



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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

江河创建集团股份有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】006 号

大公国际资信评估有限公司通过对江河创建集团股份有限公司及“18 江河 01”的信用状况进行跟踪评级，确定江河创建集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“18 江河 01”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年四月二十八日





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	发行额 (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 (2+1)	AA+	AA+ 2019.04

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019	2018	2017
总资产	286.34	272.89	241.06
所有者权益	91.13	88.82	76.22
总有息债务	89.93	81.57	63.39
营业收入	188.05	160.37	152.97
净利润	5.40	7.39	5.92
经营性净现金流	9.91	14.09	13.89
毛利率	18.45	18.46	15.12
总资产报酬率	3.19	4.15	4.04
资产负债率	68.17	67.45	68.38
债务资本比率	49.67	47.87	45.40
EBITDA 利息保障倍数(倍)	4.23	4.97	4.77
经营性净现金流/总负债	5.23	8.07	8.07

注: 公司提供了 2019 年财务报表, 容诚会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2019 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; 2018 年财务报表数据采用适用新金融工具准则后调整的 2019 年 1 月 1 日的数。

评级小组负责人: 弓艳华

评级小组成员: 刘银玲 徐梦琪

电话: 010-67413300

传真: 010-67313555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

江河创建集团股份有限公司(以下简称“江河集团”或“公司”)主要从事建筑装饰及医疗健康业务。跟踪期内, 公司仍具有很强的竞争力, 在建筑幕墙领域处于领先地位, 新签合同额及在手订单额持续增长, 经营性现金流保持净流入且债务融资渠道通畅; 但公司利润指标同比大幅下降, 应收账款规模仍较大, 短期债务偿付压力很大, 未来仍面临一定的或有风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司具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、建筑幕墙工程设计专项甲级等多个专业领域内最高等级资质, 承建多个建筑装饰领域标志性工程, 仍具有很强的竞争力;
- 幕墙业务仍是公司传统优势业务, 在建筑幕墙领域位于领先地位;
- 2019 年, 公司建筑装饰业务新中标金额及在手订单金额持续增长, 为公司未来收入提供了一定保障;
- 公司债务融资渠道通畅, 流动性偿债来源较为充足。

主要风险/挑战:

- 由于对 Vision Eye Institute Limited (以下简称“Vision”) 计提商誉及无形资产减值损失, 2019 年公司利润指标同比大幅下滑;
- 2019 年末, 公司应收账款规模仍较大, 且周转效率低, 对资金形成占用, 并存在较大的回收风险;
- 2019 年末, 公司有息债务规模继续增长, 短期有息债务占比依然较高, 短期债务偿付压力很大;
- 2019 年末, 公司仍存在多笔诉讼及对外担保, 面临一定的或有风险。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《建筑企业信用评级方法》，版本号为 PF-JZ-2020-V.3.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	5.04
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.60
（三）区域环境	5.50
要素二：财富创造能力（58%）	4.99
（一）产品与服务竞争力	5.11
（二）盈利能力	4.76
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.01
（一）债务结构	1.00
（二）流动性偿债来源	5.78
（三）清偿性偿债来源	4.77
调整项	0.02
主体信用等级	AA+

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	18 江河 01	AA+	2019/04/25	肖尧、刘银玲、徐梦琪	《大公建筑企业信用评级方法》	点击阅读全文
AA+/稳定	18 江河 01	AA+	2018/06/07	孙瑞、赵亿锦、王梦晗	《大公建筑企业信用评级方法》	点击阅读全文
AA/稳定	-	-	2015/04/10	邵东旭、丁伟强	《大公信用评级方法总论》	点击阅读全文



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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。

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。大公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。

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。



跟踪评级说明

根据大公承做的江河集团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。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪评级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	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
18 江河 01	1.00	1.00	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

发债主体

（一）主体概况

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：2262）。经过多次股权变更和增资，截至 2019 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。

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饰装饰业务，除深耕传统的建筑装饰装饰业务外，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，旗下拥有江河幕墙（Jangho）、承达集团（Sundart）、港源装饰、港源幕墙、梁志天设计集团（SLD）、Vision、江河泽明等行业知名品牌。

根据江河集团 2020 年 3 月 11 日发布的《江河创建集团股份有限公司关于全资子公司签订承达集团股份买卖协议之第三补充契据的公告》，江河集团全资子



公司江河香港控股有限公司(以下简称“香港江河”)、REACH GLORY INTERNATIONAL LIMITED(以下简称“RGI”)于 2018 年 12 月 28 日与彩云国际投资有限公司(以下简称“彩云国际”)签订了《关于承达集团有限公司之股份买卖协议》，约定彩云国际以 148,960 万港币受让 RGI 持有承达集团 18.16% 的股份，交易完成后，RGI 持有承达集团 51.34% 股份，江河集团对承达集团的控制权不变。截至以上公告发布日，彩云国际未按时向 RGI 支付 8.396 亿港币股权转让款(以下简称“剩余股份转让款”)。经协商，RGI 同意彩云国际以其持有的四家港股上市公司股份及持有的歌斐海外跨境并购基金的份额(以下简称“金融资产”)冲抵部分剩余股权转让款，四家港股股份以彩云国际购买时的每股价格对应的购买价款进行作价，歌斐海外跨境并购基金(以下简称“歌斐基金”)以本补充契据签署日彩云国际持有的基金份额成本进行作价，以上金融资产合计作价 697,306,738 元港币，截至 2020 年 3 月 10 日抵账金融资产公允价值 556,054,677 元港币；本补充契据签署日金融资产公允价值与抵账价款所产生的盈亏由 RGI 承担，彩云国际应最迟于 2020 年 4 月 5 日或之前完成交割，但因 RGI 需要开立证券账户或其他原因造成延迟交割的情况除外。金融资产抵账后，彩云国际还应需向 RGI 支付港币 142,293,262 元的股权转让款，RGI 同意彩云国际按照原协议约定的每股转让代价港币 3.8 元向其退回应对应的 37,445,595 股待售股份，并最迟于 2020 年 5 月 29 日或之前完成退回的交割。抵账金融资产及抵账价款分别为：邮储银行 146,222,440 元港币，华润医药 110,733,350 元港币，东方证券 133,320,960 元港币，招商证券 179,733,600 元港币，歌斐基金 127,296,388 元港币。

