

江河创建集团股份有限公司

2012年(第一期)公司债券
2017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
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【28】号 02

债券剩余规模：7.35 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：
于一飞 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
yuyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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

网址：www.pyrating.cn

江河创建集团股份有限公司 2012 年（第一期） 公司债券 2017 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	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 03 日	2016 年 05 月 23 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 2017 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，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司建筑装饰业务新中标和在手订单储备充足，业务持续性好；医疗健康业务收入有所增长；经营性现金流表现较好。同时我们也关注到，公司建筑装饰业务收入和毛利率水平均有所下滑，对医疗健康领域的布局导致公司面临较大的资金压力，应收账款对营运资金占用大，偿债压力加大，存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 公司建筑装饰业务新中标和在手订单储备充足，业务持续性好。2016 年，房地产市场回暖，建筑业保持增长，公司新中标项目和在手订单规模均有所扩大，其中新中标项目 821 个，较上年同期增加 206 个，中标金额 175.64 亿元，同比增长 19.83%；受益于此，公司在手订单规模有所增长，2016 年末公司在手订单金额 234.92 亿元，同比增长 10.77%，业务持续性较好。
- 公司医疗健康业务收入有所增长。公司医疗健康业务收入全部来源于子公司 Vison，2016 年 Vison 实现收入 63,015.85 万元，同比增长 19.29%，净利润 6,077.97 万元，同比增长 22.10%，主要是由于新开展的药品销售业务收入增长所致。
- 公司经营性现金流表现较好。2016 年，公司 FFO 同比增长 6.12%至 106,396.26 万

元，主营业务现金生成能力有所提升，营运资本较上年减少 24,440.42 万元；现金生成能力提升及营运资本的减少推动公司 2016 年经营活动现金净流入 130,836.69 万元，同比增长 31.22%，经营性现金流表现较好。

关注：

- **公司建筑装饰业务收入和毛利率水平均有所下滑。**受“营改增”政策、2015 年公司中标项目金额下降以及幕墙材料价格增长影响，2016 年公司建筑装饰业务实现收入 146.05 亿元，同比下降 9.10%，毛利率同比下降 1.41 个百分点至 13.14%，建筑装饰业务收入和毛利率水平有所下滑。
- **对医疗健康领域的布局导致公司面临较大的资金压力。**现阶段公司医疗健康业务主要通过收购方式开展，2016 年公司斥资 140,891.03 万元收购澳大利亚上市公司 Primay8,298.91 万股股票，随着未来在医疗健康领域进一步拓展和并购，公司将面临较大的资金压力，且双主业转型能否成功存在不确定性。
- **应收账款占比仍较高，营运资金压力重。**2016 年末，公司应收账款账面价值 1,181,679.82 万元，同比增长 8.08%，占总资产比重为 46.61%；已到合同约定定期的应收账款余额 517,280.58 万元，占应收账款余额比重 37.87%；2016 年公司计提坏账准备 27,769.75 万元，未来仍应重点关注公司应收账款回收情况。
- **刚性债务进一步攀升，流动性压力有所加重。**2016 年末，公司有息负债总额达 53.90 亿元，同比增长 30.00%，其中短期有息负债合计 46.20 亿元，刚性债务规模进一步攀升，短期刚性债务集中且偿债压力较大，流动性压力有所加重。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保 92,247.13 万元，占 2016 年末公司净资产比重为 12.46%，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,535,080.79	2,233,235.48	1,982,207.52
所有者权益（万元）	740,308.00	643,187.15	578,647.34
有息负债（万元）	538,987.89	414,717.02	296,527.54
应付票据（万元）	268,350.78	281,260.20	298,377.62
资产负债率	70.80%	71.20%	70.81%
流动比率	1.17	1.30	1.33
速动比率	1.05	1.08	1.06

营业收入（万元）	1,523,958.55	1,615,658.96	1,590,427.67
投资收益（万元）	4,596.50	619.05	-4,892.74
营业利润（万元）	54,574.48	34,220.61	33,339.66
营业外收入（万元）	7,910.25	6,056.41	5,430.49
利润总额（万元）	60,802.91	39,558.29	39,025.08
综合毛利率	13.94%	14.58%	15.03%
总资产回报率	3.48%	2.70%	3.03%
EBITDA（万元）	97,112.66	70,153.48	65,137.68
EBITDA 利息保障倍数	4.38	4.06	4.66
经营活动现金流净额（万元）	130,836.69	99,705.47	29,827.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，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，票面利率为 5.40%。已全部用于补充公司流动资金。

本期债券的起息日为 2012 年 12 月 7 日，债券期限为 5 年，采用单利按年计息，不计复利。此外，本期债券附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。根据公司于 2015 年 12 月 7 日发布的《关于“12 京江河”公司债券回售实施结果的公告》（公告编号：2015-075），回售金额为 16,490.60 万元。回售后本期债券剩余本金金额为 73,509.40 万元。截至 2017 年 3 月 31 日，本期债券本息兑付情况如下表所示：

表 1 截至 2017 年 3 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

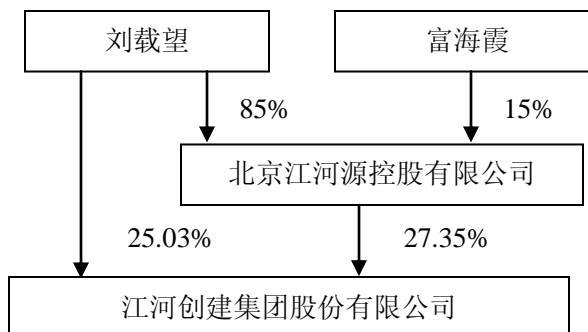
本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013 年 12 月 9 日	90,000.00	-	4,860.00	90,000.00
2014 年 12 月 8 日	90,000.00	-	4,860.00	90,000.00
2015 年 12 月 7 日	90,000.00	16,490.60	4,860.00	73,509.40
2016 年 12 月 7 日	73,509.40	-	3,969.51	73,509.40

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、第一大股东及实际控制人均未发生变化。截至 2016 年末，公司注册资本仍为 115,405.00 万元，公司第一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。公司股权关系图如下所示：

图 1 截至 2016 年 12 月 31 日公司股权关系图



资料来源：公司 2016 年年报

跟踪期内，公司的“双主业、多元化”战略转型稳步实施，在原有幕墙和内装业务的基础上，继续加快推进医疗健康产业的布局。2016年，公司对幕墙业务进行了整合，将原有的幕墙业务资质分立给北京江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“北京江河”），2016年9月，公司以货币及实物对北京江河进行增资，注册资本由3.00亿元增至10.00亿元；具体幕墙项目按照属地化原则分别由北京江河、上海江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“上海江河”）及广州江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“广州江河”）等二级子公司运营；内装业务的主要运营主体仍是以港澳区域为主的承达集团有限公司（以下简称“承达集团”、上市公司代码1568.HK），和以中国大陆为主的北京港源装饰建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）、北京承达创建装饰工程有限公司（以下简称“北京承达”），以及主营室内装饰设计业务的梁志天设计师有限公司（以下简称“梁志天设计”）；同时，公司医疗健康业务继续以眼科为切入点，与Vision在国内设立合资企业北京江河维视眼科医院有限公司，与南京泽明医院管理有限公司（以下简称“南京泽明”）及其股东签订合作协议，稳步推进眼科医疗业务的国内落地，并加大资本运作力度，增持Primary Health Care Limited（以下简称“Primary”）股票，持股比例为15.94%，成为其第一大股东。

