

江河创建集团股份有限公司
2012年（第一期）9亿元
公司债券
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



江河创建集团股份有限公司

2012年（第一期）9亿元公司债券

2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：负面

债券剩余规模：9亿元

债券到期日期：2017年12月07日

评级日期：2014年05月09日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：9亿元

债券到期日期：2017年12月07日

评级日期：2013年04月24日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河创建”或“公司”）2012年12月发行的第一期9亿元公司债券的2014年跟踪评级结果维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望下调为负面。

主要财务指标：

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2011年 |
|-----------------|--------------|--------------|------------|
| 总资产（万元） | 1,517,389.19 | 1,244,205.46 | 775,574.39 |
| 归属于母公司所有者权益（万元） | 465,386.13 | 447,966.58 | 411,156.56 |
| 资产负债率 | 69.02% | 63.61% | 47.04% |
| 流动比率 | 1.38 | 1.63 | 1.95 |
| 速动比率 | 0.94 | 1.15 | 1.43 |
| 营业收入（万元） | 1,190,204.79 | 898,920.45 | 576,249.05 |
| 营业利润（万元） | 27,215.29 | 53,486.64 | 37,937.75 |
| 利润总额（万元） | 30,379.37 | 55,520.04 | 39,705.29 |
| 综合毛利率 | 16.16% | 19.76% | 23.52% |
| 总资产回报率 | 3.14% | 6.03% | 6.77% |
| EBITDA（万元） | 53,374.36 | 68,011.43 | 48,191.40 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.12 | 12.57 | 12.33 |

| | | | |
|---------------|------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流净额（万元） | -20,866.37 | -24,042.91 | -112,656.02 |
|---------------|------------|------------|-------------|

资料来源：公司提供

正面：

- 公司幕墙业务和内装修业务逐步发挥协同效应，在手订单充足，有利于公司的持续发展；
- 公司仍不断通过并购增强内装修业务实力，该业务成为公司新的收入和利润增长点；
- 公司计划剥离经营风险较大的海外幕墙业务从而降低海外业务的不确定性对公司造成的影响。

关注：

- 未来国家房地产调控若进一步加码可能对公司的业务产生一定的影响；
- 跟踪期内，公司应收账款规模较大，同时较大规模的在手订单将对流动资金形成持续的占用，使得公司存在较大的营运资金压力；
- 公司幕墙业务在海外市场占比较高，收入和利润水平易受汇率、国际贸易政策等因素影响；
- 公司应收账款占总资产比重较高，账龄较长的应收账款存在较大的回款风险；
- 跟踪期内，毛利率的下滑，利息费用的上升，以及人民币升值造成的汇兑损失增长使得公司利润大幅下降；
- 跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈净流出状态，未来业务扩大对资金的需求不断增加，将进一步依赖筹资活动获取资金；
- 公司负债规模较大，有息负债规模增长较快，存在较大的债务压力；
- 公司未决诉讼存在一定的或有风险。

分析师

姓名： 胡长森 王贞姬

电话： 010-66216006

邮箱： huchs@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2012年12月7日，经中国证监会证监许可[2012]1532号文件核准，公司向社会公开发行不超过15亿元公司债券，本次债券采取分期发行的方式，其中公司2012年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）发行规模为9亿元，扣除相关费用后发行净额89,800.00万元。

本期债券期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率为5.40%，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。本期债券的起息日为2012年12月7日，在存续期限内每年的12月7日为该计息年度的起息日。本期债券的付息日为2013年至2017年每年的12月7日。如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日；每次付息款项不另计利息。2013年12月7日公司支付第一年利息4,860万元。

二、发行主体概况

2013年4月18日公司名称由“北京江河幕墙股份有限公司”变更为现名。2013年，公司实施了上一年度的利润分配方案：以公司总股本5.60亿股为基数，以资本公积金每10股转增10股，转增5.60亿股，因此公司总股本达11.20亿股。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人没有发生变更。2013年公司合并报表范围增加5家子公司，如表1所示。

表1 2013年公司合并范围新增的子公司基本情况

| 公司名称 | 本文简称 | 注册资本 | 持股比例 | 经营范围 |
|------------------|-------|----------|------|--|
| 江河幕墙墨西哥有限公司 | 墨西哥江河 | 800万美元 | 100% | 幕墙系统的设计、生产、销售、安装。 |
| 长春江河幕墙工程有限公司 | 长春江河 | 200万元 | 100% | 建筑幕墙工程；钢结构工程；金属门窗工程；建筑装饰设计、建筑幕墙设计；销售幕墙、门窗、钢结构产品。 |
| 北京江河幕墙系统工程技术有限公司 | 北京江河 | 10,000万元 | 100% | 工程设计、专业承包、销售建筑材料、五金交电、金属材料。 |
| 成都江河创建实业有限公司 | 成都创建 | 10,000万元 | 51% | 项目投资、项目建设、物业管理、物业租赁、楼宇管理。 |
| 江河澳大利亚控股有限公司 | 澳洲控股 | 10,000澳币 | 100% | 幕墙安装及相关业务，投资控股。 |

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司资产总额为 1,517,389.19 万元，归属母公司的所有者权益为 465,386.13 万元，资产负债率为 69.02%。2013 年度，公司实现营业收入 1,190,204.79 万元，利润总额 30,379.37 万元，经营活动产生的现金净流出 20,866.37 万元。

三、经营与竞争

公司为领先的建筑装饰系统整体解决方案供应商，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，为客户提供涵盖建筑幕墙系统和室内装饰系统的整体解决方案。

建筑装饰行业与固定资产投资、及建筑、房地产业等高度相关，其受国家宏观调控的影响较为明显。目前，国家对房地产的宏观调控主要集中在住宅领域，而公司从事的业务主要涉及公共建筑和商业地产领域，虽受政策的影响较小，但是如果未来政策调控进一步扩展到公共建筑和商业地产领域，将对公司的业务产生一定影响；另一方面，公司的少数客户同时从事商业地产和住宅开发，国家对住宅的宏观调控政策可能对公司项目的实施进度和应收账款的回收产生间接的影响。

