



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

江河创建集团股份有限公司

主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

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



评级报告导读

评级报告逻辑

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

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

跟踪评级说明

根据大公承做的江河创建集团股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AA+		评级展望	稳定	
上次评级结果	AA+		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
18 江河 01	1	3	AA+	AA+	2018.06

◆ 主要观点

大公对江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河集团”或“公司”）“18 江河 01”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。本次评级结果反映江河集团面临的偿债环境持续优化，市场竞争力很强，财富创造能力持续增强，偿债来源可靠性较强，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司面临良好的偿债环境。我国建筑装饰行业整体表现平稳，行业由区域割据向全国扩张，市场竞争日趋激烈，但公司在幕墙行业的龙头地位始终稳固。

2、公司财富创造能力持续增强。公司市场份额仍处于领先地位，业务范围逐步拓宽，同时显著的品牌优势使公司财富创造能力进一步提升。

3、公司偿债来源可靠性较强。公司流动性偿债来源较为多元，持续增长的经营性净现金流为其偿债来源可靠性提供支撑，同时公司债务融资渠道较为通畅，外部融资能力较强。

4、公司偿债能力很强。公司流动性来源对流动性消耗具有较好的保障能力，同时公司盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍较好。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

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

2、公司幕墙业务分布广泛，在幕墙行业的市场份额始终处于领先地位，且内装业务规模增速较快，与幕墙业务协同发展；

3、2018 年，建筑装饰业务新中标金额持续增长，为公司未来收入提供一定的保障；

4、2018 年以来，行业竞争日益加剧的背景下，公司营业收入、毛利润及毛利率同比均保持增长，盈利能力持续提升。

主要风险/挑战:

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

2、2018 年以来，公司应收账款规模仍然较大，且周转效率仍处于较低水平，对资金形成占用，并且面临较大的回收风险；

3、2018 年以来，公司有息债务规模有所增长且短期有息债务占比较高，短期偿付压力仍较大；

4、公司存在多笔诉讼及对外担保，仍面临一定的或有风险。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	272.89	241.06	253.51
所有者权益	88.82	76.22	74.03
总有息债务	81.57	63.39	80.73
营业收入	160.37	152.97	152.40
净利润	7.39	5.92	4.69
经营性净现金流	14.09	13.89	13.08
毛利率	18.46	15.12	13.94
总资产报酬率	4.15	4.04	3.27
债务资本比率	47.87	45.40	52.17
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.97	4.77	4.38
经营性净现金流/总负债	8.07	8.07	7.73

注: 公司提供了 2018 年财务报表, 华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 2017 年资产负债表和利润表数据采用 2018 年追溯调整后的数据。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 肖尧

评级小组成员: 刘银玲 徐梦琪

联系电话: +86-10-51087768

客服电话: +86-4008-84-4008

传真: +86-10-84583355

Email: dagongratings@dagongcredit.com

地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司
二〇一九年四月二十五日



基本经营

（一）主体概况与公司治理

公司前身北京江河幕墙装饰工程有限公司（以下简称“江河公司”）由北京江河源工贸有限责任公司（现已更名为北京江河源控股有限公司，以下简称“江河源”）、自然人刘载望和自然人富仁珠共同出资成立。江河公司于 2007 年 4 月 29 日整体变更为北京江河幕墙股份有限公司。公司股票于 2011 年 8 月 18 日在上海证券交易所挂牌交易（股票代码：601886），2013 年 4 月 18 日公司名称变更为现名。2015 年 12 月 29 日，子公司承达集团有限公司（以下简称“承达集团”）在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）主板拆分上市（股票代码：1568）；2018 年 7 月 5 日，子公司梁志天设计集团有限公司（以下简称“梁志天设计集团”）在联交所主板上市（股票代码：02262）。经过多次股权变更和增资，截至 2018 年末，公司股本为 11.54 亿元。

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

（二）盈利模式

公司主要从事包括建筑幕墙工程以及室内装饰工程在内的建筑装修装饰业务，除了深耕传统的建筑装修装饰业务，公司于 2015 年开始拓展新的医疗健康业务，逐渐形成了“建筑装饰+医疗健康”的双主业战略布局。建筑装饰板块是公司收入主要来源，其收入和毛利润占公司整体收入和毛利润比例均保持在 85%以上；医疗健康业务保持平稳发展，对公司收入和利润形成重要补充。未来建筑装饰板块仍将是公司主要业务板块。

（三）股权链

截至 2018 年末，公司股本为 11.54 亿元，第一大股东江河源持股比例为 27.35%，自然人刘载望持股比例为 25.07%，刘载望、富海



霞夫妇合计持有江河源 100.00% 股权，为公司实际控制人。

截至 2019 年 4 月 10 日，刘载望及其一致行动人江河源合计持有公司 60,495.31 万股，占公司股份的 52.42%；其中用于质押的股权为 40,251.03 万股，占所持有股份的 66.54%。

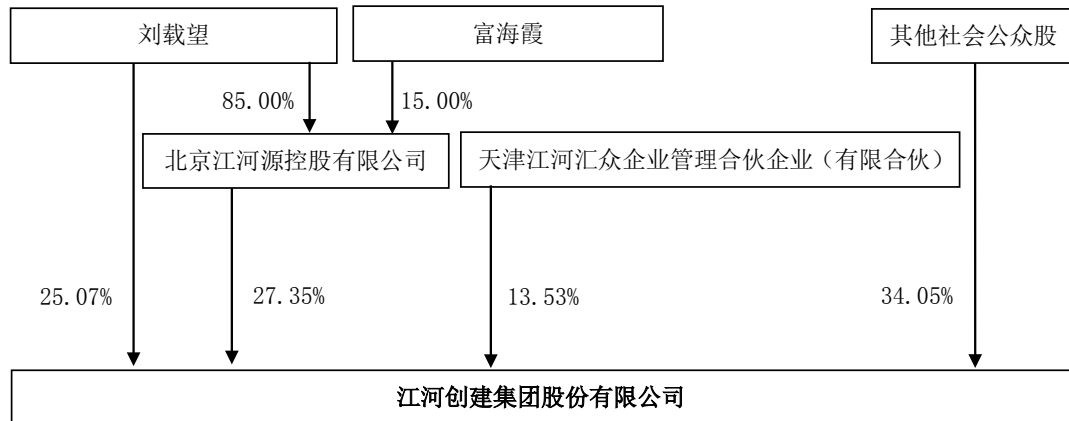


图 1 截至 2018 年末公司股权结构

注：截止 2018 年末库存股为 11,668,440 股

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2018 年末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为 81.57 亿元，占总负债比重 44.32%。公司共获得银行授信 200.12 亿元，尚未使用银行授信额度¹85.39 亿元。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2019 年 4 月 8 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司本部在公开债券市场发行的债务融资工具到期的均已按时兑付，存续的“18 江河 01”、“18 江河创建 SCP002”和“18 江河创建 SCP003”尚未到还本付息日。