2020 年 4 月 2 日，江河集团发布《江河创建集团股份有限公司关于全资子公司签订承达集团股份买卖协议之第三补充契据的进展公告》称，彩云国际已于 2020 年 4 月 1 日将四家港股上市公司股份过户至 RGI 并完成了交割；由于歌斐基金目前正在进行评估且歌斐基金正在审核 RGI 相关开户手续，尚未完成交割。

根据江河集团 2020 年 2 月 25 日发布的《江河创建集团股份有限公司关于全资子公司向 EAB 授予期权暨拟转让 Healius 股份的公告》，江河集团全资子公司 Jangho Health Care Australia Pty Ltd、Golden Acumen Holdings Limited 与 EAB Holdings Pte.Ltd.(以下简称“EAB”)签署了认购期权契约(以下简称“期权契约”)，约定以澳币 30,000,020 元期权费向 EAB 授予一项期权，EAB 可在期权期内任何时间就江河集团持有 Healius Limited(以下简称“Healius”)的全部 98,946,666 股股份以每股澳币 3.3 元行权价进行行权。截至 2019 年末，江河集团通过全资子公司持有澳大利亚上市公司 Healius 合计 98,946,666 股股份，为其第一大股东。



（二）公司治理结构

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。

（三）征信信息

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 2020 年 4 月 7 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”和“19 江河 01”尚未到还本付息日。

偿债环境

受经济增速放缓、新冠肺炎疫情等因素影响，2019 年以来建筑装饰行业增速放缓，但疫情后逆周期调节政策需求将会提升，将利好建筑装饰行业，家装消费升级也会对行业需求形成持续支撑；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，同时国家对社会办医支持力度加大，其面临的发展环境将逐步优化。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，经济展现巨大韧性，在逆周期调节政策的带动下，我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银



行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素已为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府专项债额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理充裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产



业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）行业环境

1、建筑装饰

受我国经济增速回落影响，2019 年建筑装饰行业增速放缓，但基建投资增速的回升和家装消费升级将为行业带来新的发展机遇；受疫情影响，建筑装饰行业发展在短期内受到一定冲击，但疫情后逆周期调节政策需求将会提升，基建投资有望实现反弹，进而利好建筑装饰行业。

近年来受我国经济增速回落、短期经济下行压力较大、房地产调控政策趋紧、国际贸易摩擦不确定性增强、国内金融风险防控压力提升等诸多因素影响，建筑装饰行业增速放缓，行业产值增速回落至 10% 以下。2018 年，我国建筑装饰业总产值达到 4.22 万亿元，同比增长 7.00%，增速较 2017 年下降 1 个百分点，其中公共建筑装修装饰全年完成工程总产值 2.18 万亿元，同比增长 7.5%，增速同比回落 0.6 个百分点；住宅装修装饰全年完成工程总产值 2.04 万亿元，同比增长 6.3%，增速同比回落 1 个百分点。

公装行业与基建投资相关度较高，2019 年基建投资增速处于历史低谷，受此影响 2019 年公装行业增速或将有所下降。但 2018 年下半年以来我国不断出台基建利好政策，包括放宽融资政策、提升项目审批量及审批速度等，以加大基建对经济的托底作用，基建投资的提升将利好公装行业。家装方面，2019 年房地产市场调控政策保持趋严态势，商品房销售走弱，房屋新开工面积增速下滑，房地产开发企业土地购置面积下滑，在此背景下，住宅装修装饰需求预计会有下滑。预计中短期内房地产市场调控政策将会延续，但由于城镇化进程不断推进、改善型需求等对市场规模仍有一定支撑作用，因此，房地产市场虽承压但不会有明显下滑，对家装需求也会有一定韧性。同时，随着居民收入的持续增长，人们将会更加注重提高生活质量，在家庭设计创意、智能化、现代化等方面的要求会不断提高，也会对家装需求形成较好支撑。

受疫情影响，春节后大部分企业延期复工，对经济下行形成新的压力，建筑装饰行业在短期内亦受到冲击。但目前国内疫情已经得到很好控制，并且一季度为建筑业淡季，预计疫情对建筑装饰行业全年及中长期影响有限。同时，基建是逆周期调节的重要抓手，对经济“稳增长、保就业”作用重大。在国内经济下行压力加大背景下，疫情过后逆周期调节的政策需求将会提升，以对冲疫情对经济增长的不利影响，基建投资有望实现反弹，进而利好建筑装饰行业。



建筑装饰行业竞争激烈，行业整合趋势明显，中小企业面临更大的竞争和生存压力；幕墙行业市场规模将保持增长，但市场竞争将会加剧，江河集团为幕墙行业龙头企业，在高端市场具有一定的垄断地位。

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在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。从行业百强企业来看，2017 年苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司等 17 家上市公司营业收入总额占行业总产值的比重为 2.29%，较 2015 年扩大 0.2 个百分点，较 2016 年扩大 0.15 个百分点，行业的市场集中度正在缓慢提升。行业的整合发展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，但中小企业则面临更大的竞争和生存压力。从区域分布看，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。

建筑幕墙方面，幕墙是高层建筑的最佳外围防护结构，大型公共建筑、商业楼宇及高端住宅的不断涌现，是建筑幕墙需求快速增长的重要原因。我国建筑幕墙行业起步较晚，但在城市化进程加快背景下，我国建筑幕墙行业发展迅猛，在 21 世纪初便成为全球第一幕墙生产大国和使用大国，并向建筑幕墙行业强国发展。从行业竞争格局看，伴随我国幕墙行业的爆发式增长，行业内企业众多，市场竞争较为充分，但多数企业集中于低端市场，以价格战为主，在高端市场，尤其是一些全国标志性、区域重点的幕墙工程则大部分被国内排名靠前的几十家企业承包；在竞争过程中，幕墙企业开始分化，逐步呈现出强者恒强的态势，其中江河集团在规模上具有绝对优势，并在高端订单竞争中具有一定垄断地位。同时，幕墙行业增长模式已逐步从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。从市场需求看，虽然建筑幕墙行业竞争越来越激烈，但长远来看，我国城市化尚未完成，建筑幕墙行业需求仍有增长空间，尤其是随着中西部地区城市及省会周边中小城市建设速度加快，对幕墙的需求将会加大。此外，海外部分新型国家和地区的建筑幕墙需求量也很大，存在较大的开发空间。总体来看，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