公司定位于高端市场，主要承接城市公共建筑、高层住宅的建筑幕墙工程和室内装饰工程。2013年公司营业收入达1,190,204.79万元，同比增长32.40%，主要因为公司内装业务与幕墙业务的协同效应较好，内、外装业务的订单金额均增长较快，2013年幕墙系统和内装系统收入分别增长26.87%和69.44%，其中幕墙系统收入占营业收入的比重为83.27%，仍为公司收入的主要来源。

2013年公司毛利率继续下滑，同比下降3.6个百分点。其中，内装系统毛利率下降1.75个百分点，主要原因是市场竞争的加剧；幕墙系统毛利率下降3.76个百分点，主要原因是：

(1) 由于经济复苏缓慢，欧美、澳洲等部分国家贸易保护主义抬头，或实施反倾销反补贴调查，或在劳工政策等方面实施限制措施，从而间接增大了公司海外业务的运营成本；(2) 公司海外业务通常采用项目所在国家（或地区）货币结算，受人民币对美元、澳元、加币等主要币种升值的影响，公司以外币结算的幕墙业务毛利率下降；(3) 海外劳工成本上升较快；(4) 幕墙所处行业市场竞争的影响。2012-2013年公司营业收入和毛利率情况如表2所示。

表2 2012-2013年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

| 类别 | 2013年 | | 2012年 | |
|-----------|---------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 |
| 幕墙系统 | 991,049.93 | 16.66% | 781,124.91 | 20.42% |
| 内装系统 | 198,737.53 | 13.64% | 117,291.42 | 15.39% |
| 材料销售 | 417.33 | 13.72% | 504.12 | 5.20% |
| 合计 | 1,190,204.79 | 16.16% | 898,920.45 | 19.76% |

注：幕墙系统主要是指建筑幕墙的设计、生产及安装施工等。

资料来源：公司提供

公司幕墙业务目前在手订单充足，未来幕墙业务收入可持续性较强，但流动资金占用的持续增加将给公司带来较大的资金压力

公司幕墙系统主要聚焦于大都市、大客户、大项目开展业务。公司2014年以前坚持全球化发展战略，在中国大陆公司深耕本土市场，主要集中在以环渤海、长三角、珠三角三大经济圈为主体的东部地区，以武汉为中心的中部地区和以成渝经济区为中心的西部地区开展业务；在海外公司坚持走市场多元化道路，主要集中在中国港澳市场和以新加坡为中心的东南亚市场，以海湾六国为主体的中东市场，以澳大利亚为代表的资源型国家市场，和以美国、加拿大为代表的发达国家市场开展业务。

从公司新承接项目情况来看，2013年公司承接的幕墙项目数量有所下降，其中中国大陆项目占总项目数的86.58%；从新中标幕墙项目金额来看，2013年公司新中标幕墙项目金额增长7.18%，增速有所放缓，其中海外项目金额同比有所下降；从项目合同规模来看，2013年合同额在一亿元上的项目数量占比24.16%。2013年公司新中标幕墙项目平均合同额为9,172.47万元，单体工程项目合同额较大，发包方（业主或总承包商）实力普遍较强，对项目合同的执行和结算较有保障。

表3 2012-2013年公司新中标幕墙工程项目情况

| 项目 | 2013年 | 2012年 |
|------------------|--------------|--------------|
| 当年新中标项目个数（单位：个） | 149.00 | 171.00 |
| 其中：中国大陆（单位：个） | 129.00 | 133.00 |
| 海外（单位：个） | 20.00 | 38.00 |
| 一亿元以上项目个数（单位：个） | 36.00 | 39.00 |
| 当年新中标项目金额（单位：万元） | 1,366,697.72 | 1,275,096.05 |
| 其中：中国大陆（单位：万元） | 1,024,589.67 | 911,944.87 |
| 海外（单位：万元） | 342,108.05 | 363,151.18 |
| 当年实现收入（单位：万元） | 991,049.93 | 781,124.91 |

资料来源：公司提供

截至2013年底，公司幕墙业务在手订单总额达到1,816,306.00万元，其中中国大陆订单额占比为67.58%，海外订单占比为32.42%，在手订单充足。公司在手订单较多有利于公司的持续发展，但随着公司承建的项目规模的扩大，公司需要的流动资金将不断增加，将给公司带来较大的资金周转压力。跟踪期内，公司幕墙业务在海外市场占比仍较高，收入和利润水平易受汇率、国际贸易政策等因素影响，未来随着公司海外业务模式变革的完成，这部分影响影响程度有望降低。

表 4 截至 2013 年公司幕墙业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）

| 区域 | 金额 | 占比 |
|-----------|---------------------|----------------|
| 中国大陆 | 1,227,527.00 | 67.58% |
| 海外（含港澳地区） | 588,778.00 | 32.42% |
| 合计 | 1,816,306.00 | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司未来计划剥离经营不利的海外幕墙业务，从而降低海外业务的不确定性对公司造成的风险

近年，公司海外业务取得了长足发展，但随着中东等部分海外地区经营环境变化，欧美、澳洲等部分国家贸易保护主义抬头，以及人民币持续升值均对公司的海外业务开展造成了一定不利影响。同时海外幕墙业务涉及国内设计、生产和海外施工，管理和运营链条较长，上述海外区域的经营环境、法律政策及社会文化与国内差异较大，使得公司的管理和运营难度大幅增加，对公司的业绩造成了一定的影响。针对海外业务运营的不利局面，2014年开始公司拟对上述区域海外业务模式进行变革，将负责海外施工为主的子公司股权转让，公司仅作为产品和设计服务供应商，集中精力做好方案设计、产品生产和出口，减少海外项目当地的项目管理环节，缩短管理和运营链条，规避当地施工运营产生的不确定性风险。

公司对海外子公司转让的具体方案为：公司拟将持有的子公司美洲江河、加拿大江河、阿联酋江河、卡塔尔江河、澳大利亚江河以及新加坡江河持有的子公司澳洲控股（“标的公司”）的全部股权（“标的股权”）转让给公司原海外业务相关负责人员设立的公司，上述海外子公司长期亏损，基准日经审计净资产值为负值，公司将对上述标的公司的部分应收款项转为对其投资款，并与标的股权对应的账面净资产值相抵后，标的股权转让对价为零元。相抵后的应收款项余额由标的公司按照约定期限偿还。股权转让完成后，公司作为上述标的公司的产品及设计服务供应商，就截至基准日标的公司的存量工程项目（“存量项目”）继