¹ 截至 2018 年末，有部分银行授信已到期，正在办理续期，该部分未使用的授信额度未包括在报告披露的剩余授信额度中。



（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
18江河01	1 亿元	2018.07.19~2021.07.19	补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

公司面临良好的偿债环境。中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供了良好的政策环境；我国建筑装饰行业整体表现平稳，行业龙头企业竞争优势仍较强。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



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

（一）宏观与政策环境

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

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



展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

建筑装饰行业整体表现平稳，行业龙头企业竞争优势仍较强。

2018 年，在国际环境发生巨大变化，中美贸易摩擦和争端不断升级，国内改革进入攻坚期，供给侧结构性改革阵痛释放的背景下，国内经济运行保持总体平稳、稳中有进的发展态势，我国建筑装饰行业整体也表现平稳。2018 年全国固定资产投资 63.56 万亿元，比上年增长 5.9%，增速比前三季度加快 0.5 个百分点。2017 年全国建筑装饰行业完成工程总产值达到 3.92 万亿元，同比增长 7.6%，增速比 2016 年提升 0.5 个百分点，比全国 GDP 增长速度高出 0.7 个百分点，行业整体依然呈现快速发展的态势，其中公共建筑装修装饰全年完成工程总产值 2.03 万亿元，同比增长 8.1%，占行业总产值的 51.5%；住宅装修装饰全年完成工程总产值 1.91 万亿元，同比增长 7.3%。中投顾问产业研究中心预计 2018 年全国建筑装饰行业总产值将达 4.21 万亿元，未来五年年均复合增长率约为 6.8%，2022 年中国建筑装饰工程总产值将达到 5.48 万亿元，未来市场还将有较大的增长空间。

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



财富创造能力

公司财富创造能力很强。建筑装饰行业由区域割据向全国扩张，市场竞争日趋激烈，未来竞争将逐渐由追求规模转向注重效益；公司业务分布广泛，且品牌优势显著，在幕墙行业市场份额始终处于领先地位；内装业务规模增速较快，与幕墙业务协同发展；但垫资施工等因素导致公司产生较大规模的应收账款。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



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

（一）市场需求

1、建筑装饰业务

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

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

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



墙行业市场规模将保持增长，但目前建筑装饰市场趋于成熟、产品服务同质化严重，行业内竞争也将日趋激烈。

2、医疗健康业务

经济发展和人口老龄化带动未来医疗服务市场容量不断扩大。

随着城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识也正在不断增强，社会保障制度、公共卫生体系、疾病预防控制体系不断完善，医疗卫生基础设施建设不断加强，医疗服务需求日益增长，为医疗服务行业提供了良好的外部环境。我国人口数量持续增长，中老年人口所占比例也逐年增加，根据中国产业信息网数据，预计到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平达到 17.17%，对医疗服务需求的增加将为医疗服务提供持续增长的市场空间。

伴随国家对于居民基本医疗保障逐步完善和人们对眼睛健康意识逐步增强，我国眼科医疗服务行业将保持快速发展的势头。从全国范围来看，眼科医疗产业的市场集中度较低。整体眼科市场呈现出明显的“全国分散、地区集中”的特点，目前眼科医生资源缺乏，分布极不均衡，全国 70%的眼科医生分布在大中型城市，基层眼科医生数量很少。但国内 70%的眼科患者分布在地级以下基层地区，与目前眼科医疗资源的分布倒挂，因此未来国内基层眼科市场发展潜力巨大。

随着医改的推进、大健康产业的发展以及第三方检验及独立影像中心的政策限制放开，第三方检验及第三方医学影像行业也将迎来发展机遇。2018 年 6 月，国家卫生健康委出台的《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》有利于第三方医学检验机构积极参与到国家卫生健康发展战略中，对提升第三方医学检验发展整体水平和空间有着重大影响。

（二）产品和服务竞争力

公司业务分布广泛，且品牌优势显著，在幕墙行业仍具有很强的综合竞争优势，市场份额始终处于领先地位；内装业务规模增速较快，与幕墙业务协同发展；原材料周期性的价格波动对公司成本控制造成一定压力，同时垫资施工等因素导致公司产生较大规模的应收账款。



1、建筑装饰业务

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

公司旗下拥有江河幕墙（Jangho）、承达集团（Sundart）、港源装饰、梁志天设计集团（SLD）四大建筑装饰品牌；拥有建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑装修装饰工程专业承包壹级、建筑幕墙工程设计专项甲级、轻型钢结构工程设计专项甲级、中华人民共和国对外承包工程资格等资质。在承建项目方面，幕墙系统业务上，公司承建了一批有代表性、影响力大的地标工程包括中央电视台新址、北京首都机场 T3 航站楼，“世界第一高楼”沙特王国塔、“中国第一高楼”武汉绿地中心等全球三十余项城市第一高楼项目；内装系统业务上，承建了包括香港半岛酒店、澳门新濠天地、俄罗斯海参崴凯悦酒店、国家大剧院、北京饭店、伦敦香格里拉大酒店、东京六本木 Park Mansion 住宅等项目，奠定了公司在行业内的领先地位，增强了公司的竞争力。

2018 年以来，幕墙业务仍是公司的传统优势业务，主要由北京江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“江河幕墙”）承担，主要从事建筑装饰系统的研发设计、生产制造、安装施工与技术服务；定位于高端幕墙系统整体解决方案供应商，主要承接高档写字楼、商业综合体和高档住宅等的建筑幕墙工程。公司幕墙业务范围分布广泛，在国内的北京、广州、上海、成都、香港等城市以及在国外新加坡、马来西亚、印尼等国家均设有子公司，并在北京、上海、广州、成都及武汉建有研发设计与生产制造基地。

室内装饰业务主要为大型公共建筑、高档酒店和高档住宅项目提供室内装潢工程服务，公司旗下拥有承达集团（HK.1568）、港源装饰及梁志天设计集团（HK.2262）等行业知名品牌。承达集团是源自香港的领先的室内装饰业务品牌，为香港联交所主板上市公司，拥有 20 多年的室内装饰管理经验。港源装饰为北方地区排名第一、装饰行业连续多年排名第 5 的内装企业；梁志天设计集团由国际室内建筑师/设计师团体联盟（IFI）主席梁志天先生于 1997 年设立，于 2018



年 7 月成功登录香港联交所，成为香港联交所第一家从事纯室内设计业务的上市公司，目前拥有超过 350 人的设计团队，设计元素包括商业楼宇、住宅大厦、别墅及学校等，截至 2018 年末，梁志天及其设计团队获得超过 130 项国际设计奖项和企业奖项，在住宅设计领域已连续三年全球排名第一。

在技术层面，公司是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有国家级企业技术中心，为全国首批 55 家国家技术创新示范企业之一，江河幕墙拥有各类专利 334 余项，其中发明专利 60 项。内装业务方面，承达集团拥有领先的预制组装家具中心生产线和多项全球认证，获得了美国建筑木结构学会质量认证，其预制防火门及预制窗框产品通过全球 UL 权威认证；子公司北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）是国内老牌的大型建筑装饰企业，位居中国建筑装饰行业百强前列，拥有多项行业创新的施工技术。截至 2018 年末，公司累计拥有专利技术 414 项，其中发明专利 66 项；共计拥有 9 家高新技术企业，累计获得鲁班奖 77 项，中国建筑装饰工程奖 73 项；此外公司还参与编制了《建筑用通风百叶窗技术要求》国家标准。

