

江河创建集团股份有限公司

2012年(第一期)公司债券

2015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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【104】号 01

债券剩余规模: 9 亿元

债券到期日期: 2017 年  
12 月 07 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 到期一次还本, 存  
续期第 3 年末附公司上  
调利率选择权及投资者  
回售选择权

分析师

姓名:  
胡长森 杨建华

电话:  
010-66216006

邮箱:  
huchs@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

## 江河创建集团股份有限公司 2012 年（第一期） 公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	负面	负面
评级日期	2015 年 05 月 19 日	2014 年 05 月 09 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”）及其 2012 年 12 月发行的（第一期）公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到跟踪期内，公司通过并购使得内装业务的竞争实力得到增强，且幕墙及内装业务协同效应开始显现；公司在手订单充足，持续发展较有保障。同时我们也关注到，受宏观经济放缓和房地产行业整体低迷，以及收缩海外业务和控制中标质量等因素综合影响，公司幕墙业务新中标额下滑较多，且并购的内装重要子公司港源装饰收入及利润均未达预期；公司应收账款规模大幅上升，短期刚性债务规模进一步攀升，流动性压力有所加重；未决诉讼较多等风险因素。

### 正面:

- 跟踪期内，公司通过并购使得内装业务实力大幅增强。公司通过并购控股三家内装企业，内装业务竞争实力及业务规模得到增强，2014 年公司实现内装系统收入 612,795.84 万元，同比增长 208.34%，且随着内装业务规模的扩大，公司幕墙及内装业务协同效应开始显现。
- 公司目前在手订单充足，持续发展较有保障。截至 2014 年末，公司幕墙和内装系统在手订单分别为 1,396,393.48 万元和 830,887.35 万元，在手订单充足，有利于公司的持续发展。

### 关注：

- **公司幕墙业务新中标额下滑较多。**受宏观经济放缓和房地产行业整体低迷，以及收缩海外业务和控制中标质量等因素综合影响，2014 年公司幕墙新业务中标额同比下降 28.67%。
- **港源装饰收入及利润均有所下降。**2014 年，公司内装业务重要子公司港源装饰市场化转型未达预期，收入及净利润同比分别下降 22.76% 和 12.14%，净利润低于《利润补偿协议》中盈利预测，未来需关注其市场化转型情况。
- **公司应收账款规模大幅攀升，营运资金压力有所加重。**2014 年末，公司应收账款净额为 103.63 亿元，占总资产的比重达 52.28%，同比增长 66.47%，其中并购港源装饰及出售六家子公司增加应收账款 37.76 亿元，应收账款周转率持续下降，营运资金占用持续增加，且部分账龄较长的应收账款存在较大的坏账风险。
- **短期刚性债务压力较大。**截至 2014 年末，公司短期有息负债合计 20.54 亿元，存在较大的短期刚性债务压力，且 2015 年 12 月本期债券面临投资者回售压力。
- **公司未决诉讼存在一定的或有风险。**截至 2014 年末，公司未决诉讼较多，且涉及金额较大，存在一定的或有风险。

### 主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,910,864.19	1,982,207.52	1,517,389.19	1,244,205.46
归属于母公司所有者权益（万元）	520,898.18	523,976.89	465,386.13	447,966.58
有息负债（万元）	316,271.42	296,527.54	289,676.48	218,431.97
资产负债率	69.85%	70.81%	69.02%	63.61%
流动比率	1.34	1.33	1.38	1.63
速动比率	1.05	1.06	0.94	1.15
营业收入（万元）	356,871.37	1,590,427.67	1,190,204.79	898,920.45
投资收益（万元）	97.39	-4,892.74	8,263.25	-18.79
营业利润（万元）	5,395.54	33,339.66	27,215.29	53,486.64
营业外收入（万元）	1,255.56	5,430.49	3,081.61	2,663.21
利润总额（万元）	6,602.92	39,025.08	30,379.37	55,520.04
综合毛利率	12.23%	15.03%	16.16%	19.76%
总资产回报率	-	3.03%	3.14%	6.03%
EBITDA（万元）	-	65,137.68	53,374.36	68,011.43
EBITDA 利息保障倍数	-	4.66	4.12	12.57
经营活动现金流净额（万元）	-82,619.22	29,827.44	-20,866.37	-24,042.91

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会于 2012 年 11 月下发的证监许可【2012】1532 号文，核准公司公开发行总额不超过 15 亿元的公司债券。本次债券采取分期发行的方式，公司于 2012 年 12 月 7 日发行了（第一期）公司债券，发行规模为 9 亿元，扣除相关费用后发行净额 89,800.00 万元，已全部用于补充公司流动资金。

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。截至 2015 年 3 月 31 日，本期债券本息兑付情况如下表所示：

**表 1 截至 2015 年 3 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付	利息支付	期末本金余额
2013 年 12 月 9 日	90,000.00	0.00	4,860.00	90,000.00
2014 年 12 月 8 日	90,000.00	0.00	4,860.00	90,000.00

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2014 年 1 月 10 日，公司分别向北京城建集团有限责任公司（以下简称“北京城建集团”）和自然人王波发行人民币普通股 2,724 万股和 681 万股股份，用于购买二者持有的北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）21.00%和 5.25%的股权，发行价格为 13.92 元/股。发行成功后，公司股份总数由 112,000 万股变更为 115,405 万股，公司持有港源装饰 65%的股权，并于 2014 年 1 季度将其纳入合并报表范围。2014 年末，公司大股东仍为北京江河源控股有限公司（以下简称“江河源”），实际控制人仍为刘载望先生。

2014 年，公司转让了江河幕墙美洲有限公司（以下简称“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”）、江河（卡塔尔）有限公司（以下简称“卡塔尔江河”）、江河幕墙澳大利亚有限公司（以下简称“澳大利亚江河”）以及新加坡江河持有的子公司江河澳大利亚控股有限公司（以下简称“澳洲控股”），同时注销了江河幕墙法国有限公司，

以上 7 家公司不再纳入合并报表范围。2014 年 2 月，公司通过控股子公司香港江河、承达集团、港源装饰共同控制的 BVI 公司 Eagle Vision Development Limited 收购梁志天设计师有限公司（以下简称“梁志天公司”）70% 股权，并于 2014 年 1 季度将其纳入合并报表范围。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司纳入合并报表范围一级子公司 21 家，具体如下表所示：

**表 2 截至 2014 年 12 月 31 日公司纳入合并报表范围一级子公司情况**

序号	子公司	简称	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	北京江河钢结构工程有限公司	江河钢构	100.00	-
2	上海江河幕墙系统工程有限公司	上海江河	100.00	-
3	广州江河幕墙系统工程有限公司	广州江河	100.00	-
4	江河澳门幕墙有限公司	澳门江河	99.01	0.99
5	江河新加坡幕墙有限公司	新加坡江河	100.00	-
6	江河幕墙香港有限公司	香港江河	100.00	-
7	江河幕墙马来西亚有限公司	马来西亚江河	100.00	-
8	大连江河幕墙系统工程有限公司	大连江河	100.00	-
9	江河幕墙印度有限公司	印度江河	99.00	1.00
10	江河幕墙越南有限公司	越南江河	100.00	-
11	江河幕墙智利有限公司	智利江河	99.00	-
12	江河幕墙印度尼西亚有限公司	印尼江河	99.00	1.00
13	江河幕墙阿塞拜疆有限公司	阿塞拜疆江河	99.00	1.00
14	北京江河创展投资管理有限公司	江河创展	100.00	-
15	成都江河幕墙系统工程有限公司	成都江河	100.00	-
16	墨西哥幕墙系统工程有限公司	墨西哥江河	99.00	-
17	长春江河幕墙工程有限公司	长春江河	100.00	-
18	北京江河幕墙系统工程有限公司	北京江河	100.00	-
19	成都江河创建实业有限公司	成都创建	51.00	-
20	江河幕墙泰国有限公司	泰国江河	100.00	-
21	北京港源建筑装饰工程有限公司	港源装饰	26.25	38.75

