

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2018】第 Z【1784】号

森特士兴集团股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的 2018 年森特士兴集团股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一八年十月十九日

森特士兴集团股份有限公司

2018 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

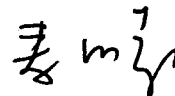
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用等级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1784】号 02

分析师

姓名：王先宗 刘伟强

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 24 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司
债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份有
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

网址：
www.cspengyuan.com

森特士兴集团股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 6 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对森特士兴集团股份有限
公司（以下简称“森特股份”或“公司”，股票代码：603098.SH）本次拟公开发行总额不
超过 6 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别
反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司业务资质较齐全，
竞争能力较强，建筑金属围护系统业务在手订单较多，短期收入来源有保障，首次公开发
行股票增强了公司资本实力；但中证鹏元也关注到，近年公司主营业务毛利率持续下滑，
应收账款和存货对资金形成较大占用，经营活动现金流表现较差及偿债压力增加等风险因
素。

正面：

- 公司在建筑金属围护领域具有较高的知名度，业务资质较齐全，竞争能力较强。
公司系 2017 年“全国金属围护行业系统 10 强企业”，近年来积累了丰富的项目
经验，业务资质较齐全。公司研发能力较强，截至 2018 年 9 月末，拥有发明专利
授权 28 项、实用新型专利授权 70 项和外观设计专利授权 13 项，保证了公司产品
的持续竞争能力。
- 公司建筑金属围护系统新签约规模不断增加，在手订单充足，短期收入来源较有
保障。2015-2017 年公司建筑金属围护系统业务新签约规模分别为 121,335.85 万元、
143,613.27 万元和 241,091.24 万元，截至 2018 年 9 月末，公司建筑金属围护系统
8,000 万元以上的已签约未完工订单金额合计 274,907.78 万元，短期收入来源有一
定保障。

- **IPO 增强了公司的资本实力。**2016 年 12 月公司首次公开发行股票 6,251 万股，扣除发行费用后，实际募集资金金额 51,450.97 万元，其中增加注册资本 6,251.00 万元，增加资本公积 45,199.97 万元，资本实力显著增强。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本和总股本均为 48,001.20 万元。

关注：

- **受行业竞争加剧、原材料价格上升及产品订单结构变化等因素影响，近年来主营业务毛利率持续下滑。**2015-2017 年公司采购的直接材料占主营业务成本的比例分别 74.48%、75.76%和 73.37%。近年来行业竞争加剧，公司承接的项目中毛利率偏低的工业项目占比增加，且受主要原材料价格上涨影响，主营业务毛利率持续下滑。2015-2017 年公司主营业务毛利率分别为 31.27%、25.76%和 20.64%。
- **公司应收账款和存货对资金形成较大占用，经营活动现金流表现较差。**2015-2017 年公司应收账款余额分别为 47,042.74 万元、69,553.38 万元和 76,546.13 万元，存货中建造合同已完工未结算金额分别为 62,915.31 万元、69,354.96 万元和 112,544.79 万元，应收账款和存货对资金形成较大占用。2017 年及 2018 年前三季度，公司经营活动现金流量净额分别为-15,638.15 万元和-7,277.08 万元，经营活动现金流表现较差。
- **公司有息债务规模持续上升，偿债压力增加。**2015-2017 年公司有息债务规模分别为 30,753.29 万元、38,285.66 万元和 50,065.08 万元，占负债总额的比例分别为 52.43%、44.47%和 45.42%。有息债务/EBITDA 由 2015 年的 1.35 提升至 2017 年的 1.77，偿债压力有所增加。

公司主要财务指标:

项目	2018年9月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	323,213.19	278,400.13	245,483.62	155,520.55
归属于母公司所有者权益(万元)	178,490.02	168,161.57	159,389.37	96,868.08
有息债务(万元)	78,411.56	50,065.08	38,285.66	30,753.29
资产负债率	44.76%	39.60%	35.07%	37.71%
流动比率	1.95	2.23	2.62	2.47
速动比率	0.97	1.11	1.69	1.13
营业收入(万元)	181,980.21	213,634.31	169,606.18	107,215.55
营业利润(万元)	18,760.05	23,946.63	23,134.55	18,460.34
净利润(万元)	15,719.12	20,040.68	20,688.86	17,319.34
综合毛利率	20.48%	20.64%	23.76%	31.26%
总资产回报率	-	9.77%	13.06%	14.75%
EBITDA(万元)	-	23,319.35	22,761.92	22,756.36
EBITDA利息保障倍数	-	16.73	14.33	12.40
经营活动现金流量净额(万元)	-7,277.03	-15,638.15	6,043.06	8,859.45

注: 2015年数据采用2016年期初数, 2016年数据采用2017年期初数

资料来源: 公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年三季度报, 中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为北京士兴钢结构有限公司，成立于2001年12月，由北京士兴盛亚投资有限公司（以下简称“盛亚投资”）、华永投资集团股份有限公司（以下简称“华永集团”）和刘爱森先生等37名自然人股东共同发起设立，初始注册资本为22,500.00万元。经2012年5月3日公司股东会决议及2012年5月19日公司创立大会暨第一次股东大会决议批准，公司整体变更为股份公司。2016年11月11日，经过证监会证监许可[2016]2618号文核准，同意公司公开发行不超过6,251万股人民币普通股（A股）。2016年12月1日，公司于上海证券交易所，采用网下向符合条件的投资者询价配售（以下简称“网下发行”）与网上按市值申购向社会公众投资者定价发行（以下简称“网上发行”）相结合的方式发行6,251万股，共募集资金总额57,384.18万元，扣除发行费用5,933.21万元后，实际募集资金金额为51,450.97万元，其中增加注册资本（股本）6,251.00万元，增加资本公积45,199.97万元。首次公开发行后，公司注册资本变更为40,001.20万元，股票代码为603098.SH。

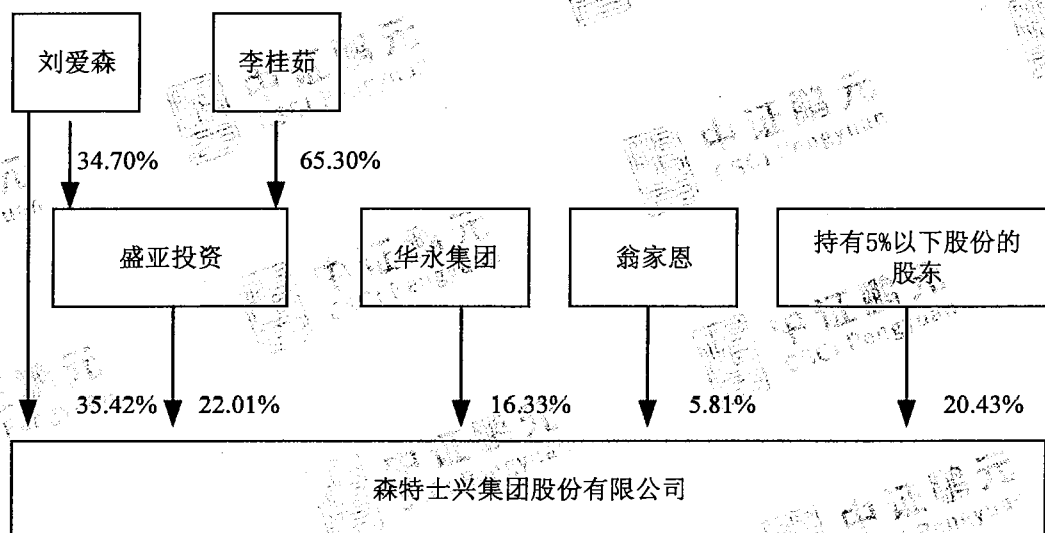
截至2018年9月末，公司注册资本和总股本均为48,001.20万元，第一大股东刘爱森直接持有公司股份17,002.78万股，占总股本的35.42%。第二大股东盛亚投资系由刘爱森、李桂茹夫妇共同设立，刘爱森、李桂茹夫妇直接和间接持有公司27,569.25万股股份（均为限售流通股），占总股本的57.43%，共同构成公司实际控制人。公司前十大股东合计持股占总股本的81.90%，详见表1。

表1 截至2018年9月末公司前十大股东情况（单位：股、%）

序号	股东名称	持股数量	占总股本比例	股份限售数量
1	刘爱森	170,027,820	35.42	170,027,820.00
2	盛亚投资	105,664,630.00	22.01	105,664,630.00
3	华永集团	78,367,500.00	16.33	78,367,500.00
4	翁家恩	27,900,000.00	5.81	27,900,000.00
5	廖伟俭	3,571,386.00	0.74	-
6	李乐	1,886,700.00	0.39	-
7	黄亚明	1,452,960.00	0.30	1,440,000.00
8	齐涛	1,449,720.00	0.30	1,440,000.00
9	刘德顺	1,440,000.00	0.30	1,440,000.00
10	陈伟林	1,440,000.00	0.30	1,440,000.00
	合计	393,200,766.00	81.90	387,720,000.00

资料来源：公司提供

图1 截至2018年9月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要承接金属围护系统工程（屋面系统、墙面系统）和声屏障系统工程，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务，目前已经形成金属围护系统和环保事业（细分为声屏障和污染场地治理）两大业务板块。截至2018年9月末，纳入公司合并范围的子公司共有9家，具体情况见表2。

表2 截至2018年9月末纳入合并范围的子公司

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		营业范围
			直接	间接	
1	北京华兴钢制品有限公司	1,500.00	100.00%		加工不锈钢、铝合金板、镀锌板、烤漆板、复合板；销售不锈钢、铝合金板、镀锌板、烤漆板、复合板、建筑材料；技术服务；产品设计。
2	森特(北京)国际建筑系统有限公司	2,000.00	100.00%		生产建筑围护板材、彩钢浪板、铁卷门、C型钢、各式气楼、钢窗、浪板机具；设计建筑围护板材、彩钢浪板、铁卷门、C型钢、各式气楼、钢窗、浪板机具；上述产品的批发、进出口业务；销售自产产品；提供技术服务、技术咨询；专业承包；工程设计。
3	兰州士兴钢结构有限公司	1,000.00	100.00%		生产销售钢浪板、RH、RC加工、C型钢、各式气楼、钢窗、铁卷门、浪板机具及产品安装设计配套服务。
4	沈阳士兴钢结构有限公司	800.00	100.00%		彩钢浪板、铁卷门、C型钢、

5	北京森贝环保科技有限公司	100.00	100.00%	生产降噪产品（吸隔声板、隔声板、声屏障板）；技术推广；软件开发。
6	温州森特环保科技有限公司	500.00	100.00%	新型环保建筑材料、声屏障产品的研发、制造、销售。
7	森特股份香港有限公司	1,000.00（万港币）	100.00%	工程建筑承包、投资和进出口贸易
8	森特建筑有限责任公司	20.00（万美元）	100.00%	主要作为建筑承包商承接当地工程，涉及到工业园区建设等以钢结构为主体的工程建筑。
9	美丽华夏生态环境科技有限公司	10,000.00	60.00%	技术推广、技术服务、专业承包；园林绿化服务；地质灾害治理技术服务；工程管理服务；环境保护监测；工程勘察；工程设计。