2018 年，公司建筑装饰业务新中标金额持续增长，为公司未来收入提供了一定保障；内装业务规模增速较快，与幕墙业务协同发展。

2018 年，公司建筑装饰板块新中标总额 212 亿元，同比增长 17.78%，其中幕墙新增订单 111 亿元，同比增长 11.00%；内装新增订单 101 亿元，同比增长 26.25%，内装业务规模增长较快，幕墙和内装订单比例更加均衡。从区域分布来看，2018 年新中标项目仍主要集中在中国大陆，中国大陆地区新中标项目金额占新中标项目总额的 75.47%，为 160 亿元。

截至 2018 年末，公司建筑装饰业务在手订单 261 亿元，同比增长 15.49%，仍能为公司未来收入提供一定保障。从区域分布来看，2018 年在手订单主要集中在中国大陆地区，占在手订单总额的 75.10%。

**表 2 2016~2018 年公司新中标建筑装饰项目情况 (单位: 个、亿元)**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
当年新中标项目个数	860	783	821
其中: 中国大陆	724	665	723
海外 (含港澳地区)	136	118	98
一亿元以上项目个数	45	42	46
当年新中标项目金额	212	180	176
其中: 中国大陆	160	135	135
海外 (含港澳地区)	52	45	41

数据来源: 根据公司提供资料整理

幕墙业务方面, 公司着重在一、二线重点城市开展业务; 内装业务方面, 公司通过并购承达集团、港源装饰和梁志天设计等行业内知名度较高的成熟内装及设计企业进入内装市场, 内装业务已成为公司收入和利润的重要组成部分。公司内装业务与传统的幕墙业务形成良好的协同效应, 幕墙业务在一定程度上也带动内装业务的发展。

公司主要原材料价格波动较大, 加大了成本控制压力; 工程款结算的流程较长, 垫资施工等因素导致公司产生较大规模的应收账款。

公司的原材料主要包括铝型材、玻璃、钢材或钢件、石材、胶等各类建筑材料, 基本来自外购, 主要由金属结构制品、玻璃制品和其他一般建筑材料制品企业供应。公司与广州恒大材料设备有限公司、佛山坚美铝业有限公司、山东华建铝业集团有限公司等国内主要建材供应商建立了良好的长期合作关系, 能够保证原材料的稳定供应。2018 年公司原材料采购前五大供应商的采购额为 11.20 亿元, 占采购成本的 16.56%, 前五大供应商的集中度一般。

表 3 2018 年公司原材料采购前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

供应商	采购的主要原材料	金额	占比
佛山坚美铝业有限公司	铝型材	36,658	5.42
广州恒大材料设备有限公司	装饰材料	27,910	4.13
肇庆新亚铝铝业有限公司	铝型材	20,103	2.97
山东华建铝业集团有限公司	铝型材	15,078	2.23
岳阳竣博建筑材料工程有限公司	钢材	12,216	1.81
合计	-	111,964	16.56

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司主要原材料中, 玻璃、石材等价格较为稳定, 铝型材、铝板等价格具有较强的波动性。自 2015 年 11 月以来, 国内铝材价格波动



增长，为公司成本控制带来较大挑战，但公司通过采取与材料供应商签订长期合同、合理安排材料采购计划等措施转移了原材料价格波动带来的部分风险。总的来看，目前公司主要的原材料采购价格处于相对低位，但长期来看其周期性的价格波动将对公司成本控制造成一定压力。

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

2、医疗健康业务

2018 年，公司医疗业务仍保持稳步发展，对公司利润和收入形成有力补充；随着双主业战略的深入布局，医疗业务将进一步发展，但并购 Healius 计划的实施使得公司未来或将面临一定的资本支出压力。

在医疗健康板块，公司定位于内容（服务）提供商，以眼科等专科领域为主要方向，并积极拓展第三方诊断业务，致力于提供高品质医疗健康服务。

眼科业务领域，公司旗下拥有 Vision Eye Institute Limited（以下简称“Vision”）和南京江河泽明医院管理有限公司（以下简称“江河泽明”）等品牌。Vision 主营业务为提供眼科相关的服务、



专科护理以及手术，包括专业的角膜手术、白内障手术、治疗黄斑变性等，业务分布在昆士兰、新南威尔士等澳大利亚各大城市；江河泽明以医疗产业投资、咨询、医疗机构管理为主业，现有四家二级专科医院、一家视光管理公司、两家医疗器械及耗材销售公司。江河泽明旗下医院分布在江苏、安徽等地区，主要开展准分子激光矫正近视、角膜病、斜弱视治疗以及医学验光配镜等眼科全科诊疗项目。在国内眼科业务拓展上，以“Vision+区域品牌”的双品牌模式开展业务，将 Vision 先进的管理经验和技術引入国内，与区域性眼科医院融合发展，并逐步实现国内区域性眼科医院的全国布局。

第三方诊断业务领域，公司通过参股或战略合作等形式与国内平台型医疗集团或大型医院进行深度合作，打造围绕第三方诊断业务拓展的医疗生态圈。2018 年底开始，公司加速推动国内第三方检测市场布局，先后完成了对南京江河华晟医学科技有限公司（以下简称“江河华晟医学”）80.00%股权以及首颐医疗健康投资管理有限公司（以下简称“首颐医疗”）9.46%的股权收购，收购金额分别为 1,887.20 万元和 5.30 亿元。江河华晟医学成立于 2016 年，目前可为临床及科研提供包含病理诊断、基因检测、临床检验等在内的 3,000 余项检测项目；首颐医疗位于北京，是首钢集团旗下医院资产的整合平台，定位于首钢集团旗下医院及外部优质综合医院的改制、并购和运营。同时，公司效仿 Vision 的私有化模式，再次要约收购 Healius Limited（以下简称“Healius”），目前已通过全资子公司江河香港控股有限公司（以下简称“香港江河”）及其附属公司持有 Healius 15.93% 的股份，公司为 Healius 第一大股东。未来公司拟要约收购 Healius 剩余全部股份，收购对价或达 90 亿元，收购资金将以结构化融资方式筹措，以股权融资为主，债务融资为辅。在股权融资方面，公司以部分自有资金（包括承达集团部分股权转让款）及已持有 Healius 15.93% 的股份进行出资，并引入权益投资组成联合体；在债务融资方面，以联合体名义进行债务融资，融资完成后以 Healius 未来经营现金流进行偿还。此外，并购 Healius 的融资主要在海外完成，公司未来或将面临一定的资本支出压力。Healius 成立于 1994 年，是澳洲领先的医疗服务上市公司之一，主要从事医疗中心、病理学和