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

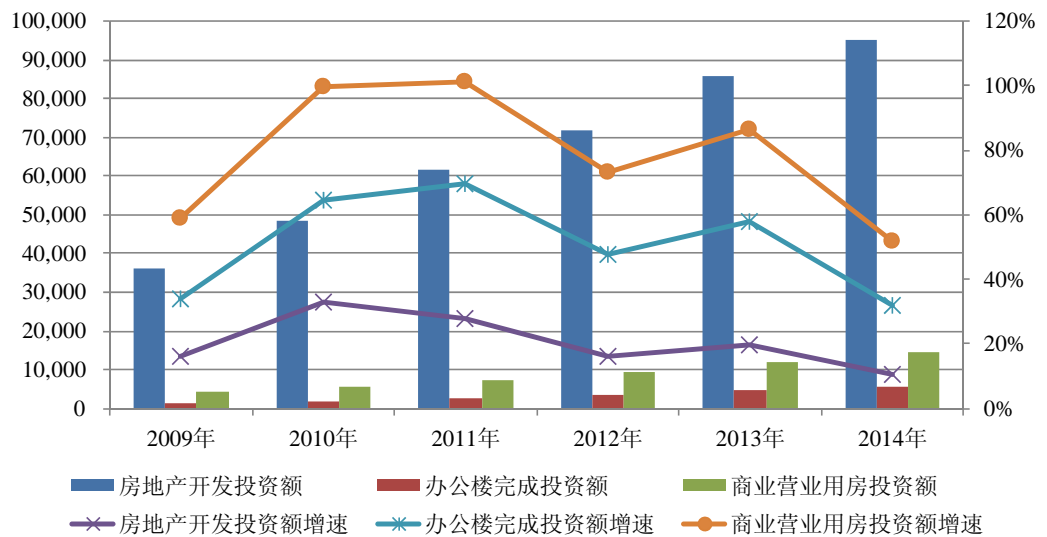
截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产 1,982,207.52 万元，归属于母公司的所有者权益 523,976.89 万元，资产负债率 70.81%。2014 年度，公司实现营业收入 1,590,427.67 万元，利润总额 39,025.08 万元，经营活动产生的现金净流入 29,827.44 万元。

### 三、运营环境

受宏观经济放缓及房地产行业整体低迷影响，2014 年中国建筑装饰行业增速有所放缓

建筑装饰行业是建筑业的支柱之一，位于建筑业整体链条的末端，直接受宏观经济、房地产行业景气度的影响。2014 年，我国整体经济仍在低位运行，经济增速持续下滑。2014 年全年实现生产总值 63.65 万亿元，同比增长 7.4%，较 2013 年下滑 0.3 个百分点，增速为 1999 年以来的最低值。由于受到国家宏观调控以及房地产限购政策的影响，2014 年中国房地产行业整体表现低迷。2014 年全国房地产开发投资同比增长 10.5%，增速较 2013 年下降 9.3 个百分点，为近五年的最低水平。其中，住宅开发投资增长 9.2%，增速较 2013 年下降 10.2 个百分点；办公楼开发投资增长 21.3%，增速较 2013 年下降 16.9 个百分点；商业营业用房开发投资增长 20.1%，增速较 2013 年下降 8.2 个百分点。

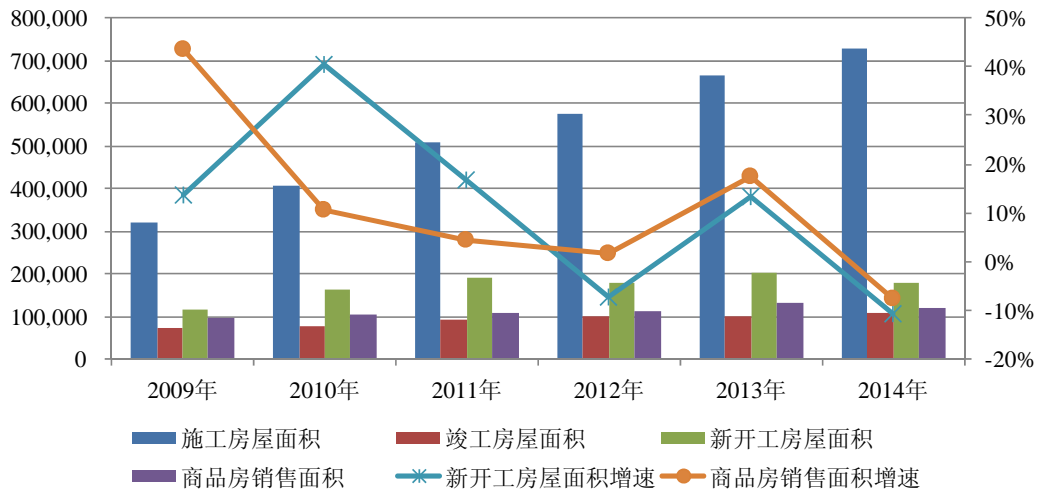
图 1 2009-2014 年中国房地产开发投资情况（单位：亿元）



资料来源：WIND 资讯

全国房地产开发面积及销售情况方面，2014 年全国房地产开发企业房屋施工面积 726,482 万平方米，同比增长 9.2%；房屋新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%；房屋竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%，增速回落 2.2 个百分点；商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%。