跟踪期内，公司撤销部分海外项目投资，注销江河幕墙印度有限公司（以下简称“印度江河”）、江河幕墙阿塞拜疆有限公司（以下简称“阿塞拜疆江河”）和Elite Tech Holding Ltd三家子公司，以上3家公司不再纳入合并报表范围。

截至2016年12月31日，公司纳入合并报表范围的一级子公司如下表所示：

表2 截至2016年12月31日公司纳入合并报表范围一级子公司情况

子公司全称	子公司简称	注册资本	持股比例（%）		主营业务
			直接	间接	
北京江河钢结构工程有限公司	江河钢构	3,000.00万人民币	100.00	-	钢结构生产销售
江河澳门幕墙有限公司	澳门江河	10.10万澳门币	99.01	0.99	幕墙系统
江河新加坡幕墙有限公司	新加坡江河	150.00万新加坡元	100.00	-	幕墙系统
江河幕墙香港有限公司	香港江河	80,000.00万港币	100.00	-	幕墙系统
江河幕墙马来西亚有限公司	马来西亚江河	75.00万马来西亚币	100.00	-	幕墙系统
江河幕墙智利有限公司	智利江河	20.00万美元	99.00	-	幕墙系统
江河幕墙印度尼西亚有限公司	印尼江河	200.00万美元	99.00	1.00	幕墙系统
北京江河创展投资管理有限公司	江河创展	5,000.00万人民币	100.00	-	幕墙系统

北京江河幕墙系统工程有限公司	北京江河	100,000.00 万人民币	100.00	-	幕墙系统
成都江河创建实业有限公司	成都创建	10,000.00 万人民币	100.00	-	项目投资建设
北京港源建筑装饰工程有限公司	港源装饰	30,000.00 万人民币	26.25	68.75	装修装饰

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

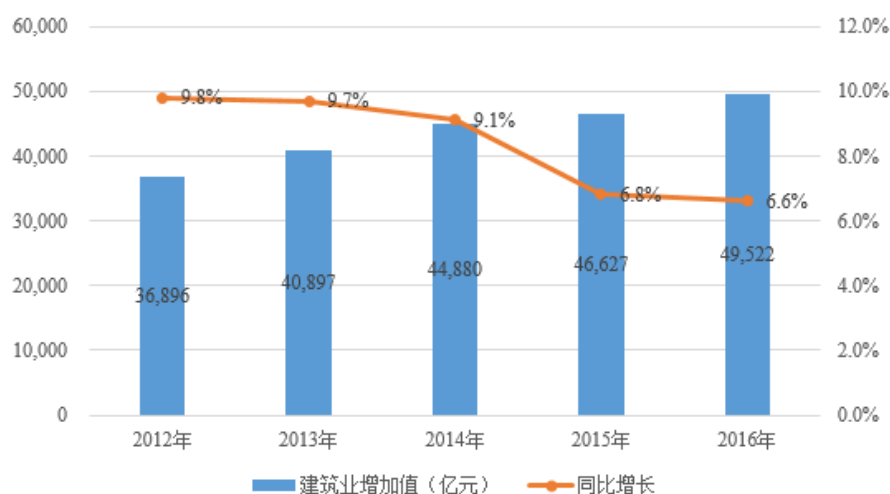
截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 2,535,080.79 万元，所有者权益为 740,308.00 万元，资产负债率 70.80%。2016 年度，公司实现营业收入 1,523,958.55 万元，利润总额 60,802.91 万元，经营活动产生的现金净流入 130,836.69 万元。

三、运营环境

2016年建筑业保持增长，房地产市场回暖，推动建筑装饰市场需求增加，但原材料价格上涨降低了建筑装饰行业盈利能力

建筑装饰行业是建筑业的三大支柱性产业之一，是建筑业和房地产行业的下游产业，与建筑业以及房地产业景气度保持较高的正相关性。建筑装饰行业的市场需求来源于两部分，一是新开发建筑的初始装饰需求；二是由存量建筑改建、扩建、改变建筑使用性质或初始装饰自然老旧而形成的更新需求。

图2 2012-2016年中国建筑业增加值情况

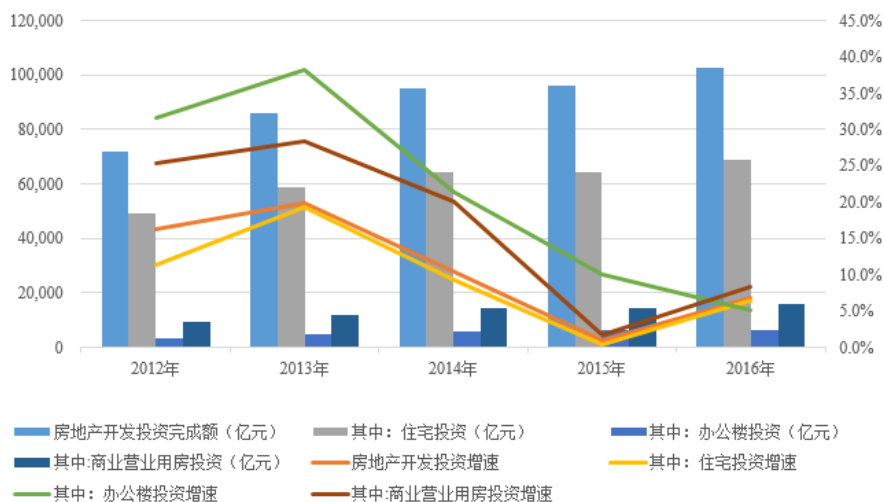


资料来源：中华人民共和国 2016 年国民经济和社会发展统计公报

2016年我国建筑业整体继续保持增长，全社会建筑业增加值49,522亿元，同比增长6.6%。2015年我国房地产投资增速大幅下滑至1.0%，而2015年及2016年商品房销售面积增速分别为6.5%和22.5%，房地产库存得以消化，推动2016年全国完成房地产开发投资102,580.61万元，同比增长6.9%，增速较2015年提高5.9个百分点；其中住宅完成投资

68,703.87万元，占房地产投资完成额的66.98%，住宅投资增速由2015年的0.4%提升至6.4%，房地产市场有所回暖。

图3 2012-2016年中国房地产开发投资情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

建筑业继续保持增长以及房地产市场回暖推动建筑装饰市场需求增加。根据装修装饰III（申万）指数中的各成份市场表现，剔除2017年3月30日上市的深圳市美芝装饰设计工程股份有限公司，20个有效成份样本企业（以下简称“样本企业”）2016年1-9月平均营业收入327,700.98万元，较2015年同期增长0.91%。