影像业务。目前拥有 2,541 个医疗站点，其中包括 96 家医疗中心、2,299 家病理学站点、146 个影像站点，其通过遍布澳大利亚的医疗中心和病例中心，提供了广泛的医疗和健康服务。公司将依托 Healius 的技术管理等优势与江河华晟医学形成国内外联动，深入拓展第三方检测业务，有利于公司进一步扩大医疗健康业务，从而加强公司“双主业”的战略转型。

综合来看，公司医疗业务仍保持稳步发展，2018 年，公司医疗健康业务收入 7.91 亿元，占营业收入比重为 4.93%；毛利率 32.80%，同比略有提升，对公司利润和收入形成有力补充。随着公司医疗健康板块布局深入推进，未来医疗健康业务的收入预计会进一步增长；但并购 Healius 计划的实施使得公司未来或将面临一定的资本支出压力。

（三）盈利能力

2018 年，公司营业收入平稳增长，毛利率持续提升，幕墙及内装业务仍是公司收入和利润的主要来源。

2018 年，幕墙和内装业务仍是公司收入和利润的主要来源，同时医疗健康业务规模继续保持平稳增长，对收入及利润形成有力补充。

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	160.37	100.00	152.97	100.00	152.40	100.00
建筑装饰	152.46	95.07	145.20	94.92	146.05	95.84
医疗健康	7.91	4.93	7.77	5.08	6.30	4.14
其他	-	-	-	-	0.04	0.03
毛利润	29.59	100.00	23.12	100.00	21.24	100.00
建筑装饰	27.00	91.25	20.70	89.53	19.19	90.35
医疗健康	2.59	8.75	2.42	10.47	2.03	9.56
其他	-	-	-	-	0.01	0.05
毛利率	18.46		15.12		13.94	
建筑装饰	17.71		14.26		13.14	
医疗健康	32.80		31.16		32.24	
其他	-		-		34.89	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司营业收入 160.37 亿元，同比增长 4.84%，其中建



建筑装饰业务收入 152.46 亿元，同比增长 5.01%，得益于近年公司新签订单保持稳定增长；医疗健康业务收入 7.91 亿元，均为眼科业务收入，同比增长 1.76%。同期，公司毛利率继续提升至 18.46%，同比提升 3.34 个百分点，其中建筑装饰业务毛利率为 17.71%，同比提升 3.45 个百分点，主要是公司严格控制新订单质量所致；医疗健康业务毛利率为 32.80%，同比提升 1.64 个百分点。

预计未来 1~2 年，公司建筑装饰业务将保持平稳发展；随着公司在医疗健康领域的拓展，医疗健康收入将有所增长。

偿债来源

公司偿债来源可靠性较强。公司流动性偿债来源较为多元，但外部支持对其贡献度较小；可变现资产主要包括应收账款、货币资金和存货，其中应收账款规模仍较大，且周转效率仍处于较低水平，对资产流动性造成一定影响。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



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

（一）盈利

受益于主业的持续发展，公司营业收入和毛利率均有所增长，整体盈利能力仍较好；2018 年以来，公司期间费用率同比略有增长。

受益于主业的持续发展，2018 年公司营业收入同比增长 4.84%，主要是由于建筑装饰和医疗健康板块收入均有所增长；毛利率 18.46%，同比增加 3.34 个百分点。同期，公司利润总额和净利润分别为 8.69 亿元和 7.39 亿元，同比分别增长 17.83%和 24.86%。

2018 年，公司期间费用²19.27 亿元，同比增长 18.02%，期间费用率 12.01%，同比提升 1.34 个百分点，其中管理费用 10.72 亿元，同比增长 27.75%，主要是职工薪酬和技术研发费增长；财务费用 2.37 亿元，同比下降 25.55%，主要是 2018 年形成较大汇兑收益，同比由 0.59 亿元汇兑损失转为 0.54 亿元汇兑收益，及保函手续费同比下降 46.84%至 0.15 亿元所致。

² 期间费用包含销售费用、管理费用、财务费用及研发费用。



2018 年，公司研发费用 4.38 亿元，同比增长 53.57%，主要是根据会计政策变更调整研发费用归集方法所致；资产减值损失 2.05 亿元，同比增加 1.76 亿元，主要是本期应收账款和其他应收款坏账准备计提增加所致；投资收益 0.56 亿元，同比下降 9.08%，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益减少所致；营业外收入为 0.06 亿元，同比下降 90.87%，主要是 2017 年梁志天设计和港源装饰利润未达预期，收到业绩补偿款所致；营业外支出 0.04 亿元，同比下降 85.42%，主要是 2017 年公司诉讼损失较大所致。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.15%和 8.32%，同比均有所增长，公司整体盈利能力仍较好。

表 5 2016~2018 年公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	160.37	152.97	152.40
营业成本	130.77	129.84	131.16
毛利率	18.46	15.12	13.94
期间费用	19.27	16.33	12.77
管理费用	10.72	8.39	9.74
财务费用	2.37	3.19	1.00
其他收益	0.24	0.25	-
营业利润	8.66	6.92	5.34
营业外收入	0.06	0.71	0.76
投资收益	0.56	0.61	0.46
利润总额	8.69	7.37	6.08
净利润	7.39	5.92	4.69
总资产报酬率	4.15	4.04	3.27
净资产收益率	8.32	7.76	6.33

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性净现金流进一步增长，对流动负债和利息的覆盖程度仍较好。

2018 年，公司经营性净现金流 14.09 亿元，同比略有增长，经营性净现金流对流动负债和利息的覆盖程度虽略有下降，但仍处于较好水平；投资性净现金流-10.77 亿元，净流出规模同比增加 8.41 亿元，一方面是收回投资所收到的现金大幅减少，一方面是公司收购首颐医疗 9.46%的股权及认购 Healius 配发股票。

**表6 2016~2018年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍、%）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	14.09	13.89	13.08
投资性净现金流	-10.77	-2.36	-15.87
筹资性净现金流	1.07	-24.58	11.10
经营性净现金流利息保障倍数	5.32	5.84	5.91
经营性净现金流/流动负债	8.33	8.36	8.36

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主，辅以发行债券；2018 年，公司筹资性净现金流由大幅净流出转为净流入。

公司债务融资渠道通畅，以银行借款为主，辅以发行债券。公司与多家银行保持良好的合作关系，获得银行授信的能力较好，截至 2018 年末，公司共获得授信额度 200.12 亿元，尚未使用授信额度为 85.39 亿元。

2018 年，公司筹资性净现金流 1.07 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是偿还债务所支付的现金大幅减少所致。同期，公司筹资性现金流入为 58.58 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；筹资性现金流出为 57.51 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。预计未来 1~2 年，公司债务收入主要来源仍将以银行借款为主，辅以发行债券。

表7 2016~2018年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	58.58	47.14	49.27
借款所收到的现金	37.07	33.50	27.10
筹资性现金流出	57.51	71.72	38.17
偿还债务所支付的现金	42.59	59.66	31.70

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

2018 年，公司政府补助为 0.77 亿元，同比略有下降；其中计入其他收益的政府补助 0.24 亿元，与资产相关的政府补助 0.53 亿元，对偿债来源影响依然很小。



