司对港源装饰和 Vision 计提等商誉减值准备。

同期，公司利润总额分别为 6.08 亿元、7.37 亿元和 8.69 亿元；净利润分别为 4.69 亿元、5.92 亿元和 7.39 亿元，均保持增长。

从资产盈利能力看，2016年~2018年，公司总资本收益率分别为4.46%、5.94%和5.89%；净资产收益率分别为6.33%、7.76%和8.32%，均保持增长。公司盈利能力有所提升。

现金流

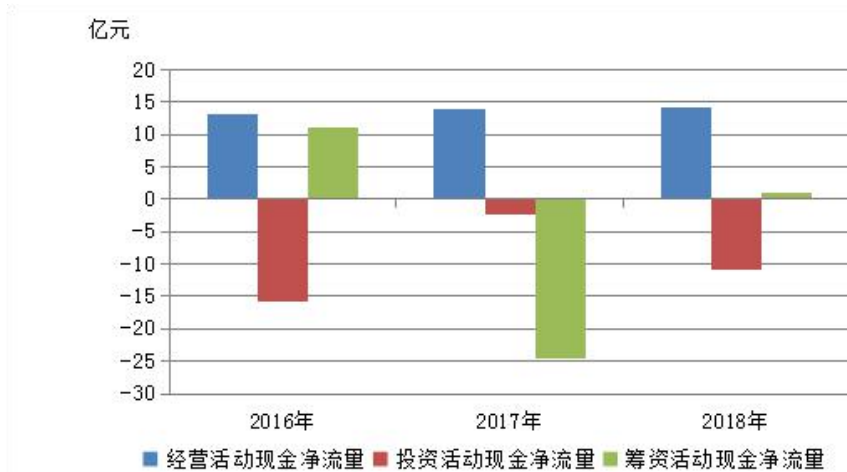
公司经营性净现金流呈现净流入，投资活动现金流流出规模不断增大，公司对外部融资有所依赖

2016年~2018年，公司经营活动现金流入分别为167.89亿元、175.39亿元和171.51亿元，主要为业主方支付的工程款；经营活动现金流出分别为154.80亿元、161.50亿元和157.42亿元；经营性净现金流分别为13.08亿元、13.89亿元和14.09亿元，表现为净流入。公司现金收入比分别为109.11%、113.88%和106.65%。

同期，公司投资性现金流净额分别为-15.87亿元、-2.36亿元和-10.77亿元，净流出规模波动增长，主要系公司布局国内外医疗健康领域资金支出；其中2016年公司投资活动净现金流的流出规模大幅增加主要是公司购买Primary股票所致，2018年主要是公司收购首颐医疗股权及认购Healius配发股票所致。

2016年~2018年，公司筹资活动现金流入分别为49.27亿元、47.14亿元和58.58亿元，保持增长，筹资性现金流入主要来自于取得借款和发行债券收到的现金，公司对外部融资有所依赖；同期，筹资性现金流净额分别为11.10亿元、-24.58亿元和1.07亿元；其中，2017年公司筹资性现金流净额流出规模较高主要是公司偿还金融机构借款及到期公司债券所致。

图 7：2016 年~2018 年公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2016年~2018年末，公司流动比率分别为117.11%、114.97%和123.33%；速动比率分别为105.02%、102.30%和111.03%，均有所提高。2016年~2018年，公司经营现金流动负债比分别为7.71%、8.54%和8.02%，有所增强。2018年末，公司货币资金期末余额41.78亿元，其中未受限的货币资金28.78亿元，同期末短期有息债务74.39亿元，公司账面货币资金无法覆盖短期有息债务。

表 15：2016 年~2018 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率	117.11	114.97	123.33
速动比率	105.02	102.30	111.03
经营现金流动负债比	7.71	8.54	8.02
EBITDA 利息倍数	4.38	4.77	4.97
全部债务/EBITDA	8.31	5.59	6.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，2016年~2018年，公司EBITDA分别为9.71亿元、11.33亿元和13.15亿元；EBITDA利息倍数分别为4.38倍、4.77倍和4.97倍；公司全部债务/EBITDA分别为8.31倍、5.59倍和6.20倍。

截至2019年3月末，公司综合授信额度187.57亿元，已使用84.30亿元，剩余可用额度103.27亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2019年5月8日，公司信贷记录良好，无不良或违约记录。