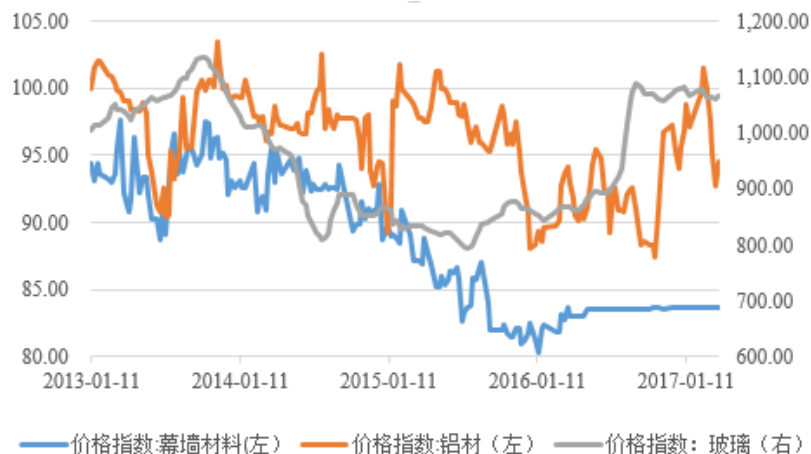
表3 20个有效成本样本企业盈利能力分析（单位：亿元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2015年9月	2016年9月
样本企业平均营业收入	28.56	37.37	44.54	43.97	32.48	32.77
样本企业平均毛利率	22.16%	23.01%	23.99%	21.64%	20.79%	20.24%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

同时我们关注到，2016年1-9月样本企业平均毛利率为20.24%，较2015年同期下降0.55个百分点，主要系“营改增”政策以及幕墙材料价格上涨所致。此外，铝材价格波动较大，也给企业生产成本控制带来较大难度。

图4 近年来建筑装饰行业主要原材料价格指数走势图



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

短期内增量房地产市场可为建筑装饰行业发展形成支撑，长期来看，房地产市场受政策影响存在一定不确定性，改善性需求有利于稳定建筑装饰行业市场需求

由于建筑装饰行业相较于建筑业及房地产行业存在一定滞后性，建筑业增加值保持增长以及房地产市场的回暖对建筑装饰市场的需求拉动作用将逐渐显现，短期内可为建筑装饰市场需求形成一定支撑。但2016年四季度以来，受房价上涨影响，我国房地产调控政策持续加码，多地陆续实行新一轮限购政策，而政策的持续性及其对房地产市场的影响尚待观察，因此长期来看，增量房地产市场对建筑装饰市场的影响存在不确定性。此外，我国现有存量建筑规模较大，随着城市发展进程以及人们生活水平的提高，将产生大量的既有建筑由于使用功能的改变、室内外环境升级、居民改善居住条件等方面的需求，在改善性需求方面其有利于稳定建筑装饰行业市场需求。

总的来看，短期内增量房地产市场可为建筑装饰行业发展形成支撑，长期来看，房地产市场受政策影响存在一定不确定性，改善性需求有利于稳定建筑装饰行业市场需求。

四、经营与竞争

2016年，公司实现建筑装饰业务收入1,460,527.95万元，同比减少9.10%，主要系受2015年公司中标项目金额下降以及“营改增”政策影响所致；医疗健康业务实现收入63,015.85万元，全部来源于澳洲眼科医院 Vision，同比大幅增加主要系 Vision 并表时间¹以及新开展的药品销售业务增长所致。受“营改增”政策以及幕墙材料价格上升影响，公司

¹ Vision 于 2015 年 10 月 30 日纳入合并范围

建筑装饰业务的毛利率水平也有所下降，2016年建筑装饰业务毛利率下降1.41个百分点至13.14%；综合来看，2016年公司综合毛利率降至13.94%。

表4 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑装饰	1,460,527.95	13.14%	1,606,792.23	14.55%
医疗健康	63,015.85	32.24%	8,397.47	21.14%
其他	414.76	20.07%	469.25	20.59%
合计	1,523,958.55	13.94%	1,615,658.96	14.58%

资料来源：公司2016年报，鹏元整理

公司建筑装饰业务新中标和在手订单储备充足，业务持续性好；但受2015年公司中标项目下降以及“营改增”政策、原材料价格上涨等因素影响，2016年公司建筑装饰业务收入及毛利率均有所下降

公司是幕墙生产和服务行业的龙头企业，受市场认可度较好，其建筑装饰业务市场拓展主要采用招投标模式，2016年主要中标项目有天津周大福金融中心项目、腾讯北京总部大楼项目幕墙专业分包工程、都匀经济开发区东部新城城市综合体匀东酒店项目市内装饰装修总承包工程等。跟踪期内，房地产市场回暖，建筑业保持增长，公司新中标项目和在手订单规模均有所扩大，其中新中标项目821个，较上年同期增加206个，中标金额175.64亿元，同比增长19.83%；受益于此，公司在手订单规模扩大，2016年末公司在手订单金额234.92亿元，同比增长10.77%。

从项目实施情况来看，受2015年公司中标项目和在手订单金额下降影响，公司竣工验收项目规模缩减，2016年公司竣工验收项目金额同比下降16.43%至100.48亿元。公司收入确认和成本结转采用完工百分比法，2016年建筑装饰业务确认收入146.05亿元，同比下降9.10%，一方面系受“营改增”政策影响，营业收入中剔除了增值税部分；另一方面由于2015年中标额同比下降，而大型建筑幕墙项目周期较长，进而导致2016年营业收入下降；而“营改增”政策以及幕墙材料价格增长导致建筑装饰业务毛利率同比下降1.41个百分点至13.14%。

表5 公司2014-2016年建筑装饰业务开展情况

项目	2016年	2015年	2014年
当年新中标项目数（个）	821	615	698
当年新中标项目金额（万元）	1,756,367.63	1,465,725.13	1,856,572.06
其中：一亿元以上项目数（个）	46	39	49

在手订单金额（万元）	2,349,229.58	2,120,750.00	2,227,280.83
当年竣工验收项目数（个）	311	305	-
当年竣工验收项目金额（万元）	1,004,754.82	1,202,352.30	-
当年确认成本（万元）	1,268,553.59	1,373,057.94	1,351,115.89
当年实现收入（万元）	1,460,527.95	1,606,792.23	1,589,956.22

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司建筑装饰业务收入以国内市场为主，而2016年港澳地区中标项目增幅较大，未来亦是建筑装饰业务收入的重要来源；但海外市场业绩易受汇率波动影响，存在不确定性

公司建筑装饰业务主要聚焦于大都市、大客户、大项目市场，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，业务布局主要集中在中国港澳市场和以新加坡、印尼为中心的东南亚市场。2016年公司建筑装饰业务国内区域实现收入108.43亿元，海外区域实现收入37.62亿元，国内外收入占比分别为74.24%和25.76%，由于公司整体业务布局发生调整，部分海外子公司被注销，国外收入占比同比下降3.66个百分点。