（五）可变现资产

2018 年以来，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主；可变现资产主要包括应收票据及应收账款、货币资金及存货，其中应收账款规模仍较大，且周转效率仍处于较低水平，对资金形成占用，整体变现能力一般。

2018 年以来，公司总资产规模有所增长，仍以流动资产为主。截至 2018 年末，公司总资产为 272.89 亿元，同比增长 13.20%，其中流动资产占总资产比重为 79.39%。

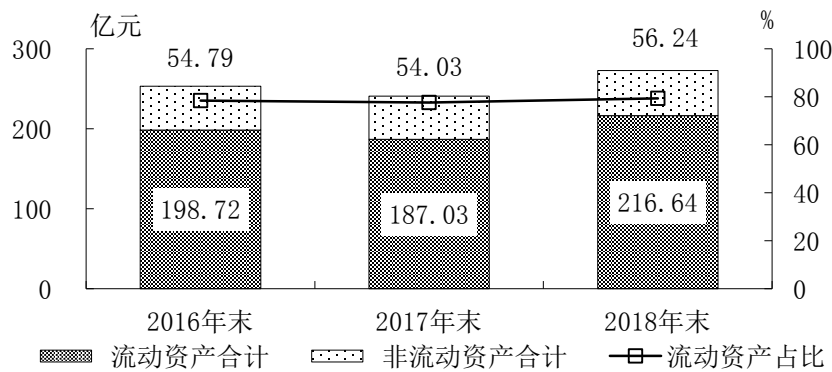


图 2 2016~2018 年末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由应收票据及应收账款、货币资金、存货和其他应收款等构成。2018 年末，公司应收票据及应收账款为 125.83 亿元，同比增长 1.34%，其中应收票据 11.86 亿元，同比增长 76.84%，主要是商业承兑票据大幅增加所致；应收账款为 113.98 亿元，同比下降 2.97%，占流动资产比重为 52.61%，累计计提坏账准备 17.98 亿元，对资产流动性造成一定影响，且仍面临较大的回收风险。同期，公司应收账款中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款³为 2.19 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（按照合同约定是否到期划分）中，“组合 1：已到期应收账款”按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 49.05 亿元，其中账龄在一年以内的 29.48 亿元并计提坏账准备 2.95 亿元，账龄在一年以上的 19.57 亿元并计提坏账准备 8.13 亿元；“组合 2：未到期应收账款”按约

³ 公司对江河幕墙美洲有限公司所欠剩余货款、对 OGER Abu Dhabi LLC 和 Saudi Oger 的工程款全额计提了坏账准备。



百分比法计提坏账准备的应收账款账面余额 79.99 亿元，计提坏账准备 4.00 亿元。公司应收账款前五大欠款单位余额仅占应收账款总额的 10.56%；主要是对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以及已剥离的海外子公司江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司（以下简称“阿联酋江河”）和江河幕墙美洲有限公司（以下简称“美洲江河”）的应收账款。截至 2018 年末，涉及已剥离海外子公司的应收账款金额 3.02 亿元，占应收账款总额的 2.28%，其中对美洲江河的应收账款计提 1.56 亿元坏账准备，对阿联酋江河的应收账款计提 0.63 亿元坏账准备，江河源担保范围内的、截至转让协议签订日的 11.43 亿元应收账款余额已全部收回。

表 8 截至 2018 年末公司应收账款前五大欠款单位明细（单位：亿元、%）

企业名称	金额	占余额合计数的比例	坏账准备期末余额	是否关联
中国建筑第八工程局有限公司	5.86	4.44	0.56	否
北京中航油置业有限公司	3.02	2.29	0.15	是
中建三局集团有限公司	2.03	1.54	0.19	否
美洲江河	1.56	1.18	1.56	否
阿联酋江河	1.46	1.10	0.63	是
合计	13.93	10.56	3.10	-

数据来源：根据公司提供资料整理

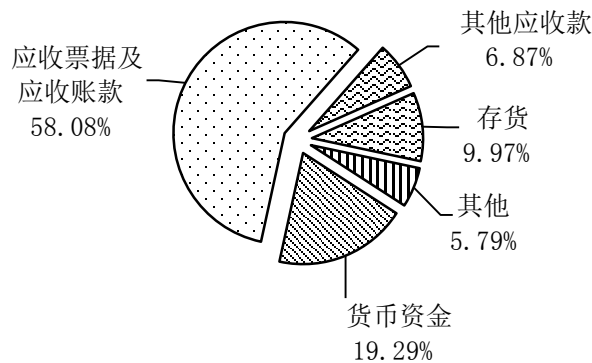
公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金等，2018 年末货币资金 41.78 亿元，同比增长 44.43%，主要是公司外存内贷保证金和借款增加所致，其中受限货币资金 13.00 亿元，主要是外存内贷保证金、承兑和保函保证金；存货主要包括建造合同形成的已完工未结算资产、原材料、库存商品等，2018 年末公司存货 21.60 亿元，同比变化不大。同期，其他应收款 14.89 亿元，同比增加 11.89 亿元，主要是应收出售子公司承达集团 18.16% 股权给彩云国际投资有限公司的转让款；公司其他应收款前五大欠款单位余额占其他应收款总额的 76.75%，累计计提 0.93 亿元坏账准备，其中第一大客户规模占比较高。

**表 9 截至 2018 年末公司其他应收款前五大欠款单位明细 (单位: 亿元、%)**

企业名称	金额	账龄	款项性质	占余额合计数的比例
彩云国际投资有限公司	12.18	未到期	股权转让款	73.91
雅安鼎恒新能源锂电池制造有限公司	0.25	4~5 年	履约保证金	1.52
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	0.11	未到期	履约保证金	0.68
府谷煤业集团有限公司	0.06	5 年以上	履约保证金	0.38
中交 (郑州) 投资发展有限公司	0.04	未到期	履约保证金	0.26
合计	12.64	-	-	76.75

数据来源: 根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看, 2018 年末, 公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 58.09 天和 259.75 天, 存货周转效率略有下降, 受益于公司项目回款增加, 应收账款周转效率有所提升, 但仍处于较低水平。

**图 3 2018 年末公司流动资产构成情况**

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、商誉、固定资产、无形资产和递延所得税资产等构成。2018 年末, 公司可供出售金融资产 19.66 亿元, 同比增长 5.00%, 主要是购买首颐医疗股权所致; 商誉 11.23 亿元, 同比下降 7.03%, 主要是汇率变动引起的外币报表折算差额以及对并购 Vision 形成的商誉计提减值所致; 固定资产 10.71 亿元, 同比变化不大, 主要为房屋及建筑物、机器设备等; 无形资产 8.33 亿元, 同比下降 4.53%, 主要是土地使用权、商标和品牌等; 递延所得税资产 4.40 亿元, 同比增长 32.05%, 主要是所持股票市价下跌导致其他综合收益亏损所致。

从资产受限情况看, 截至 2018 年末, 公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 23.43 亿元, 占总资产比重 8.59%, 占净资