续向标的公司提供产品及技术服务，定价将按照成本加成3%的原则确定。公司将继续履行已经为标的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。公司的大股东北京江河源控股有限公司（以下简称“江河源”）为上述应收款项余额的回收及存量项目涉及的保函等相关函件提供连带责任担保，如因此使公司发生损失，且标的公司无法偿还的，由江河源偿还。2014年3月17日公司第三届董事会第十一次会议审议通过了《关于转让六家海外子公司全部股权的议案》，该协议并于2014年4月9日经公司2013年年度股东大会决议通过。

公司剥离经营不利的海外幕墙业务，将降低海外业务的不确定性对公司造成的风险，有利于公司盈利能力的提升。

跟踪期内，公司内装修业务与公司幕墙业务协同效应较好，内装修业务订单和收入增长较快，内装修业务成为公司新的收入和利润增长点；公司仍不断通过并购增强公司在内装修业务方面的实力，但对公司的管理水平提出更高的要求

公司2013年内装修业务均由子公司承达集团有限公司（以下简称“承达集团”）负责。承达集团系公司2012年并购的公司，2013年承达集团的内装修业务与公司传统的幕墙业务协同效应较好，国内外订单数、订单金额和实现的内装修收入均大幅增长。

表5 2012-2013年公司内装修业务订单情况

| 项目 | 2013年 | 2012年 |
|------------------|------------|------------|
| 当年新中标项目个数（单位：个） | 86.00 | 37.00 |
| 其中：中国大陆（单位：个） | 39.00 | 8.00 |
| 海外（单位：个） | 47.00 | 29.00 |
| 一亿元以上项目个数（单位：个） | 8.00 | 4.00 |
| 当年新中标项目金额（单位：万元） | 293,023.00 | 178,828.34 |
| 其中：中国大陆（单位：万元） | 115,467.00 | 34,454.58 |
| 海外（单位：万元） | 177,556.00 | 144,373.76 |
| 当年实现收入（单位：万元） | 198,737.53 | 117,291.42 |

资料来源：公司提供

截至2013年末，公司内装修业务在手订单326,678.00万元，在手订单充足。未来公司内装修业务收入将继续增加。内装修业务成为公司新的收入和利润增长点。

表6 截至2013年公司内装修业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）

| 区域 | 金额 | 占比 |
|------|------------|--------|
| 中国大陆 | 115,459.00 | 35.34% |

| | | |
|-----------|-------------------|----------------|
| 海外（含港澳地区） | 211,219.00 | 64.66% |
| 合计 | 326,678.00 | 100.00% |

资料来源：公司提供

为进一步向内装业务延伸，加快扩大业务规模，公司仍不断通过并购增强公司在内装修业务方面的实力。

2012年12月，公司收购北京江河创展投资管理有限公司（以下简称“江河创展”）100%的股权，从而获得江河创展持有的港源装饰12.5%的股权；2013年3月，江河创展通过对北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）增资使持股比例增至38.75%；2013年12月18日，经中国证券监督管理委员会《关于核准江河创建集团股份有限公司向北京城建集团有限责任公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2013]1602号文）核准，公司向北京城建集团有限责任公司（以下简称“北京城建”）发行人民币普通股2,724.00万股、向自然人王波发行人民币普通股681.00万股股份购买其持有的港源装饰21%和5.25%的股权，每股发行价为人民币13.92元。2014年1月，北京城建集团有限责任公司、王波将其持有的港源装饰的股权过户至江河创建，收购完成后公司合计持有港源装饰65%的股权^①，2014年1季度公司将港源装饰纳入合并报表范围。

港源装饰是以建筑装饰工程为主，集土建、装饰、幕墙、机电安装、钢结构工程和园林古建筑工程综合承接能力于一身的建筑装饰企业，是北京及全国建筑装饰行业名列前茅的企业。港源装饰先后承担了国家体育场（鸟巢）、国际机场（首都国际机场、昆明长水国际机场、沈阳桃仙国际机场）、剧院场馆（国家大剧院、国家博物馆、中国文字博物馆、宁夏大剧院、内蒙古科技馆、沈阳科技馆）、国际会议中心（北京雁西湖国际会议中心、辽宁省国际会议中心、武汉东湖国际会议中心）、国际酒店（北京饭店、北京国际饭店、沈阳希尔顿逸林酒店、北京银泰中心柏悦酒店）等数百项国家和省市级重点工程的装饰设计与施工，多次获得国家鲁班奖、全国建筑工程装饰奖以及省市级优质工程奖。

2014年1月24日，公司通过控股子公司香港江河、承达集团、港源装饰实际控制的BVI公司Eagle Vision Development Limited与梁志天设计师有限公司（以下简称“梁志天公司”）的股东梁志天先生（出售方）签订了《股权收购协议》，收购梁志天公司70%的股本，总价款为3.50亿港元。2014年2月13日，上述收购协议约定的第一期款项2.10亿元已支付完毕，双方完成股权转让交割手续。2014年1季度公司将梁志天公司纳入合并报表。

^① 公司是溢价收购港源装饰的股权。

梁志天设计师有限公司由建筑及室内设计师梁志天于1997年设立，梁志天公司目前拥有超过350人的设计团队。梁志天公司建筑设计元素主要包括商业楼宇、住宅大厦、别墅及学校等。基于目标公司2010-2012年度的平均净利润，出售方保证反映于2013年经审计账目中目标公司于2013年的净利润（“2013年实际利润”）不低于港币5,600.00万元（“2013年保证利润”），反映于2013年经审计账目中目标公司于2013年12月31日的资产净值不低于港币11,700.00万元；如2013年实际净利润不足2013年保证利润，由出售方全数补足；如超出2013年保证利润，则超额部分全归出售方所有。出售方还承诺，以2013年保证利润为计算基数，目标公司于2014年、2015年及2016年（“3年保证期”）反映于其每个财政年度的审计账目中的净利润年复合增长率不低于25%；若3年保证期净利润增长不达标，出售方需在3年保证期结束后一次性向目标公司补偿差额的50%。