受2015年公司国内新中标项目金额下降影响，2016年公司建筑装饰业务国内市场收入同比下降4.40%至1,084,301.99万元；2016年，房地产市场回暖，建筑业保持增长，公司国内市场新中标项目金额同比增长4.69%至1,346,468.83万元。新中标项目扩充了公司在手订单的规模，截至2016年末，公司国内在手订单价值1,859,925.86万元，同比增长6.21%。

近年，公司部分海外建筑装饰子公司业绩一般，2014年起，公司开始对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，公司仅作为产品和设计服务供应商，集中精力做好方案设计、产品生产和出口，减少海外项目当地的项目管理环节，缩短管理和运营链条，规避当地施工运营产生的不确定性风险。跟踪期内，受2015年在手订单金额和新中标项目金额下降以及子公司股权转让共同影响，公司建筑装饰业务海外市场收入同比下降20.40%至376,225.98万元。与此同时，承达集团凭借其品牌影响力积极拓展港澳装饰市场，2016年公司海外新中标项目数量和金额均出现不同幅度的提升，其中海外新中标项目金额增幅达128.21%，新中标金额409,898.80万元，海外市场业务开始向港澳市场倾斜。但我们也注意到，2016年建筑装饰业务中海外业务占比为25.76%，该部分业务易受汇率波动影响，2016年12月30日港币兑人民币中间价为0.8963人民币/港元，较年初增长538BP，港元进入升值通道增加了公司外币资产的收益能力，2016年公司汇兑净收益16,208.31万元。目前，人民币国际化进程不断推进，外围市场的的变化导致人民币汇率稳定性下降，需关注汇率变动对公司海外业务发展的影响。

表6 公司2014-2016年建筑装饰业务区域分布情况

项目	2016年	2015年	2014年
国内新中标项目个数（个）	723	526	811
国内新中标项目金额（万元）	1,346,468.83	1,286,111.13	1,377,218.26
海外（含港澳）新中标项目个数（个）	98	89	99
海外（含港澳）新中标项目金额（万元）	409,898.80	179,614.00	479,353.79
国内在手订单（万元）	1,859,925.86	1,751,247.00	1,697,736.60
海外（含港澳地区）在手订单（万元）	489,303.72	349,503.00	529,544.23
国内收入（万元）	1,084,301.99	1,134,156.40	1,173,868.97
海外（含港澳）收入（万元）	376,225.95	472,635.83	416,087.25

资料来源：公司提供

从公司主要控股参股子公司来看，跟踪期内，公司对幕墙业务进行了整合，将原有的幕墙业务资质分立给北京江河，并对其进行增资，受幕墙业务整合和增资影响，北京江河总资产大幅增加。今后，公司具体幕墙项目按照属地化原则分别由北京江河、上海江河及广州江河等二级子公司开展，公司幕墙业务各子公司的整合有利于幕墙业务管理、成本和资金把控，有利于公司加大对重点项目招投标的力度。业务整合扩充了北京江河2016年营业收入规模，但“营改增”政策及原材料价格上行削弱了其盈利能力，净利润有所下降。

承达集团（股票代码1568.HK）主要负责承接港澳地区的内装业务，2016年7月25日，承达集团以3.80港元/股的价格配售股权，公司通过下属全资子公司持有承达集团150,000万股保持不变，占承达集团发行完成后总股本的比例由75%变为69.50%。跟踪期内，承达集团营业收入规模有所下降，主要系2015年承达集团于香港和澳门装饰业务中标项目数量下降所致，但承达集团品牌影响力较强，单个项目盈利能力较好，2016年承达集团综合毛利率由2015年的14.1%增至17.3%，且2016年承达集团在香港、澳门地区新中标项目金额显著提高，未来收入预期较好。

港源装饰原本以承建政府投资的工程项目为主，近年关于停建楼堂管所的政策导致其重心转向市场化运营，2016年港源装饰实现营业收入36.92亿元，同比增长19.26%，主要系其2015年中标项目增长所致，但原材料成本上升以及市场竞争削弱了港源装饰盈利能力，净利润增速仅为2.44%。根据公司收购港源装饰时签订的《利润补偿协议》²，补偿义务人北京城建集团有限责任公司、自然人王波对港源装饰经营业绩做出承诺，如港源装饰未来业绩未达到盈利预测的利润目标，将按照持有的股份对未达到部分对公司进行补偿。2016年，港源装饰扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为12,822.90万元，未达到《利润补偿协议》中承诺数23,447.71万元，公司仍将获得业绩补偿，截至2017年3月31日，公

² 2013年9月，公司与北京城建集团有限责任公司、自然人王波签订了《利润补偿协议》。

公司已获得业绩补偿款2,788.99万元。未来港源装饰将主要负责运营国内装饰市场，房地产市场的短期复苏对公司建筑装饰业务市场的需求有一定拉动作用，但长期来看，港源装饰的业绩走势仍有待观察，商誉存在减值风险。

表 7 2015-2016 年公司重要参股控股子公司主要财务指标（单位：万元）

公司名称	财务指标	2016 年	2015 年	同比变动
北京江河	总资产	661,486.12	362,097.73	82.68%
	净资产	171,565.11	117,505.59	46.01%
	营业收入	395,335.67	329,059.27	20.14%
	净利润	4,284.33	4,580.59	-6.47%
承达集团	总资产	262,838.66	228,802.26	14.88%
	净资产	184,766.24	115,328.60	60.21%
	营业收入	283,687.39	358,901.27	-20.96%
	净利润	36,596.71	29,786.61	22.86%
港源装饰	总资产	455,916.34	367,767.63	23.97%
	净资产	146,478.84	132,920.68	10.20%
	营业收入	369,213.13	309,575.53	19.26%
	净利润	13,063.83	12,752.99	2.44%

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，跟踪期内建筑装饰市场需求好转，公司新中标项目、在手订单规模有所增长，公司未来业务持续性较好。分区域来看，公司建筑装饰业务营业收入仍主要来自国内市场，而海外业务中标金额大幅增加，并向港澳市场倾斜，未来也将是收入的重要来源。但长期来看，房地产市场受政策影响存在不确定性，或将影响未来建筑装饰业务市场需求，且随着人民币国际化进程的推进，人民币汇率稳定性下降，需关注汇率变动对公司海外业务发展的影响。

跟踪期内，公司继续积极布局医疗健康领域，拟将国外先进医疗资源和业务模式嫁接国内市场，医疗健康业务有望成为新的利润增长点；但医疗并购资金需求加大，双主业转型存在不确定性

跟踪期内，公司医疗健康业务收入全部来源于子公司眼科医院 Vision。Vision 是澳大利亚最大的连锁眼科医院，拥有 14 家专业眼科医院、9 家先进的日间手术中心及 6 家激光眼科手术中心；能提供全面的眼科医疗服务，包括专业眼科保健、角膜手术、屈光手术、白内障手术、青光眼治疗和手术、治疗黄斑变性等。2016 年，Vision 实现营业收入 63,015.85 万元，同比增长 19.29%，净利润 6,077.97 万元，同比增长 22.10%，主要是由于新开展的药品销售业务收入增长所致。