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为278,400.13万元，归属于母公司的所有者权益为168,161.57万元，资产负债率为39.60%；2017年度，公司实现营业收入213,634.31万元，净利润20,040.68万元，经营活动现金流净额-15,638.15万元。

截至2018年9月30日，公司资产总额为323,213.19万元，归属于母公司的所有者权益为178,490.02万元，资产负债率为44.76%；2018年前三季度，公司实现营业收入181,980.21万元，净利润15,719.12万元，经营活动现金流净额-7,277.08万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年森特士兴集团股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过6亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）

和前一个交易日公司 A 股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价，同时不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

在本次发行的可转换公司债券存续期内，若公司根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司届时公告的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本次可转换公司债券可向公司原 A 股股东优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售比例及数量提请公司股东大会授权公司董事会根据具体情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后的部分的发行方式将由公司股东大会授权公司董事会与本次发行的保荐机构及主承销商在发行前协商确定，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过6亿元（含），资金扣除相关发行费用后，拟全部投资于以下项目。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	拟使用募集资金占项目总投资比例
研发中心项目	37,892.05	28,272.00	74.61%
设计中心项目	9,872.80	8,394.00	90.09%
项目管理信息系统平台建设项目	5,481.05	4,938.00	90.09%
补充流动资金	17,396.00	17,396.00	100.00%
合计	71,141.90	60,000.00	84.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、募投项目建设内容及投资规模

本期债券募投项目建设地点均位于北京经济技术开发区80M10-1地块，项目所在地块用地性质为M1工业用地，该用地已取得建设工程规划许可证（2017规（开）建字0029号），地块占地面积19,503.60平方米，规划总建筑面积为48,274.44平方米。

研发中心项目建设立足行业技术及产品发展趋势，建设内容包括新建建筑面积12,334平方米；按照研发创新的需求，购置国内外先进的软硬件设备，搭建良好的研发及测试环境；同时组建高水平的研发团队及管理团队，开展核心关键技术、系统、产品研发。根据《森特士兴集团股份有限公司研发中心项目申请报告》，该项目总投资估算为37,892.05万元，其中建安工程费为6,167.00万元，智能屋面研发软件及设备费7,108.90万元，土壤修复研发设备17,900.40万元，工程建设其他费1,813.17万元，预备费902.58万元，铺底流动资金4,000万元。

设计中心项目拟建设森特士兴集团股份有限公司设计中心，开发、设计环保、节能新型材料、智能屋面系统。主要建设内容包括：建设A设计区、B设计区和设计交流区三个功能区，总建筑面积共计8,100平方米，其中A设计区3,800平方米，B设计区3,500平方米，设计交流区800平方米；购置BIM设计软件等软硬件设备2,648台（套）。根据《森特士兴集团股份有限公司设计中心建设项目项目申请报告》，本项目总投资估算为9,872.80万元，其中建安工程费4,050.00万元，软件购置及实施费3,811.00万元，设备购置安装费1,033.00万元，工程建设其他费691.24万元，预备费287.56万元。

项目管理信息系统平台建设项目旨在建成后为公司提供项目注册、招投标管理、进度管理及质量管理等信息化管理服务。项目总建筑面积2,724平方米，其中系统运行围护区1,924平方米，调度监控中心800平方米，同时购置软硬件设备3,434台（套）。根据《森特

士兴集团股份有限公司项目管理信息系统平台建设项目项目申请报告》，本项目总投资估算为5,481.05万元，其中建安工程费1,362.00万元，软硬件设备购置费3,576.81万元，工程建设其他费382.60万元，预备费159.64万元。

2、募投项目资金使用及工程进度

本期债券募投项目资金来源于发行可转债及企业自筹，截至2018年9月末，募投项目累计已投资4,903.70万元。根据本次债券募投项目申请报告，设计中心项目和项目管理信息系统平台建设项目建设周期为27个月，预计2019年12月份投入使用；研发中心项目建设周期为3年，拟于2020年12月份完成项目研发及测试并试运营。

3、募投项目效益分析

设计中心项目和项目管理信息系统平台建设项目建成后，将增加当地专业技术人员就业，促进项目区域发展，从而带动项目区周边居民收入增加。同时，设计中心可以在复杂项目如机场、高铁站、电厂以及业主要求使用BIM技术的项目设计、施工等过程中，积极推广应用BIM技术，提升企业核心竞争力；项目管理信息系统平台建设有利于提高企业的信息化管理水平，降低企业成本，为企业实现信息一体化提供支撑保障。研发中心项目计算期13年，其中建设期3年，经营期10年，该项目建成后可通过工业厂房和公共建筑的新老客户智能屋面监测服务及智能监测产品销售、环保设备研发实现收入。根据《森特士兴集团股份有限公司研发中心项目申请报告》的测算，项目运营期年均销售收入为37,298万元，年均净利润为9,470万元，债券存续期内预计可累计实现收入37,297.67万元，累计净现金流量净额-961.00万元。中证鹏元关注到公司募投项目投资回收期较长，债券存续期内尚不能收回成本，且若在实施过程中宏观经济环境、产业政策、市场供求关系及行业技术水平等因素发生变化，可能导致募投项目实施进度推迟或建成后无法实现预期收入的情况。

四、运营环境

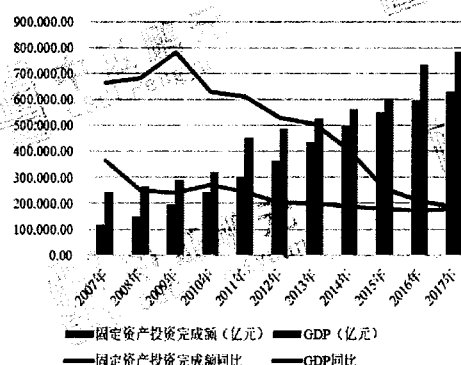
经济增速放缓及固定资产投资增速持续回落对钢结构行业需求具有一定抑制效应，但从长远来看，装配式建筑的推广及“一带一路”等政策的实施将有效拓宽行业未来增长空间

钢结构是指由钢板、型钢、钢管等钢材通过焊接、螺栓连接或铆接而制成的工程结构，为现代建筑工程中主要的结构形式之一。钢结构具有强度高、塑性和韧性强、便于施工、抗震性及抗冲击性能好等优点，随着国家大规模基础设施建设的投入及钢结构技术的逐步成熟，国内跨区域的公路、铁路建设所涉及的跨江、跨海大桥及大型工业厂房、

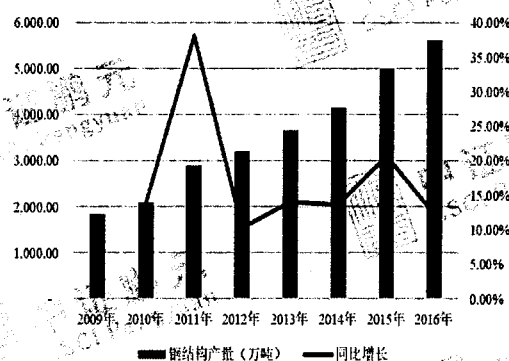
体育馆、机场等开始越来越多的采用钢结构。

钢结构行业发展与经济增长及基础设施建设投资密切相关，其运行受宏观经济发展波动影响较大，具有一定的周期性。2008年以来，受全球经济下滑影响，我国宏观经济增长明显放缓，增长速度持续下滑。2017年国内生产总值（GDP）为82.71万亿元，增长率由2008年之前的10-12%下降为6.9%。自2009年起，我国固定资产投资完成额的增速持续下降，2015年以来增速已由20%左右回落至10%左右。2017年全年固定资产投资完成额（不含农户）631,684亿元，同比增长7.2%，增速较2016年进一步下降0.9个百分点。在宏观经济下行的背景下，主要钢结构企业订单规模缩水、经营成本上升，部分企业转型布局其他业务领域，市场景气程度有所下降。

图2 近年来我国GDP与固定资产投资增速 图3 近年来我国钢结构产量与增速



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理



资料来源：上海钢联钢材事业部，中证鹏元整理

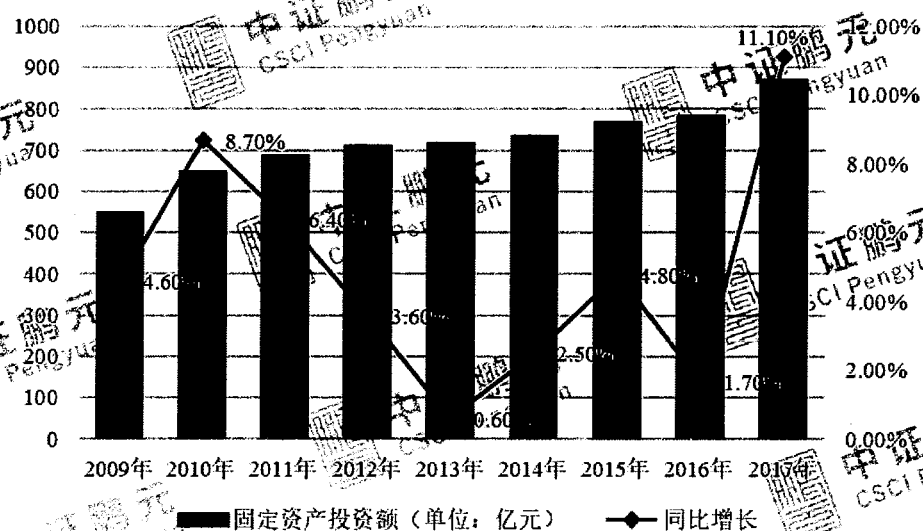
另一方面，伴随着我国工业化进程由中期向后期过渡，钢结构将会促进建筑行业转型升级与钢铁行业的去产能，政府发展钢结构诉求强烈。2016年2月《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》印发，要求“发展新型建造方式，大力推广装配式建筑，加大政策支持力度，力争用10年左右时间，是装配式建筑占新建建筑的比例达30%”。目前，我国装配式建筑市场占有率不足1%，相对于30%的目标，存在较大发展机遇。2017年3月住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，规划到2020年，培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地，充分发挥示范引领和带动作用。钢结构作为国内较为成熟的装配式建筑结构体系，其发展将迎来新的拐点。同时，随着我国持续推进及“一带一路”战略实施，道路运输、铁路运输等基础设施建设投资保持持续增长，为钢构行业发展提供了较好的外部环境。2011-2017年我国道路运输业固定资产投资规模平均增速在20%左右，其中2017年增速为23.10%，较2016年提高8个百分点。

机场、铁路固定资产投资支出规模较大，随着航空及铁路中长期发展规划的陆续出台，建筑金属围护行业将迎来新的发展机遇

近年来，钢结构建筑逐渐替代混凝土结构，在工业建筑、大型公共建筑、超高层建筑等领域得到广泛应用，进而催生出了包括幕墙系统和板材系统两大装配式围护系统。其中，幕墙系统适用于高层钢结构建筑，板材系统多使用在低层轻钢建筑与大型空间钢结构建筑。装配式板材类围护系统包括墙面系统与屋面系统两部分，按材料又分为金属围护系统和非金属围护系统两大类。其中金属板材类主要包括各类金属单层板、金属面夹芯板，后者属于国家鼓励发展的新型墙体材料之一；非金属板材类主要有蒸压加气混凝土板、建筑隔墙用轻质条板、钢丝网架聚苯乙烯夹芯板、石膏空心条板、玻璃纤维增强水泥轻质多孔隔墙条板（简称GRC板）和建筑平板等类型。目前，建筑金属围护系统主要应用于工业建筑（工业厂房、物流仓储）与公共建筑（机场航站楼、火车站及大型交通枢纽领域、会议及展览中心、体育馆等），随着我国建筑工业化的推进，未来建筑金属围护系统将在民用住宅领域逐步推广。