表 7 2012-2013 年港源装饰和梁志天公司主要财务指标（单位：万元）

| 公司名称 | 财务指标 | 2013年 | 2012年 |
|-------|------|------------|------------|
| 港源装饰 | 总资产 | 298,207.32 | 176,992.81 |
| | 净资产 | 97,409.94 | 34,531.79 |
| | 营业收入 | 408,910.45 | 345,903.67 |
| | 净利润 | 22,539.62 | 13,200.26 |
| 梁志天公司 | 总资产 | 16,561.64 | 13,562.44 |
| | 净资产 | 9,687.85 | 4,943.10 |
| | 营业收入 | 19,402.98 | 15,796.60 |
| | 净利润 | 4,961.44 | 3,381.29 |

资料来源：公司提供

公司通过并购港源装饰和梁志天公司增强公司在内装修业务方面的实力，未来公司内装修订单和收入将继续增加，但对公司的管理水平也提出更高的要求。

公司的存货和应收账款较大，符合行业特点，但在国内外宏观经济不景气的背景下，较长的回款周期给公司经营效率和运营资金造成一定的压力

公司存货主要是原材料、库存商品（主要是用于在施项目的幕墙系统产品）和工程施工净额，其中工程施工账面价值是指累计已发生的工程成本和累计已确认的工程毛利之和减去业主已结算的工程计价款与预计合同损失准备合计的净额。截至 2013 年底，工程施工账面价值占公司存货的 65.82%。

公司工程款结算的流程较长。以公司幕墙业务为例，公司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，多数

项目通常有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）逐渐流行，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%-80%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支付，保修期通常为1-3年。

公司工程款结算的流程较长，使得公司必然会产生一定规模的应收账款。2013年公司应收账款净额622,536.81万元，占营业收入的52.31%。在目前国内外宏观经济不景气的背景下，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或拖延回款周期，目前公司幕墙业务在手订单较大，随着公司业务规模的扩大，公司应收账款仍将维持在较高水平，给公司经营效率和运营资金造成一定的压力，进而削弱公司的经营现金流。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年的审计报告，2013年公司合并范围增加5家公司。公司报表按照新会计准则编制。

资产构成与质量

跟踪期内，随着公司业务规模的增长，公司资产规模增长较快，但应收账款和存货占比较大

随着公司内外装业务规模的增长，公司资产规模增长较快，截至2013年底，公司总资产达到1,517,389.19万元。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，公司流动资产占总资产的比重为86.45%。

表8 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | | 2012年 | | 2013年同比变化 |
|--------|--------------|--------|--------------|--------|-----------|
| | 金额 | 比重 | 金额 | 比重 | |
| 流动资产合计 | 1,311,776.00 | 86.45% | 1,116,276.64 | 89.72% | 17.51% |

| | | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------|
| 货币资金 | 189,693.72 | 12.50% | 245,535.03 | 19.73% | -22.74% |
| 应收账款净额 | 622,536.81 | 41.03% | 489,310.09 | 39.33% | 27.23% |
| 预付款项 | 38,248.12 | 2.52% | 28,945.87 | 2.33% | 32.14% |
| 其他应收款 | 39,456.62 | 2.60% | 23,697.77 | 1.90% | 66.50% |
| 存货 | 419,476.02 | 27.64% | 324,644.13 | 26.09% | 29.21% |
| 非流动资产合计 | 205,613.19 | 13.55% | 127,928.82 | 10.28% | 60.72% |
| 固定资产 | 70,150.58 | 4.62% | 64,878.23 | 5.21% | 8.13% |
| 无形资产 | 20,908.34 | 1.38% | 23,990.23 | 1.93% | -12.85% |
| 资产总计 | 1,517,389.19 | 100.00% | 1,244,205.46 | 100.00% | 21.96% |

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末，公司货币资金主要是现金、银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金主要是保函保证金、承兑保证金、信用证保证金、农民工工资保证金等，共计 60,572.39 万元。2013 年公司货币资金同比减少了 22.74%，主要系公司增加对港源装饰投资款，以及在施项目增多备料增加所致。2013 年公司应收账款规模增长较快，截至 2013 年末，公司应收账款净额为 622,536.81 万元，同比增长 27.23%。主要系公司经营规模不断扩大，在施工程数量增加，以及海外项目结算、回款周期普遍较长所致。从公司应收账款集中度来看，截至 2013 年末，公司应收账款前五大客户总额合计占公司应收账款总额的比例为 7.80%。从公司应收账款总额的账龄来看，截至 2013 年底，账龄 1 年以内的占比为 65.57%，账龄 1-2 年的占比为 21.37%，账龄 2-3 年的占比 8.12%，账龄在 3 年及以内的占比 95.06%，比较符合行业特点。但是公司账龄较长的应收账款存在较大的回款风险，2013 年末公司应收账款总额 694,678.51 万元，计提 72,141.69 万元坏账准备。

2013 年公司预付款项同比增长了 32.14%，主要系预付材料款所致；随着公司经营规模扩大导致尚未结算的在施项目存货余额增加，2013 年公司存货同比增长 29.21%，公司存货主要是原材料、库存商品（主要是用于在施项目的幕墙系统产品）和工程施工净额，其中工程施工账面价值是指累计已发生的工程成本和累计已确认的工程毛利之和减去业主已结算的工程计价款与预计合同损失准备合计的净额，截至 2013 年底，工程施工账面价值占公司存货的 65.82%。

跟踪期内，随着公司业务规模的增长，公司资产规模增长较快，但应收账款和存货占比较高。

资产运营效率

跟踪期内，公司营运能力指标表现稳定

从主要营运效率指标来看，跟踪期内公司的存货周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和总资产周转率相对稳定。内装修行业的建设周期较短，并且回款情况比幕墙行业好，因此预计随着未来公司内装修业务占比逐渐增加，公司运营效率将有所提升。

表9 2012-2013年公司主要运营效率指标（单位：次）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2013年同比变化 |
|---------|-------|-------|-----------|
| 存货周转率 | 3.20 | 2.82 | 13.44% |
| 应收账款周转率 | 2.14 | 2.27 | -5.68% |
| 应付账款周转率 | 3.14 | 3.37 | -6.76% |
| 流动资产周转率 | 0.98 | 0.99 | -0.97% |
| 总资产周转率 | 0.86 | 0.89 | -3.15% |