产比重 26.38%；公司受限资产包括以各类保证金为主的受限货币资金 13.00 亿元以及为获得借款而质押的可供出售金融资产 10.43 亿元。

可变现资产主要包括应收账款、货币资金及存货，其中应收账款规模仍较大，对货币资金形成占用且面临一定回收风险，变现能力一般；货币资金规模一般，受限部分规模不大，对资产流动性影响较小；存货主要是建造合同形成的已完工未结算资产、原材料及库存商品，变现能力较强；公司整体变现能力一般。

公司流动性偿债来源较为多元且总体充足；清偿性偿债来源为可变现资产，对公司整体债务偿还形成一定保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2018 年，公司获得经营性净现金流 14.09 亿元，筹资活动现金流入 58.58 亿元，获得外部支持 0.24 亿元。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流是其债务偿付的主要来源，外部支持对其贡献度较小。总的来看，公司经营性净现金流较为充足，融资渠道较为通畅，流动性偿债来源总体充足。

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

偿债能力

公司偿债能力很强。2018 年以来，公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主，短期偿付压力仍较大；公司有息债务规模有所增长且短期有息债务占比较高，短期偿付压力仍较大；公司存在多笔诉讼以及对外担保，仍面临一定的或有风险；公司流动性还本付息能力及盈利对利息的覆盖能力较强，但清偿性还本付息能力一般。

偿债能力指数: 偿债能力在评级矩阵中的位置



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



（一）存量债务分析

2018 年以来，公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主。

公司负债总额持续增长，仍以流动负债为主。截至 2018 年末，公司总负债为 184.07 亿元，同比增长 11.66%，其中流动负债占总负债的比重为 95.44%。

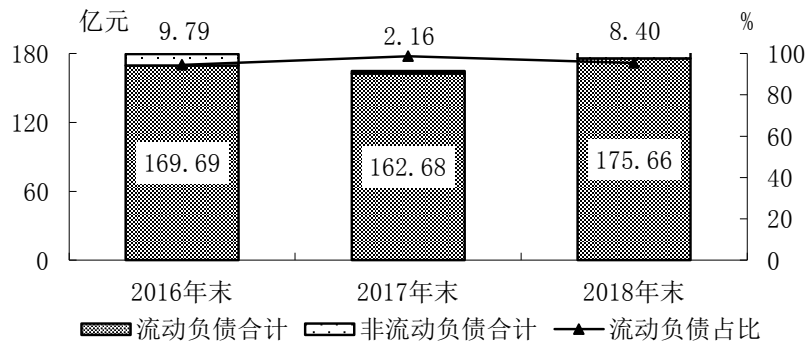


图 4 2016~2018 年末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、短期借款、预收款项和其他流动负债等构成。2018 年末，公司应付票据及应付账款为 111.55 亿元，同比增长 11.07%，其中应付票据 38.30 亿元，同比增长 38.89%，主要是应付账款融资及信用证贴现大幅增加所致；应付账款 73.25 亿元，主要是材料款和劳务款，同比变化不大。同期，公司短期借款 30.10 亿元，同比增长 96.57%，主要是因公司贷款增加；预收款项 16.85 亿元，同比略有增长，主要是预收工程款；其他流动负债 11.30 亿元，同比下降 36.23%，主要是超短期融资券到期偿还所致。

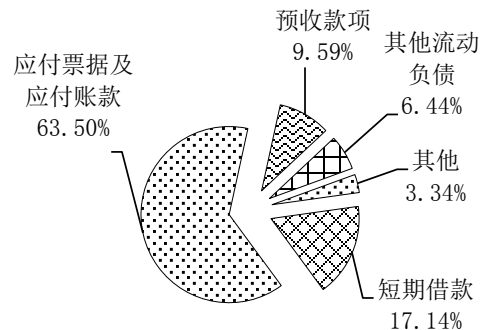


图 5 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理



公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、递延所得税负债和递延收益等构成。2018 年末，公司长期借款 6.19 亿元，同比增加 5.71 亿元，主要是附属子公司从金融机构取得贷款所致；新增应付债券 0.99 亿元，主要是公司于 2018 年 7 月新发行的 1 亿元公司债所致；递延所得税负债 0.65 亿元，同比下降 40.27%，主要是可供出售金融资产公允价值变动所致；递延收益 0.53 亿元，同比下降 3.78%，主要为与资产相关的政府补助。

2018 年末，公司资产负债率持续下降至 67.45%，债务资本比率为 47.87%；流动比率和速动比率分别为 1.23 倍和 1.11 倍，同比均有所提升，流动资产对流动负债的保障程度较好。

2018 年末，公司有息债务规模有所增长且短期有息债务占比较高，短期偿付压力仍较大。

2018 年末，公司有息债务规模 81.57 亿元，同比增长 28.69%，始终以短期有息债务为主，总有息债务占总负债比重为 44.32%。

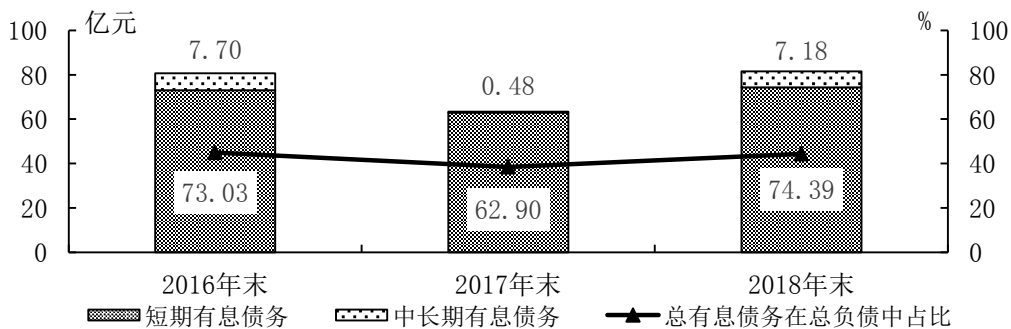


图 6 2016~2018 年末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2018 年末，公司总有息债务主要集中在一年以内到期，其中一年内到期有息债务以短期借款和应付票据为主，占总息债务的比重为 91.20%，公司短期偿付压力仍较大。

表 10 截至 2018 年末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	合计
金额	74.39	6.19	0.99	81.57
占比	91.20	7.59	1.21	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理



公司存在多笔诉讼以及对外担保，仍面临一定的或有风险。

截至 2018 年末，公司对外担保涉及已经进行股权转让的三家海外公司，担保余额 6.69 亿元⁴，担保比率 7.53%。截至 2018 年末，涉及已剥离海外子公司的应收账款金额 3.02 亿元，其中对美洲江河的应收账款计提 1.56 亿元坏账准备，对阿联酋江河的应收账款计提 0.63 亿元坏账准备，涉及已剥离海外子公司的应收账款对货币资金形成占用且面临一定回收风险。