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；国家加大对社会办医的支持力度，社会办医面临的发展环境将逐渐优化。

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不断增强，医疗服务需求日益增长，为医疗服务行业发展提供了良好的外部环境。同时，我国人口数量持续增长，中老年人口所占比例也逐年增加，亦会加速提升对医疗服务的需求。2019 年我国 60 岁及以上人口占总人口的 18.1%，同比提高 0.2 个百分点；根据国务院发布的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》对人口发展态势的判断，2030 年 60 岁及以上老年人口占总人口的比重将达到 25% 左右。政策方面，2019 年 6 月国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门联合印发的《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，对促进社会办医疗机构持续健康规范发展提出了具体指导意见，明确支持社会办医发展“互联网+医疗健康”，支持商业保险机构信息系统与社会办医信息系统对接，提供一站式直付结算服务，为社会办医的发展带来进一步利好；2019 年 7 月健康中国行动推进委员会成立并发布《健康中国行动（2019—2030 年）》，对医疗健康产业发展将起到推动作用。

伴随国家对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医疗市场发展潜力巨大。此外，《健康中国行动（2019-2030）》指出，2018 年全国小学生、初中生、高中生视力不良检出率分别为 36.0%、71.6%、81.0%，学生群体对眼科医疗的需求仍巨大。

财富创造能力

2019 年，公司营业收入继续增长，毛利率保持稳定；建筑装饰业务仍是收入和毛利润的主要来源。

公司主要从事建筑装饰和医疗健康业务，其中建筑装饰业务仍是公司收入和利润的主要来源，包括建筑幕墙、室内装饰和室内设计，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；其他业务主要为厂房出租的租金收入，规模很小。

**表 2 2017~2019 年公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	188.05	100.00	160.37	100.00	152.97	100.00
建筑装饰	179.47	95.44	152.46	95.07	145.20	94.92
医疗健康	8.49	4.52	7.91	4.93	7.77	5.08
其他	0.09	0.05	-	-	-	-
毛利润	34.69	100.00	29.59	100.00	23.12	100.00
建筑装饰	32.01	92.29	27.00	91.25	20.70	89.53
医疗健康	2.60	7.49	2.59	8.75	2.42	10.47
其他	0.08	0.23	-	-	-	-
毛利率	18.45		18.46		15.12	
建筑装饰	17.84		17.71		14.26	
医疗健康	30.58		32.80		31.16	
其他	87.07		-		-	

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司营业收入 188.05 亿元，同比增长 17.26%，其中建筑装饰业务收入 179.47 亿元，同比增长 17.71%，占公司整体营业收入的 95.44%；医疗健康业务收入 8.49 亿元，同比增长 7.38%，主要为眼科业务收入；毛利润 34.69 亿元，同比增长 17.23%，主要是建筑装饰业务毛利润同比大幅提高。

从毛利率情况看，2019 年公司毛利率 18.45%，同比基本持平，其中建筑装饰业毛利率 17.84%，同比略有提升，医疗健康业务毛利率 30.58%，同比下滑 2.22 个百分点。

（一）建筑装饰业务

公司拥有多项建筑装饰领域最高等级资质，承建多项建筑装饰领域标志性工程，在建筑装饰领域仍有很强的竞争力；幕墙业务仍是公司传统优势业务，在建筑幕墙领域处于领先地位。

公司拥有多项建筑装饰领域最高等级资质，承建众多标志性工程，积累了丰富的施工经验和专业技术，在建筑装饰领域具有很强的竞争力。公司建筑装饰业务旗下拥有江河幕墙（Jangho）、承达集团（Sundart）、港源装饰、港源幕墙、梁志天设计集团（SLD）等五大品牌；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、建筑机电安装工程专业承包壹级、建筑工程施工总承包贰级、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及中华人民共和国对外承包工程资格等多种资质。项目承接方面，2019 年公司在全球承建的 300 米以上地标性工程新增 6 个，累计 70 余个；200 米以上高楼新增 24 个，累计 180 余个，其中幕墙系统代表性项目包括第一高楼沙特王国塔、中国第一高楼武汉绿地中心、北京第一高楼中国尊、中央电视台新址、上海世博文化中心、澳



门梦幻城、中国四大直辖市五大机场、北上广三大枢纽火车站等；内装代表性项目包括香港半岛酒店、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等；室内设计代表性项目包括上海古北壹号、南京九间堂、苏州棠北浅山别墅、深圳湾 1 号等。

2019 年以来，幕墙业务仍是公司的传统优势业务，拥有江河幕墙和港源幕墙双品牌，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；其中江河幕墙定位于高端幕墙领域，主要承接高档写字楼、商业综合体和高档住宅等工程，港源幕墙定位于中高端幕墙领域；公司幕墙业务范围分布广泛，在国内的北京、广州、上海、成都、香港和澳门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。室内装饰业务主要是为大型公共建筑、高档酒店和高档住宅项目提供室内装潢工程服务，旗下拥有承达集团（Sundart）和港源装饰双品牌；承达集团是源自香港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，业务定位于香港、澳门等区域的高端市场；港源装饰为北方地区排名第一、装饰行业连续多年排名前列的内装企业，聚焦于公共建筑、高档住宅及长租公寓等市场。室内设计业务主要承接以高端市场为对象的住宅、私人住宅及酒店、餐饮等大型项目的室内设计服务和室内陈设服务，旗下拥有梁志天设计集团（SLD）品牌；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，2018 年在香港联交所上市，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，在上海、北京、广州、深圳、成都设有分子公司。