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增长较快，但毛利率的下滑，利息费用的上升，以及人民币升值造成的汇兑损失增长使得公司利润大幅下降

跟踪期内，公司内外装业务协同效应较好，公司内外装订单均增长较快，2013年公司结算的收入增长较快，2013年公司营业收入同比增长32.40%，但毛利率有所下滑，同比下滑3.60个百分点。随着公司收入的快速增长，跟踪期内公司期间费用率也略有提高，主要由于财务费用大幅增长。2013年公司财务费用同比增长239.85%，主要系借款利息支出和汇兑损失增加所致。毛利率下滑以及期间费用率的增加使得公司营业利润和净利润分别下降49.12%和40.60%。公司未来对幕墙海外业务的变革，以及对港源装饰和梁志天公司的并购有望改善公司的盈利能力。

表10 2012-2013年公司期间费用情况（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2013年同比变化 |
|--------|------------|-----------|--------------|
| 销售费用 | 17,638.95 | 16,598.57 | 6.27% |
| 管理费用 | 98,106.18 | 75,141.63 | 30.56% |
| 财务费用 | 27,778.88 | 8,173.96 | 239.85% |
| 期间费用合计 | 143,524.00 | 99,914.16 | 43.65% |
| 期间费用率 | 12.06% | 11.11% | 增长 0.95 个百分点 |

资料来源：公司审计报告

表11 2012-2013年公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项 目 | 2013 年 | 2012 年 | 2013 年同比变化 |
|--------|--------------|------------|--------------|
| 营业收入 | 1,190,204.79 | 898,920.45 | 32.40% |
| 营业利润 | 27,215.29 | 53,486.64 | -49.12% |
| 营业外收入 | 3,081.61 | 2,663.21 | 15.71% |
| 利润总额 | 30,379.37 | 55,520.04 | -45.28% |
| 净利润 | 28,251.50 | 47,563.51 | -40.60% |
| 综合毛利率 | 16.16% | 19.76% | 下降 3.60 个百分点 |
| 总资产回报率 | 3.14% | 6.03% | 下降 2.89 个百分点 |

资料来源：公司审计报告

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金生成能力下降，营运资金占用仍较大，经营活动现金流仍呈净流出状态，对筹资活动获取现金有所依赖

跟踪期内，公司净利润大幅下滑，公司经营活动现金生成能力有所下降，公司 FFO 同比下降 23.80%。

跟踪期内，公司通过把工程回款和员工的激励挂钩等策略加强回款的效果有一定显现，公司收现比为 0.97，较 2012 年有较大的提升。2013 年公司应收账款和存货规模增加较快，导致经营性应收项目的不断增加，公司营运资金占用规模持续增长，公司 2013 年经营活动现金流量净额仍呈现净流出状态，但是净流出规模略有下降。目前公司幕墙业务和内装修业务在手订单规模较大，行业的结算模式使得未来工程项目的实施将对公司流动资金形成持续的占用，未来营运资金压力仍较大。

跟踪期内，公司主要受收购港源装饰的影响使得投资活动现金流净流出额继续增加。2013 年公司筹资活动现金净流入大幅减少主要因为 2012 年公司成功发行 9 亿元公司债券。随着公司承建工程项目的不断增加，公司营运资金占用将持续增长，未来对筹资活动的依赖较高。

表 12 2012-2013 年公司现金流量情况（单位：万元）

| 项 目 | 2013 年 | 2012 年 |
|-------|-----------|-----------|
| 收现比 | 0.97 | 0.80 |
| 净利润 | 28,251.50 | 47,563.51 |
| 非付现费用 | 31,123.36 | 24,698.89 |
| 非经营损益 | -2,642.32 | 2,186.19 |
| FFO | 56,732.54 | 74,448.59 |

| | | |
|------------------|-------------|-------------|
| 营运资本变化 | -77,598.91 | -98,491.49 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -96,059.16 | -100,815.22 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -170,709.86 | -198,003.74 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 189,170.11 | 200,327.46 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -20,866.37 | -24,042.91 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -78,628.55 | -55,066.33 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 23,862.55 | 141,205.15 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -73,207.90 | 61,935.53 |

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债规模较大，有息负债规模增长较快，存在较大的债务压力

跟踪期内，随着业务规模的扩大以及对公司股权的收购使得公司资金需求不断增加，公司负债规模增长较快，截至 2013 年底，公司负债总额 1,047,262.91 万元，较 2012 年增长 32.33%。

表13 2012-2013年公司资本构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2013 年 | 2012 年 |
|---------|--------------|------------|
| 负债总额 | 1,047,262.91 | 791,474.58 |
| 其中：流动负债 | 950,358.39 | 685,928.42 |
| 非流动负债 | 96,904.52 | 105,546.16 |
| 所有者权益 | 470,126.27 | 452,730.88 |
| 产权比率 | 222.76% | 174.82% |

资料来源：公司审计报告

从公司负债构成上看，公司负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项构成的流动负债和主要以长期借款构成的非流动负债。公司流动负债占比较高，截至 2013 年底，公司流动负债占负债总额的比重为 90.75%。

跟踪期内，公司短期借款规模不断增加，主要系公司经营规模的扩大，流动资金需求不断增加所致。公司应付票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，应付票据余额呈现不断增长的态势，主要系公司增加对供应商的票据结算所致。公司应付账款增长较快，主要系公司业务规模扩大，应付的材料款增加所致；预收账款主要系公司新开工项目收到的工程预付款。

总体来看，跟踪期内公司业务发展较快，同时受公司业务结算模式影响，公司回款周

期较长，致使公司营运资金压力较大，债务融资规模不断增加。公司以长短期借款和应付债券为主的有息负债^①总额 289,676.48 万元，规模较大，存在较大的偿债压力。