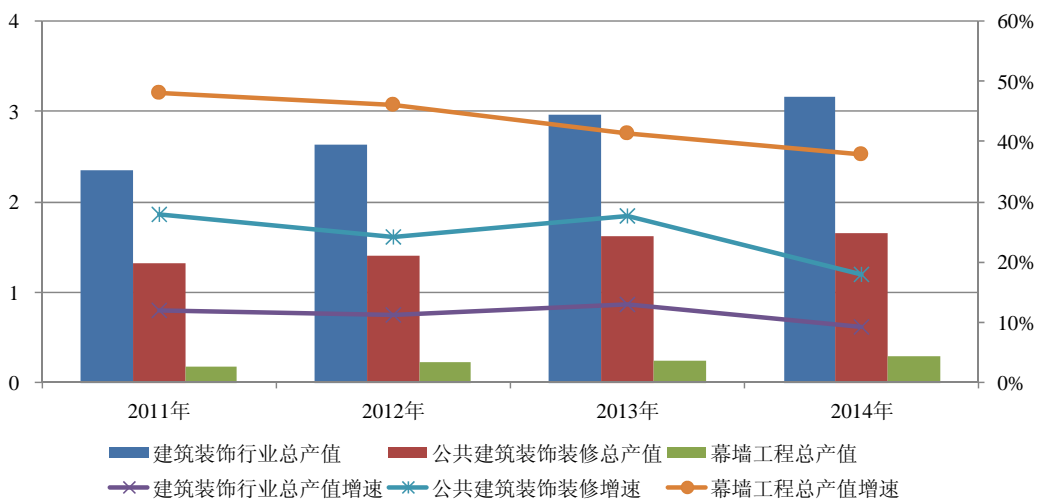
图2 2009-2014年中国房地产开发与销售面积情况（单位：万平方米）



资料来源：WIND 资讯

受宏观经济放缓及房地产行业整体低迷影响，2014年我国建筑装饰行业增速也呈放缓趋势。2014年，全国建筑装饰行业完成工程总产值3.16万亿元，同比增长9.3%，增速较2013年下降3.6个百分点。其中，公共建筑装饰装修完成工程总产值1.65万亿元，同比增长8.6%，增速较2013年下降6.3个百分点；住宅装饰装修完成工程总产值1.51万亿元，同比增长10.2%。在公共建筑装饰装修中，受高层、超高层建设项目快速增加，建筑幕墙全年完成工程总产值3,000亿元，同比增长20%。

图3 2011-2014年中国建筑装饰行业总产值及增长情况（单位：万亿元）



资料来源：中国建筑装饰行业协会

随着房地产调控政策的松动，货币政策的放松，以及我国城镇化进程的不断推进，建筑装饰行业未来仍将维持较大的市场需求

面对房地产市场景气度的下降，2014年下半年中国政府逐步松动房地产调控政策。2014年9月30日，中国人民银行、银监会发布了《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款的政策，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍。受此政策的刺激，2014年10月份市场信心开始恢复，市场成交出现了快速回升。2014年10月商品房销售面积1.14亿平方米，同比下降1.6%，降幅较9月减缓8.7个百分点。2015年3月30日，中国人民银行、银监会、住房城乡建设部发布的《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于40%；二套房贷的首付比例由原来的最低六成下调至最低四成。

同时，从2014年11月22日至2015年5月17日，中国人民银行已经累计三次降息，两次降准，房地产企业资金成本也有所下降。短期来看，信贷及货币政策的放松有利于改变目前房地产市场的下行态势，进而带动建筑装饰业行业的发展。

此外，从城镇化与消费升级需求方面看，未来建筑装饰业仍有较大的成长空间。截至2014年末，我国城镇化率达54.77%。但是从国际比较的视角来看，目前我国的城镇化水平只相当于1850年的英国、1911年的美国和1950年的日本，与高收入国家城镇化水平的差距至少存在20个百分点。相对于其他金砖国家，中国城镇化水平仅高于印度，但远低于巴西的84%以及俄罗斯的74%。未来中国城镇化发展还有很大的空间。而随着城镇进程的推进，建筑业投资额及新建建筑面积将继续维持高速增长态势，新建的公共、商务设施以及各大中城市自身公共设施的不断完善将持续推动公共建筑装饰的巨大需求。

## 四、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。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。

2014年公司实现主营业务收入1,589,956.23万元，同比增长33.63%，其中幕墙系统收入977,160.38万元，同比下降1.40%，主要系2014年公司剥离经营不善的海外幕墙业务，同时国内市场加强控制中标质量所致；内装系统收入612,795.84万元，同比增长208.34%，主要系合并港源装饰和梁志天公司所致。从公司主营业务结构来看，2014年内装系统占主营业务收入比重由2013年的16.70%上升至38.54%，公司主营业务收入对幕墙

系统的依赖大幅下降，公司从占用资源较大的幕墙系统向周转更快的内装业务拓展有了较明显成效。且随着公司对海外幕墙业务的剥离，海外收入占比也有所下降，2014 年公司实现海外收入 416,087.25 万元，占主营业务收入的比重为 26.17%，占比较 2013 年下降了 7.33 个百分点。

从公司各项主业毛利率来看，2014 年幕墙系统下降了 2.77 个百分点，主要系：（1）幕墙系统业务市场竞争日趋激烈，之前承接的项目工程结算额下降，部分项目结算周期延长；（2）结算周期延长导致营运成本不断上涨；（3）部分海外项目成本超支，合同结算额未能达到预期；（4）2014 年初公司将主要的海外六家子公司出售，但是继续向六家子公司提供产品销售及技术服务，定价将按照成本加成 3% 的原则确定。2014 年内装系统毛利率上升了 3.18 个百分点，主要是因为 2014 年新纳入合并报表范围的港源装饰和梁志天公司毛利率相对较好，且承达集团在港澳区业务的逐渐开展，利润水平较好的项目逐步增多。

2013-2014 年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示：

**表3 2013-2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
幕墙系统	977,160.38	13.89%	991,049.93	16.66%
内装系统	612,795.84	16.83%	198,737.53	13.64%
<b>主营业务合计</b>	<b>1,589,956.23</b>	<b>15.02%</b>	<b>1,189,787.46</b>	<b>16.16%</b>
其他业务	471.45	39.18%	417.33	13.72%
<b>合计</b>	<b>1,590,427.67</b>	<b>15.03%</b>	<b>1,190,204.79</b>	<b>16.16%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

**跟踪期内，公司剥离经营不利的海外幕墙业务，尽管对公司幕墙业务收入造成一定的影响，但总体有利于公司业务的健康发展**

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显现，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出，公司仅作为产品和服务供应商，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。

2014年，公司将美洲江河、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。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2013年12月31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。

**表4 公司海外六家子公司股权处置情况**

子公司名称	股权处置比例	股权处置价款（元）	股权处置方式	丧失控制权的时点
阿联酋江河	49.00%	-	转让	2014.1.1
卡塔尔江河	49.00%	162,934.80	转让	2014.1.1
澳大利亚江河	100.00%	5.70	转让	2014.1.1
美洲江河	100.00%	6.15	转让	2014.1.1
加拿大江河	100.00%	5.57	转让	2014.1.1
澳洲控股	100.00%	811,398.12	转让	2014.1.1

资料来源：公司 2014 年年报，鹏元整理。

从公司所处置海外六家子公司近三年收入来看，2012年和2013年占公司幕墙系统收入的比重分别为13.08%和12.70%。2013年12月31日以后，公司仅对六家公司存量项目提供产品及技术服务，2014年原六家公司对公司收入贡献大幅下降，公司幕墙系统收入也有所下降。截至2014年末，公司对上述六家公司应收账款规模为155,650.44万元，按照协议要求，六家公司需在2015年底偿还50%，2016年底全部偿还，若标的公司因资金问题无法按照上述约定偿还，经江河创建书面确认，可延期一年偿还。此部分应收账款的偿还由公司大股东江河源提供担保，坏账风险相对较小。

**表5 2012-2014年公司对所处置海外六家公司销售情况（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售收入合计	55,260.30	125,908.00	102,168.00
占幕墙系统收入比重	5.66%	12.70%	13.08%
净利润	-	-31,993.00	-6,037.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

长远来看，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，公司幕墙业务收缩海外市场，国内市场加强控制中标质量，中标额有所下降，且流动资金占用的持续增加给公司带来较大的资金压力**