截至2018年末，公司存在3笔重大未决诉讼，合计1.22亿元。其中作为起诉（申请）方的为公司与青岛长基置业有限公司合同纠纷，涉及金额1869.40万元，目前正在审理中。作为应诉（被申请）方的共计2笔诉讼，分别是公司与Soil-Build（Pte.Ltd）和石家庄德鸿房地产开发有限公司合同纠纷，涉及金额共计1.03亿元；其中公司与Soil-Build（Pte.Ltd）合同纠纷主要为：2016年2月24日Soil-Build（Pte.Ltd）以公司违反合同约定的完工日期为由，向新加坡国际仲裁中心提出索赔要求，请求裁决公司赔偿工期罚款1663.5万新币，公司应收原告新币839464.32元已全额计提坏账准备，公司开立的以原告为受益人的保函新币780000.00元已全额确认预计负债，2019年2月25日，新加坡国际仲裁中心裁决Soil-Build（Pte.Ltd）支付公司工程款1390717.18新币，并按照5.33%的年利率支付相应利息等；公司与石家庄德鸿房地产开发有限公司合同纠纷涉及金额1969.81万元，主要为：2018年7月30日，就公司与石家庄德鸿房地产开发有限公司签订的《中央悦城二单元及裙楼、迎宾苑项目幕墙施工合同》纠纷一案，河北省高级人民法院下发（2018）冀民终617号民事判决书，判令石家庄德鸿房地产开发有限公司支付公司诉求的工程款及相应利息等，此后公司收到上述款项。2018年10月11日，石家庄德鸿房地产开发有限公司由于上述判决未受理其诉求，重新向石家庄市裕华区人民法院提起诉讼，请求判令公司支付工程质量违约金1738513.90元、工期延期违约金1159009.26元以及因此给其造成的损失16800659.00元，并于2018年10月15日申请冻结公司银行存款15000000.00元。目前此案正在审理中，预计不会产生其他财务损失。公司存在多笔诉讼，可能面临一定的或有风险。

本期债券偿债能力

本期债券发行金额 1 亿元，为公司 2018 年末全部债务和负债总额的 1.23% 和 0.54%，对公司现有资本结构有一定影响。

截至 2018 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.45% 和 47.87%。本期债券发行后，发行金额若按 1 亿元计算，公司的负债总额将上升至 185.07 亿元，资产负债率将上升至 67.57%，全部债务资本化比率上升至 48.18%。

以公司 2018 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 13.15 倍、171.51 倍、14.09 倍和 3.32 倍。

表 16：本期债券偿债能力指标

偿债指标	单位：倍		
	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期债券发债额度	9.71	11.33	13.15
经营活动现金流入偿债倍数	167.89	175.39	171.51
经营活动现金流量净额偿债倍数	13.08	13.89	14.09
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-2.78	11.53	3.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

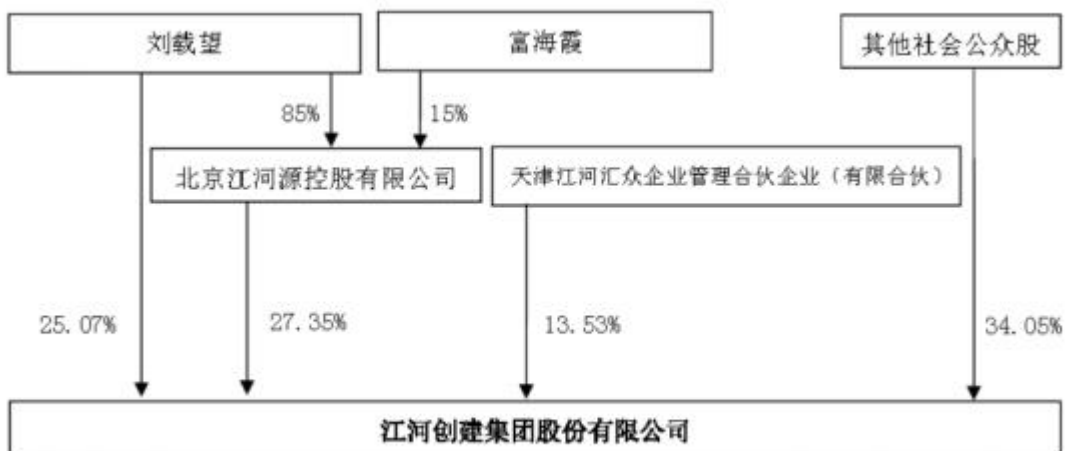
抗风险能力及结论

公司建筑装饰领域资质完备且施工经验丰富，承接多项建筑装饰领域标志性工程，在建筑幕墙领域具有较强的竞争实力；近年公司建筑装饰业务收入持续增长，同时随着境外业务调整收缩到位及成本管控的加强，业务获利能力持续提高；2019 年以来房地产开发投资回暖，有助于公司建筑幕墙和建筑装饰业务新签订单持续增长，同时期末在手订单充足，为业务持续发展提供了有利支撑；公司医疗健康业务收入和利润保持增长，对公司营业收入和利润形成一定补充；公司营业收入和利润总额逐年增加，盈利能力持续提高。