在技术层面，幕墙业务方面，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一，2019 年公司新增专利逾百项，并参与了《建筑门窗和幕墙产品及制品基本技术要求》、《装配式幕墙工程技术规程》等国家与行业标准的制定工作。内装及设计方面，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；港源装饰是国内老牌的大型建筑装饰企业，拥有多项行业创新的施工技术；梁志天设计集团作品在业内认可度高，获得超过 130 项国际设计奖项和企业奖项。截至 2019 年末，公司累计拥有专利技术 706 项，其中发明专利 117 项；国家级工法 1 项；累计获得鲁班奖 83 项，“詹天佑奖”2 项，中国建筑装饰工程奖 88 项。此外，在中国建筑装饰协会公布的 2018 年度中国建筑装饰行业综合排名中，北京江河幕墙系统工程有限公司（以下简称“江河幕墙”）位居幕墙类第一名，北京港源建筑装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）位居装饰类第四名。



2019 年，公司建筑装饰业务新中标金额及在手订单金额持续增长，为公司未来收入提供了一定保障；由于严控项目质量及市场竞争加剧，内装业务新中标金额同比下滑。

2019 年，公司建筑装饰板块新中标额 224 亿元，同比增长 5.78%，增速同比下滑。其中，幕墙系统订单 133 亿元，同比增长 20.24%，继续夯实了行业龙头地位；内装业务新增订单 91 亿元，同比下降 10.11%，主要是市场竞争加剧及 2019 年严控订单质量，主动放弃了部分付款较差、利润较低的项目。从区域分布看，2019 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 176 亿元，占新中标项目总额的 78.57%。

截至 2019 年末，公司在手订单金额 281 亿元，同比增长 7.25%，其中幕墙系统在手订单 177 亿元，内装系统在手订单 104 亿元；内装业务新增订单额减少，但在手订单仍呈增长趋势，且较为充足，可为未来收入提供一定保障。从区域分布来看，2019 年在手订单仍主要集中在中国大陆地区；从项目类型分布看，在手订单仍以幕墙系统为主，占在手订单总额的 62.99%。

表 3 2017~2019 年公司新中标建筑装饰项目情况（单位：项、亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
当年新中标项目数量	876	860	783
其中：中国大陆	783	724	665
其他地区	93	136	118
一亿元以上项目数量	46	45	42
当年新中标项目金额	224	212	180
其中：中国大陆	176	160	135
其他地区	48	52	45
期末在手订单金额	281	262	226

数据来源：根据公司提供资料整理

幕墙业务方面，公司仍着重在一、二线重点城市开展业务，未来将会加大在粤港澳、长三角等城市群布局；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集团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客户存在重合，可形成良好的协同效应，幕墙业务在一定程度上带动了内装业务的发展。

公司主要原材料价格存在波动风险，加大了成本控制压力；工程款结算的流程长，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，主要向制造金属结构制品、玻璃制品和其他一般建筑材料制品的供应商采购。2019 年公司原材料采购前五大供应商的采购额为 12.22 亿元，占



年度采购总额 8.50%，供应商较为分散。

表 4 2019 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	36,893	2.58
恒大集团有限公司	洁具、装饰材料	28,889	2.02
肇庆新亚铝铝业有限公司	铝型材	24,665	1.72
山东华建铝业集团有限公司	铝型材	18,137	1.27
东莞南玻工程玻璃有限公司	玻璃	13,001	0.91
合计	-	121,585	8.50

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与佛山坚美铝业有限公司、恒大集团有限公司、肇庆新亚铝铝业有限公司、山东华建铝业集团有限公司、东莞南玻工程玻璃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。

公司主要原材料中，玻璃、石材等价格较为稳定，铝型材、铝板等价格由于原料铝锭的价格波动性较强，对成本控制造成一定压力。建筑装饰行业主要为固定造价合同，毛利率对装饰材料采购价格的波动存在一定敏感性，2019 年公司继续采取与材料供应商签订长期合同、向甲方洽商增补合同额、合理安排材料采购计划等措施转移原材料价格波动带来的部分风险。

由于建筑行业普遍存在垫资施工问题，公司工程款结算流程较长。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，预计公司应收账款将维持在较高水平。



（二）医疗健康业务

2019 年，公司医疗健康业务仍主要为眼科和第三方诊断，“双主业”战略布局继续推进，但医疗健康板块盈利能力有待进一步提升；眼科医疗服务医保报销政策的实施对 Vision 未来业绩产生较大不利影响。

在医疗健康板块，公司仍定位于内容（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 和江河泽明两个品牌。Vision 主营业务为提供眼科相关的服务、专科护理以及手术，包括白内障手术、角膜移植手术、视网膜手术、玻璃体内注射治疗、激光治疗等，业务分布在昆士兰、新南威尔士等澳大利亚各大城市。2019 年 8 月，澳大利亚联邦政府医疗保险福利计划审查工作组发布了有关眼科医疗服务医保报销政策草案，计划将眼球玻璃体内注射服务改按门诊实施标准报销从而大幅降低报销额度，该项调整同时也会影响到商业医疗保险报销标准；新政策的实施，加上核心医疗技术人员人工成本增长，预计会对 Vision 未来业绩产生较大不利影响，因此，公司对截至 2019 年末收购 Vision 确认的商誉、无形资产计提了 4.40 亿元的减值准备。2019 年，Vision 营业收入 6.57 亿元人民币，同比略有下降，净利润 3,578 万元人民币，2018 年同期为 4,662 万元人民币；期末总资产 10.07 亿元人民币，资产负债率 15.65%。

南京江河泽明医院管理有限公司（以下简称“江河泽明”）以医疗产业投资、咨询、医疗机构管理为主业，旗下已拥有近十家专业眼科机构，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。2019 年，公司以 6,840 万元完成对淮安江河泽明眼科医院有限公司 60%股权的收购。在国内眼科业务拓展上，公司以“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术引入国内，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。2019 年，江河泽明营业收入 1.75 亿元，同比增长 38.03%，净利润-194.99 万元，亏损同比收窄；期末总资产 1.89 亿元，资产负债率 50.04%。