公司幕墙系统业务主要聚焦于大都市、大客户、大项目开拓市场。国内市场主要集中

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。海外市场方面，随着海外六家子公司的剥离，公司退出了澳大利亚、美国、加拿大及部分中东市场，目前主要集中在中国港澳市场、以新加坡为中心的东南亚市场。

2014年，公司幕墙中标方面典型性项目突出，包括“世界第一高楼”1,007米沙特王国塔、“中国第一高楼”636米武汉绿地中心、“首都第一高楼”530米中国尊项目、“深圳南山区第一高楼”华润大厦、郑州新郑机场、重庆江北国际机场、“澳门城市地标建筑”澳门梦幻城、澳门威尼斯人三期、新加坡KEPPEL BAY项目、新加坡LKC等一大批体量大、影响力大的幕墙工程。

从公司新承接项目情况来看，受宏观经济放缓及房地产行业整体低迷，公司收缩海外市场，国内市场加强控制中标质量等因素影响，2014年公司新承接幕墙项目个数及金额同比下降较为明显，尤其是海外部分。具体来看，2014年公司新承接项目118个，同比下降20.81%；金额合计974,846.00万元，同比下降28.67%。其中，国内市场新承接幕墙项目113个，同比下降12.40%，金额902,895.65万元，同比下降11.88%；海外市场新承接项目5个，同比下降75.00%，金额71,950.35万元，同比下降78.97%。从项目合同规模来看，2014年1亿元以上的项目占比26.27%，占比较2013年有所上升；新中标项目平均合同额为8,261.41万元，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6 2013-2014年公司新中标幕墙工程项目情况**

项目	2014年	2013年	2014年同比变动
当年新中标项目个数（单位：个）	118	149	-20.81%
其中：中国大陆（单位：个）	113	129	-12.40%
海外（单位：个）	5	20	-75.00%
一亿元以上项目个数（单位：个）	31	36	-13.89%
当年新中标项目金额（单位：万元）	974,846.00	1,366,697.72	-28.67%
其中：中国大陆（单位：万元）	902,895.65	1,024,589.67	-11.88%
海外（单位：万元）	71,950.35	342,108.05	-78.97%
当年实现收入（单位：万元）	977,160.38	991,049.93	-1.40%

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司幕墙业务在手订单总额为1,396,393.48万元，较2013年末下降23.12%。其中，中国大陆订单额占比为92.47%，海外订单仅占比7.53%，海外订单占比的大幅下降，有利于降低汇率、国际贸易政策等因素对公司造成的影响。总体来看，虽然公司在手订单规模有所下降，但是仍保持在较高水平，有利于公司的持续发展，但随着公司

承建的项目的不断投入，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。

**表 7 截至 2013 年及 2014 年末公司幕墙业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）**

区域	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
中国大陆	1,291,191.36	92.47%	1,227,527.00	67.58%
海外（含港澳地区）	105,202.12	7.53%	588,778.00	32.42%
合计	1,396,393.48	100%	1,816,306.00	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司通过并购增强在内装业务方面的实力，内装业务订单和收入增长较快，且幕墙与内装业务的协同效应开始显现；但是港源装饰市场化转型未达预期，收入及利润同比均有所下降

为进一步向内装业务延伸，实现业务的多元化，公司不断通过并购增强公司在内装业务方面的实力。2014年底公司收购了承达集团剩余15%的股权并最终持有其100%股权。2014年1月，公司通过非公开发行股票收购港源装饰26.25%股权，收购完成后，公司持有其65%的股权。2014年2月，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收购梁志天公司70%股权，业务开始向室内设计领域延伸。通过并购，公司业务涵盖了幕墙、内装、建筑设计等多产业，市场竞争力进一步增强。

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）等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。梁志天公司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。设计团队收获了超过100项国际设计奖项和企业奖项，如IIDA 国际室内设计年度大奖、Gold Key Awards、Hospitality Design Awards及亚太室内设计大奖等。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。

2014年，承达集团和港源装饰中标典型项目包括澳门吉瑞酒店、澳门威尼斯人三期、澳门银河一期酒店、三亚海棠湾艾迪逊度假酒店等高端内装工程。建筑及室内设计方面，梁志天公司中标了伦敦香格里拉大酒店、迪拜棕榈岛亚特兰蒂斯度假酒店元餐厅、东京六本木Park Mansion住宅、北京居然国际建筑及家居博览园、中央电视台总部等高端项目。

通过并购，公司业务涵盖了幕墙、内装及建筑设计，市场竞争力进一步增强。且幕墙及内装业务协同效应开始显现，具体体现为幕墙业务能为内装业务带来订单，内装业务能为建筑设计带来订单。2014年，江河幕墙、承达集团和港源装饰协同承建了金雁饭店、北京雁栖湖国际会议中心；江河幕墙、承达集团共同承建了澳门威尼斯人三期项目。

2014年，公司内装业务发展较快，新中标项目数、项目金额及收入规模均大幅增长。2014年公司内装业务新中标项目580个，同比增长574.42%；合同金额881,726.06万元，同比增长200.91%；实现内装业务收入612,795.84万元，同比增长208.34%。

**表8 2013-2014年公司内装业务订单情况**

项目	2014年	2013年	2014年同比变动
当年新中标项目个数（单位：个）	580	86	574.42%
其中：中国大陆（单位：个）	486	39	1,146.15%
海外（单位：个）	94	47	100.00%
一亿元以上项目个数（单位：个）	18	8	125.00%
当年新中标项目金额（单位：万元）	881,726.06	293,023.00	200.91%
其中：中国大陆（单位：万元）	474,322.61	115,467.00	310.79%
海外（单位：万元）	407,403.44	177,556.00	129.45%
当年实现收入（单位：万元）	612,795.84	198,737.53	208.34%

资料来源：公司提供

从公司新收购的港源装饰和梁志天公司主要财务指标来看，受国家宏观经济环境的影响，2014年港源装饰市场化转型未能达到预期，其收入及净利润同比分别下降22.76%和12.14%，扣除非经常性损益后净利润为18,407.19万元，低于收购时签订的《利润补偿协议》中盈利预测19,397.15万元，未来需重点关注其市场化转型情况。而2014年度梁志天公司经营状况较好，收入及净利润同比增速均在20%以上。

**表9 2013-2014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	2014年	2013年	2014年同比变动
港源装饰	总资产	330,302.23	298,207.32	10.76%
	净资产	122,518.95	97,409.94	25.78%
	营业收入	315,833.57	408,910.45	-22.76%
	净利润	19,802.87	22,539.62	-12.14%
梁志天公司	总资产	41,304.05	16,561.64	149.40%
	净资产	32,611.08	9,687.85	236.62%
	营业收入 <sup>1</sup>	23,660.63	19,402.98	21.94%

<sup>1</sup> 该部分营业收入为2014年2-12月份收入，相应净利润也为2014年2-12月份净利润。

净利润	6,395.31	4,961.44	28.90%
-----	----------	----------	--------

资料来源：公司提供

截至2014年末，公司内装业务在手订单830,887.35万元，同比增长154.34%。其中，中国大陆406,545.24万元，占比48.93%；海外市场（主要集中在港澳地区）424,342.11万元，占比51.07%。总体来看，公司内装业务在手订单充足，未来公司内装业务收入有望持续增长，但对公司的管理水平也提出了更高的要求。