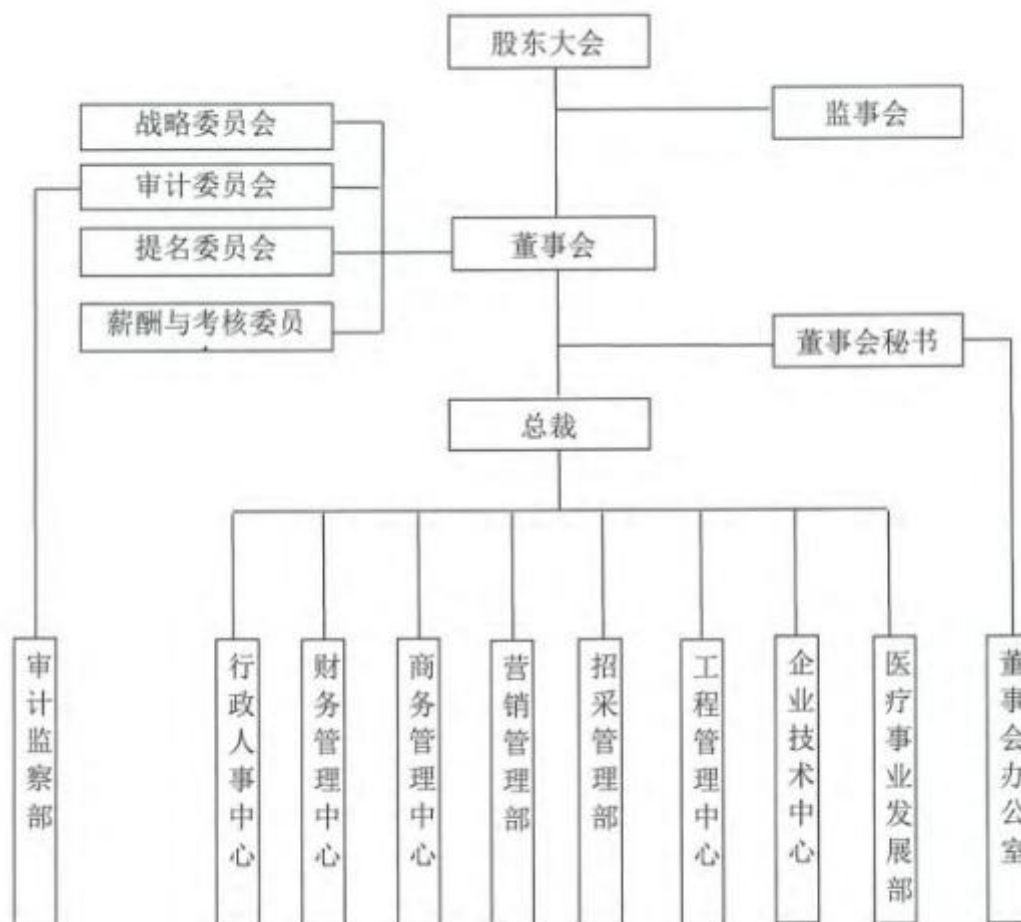
同时，东方金诚也关注到，公司建筑装饰业务部分项目位于境外，面临项目所在地区政治和经济波动的风险；公司在建项目规模较高，面临一定资金支出压力；公司审慎推进收购 Healius，可能面临一定资金压力；公司应收账款规模较大，存在资金占压，计提坏账准备规模较高，部分款项面临一定回收风险；公司有息债务规模较大且短期有息债务占比很高，面临较高的短期债务压力；公司有对外保函担保及诉讼，存在一定或有负债。

综合考虑，东方金诚评定江河集团主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司应收账款期末余额前五名

单位：亿元、%

单位名称	金额	占比	坏账准备期末余额
中国建筑第八工程局有限公司	5.86	4.44	0.56
北京中航油置业有限公司	3.02	2.29	0.15
中国三局集团有限公司	2.03	1.54	0.19
江河幕墙美洲公司	1.56	1.18	1.56
江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司	1.46	1.10	0.63
合计	13.93	10.56	3.10