运输机场是国家综合交通基础设施的重要组成部分，近年来随着民航业在经济社会发展中战略地位不断上升，我国机场总量也初具规模。根据《民航行业发展统计公报》，截至2017年底，我国共有颁证机场229个，同比增加11个；2017年民航基本建设和技术改造投资额869.4亿元，同比增长11.1%。根据中国民航局和国家发改委联合印发的《中国民用航空发展第十三个五年规划》及《全国民用运输机场布局规划》（发改基础[2017]290号），“十三五”期间我国将进一步完善机场布局，至2020年完善华北、东北、华东、中南、西南和西北六大机场群，续建及新建机场74个，改扩建机场139个，运输机场总数达到260个，积极有序布局建设一批通用机场，达到500个以上；2025年形成3大世界级机场群、10个国际枢纽、29个区域枢纽，航空运输服务覆盖面进一步扩大。

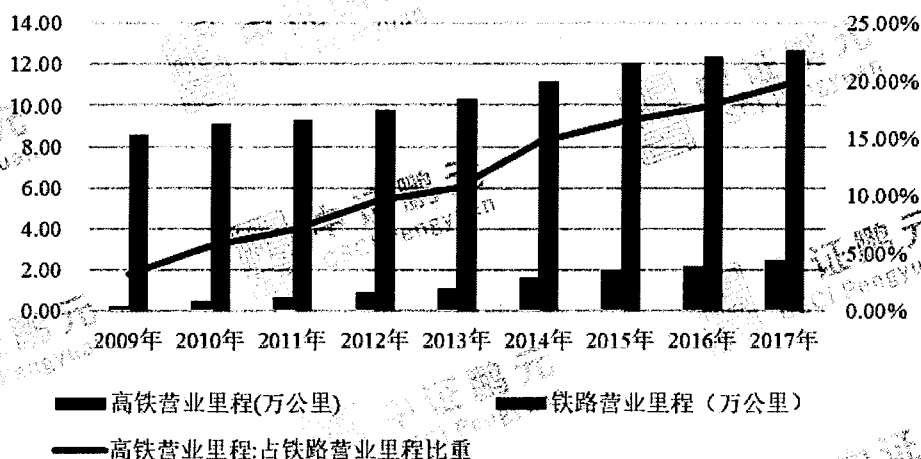
图4 2009-2017年我国民航基本建设和技术改造投资情况



资料来源：《民航行业发展统计公报》，中证鹏元整理

根据《交通运输行业发展统计公报》，2015-2017年我国每年铁路建设固定资产投资额均维持在8,000亿元左右。2009-2017年我国铁路营业里程由8.55万公里增加至12.70万公里，其中高铁营业里程占比由2009年年的3.16%上升至19.69%。根据国家铁路局统计数据，2011-2017年全国铁路投产新线中高铁投产新线里程占比均在50%以上，2017年末全国铁路投产新线里程3,038公里，其中高铁投产新线2,182公里。“十三五”规划纲要将高速铁路的建设摆在了重要位置，根据《中长期高速铁路路网规划示意图（2030年）》，我国将建设“八纵八横”高速铁路网主通道，未来5年重点建设项目，包括北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口等23个高速铁路项目；同时建设郑州至万州、太原至郑州、贵阳至南宁等21个高速铁路，截至2020年末，中国高速铁路里程要达到3万公里。从规划纲要来看，全国高速铁路里程仍具有较大增长空间，车站作为铁路建设重要配套设置之一，未来几年投资规模将保持稳定增长，从而为建筑金属围护行业带来较好的发展空间。

图5 全国铁路及高速铁路运营里程变化情况



资料来源：国家统计局和交通运输部《交通运输行业发展统计公报》，中证鹏元整理

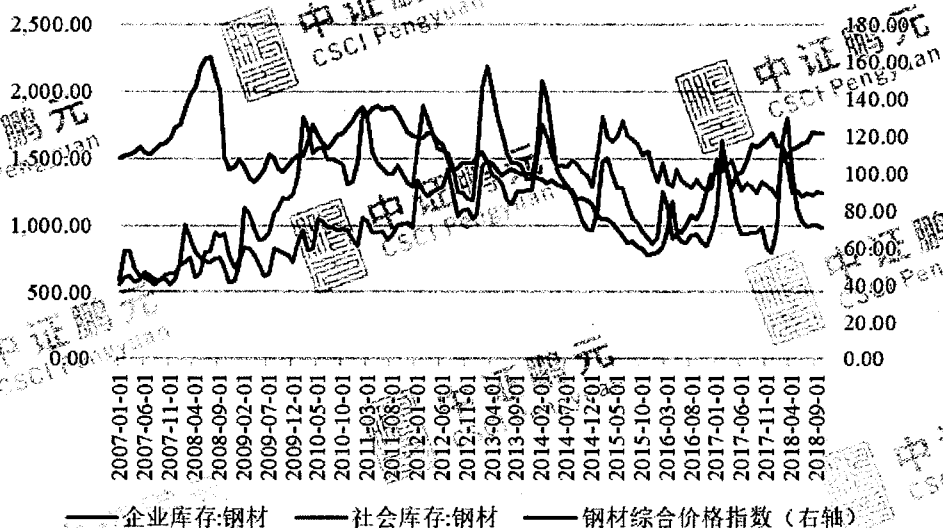
受行业库存下降及各地环保限产影响，钢价震荡上行，钢结构企业将面临一定成本控制压力

伴随行业产能过剩和出清，钢材社会库存在 2013 年达到高点，钢企库存在 2015 年达到高点。主要钢材的社会库存于 2013 年 3 月突破至 2,244.63 万吨，较 2007 年增长 315.11%，复合增长率为 26.77%，为最近 10 年高点，其中线材库存 337.35 万吨、热卷（板）475.57 万吨、螺纹钢 1,088.73 万吨；2013-2016 年，大宗商品市场情绪悲观，社会库存重心不断下移，主动去库存，累积强度不断下滑，截至 2016 年末，社会库存余额只有 937.14 万吨。自 2014 年下半年开始主要城市库存低于企业库存，主要系国有钢企由于承接地方政府税收和就业，拥有信贷和补贴优势，即使亏损，其真实成本实际上依然低于民营企业，导致产能难以退出市场，产量不断增加，使得整个行业的库存高企。随着供给侧改革及去产能政策的实施，企业库存自 2015 年才逐步下滑。

从历史数据看，价格尤其与企业库存水平存在负相关关系。2016 年以后，我国经济企稳和需求回暖，钢企处于被动去库存阶段，加之去产能政策的强力实施，库存水平持续下降，带动价格持续攀升。由于价格攀升和盈利增强，2017 年开始钢企处于主动补库存阶段，库存水平降幅下降，在低位徘徊。进入 2018 年，春季期间由于春节积压效应，导致社会库存和钢企库存回升，但二季度后下游需求的逐步释放，库存回到低点。目前，钢铁库存水平仍属于低位，同时，社会库存也低于企业库存。虽然房地产政策调控和基建融资收紧使得钢铁需求不明朗，但社会库存的“蓄水池效应”尚未发挥，短期仍可消耗钢铁需求，支撑钢价上涨。而各地阶段性的环保限产停产和检修，将加大钢价的震荡，钢结构

企业将面临一定成本控制压力。

图6 我国钢材库存及价格指数（单位：万吨）



注：企业库存指中钢协统计的会员生产商库存；社会库存指主要全国钢材品种合计库存。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

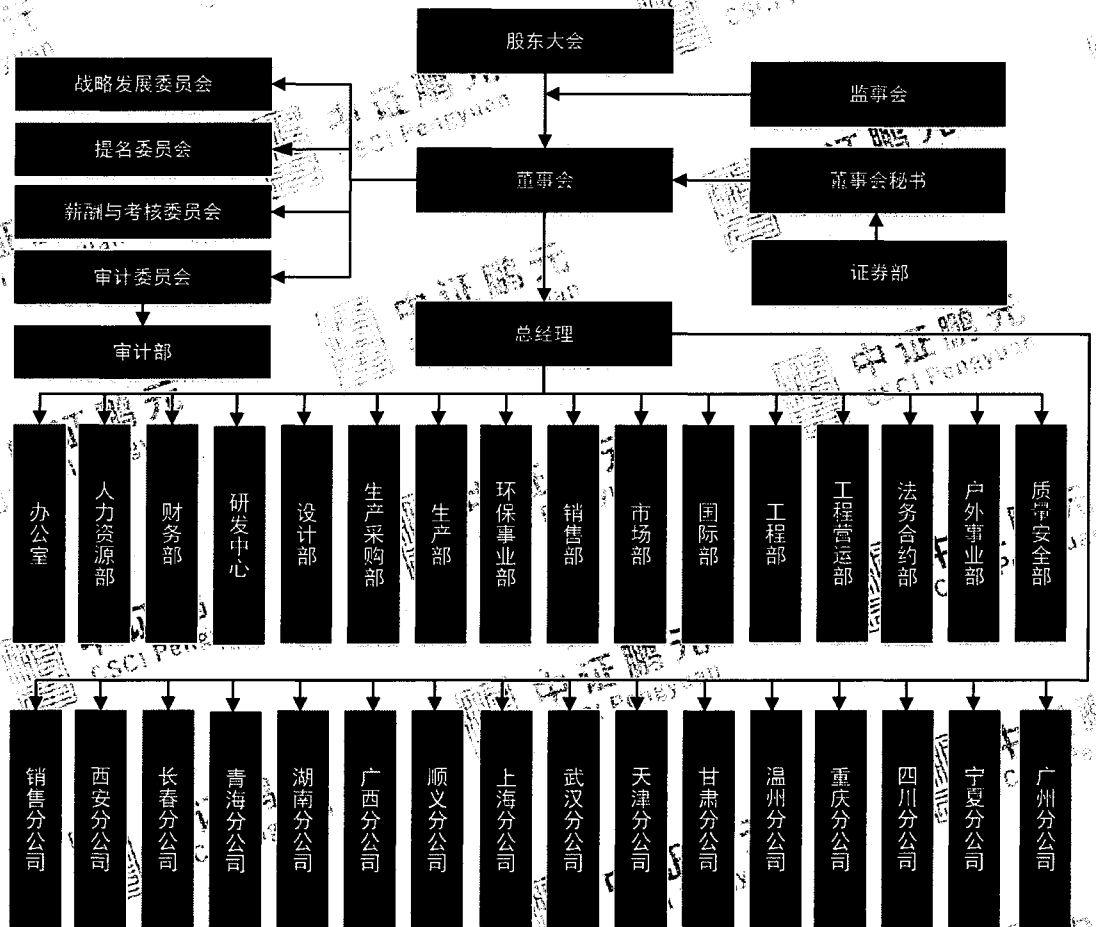
公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规以及公司章程的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会及管理层之间的权责范围和工作程序。