表 8 2015-2016 年 Vision 主要财务指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2016 年同比变动
资产合计	60,159.64	62,719.18	-4.08%
净资产	43,112.79	32,765.37	31.58%
营业收入	63,015.85	52,823.65	19.29%
净利润	6,077.97	4,977.91	22.10%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015 年来，公司开始进军医疗健康产业，一方面通过收购澳洲最大的连锁眼科医院 Vision，将其先进的医疗技术与运营模式复制到国内；另一方面联手北控医疗健康产业集团有限公司（港交所上市公司，代码 02389.HK）签订战略合作协议，发挥本土资源优势，参与设立顺义产业投资基金管理公司，致力于投资医疗领域具有成长性的机构。

2016 年 3 月，公司与 Vision 共同出资设立中外合资企业北京江河维视眼科医疗有限公司；2016 年 11 月公司与南京泽明及其股东签订框架协议，将通过受让南京泽明现有股 21% 的股权及向南京泽明增资的方式最终持有南京泽明 51% 的股份。南京泽明是一家以医疗产业投资、咨询、医疗机构管理为主业的医疗产业集团，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。南京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、白内障、角膜病、青光眼、眼底病、斜弱视治疗以及医学验光配镜等眼科全科诊疗项目。目前南京泽明的交割工作正在进行之中。

跟踪期内，公司从二级市场斥资 140,891.03 万元增持澳大利亚上市公司 Primary8,298.91 万股股票，成为其第一大股东，持股比例为 15.94%。Primary 是一家面向医疗保健专业服务人员的服务商，在病理、影像等第三方检测方面具有突出优势，在澳大利亚拥有 71 个诊疗中心，98 个实验室，168 影像中心，为执业医师、医药人员和医院提供医疗护理支持、病理学、放射科、药物、理疗以及试管婴儿等综合服务。

公司计划继续加大医疗健康服务领域的并购整合力度，积极布局并使医疗健康业务成为公司新的利润增长点，但随着医疗健康领域的进一步拓展，公司将面临较大的资金压力，且存在一定并购风险，双主业转型能否成功仍有待观察。

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2016年审计报告，财务报表采用新会计准则编制，2015年数据采用2015年审计报告年末数。2016年印度江河、阿塞拜疆江河和Elite Tech Holding Ltd三家子公司不再纳入合并报表范围，截至2016年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共11家。

2016年，公司变更应收账款坏账准备会计估计，将应收款项按照合同约定是否到期划分为未到期应收款和已到期应收款，对未到期应收款按照余额百分比法计提坏账准备，对已到期应收款按照风险特征不同采用账龄分析法计提坏账准备。此次会计变更采用未来适用法核算，会计估计变更对公司2016年度的各报表项目影响如下：

表9 会计估计变更对公司2016年各报表项目影响情况（单位：万元）

项目	影响金额
应收账款	9,754.91
其他应收款	-2,263.54
递延所得税资产	-1,048.33
未分配利润	6,378.26
少数股东权益	64.78
资产减值损失	-7,491.38
所得税费用	1,048.33
归属于母公司所有者的净利润	6,378.26
少数股东损益	64.78

资料来源：公司 2016 年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但应收账款占比仍较高，对营运资金占用较多

跟踪期内，公司资产规模随业务和融资规模扩大而保持增长，2016 年末公司总资产 253.51 亿元，同比增长 13.52%；其中流动资产占比为 78.39%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。得益于经营活动较好的现金流以及筹资活动现金的正向流入，2016 年末公司货币资金 435,018.30 万元，同比增长 23.99%；其中 65,660.51 万元货币资金作为票据保函保证金、信用证保证金、承兑保证金、农民工保证金及诉讼冻结款使用受限。票据结算规模增加导致 2016 年末公司应收票据账面价值增至 56,067.28 万元。2016 年末公司应收账款账面价值 1,181,679.82 万元，同比增长 8.08%，主要系会计估计变更所致，应收账款增速高于同期营业收入增速 13.76 个百分点，公司应收账款对营运资金占用仍较大；从应收账款分类来看，已到合同约定期的应收账款余额 517,280.58 万元，占应收账款余额比重 37.87%，已到期应收账款给公司经营效率和运营资金造成较大的压力；已到期应收账款余额按账龄分

类，1年内占比47.34%，1-2年占比16.98%，2-3年占比16.43%，3-4年占比16.92%，部分款项系工程完工后的质保款，账龄较长，公司按账龄计提了坏账准备，2016年公司计提坏账准备27,769.75万元，未来仍应重点关注公司应收账款回收情况。公司预付款项主要为预付的材料款。公司存货主要由原材料、库存商品（主要是用于在建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；公司2015年中标项目金额有所下降，且2016年公司幕墙业务资质与施工有效分离，加强库存管理、加大项目结算清欠的策略初显成效，原材料、库存商品规模和建造合同形成的已完工未结算资产均有所下降，存货账面价值同比下降34.67%至2016年末的205,059.66万元。

表10 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	435,018.30	17.16%	350,857.84	15.71%
应收票据	56,067.28	2.21%	19,691.64	0.88%
应收账款	1,181,679.82	46.61%	1,093,305.66	48.96%
预付款项	36,980.23	1.46%	39,121.25	1.75%
存货	205,059.66	8.09%	313,887.13	14.06%
流动资产合计	1,987,160.08	78.39%	1,854,094.31	83.02%
可供出售金融资产	194,909.28	7.69%	26,389.80	1.18%
固定资产	103,790.80	4.09%	111,934.35	5.01%
无形资产	87,618.91	3.46%	89,562.21	4.01%
商誉	124,344.41	4.90%	120,028.28	5.37%
非流动资产合计	547,920.71	21.61%	379,141.17	16.98%
资产总计	2,535,080.79	100.00%	2,233,235.48	100.00%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产、无形资产和商誉。2016年公司购买Primary 8,298.91万股股票，可供出售金融资产大幅增长，未来Primary股权价值存在波动风险。公司固定资产主要是办公楼和机器设备，2016年固定资产计提折旧损失以及三家海外子公司注销，固定资产降至103,790.80万元。无形资产指公司的土地使用权、客户资源和品牌价值，账面价值随摊销有所下降。商誉是企业收购港源装饰、承达集团、梁志天设计和Vision时确认，2016年由于汇率变动形成外币折算差额导致账面价值增至124,344.41万元，未来需关注各子公司经营情况对公司商誉的影响。

总体来看，公司资产规模保持增长，但应收账款占比仍较高，对公司营运资金占用大，应重点关注未来公司应收账款回收情况。

资产运营效率

跟踪期内，公司存货周转效率提高，但应收账款周转率和总资产运营效率进一步下降

2016年，公司应收账款规模增速高于营业收入增速13.76个百分点，应收账款周转天数增至268.71天，应收账款周转率有所下降；应付账款规模增速高于营业成本13.87个百分点，应付账款周转天数随之上升。2016年公司幕墙业务资质整合，加强库存管理策略，库存商品、原材料及建造合同形成的已完工未结算资产规模下降，存货周转效率有所提高。综合来看，2016年公司净营业周期同比减少10.77天至150.30天。跟踪期内，受营业收入下降而资产规模扩大影响，总资产周转效率进一步下降，2016年公司总资产周转天数同比增加93.56天。