表 14 2012-2013 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2013 年 | | 2012 年 | | 2013 年同比变化 |
|----------------|---------------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 比重 | 金额 | 比重 | |
| 短期借款 | 198,768.21 | 18.98% | 120,027.90 | 15.17% | 65.60% |
| 应付票据 | 215,177.22 | 20.55% | 165,308.47 | 20.89% | 30.17% |
| 应付账款 | 358,542.16 | 34.24% | 276,436.79 | 34.93% | 29.70% |
| 预收款项 | 146,609.27 | 14.00% | 82,826.22 | 10.46% | 77.01% |
| 流动负债合计 | 950,358.39 | 90.75% | 685,928.42 | 86.66% | 38.55% |
| 应付债券 | 89,164.83 | 8.51% | 89,802.77 | 11.35% | -0.71% |
| 非流动负债合计 | 96,904.52 | 9.25% | 105,546.16 | 13.34% | -8.19% |
| 负债总计 | 1,047,262.91 | 100.00% | 791,474.58 | 100.00% | 32.32% |

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司偿债指标均有所下滑。公司负债规模大幅增加导致资产负债率增加，截至 2013 年末，公司资产负债率为 69.02%。2013 年公司利润水平下降，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数大幅下降，对本期债券利息的保障程度下降较快。

表 15 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

| 项目 | 2013 年 | 2012 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 69.02% | 63.61% |
| 流动比率 | 1.38 | 1.63 |
| 速动比率 | 0.94 | 1.15 |
| EBITDA（万元） | 53,374.36 | 68,011.43 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.12 | 12.57 |

资料来源：公司审计报告

五、或有事项

公司未决诉讼存在一定的或有风险

(1) 公司诉青岛凯悦置业集团有限公司施工合同纠纷：2011 年 11 月 16 日，公司与青岛凯悦置业集团有限公司签署了《青岛凯悦国际大厦竣工结算造价确认书》，确认总造价为 6,323.73 万元。截至 2013 年 12 月 31 日，被告累计向公司支付工程款合计人民币 4,461.37

^①公司主要的应付票据需支付万分之五的手续费，并没有利息支出，因此不计入有息负债。

万元，尚欠工程尾款 1,546.17 万元（不含质保金）。2012 年 12 月 5 日，公司向山东省青岛市中级人民法院起诉要求被告支付剩余工程款。根据法院保全的资产价值，公司预计能够收回工程款。公司账面已经计提坏账准备 1,158.32 万元。

(2) 公司诉鑫宏达集团有限公司（下称：被告一）及中国建设银行股份有限公司徐州城中支行（下称：被告二）分包合同纠纷：公司沙特分公司经公司授权于 2011 年 12 月 7 日与被告一签订了《沙特 HARAMAIN High Speed Railway KAEC STATION 工程钢结构分包合同》，暂定合同总价为 860.95 万美元。被告二应被告一的申请，于 2012 年 2 月 8 日向公司出具预付款退款保函和履约保函，公司沙特分公司于 2012 年 3 月 2 日向被告一支付 258.28 万美元的预付款。由于被告未能按合同约定履行义务，公司于 2013 年 5 月 14 日向江苏省徐州市中级人民法院提起诉讼，请求判令被告一返还原告预付款及相关损失，被告二承担连带保证责任。目前该案已开始审理，公司预计可以胜诉并取得赔偿。公司账面已计提坏账准备 156.51 万元。

(3) 青岛长基置业有限公司（下称：原告）与公司关于施工合同纠纷：2012 年 4 月 17 号公司与原告签订了《青岛温泉嶺海大酒店幕墙系统工程施工合同》，合同总价 93,470,000.00 元，合同工期从 2012 年 5 月 1 日至 2012 年 12 月 30 日。此后原告以公司拖延工期、并且于 2013 年 8 月 9 号擅自停工、撤场为由，于 2013 年 8 月 16 日书面通知公司解除《青岛温泉嶺海大酒店幕墙系统工程施工合同》，并于 2013 年 8 月 26 日将公司起诉至烟台市中级人民法院，请求公司返还超付工程款及相应利息、工程整改费、施工合同违约金和其他诉讼费用共计 3,977.15 万元，随后烟台市中级人民法院应原告申请于 2013 年 9 月 17 日出具了民事仲裁书（（2013）烟民一初字第 103-1 号）冻结公司基本户 3,500.00 万元银行存款。公司于 2013 年 10 月 25 日以该工程主体及钢结构的施工严重超期、严重影响公司施工进度，原告单方面解除施工合同违反合同约定为由，向烟台市中级人民法院提起反诉，要求原告支付已施工部分工程款、工程材料款及赔偿公司劳务窝工及吊篮脚手架闲置造成的经济损失、深化设计费用及诉讼费用等共计 4,319.57 万元。目前此案在审理中。

(4) 继 2012 年 9 月 18 日加拿大边境署就加拿大 8 家幕墙企业向加拿大边境署发起对中国幕墙企业生产倾销调查的投诉案件以证据不足发布终止调查的程序之后，加拿大 8 家幕墙企业再次向加拿大边境署发起对中国幕墙企业产品倾销调查的投诉，加拿大边境署按照《特殊进口条例法案》的有关规定，于 2013 年 3 月 4 号再次进行对中国进口或原产地是中国的幕墙产品的反倾销、反补贴调查（“双反调查”）。加拿大边境署于 2013 年 7 月

15 号发布公告，决定自发布之日起到终裁或终止双反调查止，针对原产地在中国境内的单元体幕墙产品收取保证金（保函）。

2013 年 10 月 10 日，公司收到加拿大边境服务局发来的裁决通知，根据“特殊进口法规”第 41（1）a，认定原产并从中国出口的单元体幕墙产品存在倾销及补贴行为，认定广州江河反倾销税率 15.7%，反补贴额为每平方 32.01 元人民币。

2013 年 11 月 12 日，根据特别进口措施法案（SIMA 法案）第 43 章第（1）节，加拿大国际贸易仲裁委员会认定以上倾销和补贴的货物没有对当地行业造成侵害，但是有侵害的威胁。根据当地反倾销规定，2013 年 11 月 12 日之前的双反保证金应予退回，加拿大江河的其他应收款（CBSA）1,278.04 万元，就是应退回的双反保证金。

根据加拿大边境署的规定，加拿大江河在当地新承接的项目要适用已经认定的双反税率，需要补充一些资料，并接收进一步的核查，公司正在准备相关的资料，并设立墨西哥江河作为应对措施之一。