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。公司于 2018 年底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 80.00%股权以及首颐医疗健康投资管理有限公司 9.46%的股权收购，收购金额分别为 1,887.20 万元和 5.30 亿元。同时，公司通过下属子公司从二级市场增持澳大利亚上市公司 Healius 股票，截至 2019 年末江河集团通过下属公司持有 Healius 15.93%的股份，为其第一大股东。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，业务主要分布在新南威尔士州、维多利亚州、昆士兰州、西澳大利亚州等。

偿债来源与负债平衡

2019 年，公司经营性现金流保持较大规模净流入，债务融资渠道仍较通畅；但受资产减值损失和信用减值损失大幅增加影响，利润指标同比大幅下滑，应收账款规模较大，对资产流动性造成一定影响；短期有息债务占有息债务比重依然较高，公司面临很大的短期偿付压力。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司营业收入保持增长，毛利率相对稳定，但受资产减值损失和信用减值损失大幅增加影响，利润指标同比大幅下滑；期间费用控制能力保持稳定。

2019 年，公司营业收入同比增长 17.26%，增速同比大幅提高，其中建筑装饰收入同比增长 17.71%，医疗健康收入同比增长 7.38%；毛利率 18.45%，同比基本持平。但受资产减值损失和信用减值损失大幅增加影响，2019 年，公司利润指标同比均大幅下滑，营业利润、利润总额和净利润分别为 6.58 亿元、6.57 亿元和 5.40 亿元，同比分别下降 23.95%、24.38%和 26.91%。

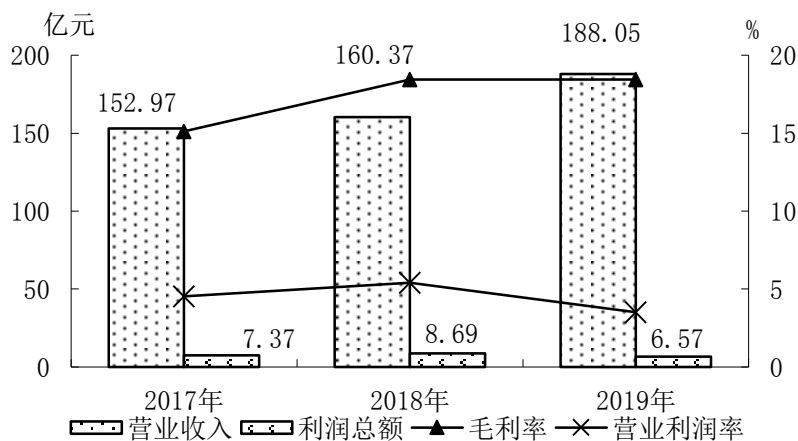


图1 2017~2019 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用¹20.69 亿元，以管理费用为主，同比增长 7.37%；期间费用率 11.00%，同比下降 1.01 个百分点，费用控制能力较为稳定。其中，管理费用 11.47 亿元，同比增长 7.01%，主要是职工薪酬增加所致；财务费用 2.59 亿元，同比增长 9.16%，主要是汇兑收益同比减少所致。

¹ 期间费用包含销售费用、管理费用、财务费用及研发费用。

**表5 2017~2019年公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	1.92	1.80	1.90
管理费用	11.47	10.72	8.39
研发费用	4.71	4.38	2.85
财务费用	2.59	2.37	3.19
期间费用	20.69	19.27	16.33
期间费用率	11.00	12.01	10.67

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2019 年公司资产减值损失 4.40 亿元，剔除 2018 年坏账损失后，同比增加 3.58 亿元，主要是受澳大利亚眼科医疗服务医保报销政策变动及人工成本提高影响，计提 Vision 商誉及无形资产减值准备 4.40 亿元所致；信用减值损失 2.78 亿元，均坏账损失，该科目为 2019 年新增科目，2018 年公司坏账损失为 1.22 亿元，在资产减值损失科目中核算；公允价值变动损失 0.61 亿元，其中交易性金融资产损失 0.19 亿元、其他非流动金融资产损失 0.42 亿元，2018 年公允价值变动损失 0 亿元；投资收益和其他收益分别为 0.55 亿元和 0.21 亿元，同比变动不大。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.19% 和 5.92%，同比有所下降，主要是盈利同比下降所致。

2、现金流

2019 年，公司经营性现金流保持较大规模净流入，但净流入规模同比减少，对债务及利息的覆盖程度下降；投资性现金流由净流出转为净流入。

2019 年，公司经营性净现金流 9.91 亿元，但受当期净利润减少及经营性应收项目增加较多等因素影响，净流入规模同比下降 29.65%；经营性净现金流与流动负债之比为 5.47%，经营性净现金流与总负债之比为 5.23%，经营性净现金流利息保障倍数 3.87 倍，同比均出现下滑。

表6 2017~2019 年公司现金流及偿债指标情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	9.91	14.09	13.89
投资性净现金流（亿元）	3.31	-10.77	-2.36
经营性净现金流/流动负债（%）	5.47	8.33	8.36
经营性净现金流/总负债（%）	5.23	8.07	8.07
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	3.87	5.32	5.84

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司投资性净现金流 3.31 亿元，由大规模净流出转为净流入，一方面是收到承达集团部分股权转让款，一方面是投资所支付的现金同比大幅减少 8.67 亿元。



3、债务收入

公司债务融资渠道通畅，仍以银行借款为主，授信余额充足；2019 年公司筹资性现金流呈现净流出状态。

2019 年，公司筹资性净现金流-7.08 亿元，由净流入转为净流出，主要是吸收投资所得的现金同比减少，偿债支付的现金同比增加所致。

表 7 2017~2019 年公司债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	49.69	58.58	47.14
借款所收到的现金	46.95	37.07	33.50
发行债券收到的现金 ²	0	12.96	11.96
筹资性现金流出	56.77	57.51	71.72
偿还债务所支付的现金	45.46	42.59	59.66
筹资性净现金流	-7.08	1.07	-24.58