表11 2015-2016年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	268.71	237.26
存货周转天数	71.22	87.04
应付账款周转天数	189.63	163.23
净营业周期	150.30	161.07
流动资产周转天数	453.70	399.76
总资产周转天数	563.20	469.64

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入及毛利率均有所下降，但汇兑收益提升及会计估计变更推动公司营业利润提高

受“营改增”政策、2015年公司中标项目金额下降所致以及幕墙材料价格增长影响，2016年公司建筑装饰业务实现收入146.05亿元，同比下降9.10%，公司毛利率同比下降1.41个百分点至13.14%，建筑装饰业务收入和毛利率水平有所下滑。随着2016年房地产市场的回暖，公司建筑装饰业务中标量也随之复苏，跟踪期内，公司新中标项目金额同比上年增长19.83%，在手订单亦稳步增长，若相关项目能顺利实施，预期未来建筑装饰业务收入有望增长。

2016年，虽然公司营业收入及综合毛利率均有所下降，但港元升值提高汇兑收益至16,208.31万元，汇兑收益覆盖了部分利息费用，公司期间费用率降至8.38%。2016年，公司确认资产减值损失28,283.19万元，其中坏账损失至27,769.75万元，应收账款坏账风险仍较大；同时，公司变更会计估计，坏账损失同比下降31.56%。汇兑收益提升及会计估计变

更推动公司营业利润同比增长59.48%至54,574.48万元，总资产回报率同比增长0.78个百分点至3.48%。

整体来看，2016年公司营业收入及综合毛利率均有所下降，得益于汇兑收益提升及资产减值损失减少，公司营业利润有所上升。考虑到建筑装饰业务订单较为充足，医疗业务正积极布局，国外医疗资源嫁接国内市场方案已初步落地，有助于推动公司业绩增长，但公司能否成功转型双主业尚待观察，此外汇兑收益稳定性也存在一定不确定性。

表12 2015-2016年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	1,523,958.55	1,615,658.96
资产减值损失	28,283.19	40,476.25
营业利润	54,574.48	34,220.61
利润总额	60,802.91	39,558.29
综合毛利率	13.94%	14.58%
期间费用率	8.38%	8.77%
总资产回报率	3.48%	2.70%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营性现金流表现较好，但投资活动现金持续流出，未来仍面临一定资金压力，且随着对医疗健康领域的布局，公司未来将持续对筹资活动有所依赖

主要受汇兑损益和会计估计变更影响，2016年公司净利润增至46,896.60万元，经非付现费用和非经营损益调整后，公司FFO同比增长6.12%至106,396.26万元，主营业务现金生成能力有所提升。营运资本方面，虽然公司应收类款项增加，但公司加强存货管理，存货规模下降，且应付项目的增加冲抵了应收账款对公司营运资金的占用，营运资本较上年减少24,440.42万元。整体而言，现金生成能力提升及营运资本下降推动公司2016年经营活动现金净流入130,836.69万元，同比增长31.22%，经营性现金流表现较好。

2016年公司投资支付的现金366,239.34万元，主要系公司增持Primary股份以及利用闲置资金投资各类理财产品支出，理财产品投资期限一般在1个月之内，投资风险不大。公司收回投资收到的现金206,790.00万元，主要是理财产品资金到期回收的现金流入。近年公司医疗健康服务业务主要通过并购方式扩张，随着医疗健康领域的进一步拓展，公司仍将面临一定投资性现金压力。

2016年，公司取得借款收到的现金271,040.88万元，较上年变化不大；新增取得非

金融机构借款、保函票据保证金等 52,254.79 万元，间接融资渠道有所拓展；公司发行江河创建集团股份有限公司 2016 年度第一期超短融券和江河创建集团股份有限公司 2016 年度第二期超短融券接融资取得现金 119,640.00 万元。2016 年偿还债务支付现金 317,018.52 万元，分配 2015 年现金股利 11,540.50 万元，筹资活动现金净流入 111,005.97 万元。

总体来看，跟踪期内公司经营性现金流表现较好，但医疗健康业务收购等投资支出规模较大导致投资现金流持续流出，未来仍将面临一定资金压力。

表 13 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	46,896.60	34,447.04
非付现费用	42,445.44	53,781.86
非经营损益	17,054.22	12,034.27
FFO	106,396.26	100,263.17
营运资本变化	24,440.42	-557.71
其中：存货减少（减：增加）	108,531.67	40,122.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-185,640.54	-98,433.93
经营性应付项目的增加（减：减少）	101,549.29	57,753.40
经营活动产生的现金流量净额	130,836.69	99,705.47
投资活动产生的现金流量净额	-158,673.01	-138,613.37
筹资活动产生的现金流量净额	111,005.97	144,714.69
现金及现金等价物净增加额	86,134.92	100,614.59

资料来源：公司 2016 年审计报告，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，短期偿债压力较重

跟踪期内，公司加大融资力度，负债规模保持增长，截至 2016 年末，公司负债总额 1,794,772.78 万元，同比增长 12.88%；其中流动负债占比 94.55%，同比提高 4.52 个百分点。2016 年承达集团增发股票，公司按照增发后的持股比例将资本溢价 27,358.85 万元计入资本公积；得益于可供出售金融资产公允价值提高和外币财务报表折算的差额变化，其他综合收益由 2015 年末的 1,730.81 万元增至 2016 年末的 24,056.10 万元，加之未分配利润进一步累积，2016 年末公司所有者权益同比增长 15.10%。2016 年末公司产权比率略降至 242.44%，但仍位于高位，所有者权益对债务的保障能力偏弱。

表 14 2015-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
------	--------	--------

负债总额	1,794,772.78	1,590,048.33
其中：流动负债	1,696,881.30	1,431,511.98
非流动负债	97,891.48	158,536.35
所有者权益合计	740,308.00	643,187.15
产权比率	242.44%	247.21%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债包含短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。2016年末公司短期借款218,764.78万元，同比下降19.02%，其中保证借款161,664.95万元，质押借款51,652.58万元。公司应付票据账面余额268,350.78万元，同比下降4.59%，主要包括银行承兑汇票104,204.97万元和商业承兑汇票130,515.81万元。2016年末公司应付账款同比增长8.91%至720,331.02万元，主要系随着业务规模的扩大，应付的材料款和劳务款增加所致。预收款项主要为收到的工程预付款，随着公司在建项目规模扩大，2016年末公司预收款项有所增加。一年内到期的非流动负债即2017年12月7日到期的本期债券。其他流动负债主要是2016年公司新发行的12亿元超短期融资券和收益互换协议，收益互换协议约定，公司与对手方以1:1比例出资进行投资，在协议有效期公司享有股票资金的收益，对手方按照固定利率收取利息费用，截至2016年末，收益互换协议的账面价值为5.01亿元。非流动负债主要是2015年发行的7亿元中期票据，期限为3年。