表 10 截至 2013 年及 2014 年末公司内装业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）

区域	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
中国大陆	406,545.24	48.93%	115,459.00	35.34%
海外（含港澳地区）	424,342.11	51.07%	211,219.00	64.66%
合计	830,887.35	100.00%	326,678.00	100.00%

资料来源：公司提供

公司的存货和应收账款仍较大，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较大的压力

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）和建造合同形成的已完工未结算资产，其中建造合同形成的已完工未结算资产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。2014 年公司加强库存管理，原材料和库存商品均有明显下降，存货净额规模也有所下降，但是规模仍较大。截至 2014 年末，公司存货合计 353,428.15 万元，同比下降 15.75%，其中建造合同形成的已完工未结算资产合计 25.62 亿元，占公司存货比重为 72.48%。

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，但是近年随着宏观经济放缓及房地产行业整体低迷影响，建筑行业资金链趋紧，预付款比例普遍下降。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。2014年末，公司应收账款净额1,036,314.04万元，占营业收入的65.16%。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延长回款周期，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。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下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2014年审计报告，2013年财务数据采用2014年审计报告期初数。报告采用新会计准则编制。2014年公司新增纳入合并报表范围子公司两家，减少纳入合并报表范围子公司7家。

### 资产结构与质量

随着对港源装饰及梁志天公司的收购，公司资产规模有较大增长，但应收账款和存货占比仍较高，对公司营运资金占用较多

随着对港源装饰及梁志天公司的收购，公司资产规模有较大增长。2014年末，公司资产总计1,982,207.52万元，同比增长30.63%。从资产结构来看，变动不大，仍以流动资产为主，2014年末流动资产占总资产的比重为87.48%。

表11 2013-2014年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	249,501.62	12.59%	189,693.72	12.50%
应收账款	1,036,314.04	52.28%	622,536.81	41.03%
预付款项	40,484.17	2.04%	38,248.12	2.52%
存货	353,428.15	17.83%	419,476.02	27.64%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,734,075.26</b>	<b>87.48%</b>	<b>1,311,776.00</b>	<b>86.45%</b>
固定资产	98,609.01	4.97%	70,150.58	4.62%
无形资产	50,133.98	2.53%	20,908.34	1.38%
商誉	63,384.26	3.20%	22,891.82	1.51%
<b>非流动资产合计</b>	<b>248,132.26</b>	<b>12.52%</b>	<b>205,613.19</b>	<b>13.55%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,982,207.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,517,389.19</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。2014年末，公

司货币资金达 249,501.62 万元，占总资产的比重为 12.59%，同比增长 31.53%，主要系公司合并港源装饰、梁志天公司及经营活动现金流改善所致。2014 年末，公司货币资金中包含其他货币资金 68,318.73 万元，主要为保函保证金、承兑保证金、信用证保证金、农民工工资保证金等，流动性受到限制。公司应收账款增长较快，2014 年末公司应收账款净额为 1,036,314.04 万元，占总资产的比重达 52.28%，同比增长 66.47%，主要系并购港源装饰及出售海外原六家子公司导致合并范围变化所致。其中，应收海外原六家子公司账款 155,650.44 万元，此部分应收账款由公司大股东江河源提供担保，坏账风险相对较小。从公司应收账款总额的账龄来看，2014 年末账龄在 1 年以内的占比为 65.06%，1-2 年的占比为 21.29%，2-3 年的占比 8.03%，3 年及以上的占比 5.63%，和 2013 年相比账龄结构变化不大，也比较符合行业特点。但是账龄较长的应收账款存在较大的坏账风险，2014 年末公司应收账款总额 1,156,940.66 万元，计提 120,626.62 元坏账准备。

公司预付款项主要为预付的材料款，2014 年变化不大。公司存货主要由原材料、库存商品（主要是用于在施项目的幕墙系统产品）和建造合同形成的已完工未结算资产构成，2014 年公司加强库存管理，且处置六家海外子公司，存货账面价值同比下降 15.75%，但是存货规模仍较大，2014 年末达 353,428.15 亿元，占总资产的比重为 17.83%。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。跟踪期内，受合并港源装饰及梁志天公司影响，公司固定资产、无形资产和商誉规模 2014 年均有较大增长。2014 年末，公司商誉合计 63,384.26 万元，其中 2014 年收购港源装饰确认商誉 4.95 亿元，收购梁志天公司确认商誉 0.50 亿元。

总体来看，随着对港源装饰及梁志天公司的收购，公司资产规模有较大增长，但应收账款和存货占比仍较高，对公司营运资金占用较多，且账龄较长的应收账款存在较大的坏账风险。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率略有改善

公司应收账款规模大幅增长，应收账款周转率有所下降；2014 年公司加强库存管理，且处置六家海外子公司，存货规模有所下降，存货周转率明显提高；而公司应付账款规模也略有上升，应付账款周转天数也有所增加。2014 年公司净营业周期为 97.72 天，较 2013 年下降了 22.12 天。考虑到内装行业的建设周期较短，并且回款情况比幕墙行业好，预计未来随着内装业务占比的上升，公司运营效率将有所提升。

2014 年，随着营业收入的较快增长，公司流动资产和总资产周转率均有所上升。

**表12 2013-2014年公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	189.53	168.79
存货周转天数	102.95	134.22
应付账款周转天数	194.75	183.17
净营业周期	97.72	119.84
流动资产周转天数	344.72	367.21
总资产周转天数	396.07	417.65

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

#### 受并购港源装饰及梁志天公司影响，公司营业收入及营业利润率均有所增长

公司通过并购增强在内装业务方面的实力，内装业务订单和收入增长较快，受此影响，2014年公司收入规模有较大增长。具体来看，2014年公司实现营业收入1,590,427.67万元，同比增长33.63%。其中，幕墙系统收入977,160.38万元，同比下降1.44%；内装系统收入612,795.84万元，同比增长208.34%，且其占主营业务收入的比重由2013年的16.70%上升至38.53%。毛利率方面，受幕墙系统毛利率下滑影响，公司2014年综合毛利率较2013年下降了1.13个百分点。期间费用率方面，2014年公司收缩海外业务，汇兑损失大幅减少，公司期间费用率较2013年下降了3.09个百分点。

2014年公司应收账款规模大幅增长，资产减值也大幅增加，对公司营业利润影响也较大。同时，由于港源装饰纳入合并报表范围，2014年公司投资收益大幅下降。2014年公司实现营业利润33,339.66万元，同比增长22.50%；实现利润总额39,025.08万元，同比增长28.46%。

**表13 2013-2014年公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	1,590,427.67	1,190,204.79
销售费用	21,035.76	17,638.95
管理费用	102,444.09	98,106.18
财务费用	19,174.51	27,778.88
资产减值损失	36,406.85	20,582.88
投资收益	-4,892.74	8,263.25
营业利润	33,339.66	27,215.29
营业外收入	5,430.49	3,081.61
利润总额	39,025.08	30,379.37
净利润	37,926.70	28,251.50