股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议及行使公司章程规定的其他职权。董事会由股东大会选举产生，对股东大会负责，设9名董事，其中设董事长1人，共有董事5人，独立董事4人。董事会按照公司章程规定行使职权，执行股东大会决议，决定公司的经营计划和投资方案，并决定公司内部管理机构的设置。监事会是公司是内部监督机构，由3名监事组成，设监事会主席1人，监事2人。监事会按照公司章程规定，对董事、高级管理人员进行职务监督，提议召开临时股东大会，向股东大会提出提案。

公司总经理、副总经理、财务负责人（财务总监）、董事会秘书为公司高级管理人员，根据公司章程，公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理每届任期3年，经连聘可以连任，对董事会负责。同时，公司根据自身经营管理需要构建

了内部组织架构，设立了研发中心、财务部、稽核部、审计部、生产部、工程部等职能部门。公司已建立了较为合理的公司治理制度，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》及关联交易审议制度，切实保护公司和全体股东的利益。

图7 截至2018年11月末公司组织框架图



资料来源：公司提供

公司自设立以来不断完善法人治理结构，建立健全股东会、董事会和监事会议事规则、独立董事议事规则、关联交易决策制度、对外担保制度、内部审计制度及财务管理制度在内的一系列内部控制制度，通过上述制度的执行加强公司管理，控制经营风险。根据上证公监函（2018）0060号文件，公司监事谢莉于2018年3月6日至2018年4月11日通过上海证券交易所集中竞价交易系统公开买卖股票5,100股，构成短线交易，未按规定在15个交易日前预先披露减持计划，在定期报告披露前30日买卖公司股票合计4,100股，构成窗口期违规买卖股票。针对上述违规行为，上海证券交易所对当事人予以监管关注。

公司安装施工采用劳务分包模式，存在户外高空作业，施工过程存在一定的安全风险。

虽然公司十分重视施工作业过程中的安全管理工作，并与劳务分包商签署《工程发包合约书》、《安全责任保证书》，明确如因施工不当而造成伤亡、安全及责任问题，由劳务分包商自行承担责任，但如果发生安全生产事故，则仍可能对项目工期、公司形象产生不利影响，并有可能给公司带来经济赔偿或诉讼风险。

截至2018年9月末，公司（含各子公司）拥有员工共996人，其中生产人员107人、设计人员110人、销售人员151人。从教育程度来看，专科及以上员工占比86.75%，具体情况如表4所示。截至2018年9月末，公司拥有一级建造师49人，其中设计人员16人、工程人员31人、行政管理人员2人，具有较为专业的施工管理团队。

表4. 截至2018年9月末公司人员构成情况

专业结构	人数（人）	占员工总数的比例
生产人员	107	10.74%
设计人员	110	11.04%
工程人员	462	46.39%
销售人员	151	15.16%
财务人员	40	4.02%
行政管理人员	36	3.61%
合计	996	100.00%
教育程度	人数（人）	占员工总数的比例
大学本科	601	60.34%
大学专科	263	26.41%
专科以下	132	13.25%
合计	996	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要承接金属围护系统工程（屋面系统、墙面系统）和声屏障系统工程，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务，目前已经形成金属围护系统和环保事业（细分为声屏障和污染场地治理）两大业务板块。

2017年公司实现主营业务收入213,632.43万元，2015-2017年年均复合增长率为41.16%。公司从2017年开始进行土壤污染治理业务相关技术、设备和人才的前期储备，并于2018年转化为收益。2018年前三季度，公司实现主营业务收入181,970.10万元，其中土壤污染治理业务实现收入2,135.97万元。近年来受主要采购成本上升、行业竞争加剧及产品订单结构变化等因素影响，公司金属围护系统业务毛利率明显下滑，导致主营业务毛利率逐年走低。2015-2017年及2018年前三季度，公司主营业务毛利率分别为31.27%、25.76%、

20.64%和20.49%。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-9月		2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
金属围护系统	162,123.4	20.35%	193,048.55	20.35%	153,632.31	25.91%	95,916.90	33.04%
声屏障系统	17,710.72	23.34%	20,588.87	23.35%	15,970.83	24.34%	11,295.01	16.20%
污染场地治理	2,135.97	7.57%	-	-	-	-	-	-
合计	181,970.1	20.49%	213,632.43	20.64%	169,603.14	25.76%	107,211.91	31.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建筑金属围护领域具有较高的知名度，相关业务资质齐全，近年来成长为行业内领先的建筑围护系统一体化服务商，竞争能力较强

公司生产的金属围护系统是指以金属材料作为建筑屋面、墙面的承重和连接骨架，利用金属板作为围护材料与主体结构连接，配合保温、防水、隔热、隔声等材料，实现保温、防水、防噪、美观等功能的综合系统，主要包括屋面和外墙面两部分，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务，所涉足领域具有较高的技术壁垒、专业资质壁垒、规模与品牌壁垒。目前公司已经具备中国金属围护系统承包商特级资质、建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质、钢结构工程设计专项甲级资质、建筑施工总承包壹级资质、钢结构工程专业承包壹级资质和环保工程专业承包壹级资质。近年来公司承接了包括中国博览会会展综合体、敦煌国际会展中心、广州白云机场、重庆机场和南昌西站等大型公共建筑、机场和高铁项目，通过成功案例的推广及行业经验的丰富积累，树立了较好的品牌形象。

表6 截至2018年9月末公司拥有的资质明细

资质名称	发证单位	有效期至
中国金属围护系统承包商特级	中国钢结构协会、中国建筑防水协会	2022.12
建筑金属屋（墙）面设计与施工特级	中国建筑金属结构协会	2019.07
钢结构工程设计专项甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2021.02
建筑施工总承包壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2020.12
钢结构工程专业承包壹级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2020.12
环保工程专业承包壹级	北京市住房和城乡建设委员会	2021.10
防水防腐保温工程专业承包二级	北京市住房和城乡建设委员会	2021.10
ISO 认证三系证书	华夏认证中心有限公司	2021.02
建筑装修装饰工程专业承包二级	北京市住房和城乡建设委员会	2021.10

建筑幕墙工程专业承包二级

北京市住房和城乡建设委员会

2021.10

劳务分包资质（不分等级）

北京市住房和城乡建设委员会、北京
经济技术开发区建设发展局

2020.11

资料来源：公司提供

公司系2017年“全国金属围护系统行业10强企业”，在行业内具有较高的知名度。2018年公司承做的广州白云国际机场扩建工程二号航站楼金属屋面工程项目、杭州九峰垃圾焚烧发电工程项目和武汉天河机场三期金属屋面工程项目均获得中国建筑防水协会颁发的“金禹奖”。公司系北京市技术中心认证企业、国家高新技术企业，研发能力较强。公司建立了较为完备的自主创新体系，顺利通过了ISO14001:2015环境管理体系认证、OHSAS 18001:2007职业健康安全管理体系认证、ISO9001:2015质量管理体系认证证书、GB/T 50430-2007认证、GB/T 50430-2007工程建设施工企业质量管理规范、FM国际认证、CE认证年检、施工安全许可证续期等。截至2018年9月末，公司拥有发明专利授权28项、实用新型专利授权70项和外观设计专利授权13项，保证了公司产品持续竞争能力。

本次债券募投项目由研发中心、设计中心及项目管理信息系统平台建设项目三个部分构成，其中设计中心项目和项目管理信息系统平台建设项目预计2019年12月份投入使用；研发中心项目拟于2020年12月份完成项目研发及测试并试运营。募投项目建成并正式投入使用后可实现将智能化及大数据应用融入建筑屋面系统，通过建筑信息化模型（BIM）整合项目相关信息，在项目策划、运行和围护的全生命周期过程中进行共享和传递，在提高生产效率、节约成本和缩短工期方面发挥重要作用，进一步增强公司的研发设计能力。

公司建筑金属围护系统业务收入呈快速增长趋势，近年来业务新签约规模不断增加，在手订单充足，短期收入来源较有保障，但该板块业务毛利率仍存在下行风险

公司主要承建大型工业建筑（工业厂房、物流仓储）和标志性公共建筑（机场航站楼、火车站及大型交通枢纽、会议及展览中心、体育场馆等），产品包括金属复合幕墙板系统、铝镁锰合金板系统、镀制烤漆板系统，根据项目特点以及客户需求选用不同产品类型，保温材料均选用安全稳定性较高的玻璃棉与岩棉。在实际经营过程中，建筑金属围护系统以工程类模式为主（即提供施工安装服务）。对于工程类业务，公司采用直销的方法自主进行项目承揽，通过拜访老客户、客户间推荐、RCC工程信息网等多种渠道获得项目信息。公司销售部门通过对业主或承包单位进行沟通，推荐审核的屋面、墙面系统以达到推介的目的。在完成产品推介后，公司根据业主或总包方需求制作标书进行投标。

2015-2017年公司分别实现金属围护系统业务收入95,916.90万元、153,632.31万元和193,048.55万元，年均复合增长率为41.87%。2015-2017年公司金属围护系统业务新签订规模分别为121,335.85万元、143,613.27万元和241,091.24万元。截至2018年9月末，公司建筑

金属围护系统8,000万元以上的已签约未完工订单金额为274,907.78万元，短期收入来源有保障。

表7 截至2018年9月末公司建筑金属围护系统部分在手订单情况（单位：万元）

项目业态	项目名称	业主单位	合同金额	已结转收入
公共项目	成都新机场	成都天府国际机场建设指挥部	69,746.14	-
	深圳国际会展中建钢构（直标段）	中建钢构有限公司	24,512.61	4,239.78
	北京新机场、临建	北京城建集团有限责任公司	20,703.69	19,695.28
	北京新机场沪宁钢构	江苏沪宁钢构股份有限公司	17,574.56	13,429.33
	北京新机场中建钢构	中建钢构有限公司	17,202.78	12,962.62
	桂林两江机场扩建	中国建筑第八工程局有限公司	13,500.00	13,106.80
	深圳国际会展一期 I 标段	中国建筑一局（集团）有限公司	11,618.35	5,947.48
	深圳国际会展 II 标段	中建三局第二建设工程有限责任公司	11,084.00	1,576.27
	美兰机场	中建八局（中国）建筑第八工程局有限公司	10,840.77	-
	石家庄会展	中建钢构有限公司	7,902.87	6,926.20
公共项目小计			204,685.77	79,883.76
工业项目	成都吉利 BMA	四川吉利汽车部件有限公司	13,660.00	11,780.19
	余姚吉利项目	余姚吉利汽车部件有限公司	12,688.00	10,936.58
	盘锦忠旺四号地	辽宁嘉翔机械制造有限公司	12,270.05	6,256.17
	贵安新能源汽车一期	贵州贵安建设集团有限公司	12,000.00	1,731.27
	东本三厂一期	东风本田汽车有限公司	9,506.83	8,459.97
	西安吉利焊装车间	西安吉利汽车有限公司	9,000.00	-
	西安吉利总装车间	西安吉利汽车有限公司	9,000.00	-
	郑州海尔新能源	郑州海尔新能源科技有限公司	7,740.00	-
	埃塞 BoleLemi 项目一期	中地海外集团有限公司	7,156.53	3,329.99
	西安京东电商基地	西安祥展物流有限公司	7,150.00	5,977.61
工业项目小计			100,171.43	50,971.73