数据来源：根据公司提供资料整理

公司债务融资渠道通畅，仍以银行借款为主，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 2019 年末，共获得授信额度 205.76 亿元，尚未使用授信额度 80.18 亿元。此外，公司控股 2 家上市公司，直接融资渠道通畅。

4、外部支持

2019 年，公司获得的外部支持仍以政府补助为主，全年获得政府补助 0.21 亿元，同比减少 0.04 亿元，其占营业收入及利润的比重很小，对偿债来源影响依然很小。

5、可变现资产

2019 年末，公司资产规模小幅增长，仍以流动资产为主；可变现资产主要包括应收账款、货币资金、存货等，其中应收账款规模仍较大且持续增加，对资产流动性造成一定影响，并存在较大的回收风险；眼科医疗服务医保报销政策的变化及人工成本的提高对 Vision 未来业绩产生较大不利影响，导致公司对其商誉和无形资产计提 4.40 亿元减值准备。

2019 年末，公司总资产 286.34 亿元，同比小幅增长 4.93%，仍以流动资产为主，流动资产占总资产比重为 81.14%。

² 2019 年公司发行“19 江河 01”，发行规模 1 亿元，收到的现金计入借款所收到的现金科目。

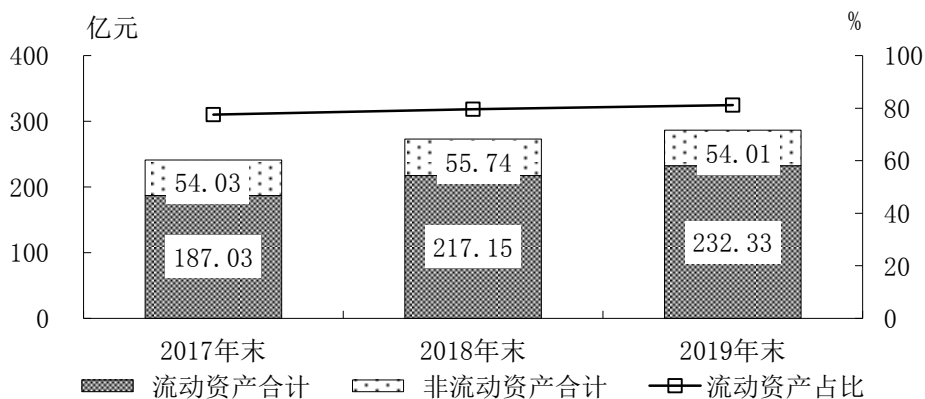


图2 2017~2019年末公司资产结构

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账款、货币资金、存货和应收票据等构成，2019年末上述四项合计在流动资产中的占比为90.74%。

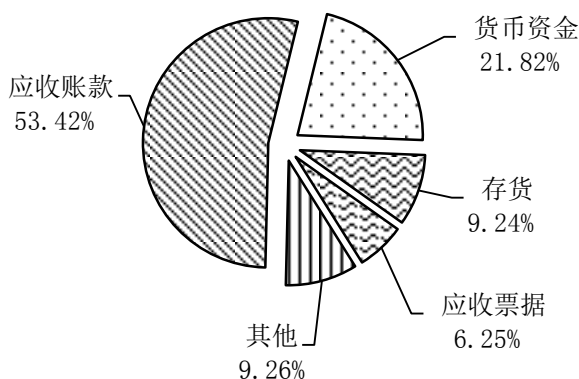


图3 截至2019年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2019年末，公司应收账款124.11亿元，同比增长8.90%，账面余额143.66亿元，其中未到期款项86.10亿元，占账面余额的比重为59.93%；计提坏账准备19.55亿元，按单项计提坏账准备3.28亿元³，按组合计提坏账准备16.27亿元。按组合计提坏账准备中，“组合1：已到期应收账款”按照账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额54.28亿元共计提坏账准备11.96亿元，其中账龄在一年以内的33.93亿元款项计提坏账3.39亿元；“组合2：未到期应收账款”按约百分比法计提坏账准备4.31亿元。按欠款方归集的期末余额前五名客户金额20.63亿元，占应收账款账面余额的14.36%，集中度不高。总体来看，公司应收账款规模很大且持续增加，已到期款占比较高，对资金形成较大占用，且存在较大的回收风险。

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。

**表 8 截至 2019 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	6.98	4.86	0.67	否
北京中航油置业有限公司	5.62	3.91	0.50	是
威尼斯人（澳门）股份有限公司	2.79	1.94	0.14	否
中建三局集团有限公司	2.66	1.85	0.23	否
北京城建集团有限责任公司	2.57	1.79	0.18	否
合计	20.63	14.36	1.71	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司货币资金 50.70 亿元，同比增长 21.35%，主要为银行存款和其他货币资金，其中受限货币资金 15.16 亿元，主要是承兑保证金、外存内贷保证金和保函保证金。存货 21.46 亿元，同比变动不大，主要由建造合同形成的已完工未结算资产、原材料及在产品等构成，计提跌价准备 0.17 亿元。应收票据 14.53 亿元，同比增长 22.84%，主要是随着业务规模扩大，商业承兑汇票同比增加较多所致。

2019 年末，其他应收款 8.81 亿元，同比下降 40.82%，其中扣除应收利息和应收股利的其他应收款 8.73 亿元，由股权转让款、保证金及押金、单位往来款及备用金等构成，同比下降 40.74%，主要是本期收到部分承达集团股权转让款所致；账面余额为 11.30 亿元，其中 1.95 亿元是未到期其他应收款，已到期及逾期款项中 8.24 亿元是一年以内款项，其他应收款累计计提坏账准备 2.57 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名客户金额 7.77 亿元，占其他应收款账面余额的 68.82%，计提坏账准备 1.72 亿元，其中第一大客户余额占比很高。总体来看，公司其他应收款规模偏大，且集中度很高，已到期款项占比很高，对资金形成占用。