（5）美国海关及边境署就美国三家幕墙企业向美国商务部和美国国际商会发起对中国幕墙企业生产倾销的投诉案件，于 2013 年发起对中国进口或原产地是中国的幕墙产品中的铝型材部分进行反倾销、反补贴调查（“双反调查”）。并于 2013 年初发布公告对涉及调查范围的中国企业收取保证金。对此公司聘请专业的律师机构组成“双反调查”小组，积极应对本次调查。并设立墨西哥公司作为应对措施之一。目前调查正在进行中。

六、评级结论

跟踪期内，公司幕墙业务和内装修业务逐步发挥协同效应，在手订单充足，有利于公司的持续发展；公司仍不断通过并购增强内装修业务实力，该业务成为公司新的收入和利润增长点；公司计划剥离经营风险较大的海外幕墙业务从而降低海外业务的不确定性对公司造成的影响。

但我们也关注到：未来国家房地产调控若进一步加码可能对公司的业务产生一定的影响；跟踪期内，公司应收账款规模较大，同时较大规模的在手订单将对流动资金形成持续的占用，使得公司存在较大的营运资金压力；公司幕墙业务在海外市场占有率较高，收入和利润水平易受汇率、国际贸易政策等因素影响；公司应收账款占总资产比重较高，账龄较长的应收账款存在较大的回款风险；毛利率的下滑，利息费用的上升，以及人民币升值造

成的汇兑损失增长使得公司利润大幅下降；跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈净流出状态，未来业务扩大对资金的需求不断增加，将进一步依赖筹资活动获取资金；公司负债规模较大，有息负债规模增长较快，存在较大的债务压力；公司未决诉讼存在一定的或有风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA+，维持本期债券信用等级 AA+，评级展望下调为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2011年 |
|----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 货币资金 | 189,693.72 | 245,535.03 | 170,656.71 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 273.06 |
| 应收票据 | 1,651.97 | 2,554.25 | 4,195.72 |
| 应收账款 | 622,536.81 | 489,310.09 | 301,178.34 |
| 预付款项 | 38,248.12 | 28,945.87 | 9,685.98 |
| 应收利息 | 45.68 | 1,246.03 | 400.00 |
| 其他应收款 | 39,456.62 | 23,697.77 | 20,555.24 |
| 存货 | 419,476.02 | 324,644.13 | 186,535.05 |
| 其他流动资产 | 667.06 | 343.47 | 432.40 |
| 流动资产合计 | 1,311,776.00 | 1,116,276.64 | 693,912.51 |
| 持有至到期投资 | 1.61 | 1.61 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 63,629.62 | 4,411.38 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 547.83 | 600.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 70,150.58 | 64,878.23 | 45,984.44 |
| 在建工程 | 9,369.50 | 1,111.03 | 9,000.85 |
| 无形资产 | 20,908.34 | 23,990.23 | 19,913.60 |
| 商誉 | 22,891.82 | 22,891.82 | 0.00 |
| 长期待摊费用 | 1,039.42 | 497.89 | 179.54 |
| 递延所得税资产 | 17,074.47 | 9,546.64 | 6,583.45 |
| 非流动资产合计 | 205,613.19 | 127,928.82 | 81,661.88 |
| 资产总计 | 1,517,389.19 | 1,244,205.46 | 775,574.39 |
| 短期借款 | 198,768.21 | 120,027.90 | 34,317.95 |
| 应付票据 | 215,177.22 | 165,308.47 | 87,610.63 |
| 应付账款 | 358,542.16 | 276,436.79 | 151,516.25 |
| 预收款项 | 146,609.27 | 82,826.22 | 64,097.29 |
| 应付职工薪酬 | 14,867.30 | 13,216.13 | 9,044.85 |
| 应交税费 | 11,798.06 | 12,203.21 | 7,639.87 |
| 应付利息 | 895.81 | 446.34 | 25.45 |
| 应付股利 | 235.86 | 1,561.38 | 0.00 |
| 其他应付款 | 3,464.50 | 13,901.99 | 1,587.15 |
| 流动负债合计 | 950,358.39 | 685,928.42 | 355,839.43 |
| 长期借款 | 1,743.44 | 8,601.30 | 5,000.00 |
| 应付债券 | 89,164.83 | 89,802.77 | 0.00 |
| 预计负债 | 13.44 | 352.69 | 15.81 |

| | | | |
|------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 递延所得税负债 | 395.12 | 958.58 | 239.31 |
| 其他非流动负债 | 5,587.69 | 5,830.83 | 3,724.00 |
| 非流动负债合计 | 96,904.52 | 105,546.17 | 8,979.11 |
| 负债合计 | 1,047,262.91 | 791,474.58 | 364,818.55 |
| 实收资本（股本） | 112,000.00 | 56,000.00 | 56,000.00 |
| 资本公积 | 178,326.42 | 233,854.57 | 233,854.57 |
| 盈余公积 | 19,042.32 | 16,490.49 | 12,534.20 |
| 未分配利润 | 153,476.68 | 141,505.29 | 108,811.95 |
| 外币报表折算金额 | 2,540.71 | 116.23 | -44.16 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 465,386.13 | 447,966.58 | 411,156.56 |
| 少数股东权益 | 4,740.14 | 4,764.30 | -400.72 |
| 股东权益合计 | 470,126.27 | 452,730.88 | 410,755.84 |
| 负债和股东权益总计 | 1,517,389.19 | 1,244,205.46 | 775,574.39 |