资料来源：公司提供

2015-2017年公司建筑金属围护系统业务毛利分别为33.04%、25.91%和20.35%，近年毛利率不断下滑的原因主要包括：第一，受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，钢材、铝制品市场价格上行，公司营业成本不断抬升；第二，伴随着市场需求快速增长，建筑金属围护系统新厂商先后涌入，行业同质化竞争加剧，行业整体毛利率有所下降；第三，公司积极拓展业务范围，近年来承接了较多的工业项目，较其他行业项目相比，功能要求不高，毛利率偏低。考虑到原材料价格上升、行业竞争格局及产品结构占比变化等影响因素，建筑金属围护系统业务毛利率可能进一步下降。

公司规划布局“建筑围护+环保”双主业战略，土壤污染治理业务尚处起步阶段，业

业务规模有待提升

公司环保业务领域包括噪音治理（声屏障）和污染场地治理两大板块。其中，声屏障系统主要系通过金属板、玻璃、混凝土等隔声材料与其他声学材料如吸声材料、阻尼材料或空气层复合在一起组成的隔声构建。从屏障材料角度来看，声屏障一般分为混凝土屏障、有机玻璃屏障和泡沫金属声屏障。按应用领域划分，声屏障应用于铁路声屏障、公路声屏障和城市轨道交通声屏障。铁路声屏障包括高铁声屏障与一般铁路声屏障两类，其中高铁声屏障需求规模较大，且技术门槛最高。

公司以高铁声屏障为切入点，在发展初期通过技术引进的方式快速占领市场。同时公司不断加大声屏障领域的研发投入，已开发出适用于公路以及城市轨道交通领域的外挂式声屏障系统、全封闭式声屏障系统、隐柱式声屏障系统等系列产品，业务领域逐步向公路与城市轨道交通领域拓展。近年随着城市化建设进程的持续推进及绿色建筑快速兴起，公司开始开拓室内声环境治理市场，治理内容包括厂房降噪、候机及候车大厅声环境改善、公共建筑物室内音质设计等。2015-2017年公司声屏障业务新签订单规模分别为5,170.82万元、13,761.61万元和14,673.67万元。2015-2017年公司分别实现声屏障业务收入11,295.01万元、15,970.83万元和20,583.87万元，年均复合增长率为35.00%。

公司IPO募投项目为新型材料生产基地建设项目，拟投资3亿元，截至2018年9月末已完成投资2.05亿元。公司根据市场环境及实际业务需求，暂未按计划对该项目声屏障生产线进行购置，暂缓了部分厂房建设，同时决定将新型材料生产基地建设项目的建设期延期至2019年12月。中证鹏元将继续关注该募投项目建设进展情况及其对声屏障业务产生的影响。

2017年5月15日，公司与德国旭普林环境工程有限公司（以下简称“旭普林”）签订《技术转让合同及许可协议》，引进专有技术对污染场地进行修复治理。所引进的修复技术包括原位修复和异位修复，其中前者核心技术包括土壤气相抽提、强化加热热气相抽提、空气喷射、多相抽提、地下水循环井、地下水抽出处理技术、原位生物技术等，后者核心技术为开挖土壤的现场生物处理技术。根据约定，《技术转让合同及许可协议》从签订日起，为期10年，公司每年支付旭普林的合同总价包括基本许可费、年许可费、年度绩效报酬三部分，其中一次性基本许可费为40万欧元，原位和异位技术年许可费用为10万欧元，此外，公司按照每年签订的修复项目合同总额1.5%-5%的比例支付绩效报酬。

公司开展污染场地治理业务主要技术来自旭普林公司协议转让，按照合同规定，公司目前开展业务的区域集中于北京、天津和河北三地，在中国其他省份，经旭普林书面许可，公司可无排他性地开展修复项目。公司土地污染治理业务尚处开拓阶段，目前从事的土地

污染治理项目为首钢绿轴修复一期项目，业主方为北京首华科技发展有限公司，该项目合同金额为6,950.00万元，截至2018年9月末，累计结转收入2,135.97万元。考虑到目前我国土壤修复产业的产值尚不及环保产业总产值的1-2%，随着国家大力推进生态文明建设及对土壤修复重视程度的提高，我国土壤修复产业将进入高速发展阶段，存在较大的增长空间。

公司营销网络分布广泛，客户集中度不高，但对主要客户议价能力较弱，存在一定的运营压力

公司营销网络分布广泛，总部设立于北京，并于湖南、长春、青海、广西、上海、湖北、天津、甘肃、福建、重庆、四川、甘肃、广东、贵州、西安等地设立分公司。近年来在巩固华北、西北和东北等传统业务区域的同时，逐渐加大了对华东、华南等市场区域的开拓力度。此外，公司还在境外设立森特建筑有限责任公司，同时完成对香港子公司的注册，业务范围辐射东南亚、非洲和中东等周边市场。

表8 2015-2017年及2018年1-9月公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2018年1-9月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北	32,034.67	17.63%	66,665.94	31.21%	21,435.34	12.64%	22,563.33	21.05%
西北	8,993.06	4.94%	19,265.59	9.02%	18,303.46	10.79%	11,302.19	10.54%
东北	26,030.30	14.33%	23,974.34	13.56%	37,993.36	22.40%	19,735.71	18.45%
华东	38,607.86	21.22%	44,261.62	20.72%	12,045.60	7.10%	24,384.18	22.74%
华中	16,834.78	9.28%	13,707.50	6.42%	40,494.36	23.83%	12,905.02	12.04%
华南	27,124.71	14.91%	20,323.64	9.51%	11,900.46	7.02%	5,138.33	4.79%
西南	20,317.76	11.44%	14,572.11	6.82%	26,399.13	15.86%	11,123.16	10.33%
境内合计	170,593.35	93.75%	207,771.24	97.26%	169,072.77	99.69%	107,211.91	100.00%
境外	11,376.75	6.25%	5,361.19	2.74%	530.36	0.31%	-	-
合计	181,970.10	100.00%	213,632.43	100.00%	169,603.14	100.00%	107,211.91	100.00%

资料来源：公司提供

公司主要客户为实力雄厚的大型建筑工程总包方，企业性质以大型央企、国企为主（详见表9）。2015-2017年随着公司业务规模的持续扩大，前五大客户收入不断增加，近三年前五大客户营业收入占当期主营业务收入的比例分别为31.18%、39.21%和32.61%，客户集中度略有波动，营业收入对单一客户依赖程度不高。公司主要通过参与招投标及商务谈判等方式取得工程订单，工程价格按照工程项目规模、施工工艺、装饰材料及工程质量要求等因素综合确定。由于原材料价格相对透明，且近年来行业竞争加剧，实际经营中公司对主要客户议价能力相对较弱。

表9 2015-2017年及2018年1-9月公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	供应商名称	销售金额	占当期主营业务收入的
----	-------	------	------------

			比例
2018 年 1-9 月	中国建筑第八工程局有限公司	16,602.64	9.12%
	中建钢构有限公司	15,602.57	8.57%
	四川吉利汽车部件有限公司	11,780.19	6.47%
	余姚吉利汽车部件有限公司	10,755.04	5.91%
	中国建筑一局（集团）有限公司	9,377.29	5.15%
	合计	64,117.73	35.23%
2017 年	中国建筑第八工程局有限公司	22,600.59	10.58%
	北京城建集团有限责任公司	16,016.04	7.50%
	江苏沪宁钢机股份有限公司	12,774.10	5.98%
	中建钢构有限公司	11,423.29	5.35%
	贵州贵铝建设有限公司	6,862.28	3.21%
	合计	69,676.30	32.61%
2016 年	中建三局集团有限公司	26,226.90	13.46%
	中建钢构有限公司	17,659.64	10.41%
	中国建筑第八工程局有限公司	9,566.74	5.64%
	辽阳忠旺特种车辆制造有限公司	7,799.89	4.60%
	营口忠旺铝业有限公司	5,252.84	3.10%
	合计	66,506.01	39.21%
2015 年	中建钢构有限公司	11,999.94	11.19%
	中国建筑第八工程局有限公司	6,818.67	6.36%
	北京建工集团有限责任公司	6,789.75	6.33%
	哈尔滨万达城投资有限公司	4,710.84	4.39%
	上海船舶运输科学研究所	3,111.91	2.90%
	合计	33,431.11	31.18%

资料来源：公司提供

公司的工程类业务流程主要分为前期阶段、工程建造、竣工结算及质保期几个阶段，具体如表10所示。公司承接的工程项目合同金额较大，结算手续繁琐，工程跨年度完工和结算的情况较为常见。工程款项的支付一般也要经历从业主到总包方再到公司的层层付款审批流程，款项回收周期通常长于结算周期。2015-2017年公司应收账款分别为42,189.34万元、61,798.47万元和67,369.78万元，规模逐年增长，对公司资金形成较大占用；2018年9月末，公司应收账款余额为93,178.32万元，累计计提坏账准备9,214.74万元。预计随着未来业务规模的扩张，公司应收账款金额将进一步扩大，并面临一定的坏账风险。

表 10 公司工程类业务结算流程

阶段	款项	时间	完工百分比	工程款收取
前期阶段	预付款	合同签订至工程开工	0%	一般按照合同总额的0-30%收取工程预付款

工程建造	进度款	开工至完工	0-100%	按合同的约定收取工程进度款，累计收款通常达到合同总额的60%-80%
竣工决算	竣工决算款	完工至决算	100%	按合同的约定收取竣工决算款，累计收款通常达到合同总额或决算金额的90%-95%
质保期	质保金	决算至质保期满	100%	收回质保金，累计收款达到合同总额或决算金额的100%

资料来源：公司提供

近年来公司原材料、劳务采购集中度较低，但原材料价格波动及劳务成本上涨对公司盈利能力带来一定的不利影响

公司按制定的《采购管理程序》执行采购程序，项目中标后，公司工程营运部会同生管采购部、生产部、设计部召开项目交办会，进一步细化工程概况、工期要求、付款方式、技术参数、材料要求等，并根据项目内容进行任务分配，落实各业务部门后续工作。项目交办会后，生管采购部根据项目设计需求安排材料采购。公司采购内容主要包括直接材料和外购劳务，其中建筑金属围护系统工程类业务需要的材料主要包括钢卷与铝镁锰卷、保温与防水材料等主材，以及拉钉、橡胶制品等辅材，声屏障系统工程类业务需要的材料主要包括金属板、岩棉等主材，以及立柱、螺钉等辅材。2015-2017年及2018年1-9月公司采购的直接材料占主营业务成本的比例分别为74.48%、75.76%和73.37%。公司与供应商签订固定综合单价合同，但通常情况下采购活动依照工程项目实际进展情况制定，易受原材料市场价格波动影响。近年来主要原材料受钢材、有色金属等大宗商品价格传导，采购均价有所上涨，对公司盈利能力造成一定影响。