综合毛利率	15.03%	16.16%
期间费用率	8.97%	12.06%
营业利润率	2.10%	2.29%
总资产回报率	3.03%	3.14%
净资产收益率	7.23%	6.12%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流有所好转，但营运资金占用仍较大，对筹资活动有所依赖

2014 年，公司加强库存管理力度，且出售原海外六家子公司，存货规模明显降低。同时，新合并的港源装饰及梁志天公司回款相对较好，2014 年公司经营活动产生的现金净流入 29,827.44 万元，较 2013 年有较大提升。但是，公司经营性应收项目对营运资金占用仍较大，且考虑到目前公司幕墙业务和内装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，未来公司营运资金压力仍较大。

2014 年，公司因合并港源装饰，收到其他与投资活动有关的现金 45,028.94 万元，投资活动现金流入大幅增长。同时，2014 年公司投资支付的现金大幅下降，投资活动产生的现金流量净额较 2013 年有大幅增长。

筹资活动方面，2014 年仍表现为持续的净流入状态，其中取得借款收到的现金 21.72 亿元，信用证贴现筹资资金 3.40 亿元。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，未来将持续对筹资活动有所依赖。

表 14 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.92	0.97
净利润	37,926.70	28,251.50
营运资本变化	-66,937.47	-77,598.91
其中：存货减少（减：增加）	28,626.51	-96,059.16
经营性应收项目的减少（减：增加）	-335,743.78	-170,709.86
经营性应付项目的增加（减：减少）	240,179.81	189,170.11
经营活动产生的现金流量净额	29,827.44	-20,866.37
投资活动产生的现金流量净额	9,954.64	-78,628.55
筹资活动产生的现金流量净额	12,618.58	23,862.55
现金及现金等价物净增加额	52,662.30	-73,207.90

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司刚性债务规模进一步攀升，偿债压力有所加重

跟踪期内，随着非公开股票的发行，公司所有者权益有所增长。而随着应付票据和应付账款规模的大幅增长，公司负债总额有较大增长。截至2014年末，公司负债总额为1,403,560.18万元，同比增长34.02%。2014年末，公司负债与所有者权益比率为242.56%，权益对负债的覆盖较弱。

**表 15 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	1,403,560.18	1,047,262.91
所有者权益	578,647.34	470,126.27
负债与所有者权益比率	242.56%	222.76%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司负债结构变动不大，仍以流动负债为主，2014年末，流动负债占总负债的比重为92.93%。

公司流动负债仍主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2014年末，公司短期借款共205,385.29万元，其中信用借款8.39亿元，保证借款12.15亿元。公司应付票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，近年应付票据余额持续增长，主要系公司增加对供应商的票据结算所致。2014年，公司应付账款增长较大，主要系合并港源装饰所致。公司预收账款主要为收到的工程预付款，2014年变动不大。2014年末，公司其他应付款30,798.21万元，同比增长788.96%，主要系收购承达集团15%股权及梁志天公司70%股权欠款所致。公司非流动负债主要由本期债券构成。

**表16 2013-2014年公司主要债务结构（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	205,385.29	14.63%	198,768.21	18.98%
应付票据 <sup>1</sup>	298,377.62	21.26%	215,177.22	20.55%
应付账款	590,050.41	42.04%	358,542.16	34.24%
预收款项	138,000.91	9.83%	146,609.27	14.00%
其他应付款	30,798.21	2.19%	3,464.50	0.33%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,304,382.97</b>	<b>92.93%</b>	<b>950,358.39</b>	<b>90.75%</b>
应付债券	89,367.22	6.37%	89,164.83	8.51%
<b>非流动负债合计</b>	<b>99,177.21</b>	<b>7.07%</b>	<b>96,904.52</b>	<b>9.25%</b>

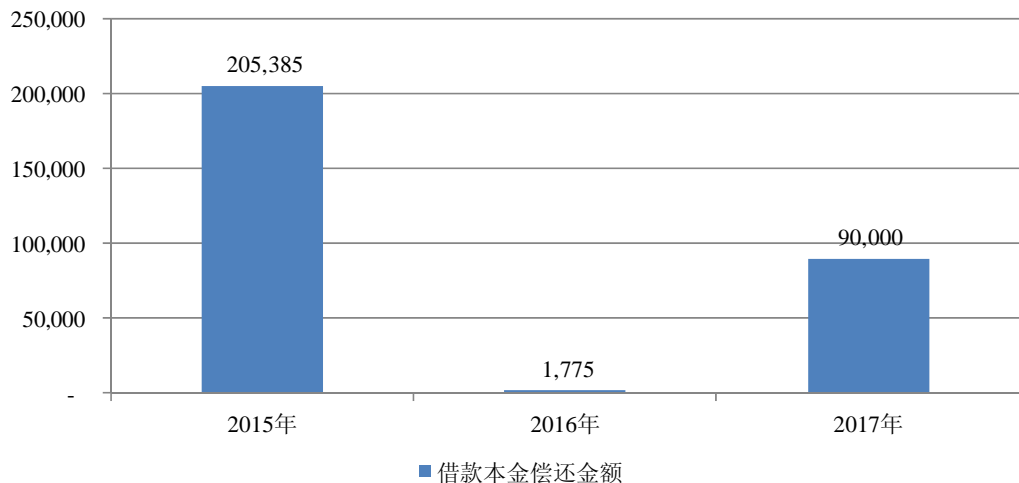
<sup>1</sup>公司主要的应付票据需支付万分之五的手续费，并没有利息支出，因此不计入有息负债。

负债合计	1,403,560.18	100.00%	1,047,262.91	100.00%
其中：有息负债	296,527.54	21.13%	289,676.48	27.66%

资料来源：公司审计报告，公司整理

截至2014年末，包括短期借款、长期借款和应付债券在内的有息负债总额为296,527.54万元，和2013年末相比变动不大。其中，短期有息负债合计205,385.29万元，短期刚性债务压力较大；长期有息负债91,142.25万元，主要为公司所发行的本期债券，2017年12月到期。从公司主要有息负债本金偿还计划来看，2015年和2017年面临较大的还款压力，分别需要还款20.54亿元和9亿元，面临一定的集中偿还压力。且2015年12月，本期债券面临投资者回售压力。

图4 截至2014年12月31日公司主要有息负债本金偿还计划（单位：万元）



资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，从公司的财务弹性来看，公司近年通过非公开发行股票、公司债券等渠道在资本市场上进行融资，融资渠道较为畅通，公司财务弹性尚可。

从公司各项偿债指标来看，截至2014年末，公司资产负债率为70.81%，较2013年末上升了1.79个百分点，资产负债率较高，债务压力较大。公司流动比率和速动比率指标仍表现较弱，短期偿债压力仍较大。2014年，随着利润总额的增长，公司EBITDA规模有所上升，EBITDA利息保障倍数略有上升。

表17 2013-2014年公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2014年	2013年
资产负债率	70.81%	69.02%
流动比率	1.33	1.38
速动比率	1.06	0.94
EBITDA (万元)	65,137.68	53,374.36

EBITDA 利息保障倍数	4.66	4.12
有息债务/EBITDA	4.55	5.43

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、或有事项分析

### （一）公司未决诉讼存在一定的或有风险

（1）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。

（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。由于被告一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赔偿相关损失，被告二承担连带保证责任。目前该案仍在审理过程中。截止 2014 年 12 月 31 日公司已按账龄对涉及款项计提坏账准备 320.67 万元。