表 11 截至 2018 年末公司对外担保情况⁵（单位：亿元、%）

被担保企业	担保余额	担保方式	是否逾期	是否互保	是否存在反担保
阿联酋江河	1.19	一般责任担保	否	否	是
江河幕墙加拿大有限公司	2.14	一般责任担保	否	否	是
美洲江河	3.36	一般责任担保	否	否	是
合计	6.69		-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司涉及 3 笔诉讼，合计为 1.22 亿元，主要为合同纠纷导致，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 1,869.40 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，其中公司应收 Soil-Build (Pte. Ltd) 新币 839,464.32 元已全额计提坏账准备，目前该笔诉讼已下达仲裁书，Soil-Build (Pte. Ltd) 需支付本公司工程款 1,390,717.18 美元，并按照 5.33% 的年利率支付相应利息等，截至目前 Soil-Build (Pte. Ltd) 尚未执行仲裁结果。公司存在多笔诉讼以及对外担保，仍面临一定的或有风险。

2018 年末，受益于未分配利润和资本公积的增加，所有者权益继续增长。

2018 年末，公司所有者权益继续增加，为 88.82 亿元，同比增长 16.53%，其中股本仍为 11.54 亿元；资本公积为 40.97 亿元，同比增长 34.75%，一方面子公司江河香港控股有限公司的全资子公司

⁴ 担保期限根据项目情况而定，预计将于 2019~2020 年到期。

⁵ 公司未提供被担保企业财务数据。



Reach Glory International Limited 减持承达集团部分股权，使得公司持有承达集团的股权比例减少，处置成本与按减少持股比例重新计算应享有承达集团净资产差额 9.54 亿元调整至资本公积，一方面梁志天设计集团的上市募集资金净额与其新发行股份对应股权比例计算的净资产差额 1.16 亿元调整至资本公积所致；盈余公积仍为 2.45 亿元；未分配利润随着利润的增长而增加，为 27.00 亿元，同比增长 10.76%；其他综合收益-4.96 亿元，同比减少 5.11 亿元，主要是人民币升值导致外币报表折算差额减少，及购买的可供出售金融资产公允价值下跌所致。

（二）偿债能力分析

公司流动性偿债来源较为充足，流动性还本付息能力较强；盈利对利息的覆盖能力较强；但清偿性还本付息能力一般。

公司流动性还本付息能力较好。公司流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和货币资金为主。2018 年，受益于主业的持续发展，公司营业收入和毛利率均有所增长，整体盈利能力较好，同时经营性净现金流持续增长，对公司流动负债能够形成良好保障；截至 2018 年末，公司货币资金为 41.78 亿元，其中受限部分为 13.00 亿元，受限货币资金规模不大，能为流动性偿债来源形成一定补充；公司债务融资渠道较为通畅，可用银行授信规模较大。2018 年，公司流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 1.87 倍。

公司清偿性还本付息能力一般。公司可变现资产中应收账款规模仍较大，对货币资金形成占用且面临较大回收风险，资产整体变现能力一般。2018 年末，可变现资产对于当前负债覆盖倍数为 0.98 倍。

2018 年，受益于利润水平的大幅提升，公司 EBITDA 对利息的保障程度同比有所提升，盈利对利息的保障程度仍较好。

表 12 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年
流动性还本付息能力	2.31	1.87
清偿性还本付息能力	0.94	0.98
盈利对利息覆盖能力	4.77	4.97

资料来源：公司提供、大公测算

总体来看，公司流动性来源对流动性消耗能提供一定保障，且盈



利能力持续增强,对利息的覆盖程度仍较好,公司总体偿债能力很强,能够对公司整体的债务偿还提供良好的保障。

结论

综合来看,公司的抗风险能力很强。公司保持平稳发展,幕墙及内装业务仍是公司收入和利润的主要来源;内装业务规模增速较快,与幕墙业务协同发展,对公司收入形成有力补充;同时公司大力发展医疗健康业务,加快产业转型升级。2018年,公司经营性净现金流持续增长,对流动负债的覆盖程度较好,且融资渠道仍较为多元化,整体偿债来源较充足;盈利对利息的保障程度持续增强。但公司有息债务以短期有息债务为主,仍面临较大的短期偿付压力,债务结构有待改善。