表11 2015-2017年及2018年1-9月公司主要原材料及外购劳务采购情况（单位：万元）

项目	2018年1-9月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钢卷及铝镁锰卷	52,015.39	37.81%	50,167.35	31.54%	43,751.47	42.42%	26,120.42	39.02%
保温防水材料	9,558.07	6.95%	12,890.12	8.10%	14,710.42	12.80%	6,878.91	10.25%
外购劳务	23,352.49	16.98%	32,324.30	18.93%	22,359.21	17.84%	12,341.27	19.13%
合计	84,925.95	61.74%	95,382.77	55.87%	86,321.10	67.35%	45,840.60	68.48%

资料来源：公司提供

公司原材料主要系自主采购，与部分供应商签订框架合作协议，采购时通过采购订单确认型号与数量，采购价格根据采购时的市场价格确定。公司根据施工项目实际情况在合同中约定付款政策，包括预付款、进度款、结算款与质保金等。通常情况下，公司根据到货数量或安装进度支付一定比例的货款，结算完毕后在支付结算款项，同时预留一定比例的质保金。2015-2017年及2018年1-9月，公司从前五大原材料供应商合计采购金额占采购总额的比例分别为28.35%、21.35%、16.52%和19.01%，采购集中度较低，不存在对单个

供应商的采购依赖。

公司建筑金属围护系统业务在施工环节采用采用劳务分包模式，劳务成本占比相对较高。2015-2017年前三大劳务分包商占劳务采购总额的比例分别为38.60%、24.70%和29.71%，集中度较低。相对于工业项目，大型公建项目施工难度较大，劳务成本相应较高，随着公司建筑金属围护系统业务结构的变化，劳务成本比例也会相应发生变化。伴随着我国老龄化加速，“人口红利”逐步减弱，我国劳动力供需矛盾将愈发突出，导致公司面临劳务采购成本不断上升的风险，进而对公司盈利能力产生不利影响。

七、财务分析

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2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年三季报，其中，2015年数据采用2016年期初数，2016年数据采用2017年期初数，报告均采用新会计准则编制。近三年及一期公司纳入合并报表范围子公司增加3家，减少1家，详见表12。

表 12 2015-2018 年 9 月末纳入公司合并范围子公司变化情况

近三年及一期新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
森特股份香港有限公司	1,000.00（万港币）	100.00%	工程建筑承包，投资和进出口贸易。	2017年投资设立
森特建筑有限责任公司	20.00（万美元）	100.00%	工程建设承包	2018年投资设立
美丽华夏生态环境科技有限公司	10,000.00(万元)	60.00%	技术推广、技术服务、专业承包；园林绿化服务；地质灾害治理技术服务；工程管理服务；环境保护监测；工程勘察；工程设计。	2018年投资设立
近三年一期不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	主营业务	注册资本	划出方式
北京华油士兴钢结构有限公司	100.00%	生产钢结构、彩钢浪板、铁卷门、各式气楼、钢窗；技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；专业承包；销售自产产品。	10,000（万元）	2018年注销

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但主要以应收账款、存货、固定资产和无形资产为主，资产流动性较弱

受经营规模扩张及公开发行股票影响，公司总资产不断增长，截至2017年末，总资产规模为278,400.13万元，2015-2017年复合增长率为33.80%。2018年9月末，随着公司业务规模增加及融资力度加大，总资产规模进一步上升至323,213.19万元。公司从事的工程业务具有资金密集的特点，项目招投标及工程施工环节存在较大的流动资金，随着工程项目的实施，转化为大量的工程施工成本或应收工程款。因此公司流动资产占比较大，2015-2017年末公司流动资产占总资产的比重均维持在80%以上。

表13 公司主要资产构成情况 (单位: 万元)

项目	2018年9月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,563.06	11.31%	31,917.60	11.43%	67,129.44	27.35%	9,915.90	6.33%
应收账款	83,963.59	25.98%	67,369.78	24.20%	61,798.47	25.17%	42,189.34	27.13%
预付款项	10,335.21	3.20%	3,331.72	1.20%	2,415.01	0.93%	1,971.21	1.27%
存货	141,896.39	43.90%	123,712.52	44.44%	75,234.81	30.65%	69,261.00	44.53%
流动资产合计	282,312.53	87.35%	246,007.46	88.36%	202,496.34	86.56%	123,031.45	82.32%
固定资产	22,818.94	7.06%	18,446.14	6.63%	16,541.37	6.74%	4,293.11	2.76%
无形资产	9,372.37	3.05%	10,037.82	3.62%	9,971.61	4.06%	8,036.04	5.17%
非流动资产合计	40,900.62	12.65%	32,392.67	11.64%	32,987.27	13.44%	27,489.09	17.68%
资产总计	323,213.19	100.00%	278,400.13	100.00%	245,483.62	100.00%	150,520.55	100.00%

资料来源: 公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年三季报, 中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2015-2017年末，公司货币资金余额分别为9,915.90万元、67,129.44万元和31,917.60万元，其中2016年货币资金较上年大幅增长，主要系IPO募集资金到位所致。截至2018年9月末，公司货币资金余额为36,563.06万元，受限规模为10,034.55万元，全部为保函保证金。2017年因公司新开拓北京新机场等业务，导致经营活动付现增加。同时，由于公司当期偿还兴业银行北京经济技术开发区支行借款8,997.12万元及购买理财产品9,000.00万元，2017年末公司货币资金余额下降至31,917.60万元。

公司应收账款主要为开展建筑金属围护系统及声屏障系统业务形成的应收工程款。近年来随着公司业务规模的扩大及工程结算的增加，公司应收账款余额由2015年末的47,042.74万元增加到2017年末的76,546.13万元，年均复合增长率为27.56%。从账龄结构来看，2017年末，1年以内的应收账款余额占比69.23%，1-2年的占比16.79%，2-3年的占比7.54%。截至2017年末，公司累计计提的应收账款坏账准备9,176.36万元，占期末应收账款余额的11.99%。截至2018年9月末，公司前五大客户应收账款余额合计29,467.15万元，详

见表14。虽然公司客户主要包括实力雄厚的大型企业集团或信誉度较高的建设工程总包单位，资信情况良好，发生坏账损失的可能性较小，但仍存在应收账款不能按期收回的风险。截至2018年9月末，公司存在账面价值为13,769.25万元的应收账款用于借款质押。

表 14 截至 2018 年 9 月末公司应收账款前五名客户余额情况 (单位: 万元)

单位名称	期末余额	账龄	占应收账款余额的比例	坏账准备余额
中建钢构有限公司	10,548.76	1 年以内	11.32%	527.44
中建三局集团有限公司工程总承包公司	5,532.38	1-2 年以内	5.94%	553.24
中国建筑第八工程局有限公司	5,040.83	1-3 年以内	5.41%	370.61
中铁建工集团有限公司	4,536.97	2-4 年以内	4.87%	789.23
中建钢构天津有限公司	3,808.21	1 年以内	4.09%	190.41
合计	29,467.15		31.62%	430.93

资料来源：公司提供。

公司预付款项主要为预付的材料款及劳务分包款。2015-2017年及2018年9月末，预付款项分别为1,971.21万元、2,415.01万元、3,331.72万元和10,335.21万元，其中2018年9月末预付账款较年初增加7,003.49万元，主要公司新签订单规模增加，备料采购支出增大所致。公司预付账款账龄以1年以内为主，占比均在90%以上。

随着公司业务体量持续增加，存货规模不断上升，2015-2017年末，公司存货账面价值分别为69,261.00万元、75,234.81万元和123,712.52万元。公司根据完工进度确认营业收入，业主或总包方根据工程进度分阶段或分期进行结算并支付工程款，工程结算进度通常滞后于实际完工进度，形成较大的工程施工余额。2015-2017年建造合同已完工未结算金额分别为62,915.31万元、69,354.96万元和112,544.79万元，占期末存货的比例分别为90.84%、92.18%和90.97%。中证鹏元关注到，公司已完工未结算金额较大，对营运资金形成较大占用。

公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备和办公设备。2015-2017年公司固定资产账面价值分别为4,293.11万元、16,541.37万元和18,446.14万元，其中2016年增幅较大的主要原因系新型材料生产基地新建项目、新型材料生产基地迁建项目部分完工转固所致。截至2018年9月末，公司固定资产账面价值为22,818.94万元，其中有账面价值为 13,754.78的部分用于借款抵押。2015-2017年及2018年9月末，公司无形资产账面价值分别为8,036.04万元、9,971.61万元、10,087.82和9,872.37万元，主要系土地使用权。截至2018年9月末，用于借款抵押的土地使用权账面价值合计 8,274.20万元。

整体来看，公司资产主要以应收账款、存货、固定资产和无形资产为主，存货中的已完工未结算部分对营运资金形成较大占用，且部分资产使用权受到限制，公司整体资产流动性较弱。

资产运营效率

公司应收款项及存货周转率较低，面临一定的营运压力

公司承接的工程项目合同金额大、施工周期长，结算审批流程较为繁琐。随着项目相继开展，不同阶段的项目工程款项结算较为集中，形成规模较大的应收账款。近年来随着公司承接订单数量及金额不断增长，工程结算不断增加，应收账款规模相应扩大。公司部分项目采用应收票据结算，规模不大。2015-2017年公司应收款项周转天数分别为130.64天、114.11天和115.15天，周转效率较低。公司存货主要为已完工未结算工程施工，近年来存货余额随业务规模扩大而呈现上升趋势，2015-2017年存货周转天数分别为340.29天、206.56天和211.23天，其中2016年存货周转天数较上年大幅缩短的原因系当期经营规模扩大，公司按完工进度结转的营业成本大幅增加所致。

2015-2017年公司应付款项周转天数分别为89.31天、75.71天和87.79天。与同行业其他钢结构企业相比，公司应付款项周转天数明显较低，主要系上游钢材供应商处于强势地位，公司议价能力较低，且为保证项目工期及供货及时性，一般较少对采购货款形成占用。受公开发行股票影响，2016年公司资产规模得以快速上升，流动资产天数和总资产天数均有所缩短。但整体来看，应收款项和存货规模较大，周转天数较长，整体营运效率仍有待提升。

表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
应收款项周转天数	115.15	114.11	130.64
存货周转天数	211.23	206.56	340.29
应付款项周转天数	87.79	75.71	89.31
净营业周期	238.60	244.97	331.62
流动资产周转天数	386.32	361.40	412.58
固定资产周转天数	29.43	22.11	14.72
总资产周转天数	441.40	425.58	492.17

注：应收款项包含应收票据和应收账款；应付款项包含应付票据和应付账款。

资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入持续增长，但毛利率逐年下滑，预期原材料价格及劳务成本上涨将对公司盈利能力可持续性形成不利影响

公司营业收入主要来自于金属围护系统和声屏障系统两大业务，近年来随着公司业务规模不断提升，营业收入持续增长。2015-2017年公司分别实现营业收入107,215.55万元、169,606.18万元和213,634.31万元，年均复合增长率为41.16%。截至2018年9月末，公司建筑金属围护系统8,000万元以上的已签约未完工订单金额为274,907.78万元，短期收入来源有保障。公司下游行业与固定资产投资及宏观经济景气程度相关度较高，在经济增速下行的背景下，预计国家会进一步扩大基础设施建设支出，公司发展仍具有较强的可持续性。公司目前规划布局“建筑围护+环保”双主业战略，2018年1-9月实现污染场地治理收入2,135.97万元，此类业务尚处起步阶段，受政策环境、市场竞争程度及公司自身业务开拓能力影响，未来收入实现情况仍存在不确定性。