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2011年 |
|----------------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 一、营业总收入 | 1,190,204.79 | 898,920.45 | 576,249.05 |
| 其中：营业收入 | 1,190,204.79 | 898,920.45 | 576,249.05 |
| 二、营业总成本 | 1,171,252.75 | 845,415.03 | 538,895.97 |
| 其中：营业成本 | 997,893.83 | 721,319.36 | 440,698.46 |
| 营业税金及附加 | 9,252.03 | 6,625.59 | 5,291.89 |
| 销售费用 | 17,638.95 | 16,598.57 | 16,412.35 |
| 管理费用 | 98,106.18 | 75,141.63 | 54,973.93 |
| 财务费用 | 27,778.88 | 8,173.96 | 7,487.38 |
| 资产减值损失 | 20,582.88 | 17,555.92 | 14,031.96 |
| 加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列） | 8,263.25 | 0.00 | 273.06 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | 8,262.77 | -18.79 | 311.61 |
| 三、营业利润（亏损以“-”号填列） | 27,215.29 | 53,486.64 | 37,937.75 |
| 加：营业外收入 | 3,081.61 | 2,663.21 | 2,026.06 |
| 减：营业外支出 | -82.47 | 629.82 | 258.52 |
| 其中：非流动资产处置损失 | 37.51 | 159.08 | 88.99 |
| 四、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 30,379.37 | 55,520.04 | 39,705.29 |
| 减：所得税费用 | 2,127.87 | 7,956.53 | 5,995.55 |
| 五、净利润（净亏损以“-”号填列） | 28,251.50 | 47,563.51 | 33,709.74 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 29,083.22 | 47,849.63 | 34,028.73 |
| 少数股东损益 | -831.72 | -286.12 | -318.98 |

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2010 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 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 | 1,159,338.70 | 714,587.55 | 406,999.31 |
| 收到的税费返还 | 5,457.07 | 4,232.61 | 2,564.41 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 2,648.52 | 4,764.33 | 2,234.91 |
| 经营活动现金流入小计 | 1,167,444.30 | 723,584.49 | 411,798.63 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 994,601.66 | 615,101.23 | 418,023.85 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 101,325.91 | 71,188.92 | 49,546.62 |
| 支付的各项税费 | 28,757.64 | 24,524.24 | 14,395.58 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 63,625.46 | 36,813.01 | 42,488.60 |
| 经营活动现金流出小计 | 1,188,310.67 | 747,627.40 | 524,454.65 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -20,866.37 | -24,042.91 | -112,656.02 |
| 二、投资活动产生的现金流量 | | | |
| 收回投资收到的现金 | 0.00 | 254.28 | 0.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 6,516.86 | 0.00 | 311.61 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 1,382.94 | 168.85 | 223.39 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 2,317.10 | 1,206.71 | 612.19 |
| 投资活动现金流入小计 | 10,216.89 | 1,629.84 | 1,147.19 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 27,100.45 | 14,322.40 | 11,929.42 |
| 投资支付的现金 | 61,745.00 | 42,373.77 | 0.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 88,845.45 | 56,696.17 | 11,929.42 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -78,628.55 | -55,066.33 | -10,782.23 |
| 三、筹资活动产生的现金流量 | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 220,000.00 |
| 取得借款收到的现金 | 272,190.02 | 129,302.25 | 82,368.44 |
| 发行债券收到的现金 | 0.00 | 89,800.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 272,190.02 | 219,102.25 | 302,368.44 |
| 偿还债务支付的现金 | 200,307.56 | 48,562.63 | 97,850.49 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 28,633.83 | 14,629.66 | 3,881.82 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 19,386.08 | 14,704.80 | 17,509.90 |
| 筹资活动现金流出小计 | 248,327.47 | 77,897.09 | 119,242.21 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 23,862.55 | 141,205.15 | 183,126.23 |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响 | 2,424.48 | -160.39 | -96.57 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -73,207.90 | 61,935.53 | 59,591.40 |
| 加：年初现金及现金等价物余额 | 203,153.88 | 141,218.36 | 81,626.95 |

| | | | |
|----------------|------------|------------|------------|
| 六、年末现金及现金等价物余额 | 129,945.98 | 203,153.88 | 141,218.36 |
|----------------|------------|------------|------------|

附录三-2 合并现金流量表补充材料（单位：万元）

| 项目 | 2013年 | 2012年 | 2011年 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 净利润 | 28,251.50 | 47,563.51 | 33,709.74 |
| 加：资产减值准备 | 21,090.29 | 17,619.43 | 14,031.96 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 5,979.21 | 4,831.83 | 3,819.15 |
| 无形资产摊销 | 3,405.05 | 2,007.07 | 672.36 |
| 长期待摊费用摊销 | 648.81 | 240.56 | 87.33 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列） | -152.44 | 153.37 | -11.89 |
| 公允价值变动损失（收益以“-”号填列） | 0.00 | 0.00 | -273.06 |
| 财务费用（收益以“-”号填列） | 13,864.67 | 5,121.21 | 4,444.55 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -8,263.25 | 18.79 | -311.61 |
| 递延所得税资产减少 | -7,527.83 | -2,650.32 | -1,901.02 |
| 递延所得税负债增加 | -563.46 | -456.86 | -161.85 |
| 存货的减少 | -96,059.16 | -100,815.22 | -79,900.95 |
| 经营性应收项目的减少 | -170,709.86 | -198,003.74 | -119,336.60 |
| 经营性应付项目的增加 | 189,170.11 | 200,327.46 | 32,475.86 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -20,866.37 | -24,042.91 | -112,656.02 |

附录四 主要财务指标计算公式

| | | |
|------------|---------------|---|
| 盈利能力 | 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 营业净利率 | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| | 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| | 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| | 期间费用率 | $(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营运效率 | 应收账款周转天数(天) | $[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$ |
| | 存货周转天数(天) | $[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$ |
| | 应付账款周转天数(天) | $[(\text{期初应付账款净额} + \text{期末应付账款}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$ |
| | 营业收入/营运资金 | $\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$ |
| | 净营业周期(天) | $\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$ |
| | 总资产周转率(次) | $\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$ |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| | 总资本化比率 | $\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$ |
| | 长期资本化比率 | $\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$ |
| | 长期债务 | $\text{长期借款} + \text{应付债券}$ |
| | 短期债务 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$ |
| | 总债务 | $\text{长期债务} + \text{短期债务}$ |
| | 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| | 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 现金流 | EBIT | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$ |
| | EBITDA | $\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| | 自由现金流 | $\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$ |
| | EBIT 利息保障倍数 | $\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$ |
| | EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$ |
| | 现金流动负债比 | $\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$ |
| | 收现比 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$ |
| | 付现比 | $\text{购买商品、提供劳务支付的现金} / \text{营业成本}$ |

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债券安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债券安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债券安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债券安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债券无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行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。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。