表 9 截至 2019 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	7.52	1 年以内	股权转让款	66.58
北京市文化科技融资租赁股份有限公司	0.10	未到期	融资类保证金	0.89
府谷煤业集团有限公司	0.06	5 年以上	履约保证金	0.55
安徽诚信项目管理有限公司	0.05	未到期	投标保证金	0.42
正荣地产控股股份有限公司	0.04	3~4 年	履约保证金	0.38
合计	7.77	-	-	68.82

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由其他权益工具投资、固定资产、商誉、其他非流动金融资产、无形资产及递延所得税资产等构成。2019 年末，公司其他权益工具投资 13.92 亿元，同比增长 24.13%，主要是所持非交易性权益工具投资公允价值变动所致。固定资产 10.83 亿元，同比变化不大，主要为房屋及建筑物、机器设



备等。商誉⁴8.27 亿元，同比下降 26.38%，其中规模较大的有 Vision 5.78 亿元和港源装饰 4.95 亿元等，由于眼科医疗服务医保报销政策的实施对 Vision 未来业绩产生较大不利影响，加上核心医疗技术人员人工成本增长，公司对收购 Vision 确认的商誉计提 3.25 亿元减值准备。无形资产 6.71 亿元，主要是土地使用权 2.46 亿元、品牌 1.52 亿元和商标 1.39 亿元等，同比下降 19.42%，主要是对 Vision 相关⁵的无形资产计提 1.14 亿元减值准备所致。其他非流动金融资产和递延所得税资产分别为 7.66 亿元和 4.28 亿元，同比变动不大。

从资产运营效率来看，2019 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 50.54 天和 227.89 天，存货及应收账款周转效率同比均有提升，但应收账款周转效率仍处于低水平。

从资产受限情况看，2019 年末公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 32.18 亿元，占总资产比重 11.24%，占净资产比重 35.32%，其中受限货币资金 15.16 亿元、受限其他权益工具投资 13.38 亿元、受限固定资产 2.92 亿元和受限应收票据 0.72 亿元。

公司流动性偿债来源总体充足；清偿性偿债来源为可变现资产，资产流动性保持稳定，变现能力一般。

偿债来源结构主要包括盈利、经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2019 年，公司净利润 5.40 亿元，同比下降 26.91%；经营性净现金流 9.91 亿元，仍处于较好水平；筹资活动现金流入 49.69 亿元，仍是偿债来源的主要构成；获得政府补助 0.21 亿元。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流及债务收入是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，2019 年末公司资产仍以流动资产为主，货币资金规模充足，受限比例不高，存货周转效率同比提升，但应收账款规模较大，周转效率仍处于低水平，对资产流动性造成一定影响。整体来看，公司资产流动性保持稳定，但变现能力一般。

（二）债务及资本结构

2019 年末，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主。

2019 年末，公司总负债 195.21 亿元，同比增长 6.05%，仍以流动负债为主，

⁴ 2015 年 7 月，公司与 Vision 签订第一大股东 Idameneo 签订《股份收购协议》，以每股 0.94 澳元的价格通过全资子公司江河幕墙香港有限公司的下属控股公司 Jangho Health Care Australia Pty Ltd. 收购 Idameneo 持有 Vision 的 19.99% 股份，收购总价为 33,825,086.90 澳元；2015 年 8 月，公司与 Vision 签订了《收购要约执行协议》，约定以现金方式以每股 1.10 澳元的价格场外收购 Vision 剩余已发行的所有具有投票权的普通股。2015 年 12 月，公司完成要约收购 Vision，公司下属控股公司 Jangho Health Care Australia Pty Ltd. 持有其 97.71% 股权，于 2015 年 10 月 30 日纳入合并报表范围，本次并购使商誉增加 560,123,932.68 元、使无形资产增加 406,467,288.76 元，

⁵ 相关的无形资产包括客户资源、医生合同收益、商标及培训体系。



流动负债占总负债的比重为 95.72%。

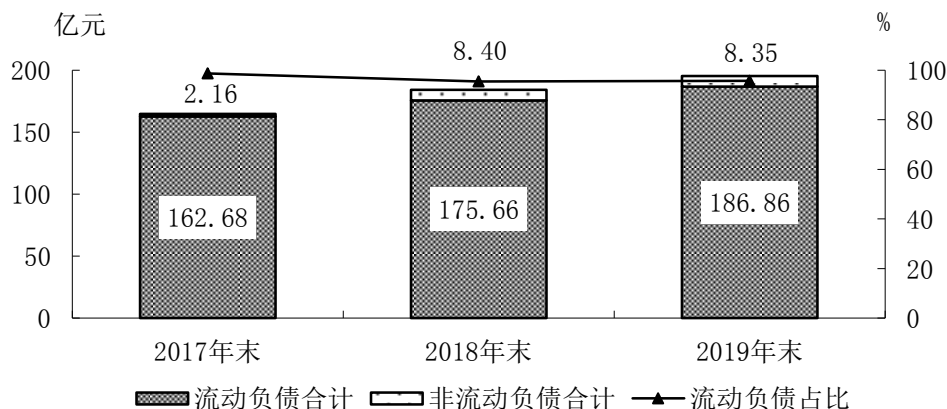


图4 2017~2019年末公司负债结构情况

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账款、应付票据、短期借款和预收账款，2019年末上述四项合计在流动负债中的占比为 91.72%。