2015-2017年主营业务毛利率分别为31.27%、25.76%和20.64%，近年来毛利率下滑的主要原因在于，随着宏观经济增速进入下行通道，行业竞争程度加剧；公司承接的物流仓库、厂房等工业类项目较多，此类项目毛利率偏低；近年来公司材料采购支出及支付工人工资支出不断增加，对盈利能力形成了一定冲击。

近年来随着公司业务规模的扩大，销售及管理人员薪酬、研发费用支出和财务利息支出相应增加，期间费用逐年上升，2015-2017年公司期间费用率均维持在9%以上。2015-2017年，公司分别实现净利润17,319.34万元、20,688.86万元和20,040.68万元，其中2017年净利润未随着营业收入增长的主要原因系当年成本支出大幅增加所致。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015年
营业收入	181,980.21	213,634.31	169,606.18	107,215.55
营业利润	13,760.05	23,946.63	23,134.55	18,460.34
利润总额	18,742.21	23,902.97	24,600.04	20,145.58
净利润	13,719.12	20,040.68	20,688.86	17,319.34
综合毛利率	20.48%	20.64%	25.76%	31.26%
期间费用率	6.73%	9.15%	9.72%	12.17%
营业利润率	10.31%	11.21%	13.64%	17.22%
总资产回报率	-	9.77%	13.06%	14.75%
净资产收益率	-	12.24%	16.15%	19.67%
营业收入增长率	54.21%	25.96%	58.19%	-22.22%

净利润增长率

11.42%

33.13%

19.46%

-32.78%

注：2018年1-9月营业收入和净利润增长率为较上年同期变化数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年三季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动收现能力较弱，近年来投资活动现金持续净流出，未来仍存在较大的筹资需求

2015-2017年公司经营活动收现比分别为0.82、0.77和0.72，在经济增速放缓的宏观背景下，业主方资金面较为紧张，公司销售回款能力有所下降。2015-2017年公司净利润规模波动增加，经营活动现金生成能力（FFO）有所提升，但经营活动现金流缺口仍呈现出扩大趋势，其中2017年经营活动现金表现为大额净流出，主要系当期新签合同规模同比大幅增长，公司对已签订合同尚未开工项目提前备料，以锁定原材料价格上涨风险。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金表现为持续净流出，2015-2017年净流出规模分别为5,452.91万元、4,777.38万元和10,996.02万元，公司投资支出主要用于购买固定资产、生产基地建设项目投入等，2017年投资活动现金净流出规模较大主要系用IPO闲置募集资金购买9,000.00万元的银行理财产品所致。

随着公司业务规模的扩大及新生产基地的建设，资金需求不断增加。2015-2017年公司分别向银行借款27,262.07万元、28,977.49万元和48,228.20万元。2015-2017年公司筹资活动现金流量净额分别为-4,741.08万元、54,537.56万元和-10,752.80万元，其中2016年公司通过吸收投资及IPO，筹资活动现金流入5.27亿元，同年公司发行1年期的“森特士兴集团股份有限公司2016年度第一期债权融资计划”，筹集资金1.00亿元，筹资活动现金流转为净流入。

整体来看，近年来公司经营活动收现能力表现较弱，经营性扩张导致投资活动现金持续净流出，同时经营性支出及债务偿还支出的增加在一定程度上加大了公司现金流的紧张程度，随着公司在手项目后续投资陆续展开，预计将存在较大的筹资需求。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.72	0.77	0.82
净利润	20,040.63	20,633.86	17,319.34
非付现费用	4,211.96	4,558.57	1,962.22
非经常性损益	1,425.85	1,306.17	1,423.53
FFO	25,678.49	26,553.60	20,710.14
营运资本变化	-41,316.64	-20,510.55	-11,850.69

其中：存货减少（减：增加）	48,477.51	-5,973.81	815.19
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,783.99	-25,571.76	-13,807.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	19,947.06	11,035.03	1,141.21
经营活动产生的现金流量净额	-15,638.15	6,043.06	3,359.45
投资活动产生的现金流量净额	-10,996.02	-4,777.38	-5,452.91
筹资活动产生的现金流量净额	-10,752.80	54,537.56	-4,741.08
现金及现金等价物净增加额	-37,413.14	55,803.23	-1,334.54

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平不高，但近年来有息债务规模持续上升，偿债压力有所增加

近年来随着公司经营规模不断扩大，为适应业务发展需要，公司融资力度有所加大。2017年公司负债总额为110,238.55万元，较2015年增长87.95%，2018年9月末负债总额上升至144,657.81万元。公司负债以流动负债为主，近年来流动负债占负债总额的比例逐年上升。2016年公开发行股票成功，所有者权益较2015年大幅增长64.54%；得益于自身经营积累，截至2018年7月末，所有者权益增加至178,555.38万元。2015-2017年及2018年9月末，公司产权比率分别为60.55%、54.02%、65.56%和81.02%，所有者权益对债券覆盖程度尚可。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	144,657.81	110,238.55	86,094.25	58,652.47
所有者权益	178,555.38	168,161.57	159,389.37	96,368.08
产权比率	81.02%	65.56%	54.02%	60.55%

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季度报，中证鹏元整理

公司流动负债主要集中于短期借款、应付票据、应付账款和预收款项。公司短期借款主要系为满足日常经营的资金需求而筹措的银行借款，近年来随着公司业务规模的扩大，融资力度相应增加。2015-2017年及2018年9月末，短期借款分别为22,994.13万元、25,739.53万元、48,228.20万元和66,366.56万元。为提高资金使用效率，公司部分采购活动使用票据进行结算。2016-2017年及2018年9月末，应付票据分别为3,549.01万元、1,836.88万元和12,045.00万元，其中2018年9月末应付票据金额大幅增加，主要原因系公司采购规模扩大，增加与供应商的应付票据结算量所致。

随着工程项目业务规模的上升，公司应付材料采购款及劳务分包款不断增加，应付账款持续增加。2015-2017年末，公司应付账款金额分别为19,817.03万元、29,593.08万元和

47,705.66万元。公司预收账款主要系预收业主方或总承包方工程款，规模随着业务承接量的变化而波动，并在施工和结算过程中转化为工程款。2015-2017年及2018年9月末，预收款项分别为4,039.92万元、2,302.05万元、6,180.27万元和19,554.78万元。其中2018年9月末，预收金额较大的主要系新增北京新机场等大型项目预收款增加所致。

公司非流动负债主要为长期借款，近年来公司长期借款规模持续下降，主要系公司2016年上市后募集资金到位后，减少了对长期借款的依赖程度。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年9月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	66,366.56	45.88%	48,228.20	43.75%	25,739.53	29.90%	22,994.13	39.20%
应付票据	12,045.00	8.33%	18,368.88	16.70%	3,549.01	4.12%	-	-
应付账款	40,938.59	28.33%	47,705.66	43.27%	29,593.08	34.37%	19,817.03	33.79%
预收款项	19,554.78	13.52%	6,180.27	5.61%	2,302.05	2.67%	4,039.92	6.89%
流动负债合计	144,656.81	100.00%	110,292	99.93%	81,089.13	94.19%	51,831.31	88.46%
长期借款	-	-	-	-	3,499.12	5.80%	6,759.16	11.52%
负债合计	144,656.81	100.00%	110,295	100.00%	86,094.25	100.00%	58,652.47	100.00%
其中：有息债务	78,411.56	54.20%	50,065.08	45.42%	38,285.66	44.47%	30,753.29	52.43%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年三季报，中证鹏元整理

公司有息债务以短期借款为主，2015-2017年末公司有息债务（包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款）规模分别为30,753.29万元、38,285.66万元和50,065.08万元，占负债总额的比例分别为52.43%、44.47%和45.42%。截至2018年9月末，有息债务规模为78,411.56万元，全部为短期刚性债务，需关注到期偿付带来的流动性压力。

偿债能力指标方面，近年来公司债务规模逐步增长，资产负债率由2015年末的37.71%上升到2018年9月末的44.76%。2015-2017年流动资产对流动负债的覆盖程度逐年下降，公司存货占流动比重较高，速动比率表现欠佳，公司短期偿债能力一般。2015-2017年随着公司经营性盈利能力的提高，EBITDA波动上升，但债务规模增速较快，有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA的比例不断上升。公司经营活动现金流收现能力较弱，经营性净现金流对债务的保障能力不断弱化，偿债压力有所增加。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2018年9月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	44.76%	39.60%	35.07%	37.71%
流动比率	1.95	2.23	2.62	2.47
速动比率	0.97	1.11	1.69	1.13
EBITDA（万元）	-	28,319.35	27,761.92	22,756.36

EBITDA 利息保障倍数

有息债务/EBITDA

债务总额/EBITDA

经营性净现金流/流动负债

经营性净现金流/负债总额

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季度报，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

公司经营性活动产生的现金流是本期债券偿还的重要来源。2015-2017 年公司分别实现营业收入 107,215.55 万元、169,606.18 万元和 213,634.31 万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 88,105.68 万元、130,924.77 万元和 153,822.82 万元。截至 2018 年 9 月末，公司建筑金属围护系统 8,000 万元以上的已签约未完工订单金额为 274,907.78 万元，业务持续性较好，未来经营活动现金流可为本期债券偿付提供保障。同时中证鹏元注意到，受市场竞争加剧及原材料价格上升等因素影响，公司业务规模及盈利能力可能产生一定波动。近年来公司经营活动现金流表现不佳，工程项目款项回收较慢。公司在建募投项目投入使用后预计能给公司带来一定的收入，但成本回收周期较长，预期效益能否顺利实现亦存在不确定性。

本期债券为可转换公司债券，若债券在转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，可在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不能转股的可能。若未能转股，届时公司将面临一定的偿付压力。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2018年9月	2017年	2016年	2015年
货币资金	36,563.06	31,917.60	67,129.44	9,915.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	9,098.24	-	-
应收票据	3,925.76	5,734.89	1,769.31	1,767.09
应收账款	83,963.59	67,369.78	61,793.47	42,189.34
预付款项	10,335.21	3,331.72	2,415.01	1,971.21
其他应收款	3,361.14	2,630.24	3,172.02	2,270.07
存货	141,896.39	123,712.52	5,234.81	69,261.00
一年内到期的非流动资产	-	-	-	3.48
其他流动资产	2,267.43	2,212.48	977.29	653.38
流动资产合计	282,312.53	246,007.46	212,496.34	128,031.45
长期股权投资	839.97	1,479.55	1,567.63	1,466.32
固定资产	22,813.94	18,446.14	16,541.37	4,293.11
在建工程	4,207.34	444.85	1,392.48	10,749.07
工程物资	-	-	-	29.93
无形资产	9,872.37	10,087.82	9,971.61	8,036.04
长期待摊费用	71.11	20.98	31.07	-
递延所得税资产	1,575.21	1,528.64	1,313.22	855.82
其他非流动资产	1,515.63	384.69	2,169.89	3,058.80
非流动资产合计	40,900.62	32,592.67	32,987.27	27,489.09
资产总计	323,213.19	278,400.13	245,483.62	155,520.55
短期借款	66,366.56	48,228.20	25,739.53	22,994.13
应付票据	12,045.00	1,836.88	3,549.01	-
应付账款	40,988.59	47,705.66	29,593.08	19,817.03
预收款项	19,534.73	6,180.27	2,302.05	4,039.92
应付职工薪酬	2,087.97	2,379.55	2,040.70	1,695.09
应交税费	1,266.94	1,651.49	1,124.72	2,063.16
应付利息	101.72	86.73	144.64	52.75
其他应付款	1,523.35	1,278.75	1,479.33	219.22
一年内到期的非流动负债	-	-	4,000.00	1,000.00
其他流动负债	716.90	872.23	11,116.02	-
流动负债合计	144,656.81	110,219.82	81,089.13	51,881.31
长期借款	-	-	4,997.12	6,759.16
递延收益	1.00	4.00	8.00	12.00
递延所得税负债	-	14.74	-	-
非流动负债合计	1.00	18.74	5,005.12	6,771.16