表15 2015-2016年公司主要债务结构（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	218,764.78	12.19%	270,130.19	16.99%
应付票据 ³	268,350.78	14.95%	281,260.20	17.69%
应付账款	720,331.02	40.13%	661,414.99	41.60%
预收款项	168,172.05	9.37%	151,648.50	9.54%
一年内到期的非流动负债	73,302.46	4.08%	1,885.05	0.12%
其他流动负债	197,276.53	10.99%	-	-
流动负债合计	1,696,881.30	94.55%	1,431,511.98	90.03%
应付债券	69,752.58	3.89%	142,701.78	8.97%
非流动负债合计	97,891.48	5.45%	158,536.35	9.97%
负债合计	1,794,772.78	100.00%	1,590,048.33	100.00%
其中：有息债务	538,987.89	30.03%	414,717.02	26.08%

资料来源：公司 2016 年审计报告，公司整理

截至2016年末，公司有息负债538,987.89万元，同比增长30.00%。其中2017年到期的

³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。

有息负债合计461,962.50万元，短期刚性债务压力较大；长期有息负债主要是中期票据，于2018年8月到期。

表16 截至2016年12月31日公司主要有息负债本金偿还计划（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019
偿还金额	461,962.50	69,752.58	7,272.81

资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，近年公司通过非公开发行股票、公司债券、中期票据及子公司公开发行股票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，2016年所有者权益较快增长使得资产负债率略有下降。公司流动比率指标仍表现较弱，2016年末仅为1.17，短期偿债压力仍较大。2016年公司EBITDA及其利息保障倍数分别为97,112.66万元和4.38，较上年均有所提高，长期偿债能力指标有所提升。

表17 2015-2016年公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2016年	2015年
资产负债率	70.80%	71.20%
流动比率	1.17	1.30
速动比率	1.05	1.08
EBITDA（万元）	97,112.66	70,153.48
EBITDA 利息保障倍数	4.38	4.06
有息负债/EBITDA	5.55	5.91

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

（一）公司未决诉讼

（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日，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9,347.00万元，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日向山东省烟台市中级人民法院，要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。目前此案已经完成相关鉴定工作，案件仍在审理中。

(2) 公司所属子公司港源装饰与成都晋恒投资有限公司（以下简称“成都晋恒”）合同纠纷：2014 年 5 月 5 日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，港源装饰向成都晋恒缴纳履约保证金 1,500.00 万元。后经双方协商解除合同，根据解除协议约定成都晋恒于 2015 年 1 月 6 日前退还保证金，成都晋恒所属子公司广安鼎恒新能源锂电池制造股份有限公司（以下简称“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 2 月 14 日对成都晋恒、广安鼎恒提起诉讼，要求成都晋恒、广安鼎恒退还保证金及相应利息，目前由于法院正在对广安鼎恒进行破产清算，因此涉及诉讼暂时中止，待清算结束后重新启动诉讼程序。截至 2016 年 12 月 31 日，公司已对涉及款项全额计提坏账准备 1,500.00 万元。

(3) 本公司与 Soil-Build(Pte.)Ltd（下称“原告”）合同纠纷：本公司新加坡分公司与原告于 2011 年 2 月 26 日签订《Sub-contract for supply and installation of aluminum facade》，约定合同总价 780 万新币。2016 年 2 月 24 日原告以本公司违反合同约定的完工日期为由，向新加坡国际仲裁提出索赔要求，请求裁决本公司赔偿工期罚款 1,663.5 万新币。目前双方仍处于举证阶段。截至 2016 年 12 月 31 日，公司应收原告新币 839,464.32 元已全额计提坏账准备，公司开立的以原告为受益人的保函新币 780,000.00 元已全额确认预计负债。

（二）对外担保

公司为海外建筑装饰项目公司提供对外担保，被担保企业由公司大股东江河源提供反担保。截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保 92,247.13 万元，占 2016 年末公司净资产比重为 12.46%，存在一定或有负债风险。

表 18 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型	是否存在反担保
江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司	16,172.41	保证担保	是
江河（卡塔尔）有限公司	349.77	保证担保	是
江河澳大利亚控股有限公司	223.32	保证担保	是
江河幕墙加拿大有限公司	33,183.08	保证担保	是

江河幕墙美洲有限公司	42,318.48	保证担保	是
合计	92,247.13	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、评级结论

跟踪期内，公司建筑装饰业务新中标和在手订单储备充足，业务持续性好；公司医疗健康业务收入有所增长；公司经营性现金流表现较好。

同时我们也关注到，公司建筑装饰业务收入和毛利率水平均有所下滑；对医疗健康领域的布局导致公司面临较大的资金压力；应收账款占比仍较高，营运资金压力重；刚性债务进一步攀升，流动性压力有所加重；存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：			
货币资金	435,018.30	350,857.84	249,501.62
应收票据	56,067.28	19,691.64	14,112.96
应收账款	1,181,679.82	1,093,305.66	1,036,314.04
预付款项	36,980.23	39,121.25	40,484.17
其他应收款	30,573.75	34,861.00	35,813.65
存货	205,059.66	313,887.13	353,428.15
划分为持有待售的资产	-	-	1,228.23
其他流动资产	41,781.03	2,369.78	3,192.43
流动资产合计	1,987,160.08	1,854,094.31	1,734,075.26
非流动资产：			
可供出售金融资产	194,909.28	26,389.80	-
持有至到期投资	85.38	16.13	16.13
长期股权投资	3,007.06	319.02	319.02
投资性房地产	391.02	445.74	497.11
固定资产	103,790.80	111,934.35	98,609.01
在建工程	-	-	10,917.35
无形资产	87,618.91	89,562.21	50,133.98
商誉	124,344.41	120,028.28	63,384.26
长期待摊费用	261.19	489.98	1,194.75
递延所得税资产	32,512.66	29,955.66	23,060.66
其他非流动资产	1,000.00	-	-
非流动资产合计	547,920.71	379,141.17	248,132.26
资产总计	2,535,080.78	2,233,235.48	1,982,207.52
流动负债：			
短期借款	218,764.78	270,130.19	205,385.29
交易性金融负债	-	-	286.21
应付票据	268,350.78	281,260.20	298,377.62
应付账款	720,331.02	661,414.99	590,050.41
预收款项	168,172.05	151,648.50	138,000.91
应付职工薪酬	18,497.69	20,042.56	16,549.85
应交税费	12,806.50	26,285.88	20,118.77
应付利息	3,549.85	2,525.76	1,284.25
应付股利	3,160.48	-	3,531.46