（3）公司所属子公司北京承达与唐山市盛世金苑实业有限公司（下称“原告”）施工合同纠纷：2013 年 10 月 5 日北京承达与原告签定了工程承包合同为原告开发的唐山盛世

花园酒店提供精装修服务，约定合同总价 12,300.00 万元，工期从 2013 年 10 月 15 日到 2015 年 9 月 15 日，历经两次合同变更后双方于 2014 年 8 月 21 日确定合同总价为 4,800.00 万元。2015 年 1 月 15 日，原告以北京承达拖延工期、工程存在质量问题为由单方面通知北京承达解除合同，2015 年 3 月 13 日原告向唐山市路北区人民法院申请对北京承达进行财产保全，唐山市路北区人民法院分别于 2015 年 3 月 13 日、18 日出具了（2015）北民保字第 13-1 号及（2015）北民保字第 13-1 号的民事裁定书，裁定冻结北京承达银行存款 901.00 万元，冻结期限为一年。2015 年 3 月 19 日原告将北京承达起诉至唐山市路北区人民法院，请求北京承达返还超付工程款及不合格工程修复费、违约金、电费和其他诉讼费用共计 994.05 万元。目前北京承达正准备应诉，并以原告随意变更施工方案导致工期拖延、不确认施工变更、洽商文件、不予支付工程款、单方面解除施工合同为由向法院提起反诉。

（4）公司子公司港源装饰与成都晋恒投资有限公司（下称“成都晋恒”）合同纠纷：2014 年 5 月港源装饰与成都晋恒签订了关于广安鼎恒新能源锂电池制造项目生产指挥数据中心装饰工程的承包合同，港源装饰向被告缴纳履约保证金 1,500 万元。后经双方协商解除了承包合同，约定被告于 2015 年 1 月 6 日前退还保证金，被告所属子公司广安鼎恒新能源锂电池制造股份有限公司（下称“广安鼎恒”）对此提供了担保。此后成都晋恒未能按约定退还保证金，担保方广安鼎恒于 2015 年 2 月 5 日被四川省广安市中级人民法院裁定破产清算。港源装饰于 2015 年 3 月 1 日对成都晋恒、广安鼎恒提起诉讼，要求对方退还保证金及相应利息，目前该案正在审理中。

（5）公司与徐州飞虹网架建设有限公司（下称“原告”）分包合同纠纷：2013 年 2 月 6 日公司所属子公司香港江河与原告签订了《沙特 HARAMAIN HIGH SPEED RAILWAY KAEC STATION 工程钢结构分包合同》（下称“分包合同”），2013 年 12 月香港江河与公司沙特分公司及原告签订三方协议，约定将分包合同中香港江河所享有的权利和承担的义务全部转让给公司沙特分公司，原告的权利和义务不变。2015 年 2 月 15 日，原告以公司未足额支付工程款项为由向北京仲裁委员会提起仲裁申请，请求判定公司支付工程款 188.48 万美元并承担仲裁费用。公司于 2015 年 3 月 19 日以原告在实际合同履行过程中严重违反合同约定，给公司造成经济损失，依法依规应承担相应违约责任为由向北京仲裁委员会提起反仲裁请求，请求判定原告返还超付工程款、支付工期延误违约金、承担由于工期延误致公司另行组织施工发生的费用共计 538.49 万美元并赔偿律师费用 20.00 万元人民币。

## （二）对外担保

截至 2015 年 3 月 31 日，公司对外担保 162,849.20 万元，全部为已出售六家海外子公司的存续保函担保，并由公司大股东江河源提供反担保。

## 七、评级结论

跟踪期内，公司通过并购最终持有承达集团100%股权、港源装饰65%股权和梁志天公司70%股权，内装业务实力大幅增强，内装业务收入同比大幅增长，且幕墙及内装业务协同效应开始显现；目前，公司在手订单充足，有利于公司的持续发展。

同时我们也关注到了受宏观经济放缓和房地产行业整体低迷，以及收缩海外业务和控制中标质量等因素综合影响，公司幕墙业务新中标额下滑较多，且并购的内装重要子公司港源装饰收入及利润均未达预期；公司应收账款规模大幅上升，对营运资金占用持续增加；短期刚性债务规模进一步攀升，流动性压力有所加重；未决诉讼较多，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为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为负面。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项 目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	154,144.59	249,501.62	189,693.72	245,535.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9,057.37	-	-	-
应收票据	8,150.09	14,112.96	1,651.97	2,554.25
应收账款	1,025,334.54	1,036,314.04	622,536.81	489,310.09
预付款项	47,415.18	40,484.17	38,248.12	28,945.87
应收利息	-	-	45.68	1,246.03
其他应收款	46,985.55	35,813.65	39,456.62	23,697.77
存货	363,398.39	353,428.15	419,476.02	324,644.13
划分为持有待售的资产	1,228.23	1,228.23	-	-
其他流动资产	3,649.91	3,192.43	667.06	343.47
流动资产合计	1,659,363.84	1,734,075.26	1,311,776.00	1,116,276.64
非流动资产：				
可供出售金融资产	4,200.00	-	-	-
持有至到期投资	16.13	16.13	1.61	1.61
长期股权投资	319.02	319.02	63,629.62	4,411.38
投资性房地产	486.56	497.11	547.83	600.00
固定资产	97,506.05	98,609.01	70,150.58	64,878.23
在建工程	10,916.85	10,917.35	9,369.50	1,111.03
无形资产	49,548.84	50,133.98	20,908.34	23,990.23
商誉	63,209.75	63,384.26	22,891.82	22,891.82
长期待摊费用	997.54	1,194.75	1,039.42	497.89
递延所得税资产	24,299.60	23,060.66	17,074.47	9,546.64
非流动资产合计	251,500.35	248,132.26	205,613.19	127,928.82
<b>资产总计</b>	<b>1,910,864.19</b>	<b>1,982,207.52</b>	<b>1,517,389.19</b>	<b>1,244,205.46</b>
流动负债：				
短期借款	226,851.46	205,385.29	198,768.21	120,027.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	24.93	286.21	-	-
应付票据	287,537.74	298,377.62	215,177.22	165,308.47
应付账款	479,266.02	590,050.41	358,542.16	276,436.79
预收款项	170,915.50	138,000.91	146,609.27	82,826.22
应付职工薪酬	8,896.12	16,549.85	14,867.30	13,216.13
应交税费	19,595.02	20,118.77	11,798.06	12,203.21