综合分析,大公将公司“18江河01”信用等级维持AA+,主体信用等级维持AA+,评级展望维持稳定。



附件 1

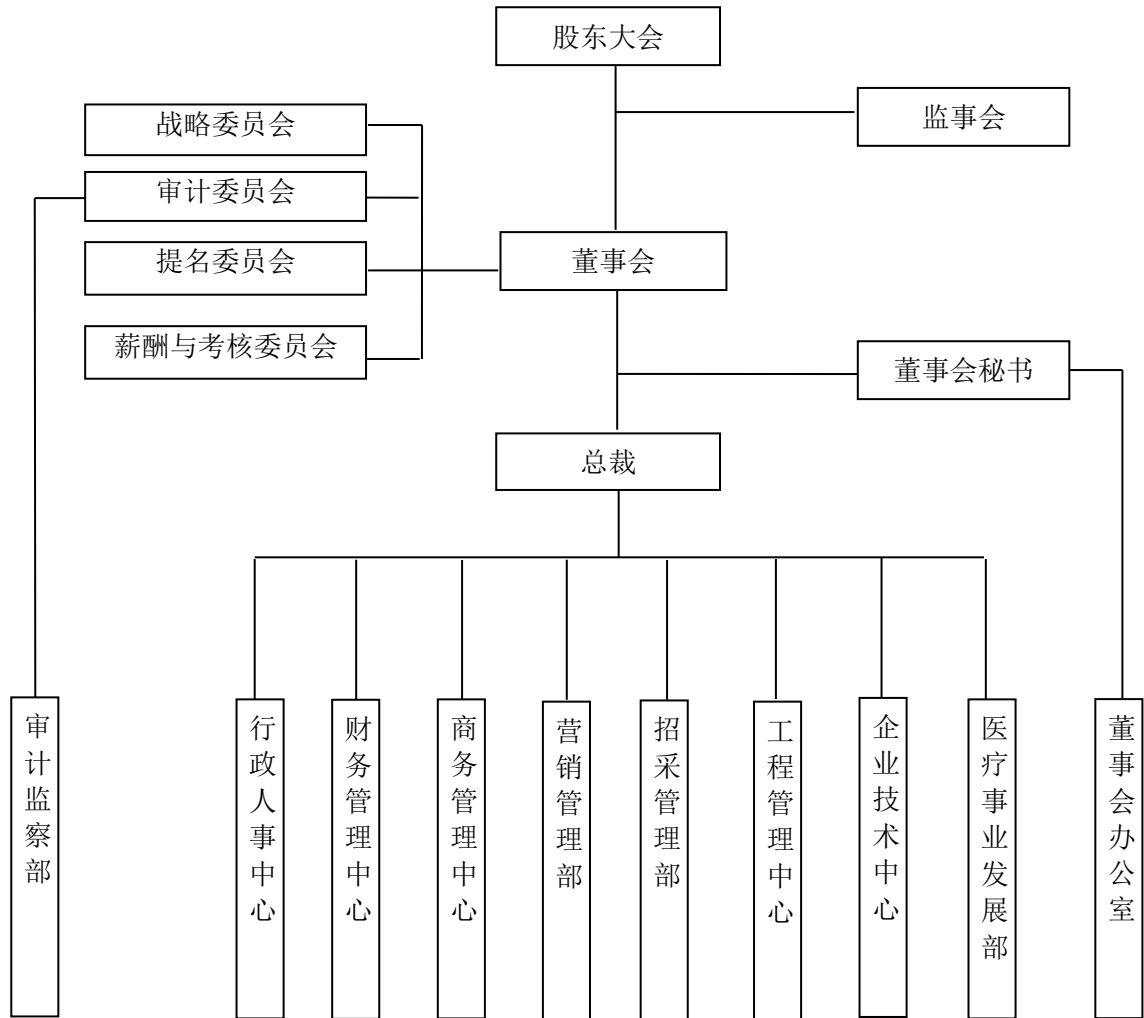
报告中相关概念

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



附件 2

截至 2018 年末江河集团组织结构图





附件 3

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类			
货币资金	417,826	289,301	435,018
应收票据及应收账款	1,258,256	1,241,633	-
其中：应收账款	1,139,671	1,174,576	1,181,680
应收票据	118,585	67,057	56,067
其他应收款	148,863	29,924	30,574
预付款项	44,276	42,110	36,980
存货	215,976	206,065	205,060
流动资产合计	2,166,432	1,870,298	1,987,160
可供出售金融资产	196,618	187,253	194,909
长期股权投资	8,134	2,917	3,007
固定资产	107,087	105,937	103,791
无形资产	83,257	87,209	87,619
商誉	112,264	120,749	124,344
长期待摊费用	8,290	2,586	261
递延所得税资产	43,984	33,307	32,513
非流动资产合计	562,440	540,294	547,921
资产总计	2,728,872	2,410,592	2,535,081
占资产总额比 (%)			
货币资金	15.31	12.00	17.16
应收票据及应收账款	46.11	51.51	-
其中：应收账款	41.76	48.73	46.61
应收票据	4.35	2.78	2.21
其他应收款	5.46	1.24	1.21
预付款项	1.62	1.75	1.46
存货	7.91	8.55	8.09
流动资产合计	79.39	77.59	78.39
可供出售金融资产	7.21	7.77	7.69
长期股权投资	0.30	0.12	0.12
固定资产	3.92	4.39	4.09
无形资产	3.05	3.62	3.46
商誉	4.11	5.01	4.90
长期待摊费用	0.30	0.11	0.01
递延所得税资产	1.61	1.38	1.28
非流动资产合计	20.61	22.41	21.61



附件 3-1

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
负债类			
短期借款	301,011	153,135	218,765
应付票据及应付账款	1,115,467	1,004,333	-
其中：应付账款	732,498	728,595	720,331
应付票据	382,969	275,738	268,351
预收款项	168,460	167,342	168,172
其他应付款	14,914	18,807	19,379
一年内到期的非流动负债	0	69,902	73,302
流动负债合计	1,756,643	1,626,824	1,696,881
长期借款	61,895	4,838	7,273
应付债券	9,949	0	69,753
递延所得税负债	6,481	10,851	14,174
非流动负债合计	84,016	21,580	97,891
负债合计	1,840,659	1,648,404	1,794,773
占负债总额比 (%)			
短期借款	16.35	9.29	12.19
应付票据及应付账款	60.60	60.93	-
其中：应付账款	39.80	44.20	40.13
应付票据	20.81	16.73	14.95
预收款项	9.15	10.15	9.37
其他应付款	0.81	1.14	1.08
一年内到期的非流动负债	0	4.24	4.08
流动负债合计	95.44	98.69	94.55
长期借款	3.36	0.29	0.41
应付债券	0.54	0.00	3.89
递延所得税负债	0.35	0.66	0.79
非流动负债合计	4.56	1.31	5.45
权益类			
实收资本（股本）	115,405	115,405	115,405
资本公积	409,691	304,045	295,534
盈余公积	24,534	24,534	21,854
未分配利润	269,995	243,756	211,330
归属于母公司所有者权益	761,776	689,260	668,180
少数股东权益	126,437	72,928	72,128
其他综合收益	-49,565	1,521	24,056
所有者权益合计	888,213	762,188	740,308



附件 3-2

江河集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
营业收入	1,603,726	1,529,657	1,523,959
营业成本	1,307,746	1,298,435	1,311,584
营业税金及附加	4,036	3,938	6,428
销售费用	17,976	18,979	20,277
管理费用	107,162	83,883	97,370
财务费用	23,731	31,876	10,037
资产减值损失	20,489	2,923	28,283
投资收益/损失	5,561	6,116	4,596
营业利润	86,585	69,167	53,408
利润总额	86,862	73,720	60,803
所得税费用	13,002	14,565	13,906
净利润	73,861	59,155	46,897
归属于母公司所有者的净利润	60,861	46,646	35,156
占营业收入比 (%)			
营业成本	81.54	84.88	86.06
营业税金及附加	0.25	0.26	0.42
销售费用	1.12	1.24	1.33
管理费用	6.68	5.48	6.39
财务费用	1.48	2.08	0.66
资产减值损失	1.28	0.19	1.86
投资收益/损失	0.35	0.40	0.30
营业利润	5.40	4.52	3.50
利润总额	5.42	4.82	3.99
所得税费用	0.81	0.95	0.91
净利润	4.61	3.87	3.08
归属于母公司所有者的净利润	3.79	3.05	2.31
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	140,860	138,930	130,837
投资活动产生的现金流量净额	-107,695	-23,621	-158,673
筹资活动产生的现金流量净额	10,708	-245,752	111,006



附件 3-3

江河集团（合并）主要财务指标

主要财务指标			
项目	2018 年	2017 年	2016 年
EBIT	113,321	97,490	82,950
EBITDA	131,496	113,298	97,113
总有息债务	815,694	633,860	807,339
毛利率 (%)	18.46	15.12	13.94
营业利润率 (%)	5.40	4.52	3.50
总资产报酬率 (%)	4.15	4.04	3.27
净资产收益率 (%)	8.32	7.76	6.33
资产负债率 (%)	67.45	68.38	70.80
债务资本比率 (%)	47.87	45.40	52.17
长期资产适合率 (%)	172.86	145.06	152.98
流动比率 (倍)	1.23	1.15	1.17
速动比率 (倍)	1.11	1.02	1.05
保守速动比率 (倍)	0.31	0.22	0.29
存货周转天数 (天)	58.09	56.99	71.22
应收账款周转天数 (天)	259.75	277.27	268.71
经营性净现金流/流动负债 (%)	8.33	8.36	8.36
经营性净现金流/总负债 (%)	8.07	8.07	7.73
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	5.32	5.84	5.91
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.28	4.10	3.75
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.97	4.77	4.38
现金比率 (%)	23.79	17.78	25.64
现金回笼率 (%)	106.65	113.88	109.11
担保比率 (%)	7.53	9.39	12.46



附件 4

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额
23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和



利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）



附件 5

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。