附件四：截至 2018 年末公司其他应收款期末余额前五名

单位：万元、%

单位名称	款型性质	期末余额	占比	账龄	坏账准备
彩云国际投资有限公司	股权转让款	121756.75	73.91	未到期	6087.84
雅安鼎恒新能源锂电池制造有限公司	履约保证金	2500.00	1.52	4-5 年	2500.00
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	履约保证金	1127.47	0.68	未到期	56.37
府谷煤业集团有限公司	履约保证金	622.60	0.38	5 年以上	622.60
中交（郑州）投资发展有限公司	履约保证金	420.25	0.26	未到期	21.01
合计	-	126427.07	76.75	-	9287.82

附件五：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产：			
货币资金	435018.30	289300.90	417826.18
应收票据	56067.28	67056.54	118584.99
应收账款	1181679.82	1174576.48	1139670.94
预付款项	36980.23	42109.54	44275.84
其他应收款	30573.75	29923.54	148863.31
存货	205059.66	206065.39	215975.74
一年内到期的非流动资产	-	85.38	660.52
其他流动资产	41781.03	61179.83	80574.91
流动资产合计	1987160.08	1870297.62	2166432.43
非流动资产：			
可供出售金融资产	194909.28	187252.74	196617.89
持有至到期投资	85.38	-	-
长期股权投资	3007.06	2916.62	8133.66
投资性房地产	391.02	335.52	1907.39
固定资产	103790.80	105937.47	107086.65
无形资产	87618.91	87208.86	83256.72
商誉	124344.41	120749.28	112263.71
长期待摊费用	261.19	2586.38	8289.78
递延所得税资产	32512.66	33307.35	43984.01
其他非流动资产	1000.00	-	900.00
非流动资产合计	547920.71	540294.23	562439.81
资产总计	2535080.78	2410591.85	2728872.25

附件五：公司合并资产负债表 (续表)

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债：			
短期借款	218764.78	153135.16	301010.64
应付票据	268350.78	275738.12	382969.06
应付账款	720331.02	728594.63	732497.70
预收款项	168172.05	167341.69	168459.60
应付职工薪酬	18497.69	23850.81	34106.89
应交税费	12806.50	12192.50	9637.32
应付利息	3549.85	4631.59	2202.99
应付股利	3160.48	533.68	33.68
其他应付款	12669.16	13641.50	12676.91
一年内到期的非流动负债	73302.46	69901.86	-
其他流动负债	197276.53	177262.45	113048.37
流动负债合计	1696881.30	1626823.99	1756643.16
非流动负债：			
长期借款	7272.81	4838.16	61894.73
应付债券	69752.58	-	9948.58
递延收益	6318.06	5509.38	5301.04
预计负债	374.36	380.88	390.48
递延所得负债	14173.67	10851.40	6481.27
非流动负债合计	97891.48	21579.83	84016.10
负债合计	1794772.78	1648403.82	1840659.26
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	115405.00	115405.00	115405.00
资本公积	295534.22	304044.58	409691.24
减：库存股	-	-	8284.29
盈余公积	21854.22	24534.03	24534.03
未分配利润	211330.33	243756.02	269995.17
其他综合收益	24056.10	1520.84	-49564.88
归属母公司所有者权益合计	668179.86	689260.47	761776.27
少数股东权益	72128.14	72927.57	126436.72
股东权益合计	740308.00	762188.04	888212.99
负债与股东权益合计	2535080.78	2410591.85	2728872.25

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年
一、营业总收入	1523958.55	1529657.25	1603726.17
其中：营业收入	-	-	-
减：营业成本	1311584.15	1298434.74	1307745.81
税金及附加	6428.10	3938.20	4036.06
销售费用	20277.29	18978.81	17975.66
管理费用	97370.34	112408.83	107161.75
研发费用	-	-	43807.47
财务费用	10037.49	31875.59	23730.52
资产减值损失	28283.19	2923.08	20489.20
投资收益	4596.50	6116.31	5560.89
资产处置收益	-	-589.92	-166.36
其他收益	-	2543.01	2411.15
二、营业利润	54574.48	69167.40	86585.37
加：营业外收入	7910.25	7103.41	648.86
减：营业外支出	1681.82	2551.10	371.98
三、利润总额	60802.91	73719.71	86862.25
减：所得税	13906.31	14564.65	13001.66
四、净利润	46896.60	59155.05	73860.59
归属于母公司所有者的净利润	35156.18	46646.00	60860.65
少数股东损益	11740.42	12509.05	12999.94