项 目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
应付利息	2,318.71	1,284.25	895.81	446.34
应付股利	12,763.86	3,531.46	235.86	1,561.38
其他应付款	29,322.01	30,798.21	3,464.50	13,901.99
流动负债合计	1,237,491.36	1,304,382.97	950,358.39	685,928.42
非流动负债：				
长期借款	-	1,775.03	1,743.44	8,601.30
应付债券	89,419.96	89,367.22	89,164.83	89,802.77
预计负债	13.44	13.44	13.44	352.69
递延收益	5,765.13	5,936.84	5,587.69	958.58
递延所得税负债	2,040.66	2,084.67	395.12	5,830.83
非流动负债合计	97,239.20	99,177.21	96,904.52	105,546.17
负债合计	1,334,730.55	1,403,560.18	1,047,262.91	791,474.58
所有者权益：				
股本	115,405.00	115,405.00	112,000.00	56,000.00
资本公积	216,293.88	216,293.88	177,854.57	233,854.57
其他综合收益	3,858.15	2,802.35	3,012.56	-
专项储备	1,631.14	1,631.14	-	116.23
盈余公积	19,042.32	19,042.32	19,042.32	16,490.49
未分配利润	164,667.68	168,802.20	153,476.68	141,505.29
归属于母公司所有者权益合计	520,898.18	523,976.89	465,386.13	447,966.58
少数股东权益	55,235.45	54,670.45	4,740.14	4,764.30
所有者权益合计	576,133.64	578,647.34	470,126.27	452,730.88
负债和所有者权益总计	1,910,864.19	1,982,207.52	1,517,389.19	1,244,205.46

资料来源：公司审计报告

## 附录二 利润表（单位：万元）

项 目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	356,871.37	1,590,427.67	1,190,204.79	898,920.45
其中：营业收入	356,871.37	1,590,427.67	1,190,204.79	898,920.45
二、营业总成本	352,366.40	1,551,909.06	1,171,252.75	845,415.03
其中：营业成本	313,221.72	1,351,402.63	997,893.83	721,319.36
营业税金及附加	4,373.64	21,445.22	9,252.03	6,625.59
销售费用	4,381.79	21,035.76	17,638.95	16,598.57
管理费用	23,836.26	102,444.09	98,106.18	75,141.63
财务费用	6,226.83	19,174.51	27,778.88	8,173.96
资产减值损失	326.16	36,406.85	20,582.88	17,555.92
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	793.18	-286.21	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	97.39	-4,892.74	8,263.25	-18.79
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,395.54	33,339.66	27,215.29	53,486.64
加：营业外收入	1,255.56	5,430.49	3,081.61	2,663.21
减：营业外支出	48.18	-254.93	-82.47	629.82
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,602.92	39,025.08	30,379.37	55,520.04
减：所得税费用	940.03	1,098.38	2,127.87	7,956.53
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	5,662.89	37,926.70	28,251.50	47,563.51
归属于母公司所有者的净利润	5,097.89	27,690.09	29,083.22	47,849.63
少数股东损益	565.01	10,236.62	-831.72	-286.12

资料来源：公司审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项 目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012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	397,509.37	1,463,036.57	1,159,338.70	714,587.55
收到的税费返还	2,906.32	6,617.16	5,457.07	4,232.61
收到其他与经营活动有关的现金	2,205.37	16,897.03	2,648.52	4,764.33
经营活动现金流入小计	402,621.06	1,486,550.76	1,167,444.30	723,584.49
购买商品、接受劳务支付的现金	422,489.87	1,250,332.67	994,601.66	615,101.23
支付给职工以及为职工支付的现金	38,464.13	110,404.04	101,325.91	71,188.92
支付的各项税费	8,635.71	52,703.72	28,757.64	24,524.24
支付其他与经营活动有关的现金	15,650.57	43,282.89	63,625.46	36,813.01
经营活动现金流出小计	485,240.28	1,456,723.32	1,188,310.67	747,627.40
经营活动产生的现金流量净额	-82,619.22	29,827.44	-20,866.37	-24,042.91
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	1,000.00	-	-	254.28
取得投资收益收到的现金	97.39	515.39	6,516.86	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	17.31	1,454.94	1,382.94	168.85
收到其他与投资活动有关的现金	827.22	45,028.94	2,317.10	1,206.71
投资活动现金流入小计	1,941.92	46,999.27	10,216.89	1,629.84
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,975.19	31,521.67	27,100.45	14,322.40
投资支付的现金	20,782.04	767.73	61,745.00	42,373.77
支付其他与投资活动有关的现金	234.85	4,755.23	-	-
投资活动现金流出小计	22,992.08	37,044.63	88,845.45	56,696.17
投资活动产生的现金流量净额	-21,050.16	9,954.64	-78,628.55	-55,066.33
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	86,786.84	217,188.44	272,190.02	129,302.25
发行债券收到的现金	-	-	-	89,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2,940.54	34,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	89,727.38	251,188.44	272,190.02	219,102.25
偿还债务支付的现金	67,100.09	204,442.88	200,307.56	48,562.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,626.79	24,472.84	28,633.83	14,629.66
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	1,623.12	-	-
支付其他与筹资活动有关的现金	18,206.04	9,654.15	19,386.08	14,704.80

筹资活动现金流出小计	88,932.92	238,569.86	248,327.47	77,897.09
筹资活动产生的现金流量净额	794.46	12,618.58	23,862.55	141,205.15
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	751.99	261.64	2,424.48	-160.39
五、现金及现金等价物净增加额	-102,122.92	52,662.30	-73,207.90	61,935.53
加：期初现金及现金等价物余额	182,608.28	129,945.98	203,153.88	141,218.36
六、期末现金及现金等价物余额	80,485.36	182,608.28	129,945.98	203,153.88

资料来源：公司审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	37,926.70	28,251.50	47,563.51
加：资产减值准备	36,406.85	21,090.29	17,619.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,057.76	5,979.21	4,831.83
无形资产摊销	3,362.78	3,405.05	2,007.07
长期待摊费用摊销	719.77	648.81	240.56
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）	-35.84	-152.44	153.37
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	286.21	-	-
财务费用（收益以“-”号填列）	13,824.11	13,864.67	5,121.21
投资损失（收益以“-”号填列）	4,892.74	-8,263.25	18.79
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-8,681.77	-7,527.83	-2,650.32
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	5.59	-563.46	-456.86
存货的减少（增加以“-”号填列）	28,626.51	-96,059.16	-100,815.22
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-335,743.78	-170,709.86	-198,003.74
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	240,179.81	189,170.11	200,327.46
经营活动产生的现金流量净额	29,827.44	-20,866.37	-24,042.91

资料来源：公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

指标名称	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息负债（万元）	316,271.42	296,527.54	289,676.48	218,431.97
资产负债率	69.85%	70.81%	69.02%	63.61%
流动比率	1.34	1.33	1.38	1.63
速动比率	1.05	1.06	0.94	1.15
综合毛利率	12.23%	15.03%	16.16%	19.76%
期间费用率	9.65%	8.97%	12.06%	11.11%
总资产回报率	-	3.03%	3.14%	6.03%
应收账款周转天数	-	189.53	168.79	-
存货周转天数	-	102.95	134.22	-
应付账款周转天数	-	194.75	183.17	-
净营业周期	-	97.72	119.84	-
流动资产周转天数	-	344.72	367.21	-
总资产周转天数	-	396.07	417.65	-
负债与所有者权益比率	231.67%	242.56%	222.76%	174.82%
EBITDA（万元）	-	65,137.68	53,374.36	68,011.43
EBITDA 利息保障倍数	-	4.66	4.12	12.57
有息债务/EBITDA	-	4.55	5.43	3.21
收现比	1.11	0.92	0.97	0.79

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收票据余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付票据余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息负债	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息负债	短期借款+1年内到期的长期借款
	有息负债	长期有息负债+短期有息负债

## 附录六 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体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（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。

### 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。