负债合计	144,657.81	110,238.55	86,094.25	58,652.47
股本	48,001.20	40,001.00	40,001.00	33,750.00
资本公积	38,800.47	46,800.67	46,800.67	1,600.69
其他综合收益	10.79			
专项储备	3,652.12	2,688.06	1,956.24	1,449.78
盈余公积	12,149.03	12,149.03	10,142.87	8,062.54
未分配利润	75,876.42	66,522.83	60,488.59	52,005.06
归属于母公司所有者权益合计	178,490.02	168,161.57	159,389.37	96,868.08
所有者权益合计	178,555.33	168,161.57	159,389.37	96,868.08
负债和所有者权益总计	323,213.19	278,400.13	245,483.62	155,520.55

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季度报

附录二 合并利润表 (单位: 万元)

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	181,980.21	213,634.31	169,606.18	107,215.55
其中: 营业收入	181,980.21	213,634.31	169,606.18	107,215.55
二、营业总成本	163,630.95	191,368.23	146,510.99	88,831.37
其中: 营业成本	144,709.96	169,531.57	125,916.41	73,702.91
税金及附加	666.77	742.09	1,051.46	1,249.52
销售费用	4,037.17	4,951.31	3,924.11	3,334.62
管理费用	5,432.49	12,862.96	10,727.01	8,155.05
财务费用	2,823.58	1,724.90	1,827.65	1,560.25
资产减值损失	166.87	1,554.90	3,064.34	829.02
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	-93.24	93.24	-	-
投资收益(损失以“-”号填列)	123.89	167.90	51.31	76.16
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-62.18	-33.03	51.31	76.16
资产处置收益(损失以“-”号填列)	3.17	-	-11.95	-
其他收益	380.27	1,411.23	-	-
三、营业利润(亏损以“-”号填列)	18,760.05	23,946.63	23,134.55	18,460.34
加: 营业外收入	3.43	16.50	1,503.87	1,635.95
减: 营业外支出	60.16	60.16	38.38	0.71
四、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	18,742.21	23,902.97	24,600.04	20,145.53
减: 所得税费用	3,023.10	3,862.28	3,911.18	2,826.24
五、净利润(净亏损以“-”号填列)	15,719.12	20,040.68	20,688.86	17,319.34
归属于母公司所有者的净利润	15,753.76	20,040.68	20,688.86	17,319.34

资料来源: 公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季度报

附录三-1 合并现金流量表 (单位: 万元)

项目	2018年1-9月	2017年	2016年	2015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	149,095.75	153,822.82	130,924.77	88,105.63
收到的税费返还		2.58	184.68	107.05
收到其他与经营活动有关的现金	9,040.59	2,821.52	1,389.70	1,531.96
经营活动现金流入小计	158,136.34	156,646.92	132,499.15	89,744.69
购买商品、接受劳务支付的现金	131,425.36	141,620.92	97,046.77	53,417.53
支付给职工以及为职工支付的现金	10,968.93	12,646.64	9,899.12	8,701.10
支付的各项税费	9,923.14	7,471.84	9,136.41	6,707.73
支付其他与经营活动有关的现金	58,095.98	10,545.66	10,323.80	7,058.83
经营活动现金流出小计	165,413.42	172,285.06	126,456.09	80,885.24
经营活动产生的现金流量净额	-7,277.08	-15,638.15	6,043.06	8,859.45
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	9,526.80	-	-	-
取得投资收益收到的现金	236.63	255.93	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	7.82	22.91	15.15	220.43
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	1,000.00	-
投资活动现金流入小计	9,771.25	278.88	1,015.15	220.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,945.92	2,274.90	4,742.54	5,673.34
投资支付的现金	-	9,000.00	1,050.00	-
投资活动现金流出小计	10,960.51	11,274.90	5,792.54	5,673.34
投资活动产生的现金流量净额	-1,189.21	-10,996.02	-4,777.38	-5,452.91
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	100.00	-	52,724.18	-
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	-	-
取得借款收到的现金	51,614.35	48,228.20	28,977.49	27,262.07
发行债券收到的现金	-	-	10,000.00	-
筹资活动现金流入小计	51,714.35	48,228.20	91,701.67	27,262.07
偿还债务支付的现金	33,932.39	44,736.64	24,994.13	23,444.47
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,228.50	13,750.88	10,981.06	8,337.51
支付其他与筹资活动有关的现金	791.28	493.43	1,183.92	221.17
筹资活动现金流出小计	42,972.18	58,981.00	37,164.11	32,003.15
筹资活动产生的现金流量净额	8,742.17	-10,752.80	54,537.56	-4,741.08

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响

1.18

-26.17

五、现金及现金等价物净增加额	277.07	-37,413.14	55,803.23	-1,334.54
加：期初现金及现金等价物余额	25,542.99	62,956.13	7,152.90	8,487.44
六、期末现金及现金等价物余额	25,820.05	25,542.99	62,956.13	7,152.90

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季度报

附录三-2 合并现金流量表补充资料 (单位: 万元)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	20,040.68	20,688.86	17,319.34
加: 资产减值准备	1,438.25	2,974.22	829.02
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,404.08	1,300.04	848.34
无形资产摊销	309.54	278.29	270.93
长期待摊费用摊销	10.09		13.93
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)	-3.17	11.95	-91.42
公允价值变动损失 (收益以“-”号填列)	-98.24		
财务费用 (收益以“-”号填列)	1,895.85	1,802.93	1,597.43
投资损失 (收益以“-”号填列)	-167.90		-76.16
递延所得税资产减少 (增加以“-”号填列)	-215.43	-457.40	-1.31
递延所得税负债增加 (减少以“-”号填列)	14.74		
存货的减少 (增加以“-”号填列)	-48,477.71	-5,973.81	815.19
经营性应收项目的减少 (增加以“-”号填列)	-12,785.99	-25,571.76	-49,807.09
经营性应付项目的增加 (减少以“-”号填列)	19,947.06	11,035.03	1,141.21
经营活动产生的现金流量净额	-15,638.15	6,043.06	8,859.45

资料来源: 公司 2016 年、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年9月	2017年	2016年	2015年
有息债务(万元)	78,411.56	50,065.08	38,285.66	30,753.29
资产负债率	44.76%	39.60%	35.07%	37.71%
流动比率	1.95	2.23	2.62	2.47
速动比率	0.97	1.11	1.69	1.13
综合毛利率	20.48%	20.64%	25.76%	31.26%
总资产回报率		9.77%	13.06%	14.75%
EBITDA(万元)	-	28,319.35	27,761.92	22,756.36
EBITDA利息保障倍数	-	16.73	14.33	12.40
期间费用率	6.78%	9.15%	9.72%	12.17%
营业利润率	10.31%	11.21%	13.64%	17.22%
收现比	0.82	0.72	0.77	0.82

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年三季报，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款

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。

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。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。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，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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受评对象有关的信息，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，并决定是否调整受评对象信用评级。

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受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

营业执照 (副本)

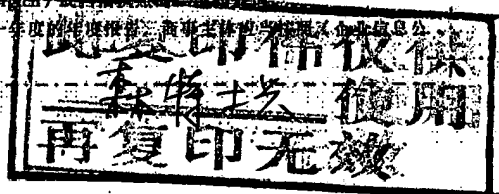
统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司 (非上市)
住所 深圳市福田区深南大道7088号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日



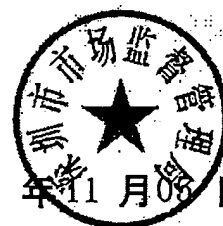
重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体未按规定公示信息的，将依法予以公示并处罚。

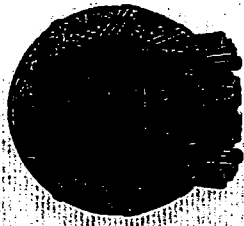


登记机关

2018 年 11 月 08 日

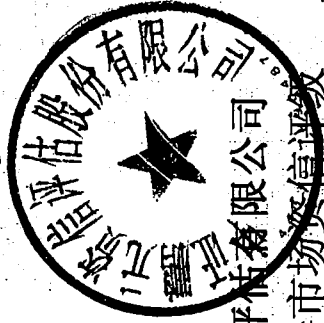


中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称:鹏元资信评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:张剑文

注册地址:深圳市福田区深南大道3008号

编号: ZPJ002

此复印件仅供内部使用

再复印无效



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年4月6日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王先宗, 证件号码:371322199106113418, 于2015年11月29日参加证
券发行与承销考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201512423505356042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王先宗, 证件号码:371322199106113418, 于2014年11月30日参加证
券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201412421240595042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



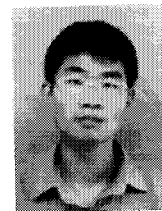
王先宗, 证件号码:371322199106113418, 于2015年03月28日参加证
券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息

201504421611450042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王先宗, 证件号码:371322199106113418, 于2015年06月07日参加证
券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息

201506422266806042



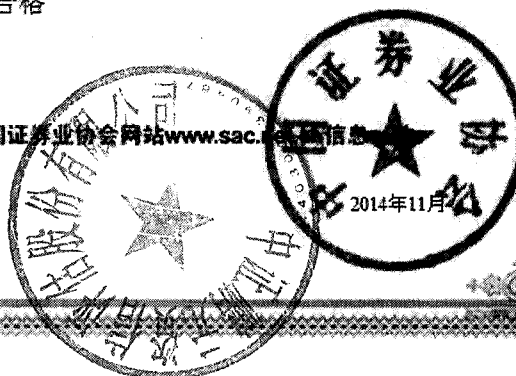
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王先宗，证件号码:371322199106113418，于2014年11月30日参加证
券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.com.cn查询信息

201412421217744042



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



刘伟强, 证件号码: 44022119711225167X, 于2010年03月07日 参加证券投资分析考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

2010038510552704



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



刘伟强 证件号码: 44022119711225167X

于2008年06月参加证券从业人员资格考试, 证券发行与承销 一科成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

200885009668



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



刘伟强 证件号码: 44022119711225167X

于2008年03月参加证券从业人员资格考试, 证券市场基础知识 一科成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

200885003151