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	1662801.81	1741932.44	1710440.15
收到税费返还	1549.51	2445.45	126.72
收到的其他与经营活动有关的现金	14523.32	9550.99	4535.08
经营活动现金流入小计	1678874.64	1753928.87	1715101.95
购买商品、接受劳务支付的现金	1330561.44	1394191.21	1350855.81
支付给职工以及为职工支付的现金	115247.02	116051.34	126341.69
支付的各项税费	54674.34	48832.43	44547.35
支付的其他与经营活动有关的现金	47555.15	55923.41	52497.42
经营活动现金流出小计	1548037.95	1614998.39	1574242.28
经营活动产生的现金流量净额	130836.69	138930.49	140859.67
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	206790.00	139799.90	8847.38
取得投资收益所收到的现金	4611.55	5889.70	3521.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	3557.59	349.71	2055.16
收到的其他与投资活动有关的现金	1703.08	2446.03	2156.46
投资活动现金流入小计	216662.22	148485.34	16580.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	9095.90	16509.99	26674.14
投资所支付的现金	366239.34	153861.53	95495.99
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	1734.80	2105.37
投资活动现金流出小计	375335.23	172106.32	124275.49
投资活动产生的现金流量净额	-158673.01	-23620.98	-107695.35
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	49780.38	140.00	21160.00
取得借款所收到的现金	271040.88	335017.06	370714.75
发行债券收到的现金	119640.00	119565.28	129606.73
收到的其他与筹资活动有关的现金	52254.79	16719.27	64335.94
筹资活动现金流入小计	492716.04	471441.61	585817.42
偿还债务所支付的现金	317018.52	596590.73	425907.85
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	35717.38	44932.29	66172.54
支付其他与筹资活动有关的现金	28974.17	75670.26	83029.28
筹资活动现金流出小计	381710.07	717193.28	575109.67
筹资活动产生的现金流量净额	111005.97	-245751.67	10707.75
四、汇率变动对现金的影响额	2965.27	-6705.67	11715.50
五、现金和现金等价物净增加额	86134.92	-137147.82	55587.57

附件八：合并现金流量表附表

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	46896.60	59155.05	73860.59
资产减值准备	28283.19	2923.08	20489.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9233.82	10792.00	12317.27
无形资产摊销	4668.70	4676.50	4729.40
长期待摊费用摊销	259.73	339.82	1128.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1166.56	589.92	166.36
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失（减：收益）	-	-	-
财务费用	23400.24	24086.85	26655.82
投资损失	-4596.50	-6116.31	-5560.89
递延所得税资产减少	-2557.00	-758.34	-10676.66
递延所得税负债增加	-359.08	-1120.51	10643.66
存货的减少	108531.67	-1462.46	-10494.35
经营性应收项目的减少	-185640.54	-13347.26	-44326.17
经营性应付项目的增加	101549.29	59172.16	61926.69
其他			
经营活动产生的现金流量净额	130836.69	138930.49	140859.67
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	369357.80	232209.97	287797.54
减：现金的期初余额	283222.88	369357.80	232209.97
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	86134.92	-137147.82	55587.57

附件九：主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	13.51	14.86	18.20
总资产收益率 (%)	4.46	5.94	5.89
净资产收益率 (%)	6.33	7.76	8.32
偿债能力			
资产负债率 (%)	70.80	68.38	67.45
长期债务资本化比率 (%)	9.42	0.63	7.48
全部债务资本化比率 (%)	52.17	45.40	47.87
流动比率 (%)	117.11	114.97	123.33
速动比率 (%)	105.02	102.30	111.03
经营现金流流动负债比 (%)	7.71	8.54	8.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.38	4.77	4.97
全部债务/EBITDA (倍)	8.31	5.59	6.20
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.03	0.18	0.04
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-1.26	4.85	1.25
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	1.30	1.23	1.28
存货周转次数 (次)	5.05	6.32	6.20
总资产周转次数 (次)	0.64	0.62	0.62
现金收入比 (%)	109.11	113.88	106.65
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	-	-4.91	3.75
净资产年平均增长率 (%)	-	2.96	9.53
营业收入年平均增长率 (%)	-	0.37	2.58
利润总额年平均增长率 (%)	-	21.24	19.52
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券发债额度 (倍)	9.71	11.33	13.15
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	167.89	175.39	171.51
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	13.08	13.89	14.09
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-2.78	11.53	3.32

附件十：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}}\right]^{1/(n-1)}-1\times 100\%$
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期债券发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十一：企业主体及长期债券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。

关于江河创建集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“江河创建集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的存续期内密切关注江河创建集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在江河创建集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向江河创建集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，江河创建集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如江河创建集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站（<http://www.dfratings.com>）和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年7月3日