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
其他应付款	12,669.16	16,318.86	30,798.21
一年内到期的非流动负债	73,302.46	1,885.05	-
其他流动负债	197,276.53	-	-
流动负债合计	1,696,881.30	1,431,511.98	1,304,382.97
非流动负债:			
长期借款	7,272.81	-	1,775.03
应付债券	69,752.58	142,701.78	89,367.22
预计负债	374.36	357.82	13.44
递延所得税负债	14,173.67	8,589.26	2,084.67
递延收益-非流动负债	6,318.06	6,887.49	5,936.84
非流动负债合计	97,891.48	158,536.35	99,177.21
负债合计	1,794,772.78	1,590,048.33	1,403,560.18
所有者权益(或股东权益):			
股本	115,405.00	115,405.00	115,405.00
资本公积金	295,534.22	269,270.02	216,293.88
其它综合收益	24,056.10	1,730.81	2,802.35
专项储备	-	-	1,631.14
盈余公积金	21,854.22	19,943.73	19,042.32
未分配利润	211,330.33	189,625.14	168,802.20
归属于母公司所有者权益合计	668,179.86	595,974.70	523,976.89
少数股东权益	72,128.14	47,212.45	54,670.45
所有者权益合计	740,308.00	643,187.15	578,647.34
负债和所有者权益总计	2,535,080.78	2,233,235.48	1,982,207.52

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	1,523,958.55	1,615,658.96	1,590,427.67
其中：营业收入	1,523,958.55	1,615,658.96	1,590,427.67
二、营业总成本	1,473,980.57	1,582,057.40	1,551,909.06
其中：营业成本	1,311,584.15	1,380,052.70	1,351,402.63
税金及附加	6,428.10	19,761.02	21,445.22
销售费用	20,277.29	21,288.54	21,035.76
管理费用	97,370.34	97,366.61	102,444.09
财务费用	10,037.49	23,112.27	19,174.51
资产减值损失	28,283.19	40,476.25	36,406.85
加：公允价值变动收益	-	-	-286.21
投资收益	4,596.50	619.05	-4,892.74
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-11.95	-	-
三、营业利润	54,574.48	34,220.61	33,339.66
加：营业外收入	7,910.25	6,056.41	5,430.49
其中：非流动资产处置利得	332.99	169.93	197.92
减：营业外支出	1,681.82	718.73	-254.93
其中：非流动资产处置净损失	1,499.54	91.71	162.09
四、利润总额	60,802.91	39,558.29	39,025.08
减：所得税费用	13,906.31	5,111.25	1,098.38
五、净利润	46,896.60	34,447.04	37,926.70
归属于母公司所有者的净利润	35,156.18	31,252.81	27,690.09
少数股东损益	11,740.42	3,194.23	10,236.62

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	1,662,801.81	1,613,970.16	1,463,036.57
收到的税费返还	1,549.51	4,628.62	6,617.16
收到其他与经营活动有关的现金	14,523.32	12,352.92	16,897.03
经营活动现金流入小计	1,678,874.64	1,630,951.71	1,486,550.76
购买商品、接受劳务支付的现金	1,330,561.44	1,344,279.65	1,250,332.67
支付给职工以及为职工支付的现金	115,247.02	111,064.29	110,404.04
支付的各项税费	54,674.34	36,273.31	52,703.72
支付其他与经营活动有关的现金	47,555.15	39,628.98	43,282.89
经营活动现金流出小计	1,548,037.95	1,531,246.23	1,456,723.32
经营活动产生的现金流量净额	130,836.69	99,705.47	29,827.44
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	206,790.00	-	-
取得投资收益收到的现金	4,611.55	657.33	515.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3,557.59	2,001.39	1,454.94
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	598.61	-
收到其他与投资活动有关的现金	1,703.08	2,033.91	45,028.94
投资活动现金流入小计	216,662.22	5,291.24	46,999.27
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,095.90	8,257.38	31,521.67
投资支付的现金	366,239.34	25,350.89	767.73
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	109,254.57	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	1,041.79	4,755.23
投资活动现金流出小计	375,335.23	143,904.62	37,044.63
投资活动产生的现金流量净额	-158,673.01	-138,613.37	9,954.64
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	49,780.38	54,809.68	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	49,780.38	54,809.68	-
取得借款收到的现金	271,040.88	261,141.43	217,188.44
收到其他与筹资活动有关的现金	52,254.79	19,945.00	34,000.00
发行债券收到的现金	119,640.00	69,559.00	-
筹资活动现金流入小计	492,716.04	405,455.11	251,188.44
偿还债务支付的现金	317,018.52	226,070.70	204,442.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	35,717.38	29,427.14	24,472.84

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	6,680.16	881.36	1,623.12
支付其他与筹资活动有关的现金	28,974.17	5,242.59	9,654.15
筹资活动现金流出小计	381,710.07	260,740.43	238,569.86
筹资活动产生的现金流量净额	111,005.97	144,714.69	12,618.58
汇率变动对现金的影响	2,965.27	-5,192.19	261.64
现金及现金等价物净增加额	86,134.92	100,614.59	52,662.30
期初现金及现金等价物余额	283,222.88	182,608.28	129,945.98
期末现金及现金等价物余额	369,357.80	283,222.88	182,608.28

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	46,896.60	34,447.04	37,926.70
加：资产减值准备	28,283.19	40,476.25	36,406.85
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,233.82	9,476.66	8,057.76
无形资产摊销	4,668.70	3,144.78	3,362.78
长期待摊费用摊销	259.73	684.17	719.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1,166.56	-78.22	-35.84
公允价值变动损失	-	-	286.21
财务费用	23,400.24	18,188.07	13,824.11
投资损失	-4,596.50	-619.05	4,892.74
递延所得税资产减少	-2,557.00	-5,394.83	-8,681.77
递延所得税负债增加	-359.08	-61.70	5.59
存货的减少	108,531.67	40,122.82	28,626.51
经营性应收项目的减少	-185,640.54	-98,433.93	-335,743.78
经营性应付项目的增加	101,549.29	57,753.40	240,179.81
间接法-经营活动产生的现金流量净额	130,836.69	99,705.47	29,827.44

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	268.71	237.26	187.74
存货周转天数(天)	71.22	87.04	102.98
应付账款周转天数(天)	189.63	163.23	126.35
净营业周期(天)	150.30	161.07	164.38
流动资产周转天数(天)	453.70	399.76	344.72
总资产周转天数(天)	563.20	469.64	396.07
有息债务(万元)	538,987.89	414,717.02	296,527.54
资产负债率	70.80%	71.20%	70.81%
流动比率	1.17	1.30	1.33
速动比率	1.05	1.08	1.06
产权比率	242.44%	247.21%	242.56%
期间费用率	8.38%	8.77%	8.97%
综合毛利率	13.94%	14.58%	15.03%
总资产回报率	3.48%	2.70%	3.03%
EBITDA(万元)	97,112.66	70,153.48	65,137.68
EBITDA 利息保障倍数	4.38	4.06	4.66
有息债务/EBITDA	5.55	5.91	4.55

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数（天）	$180 * (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 * (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 * (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数（天）	$180 * (\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	总资产周转天数（天）	$180 * (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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
资本结构及财务安全性	产权比率	负债总额 / 所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额 / 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	长期有息债务 + 短期有息债务
	短期有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债中的超短期融资券和非银行金融机构借款
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$	

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。