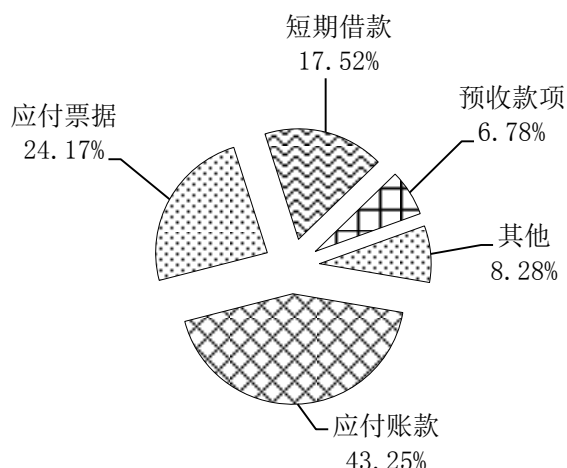


图5 2019年末公司流动负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

2019年末，公司流动负债 186.86 亿元，同比增长 6.37%，其中应付账款 80.81 亿元，同比增长 10.32%，主要为劳务款和材料款；应付票据 45.17 亿元，同比增长 17.94%，其中商业承兑汇票 15.53 亿元、银行承兑汇票 18.28 亿元，应付账款融资及信用证贴现 11.36 亿元，三项同比均有所增加；短期借款 32.75 亿元，同比增长 8.79%，其中保证借款 26.71 亿元、质押借款 5.16 亿元；预收款项 12.66 亿元，同比下降 24.84%，主要是预收工程款；其他流动负债 6.41 亿元，同比下降 43.31%，主要是兑付两期超短期融资券所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益等构成。2019年末，



公司长期借款 4.28 亿元，同比下降 30.80%，主要是转入一年内到期的非流动负债 2.11 亿元所致；应付债券 2.00 亿元，同比增长 100.54%，主要是新发行了一期公司债；新增长期应付款 1.30 亿元，为应付融资租赁款，年利率为 6%；递延收益 0.45 亿元，同比下降 15.83%，减少额度计入利润表的其他收益科目。

2019 年末，公司有息债务规模继续增长，短期有息债务占比仍然较高，公司面临很大的短期偿付压力。

2019 年末，公司有息债务规模继续增长，仍以短期有息债务为主，总有息债务占总负债比重较 2018 年末略有提升，但仍处于较低水平。

表 10 2017~2019 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	82.35	74.39	62.90
长期有息债务	7.58	7.18	0.48
总有息债务	89.93	81.57	63.39
短期有息债务占比	91.57	91.20	99.24
总有息债务占总负债比重	46.07	44.32	38.45

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 2019 年末，公司总有息债务主要集中在一年以内到期，占总总有息债务的比重为 91.57%，公司短期债务偿付压力很大。

表 11 截至 2019 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	合计
金额	82.35	6.28	1.30	89.93
占比	91.57	6.98	1.45	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，仍面临一定或有风险。

截至 2019 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 4.42 亿元⁶，同比减少 2.26 亿元，担保比率 4.85%。

⁶ 对外担保是为上述企业存量项目提供的通过第三方机构开具的保函、备用信用证等，担保期限主要视存量项目完成情况为准；公司未提供被担保企业财务数据。

**表 12 截至 2019 年末公司对外担保情况（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
江河幕墙工程（阿联酋）有限责任公司	0.95	保证担保	否	否	是
江河幕墙加拿大有限公司	1.94	保证担保	否	否	是
江河幕墙美洲有限公司	1.54	保证担保	否	否	是
合计	4.42		-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年末，公司重大诉讼涉及 9 笔，涉及金额超过 2 亿元，主要是合同纠纷导致，其中 7 笔公司为起诉方。其中与长沙华创房地产开发有限公司的合同纠纷，涉及金额 896 万元，被告提起反诉，涉及金额 1,998 万元，案件正在审理中；与明宇实业集团吉林房地产开发有限公司的合同纠纷，涉及金额 4,891 万元，案件正在审理中；与厦门如心妇婴医院有限公司的合同纠纷，涉及金额 1,728 万元，被告提起反诉，涉及金额 1,258 万元；与无锡世界贸易中心有限公司的合同纠纷，涉及金额 3,468 万元，案件正在审理中；与安徽金九矿业集团有限公司的合同纠纷，涉及金额 3,029 万元，案件正在审理中；与振石控股集团有限公司、巨匠建设集团股份有限公司的合同纠纷，涉及金额 3,913 万元，案件正在审理中；与海南海岛临空产业集团有限公司的合同纠纷，涉及金额 2,138 万元，案件正在审理中。

2019 年末，公司所有者权益小幅增长，少数股东权益占比稳定。

2019 年末，公司所有者权益 91.13 亿元，同比增长 2.60%，其中股本仍为 11.54 亿元；资本公积和未分配利润分别为 40.19 亿元和 26.21 亿元，同比变动不大；其他综合收益-1.02 亿元，同比增加 3.10 亿元，主要是其他按权益工具投资公允价值提升及外币财务报表折算差额增加所致。同期，少数股东权益 13.24 亿元，同比增长 4.73%，占公司整体所有者权益比重 14.53%，与 2018 年末相比变动不大。

2019 年，公司盈利对利息的保障程度仍保持较高水平，流动性还本付息能力较好，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经营性净现金流和债务收入为主。2019 年公司经营性现金流保持净流入状态，对债务及利息的保障程度均较好；债务融资渠道仍较通畅，可用银行授信规模较大，仍能对偿债来源形成良好支撑。2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.24 倍和 1.13 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度保持稳定。

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



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。2019 年末，可变现资产对于当前负债覆盖倍数为 1.30 倍。2019 年，公司 EBIT 利息保障倍数和 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.56 倍和 4.23 倍，同比虽有下滑，但仍处于较好水平。

偿债能力

公司保持平稳发展，建筑装饰业务仍是收入及利润的主要来源，医疗健康业务对收入及利润形成有力补充。公司具有较强的品牌优势及资质优势，在建筑装饰领域仍具有很强的竞争力，在建筑幕墙领域仍处于领先地位。2019 年，公司营业收入大幅增长，毛利率保持稳定，同时建筑装饰业务新签订单及在手订单额继续增长，为未来收入提供了保障；经营性现金流保持较大规模净流入，且债务融资渠道通畅，流动性偿债来源整体充足；盈利对利息的保障程度仍处于较好水平。但对 Vision 计提大额减值损失，公司利润指标同比大幅下滑；应收账款规模仍较大，影响资产流动性；有息债务仍以短期有息债务为主，公司面临很大的短期偿付压力，债务结构有待改善。

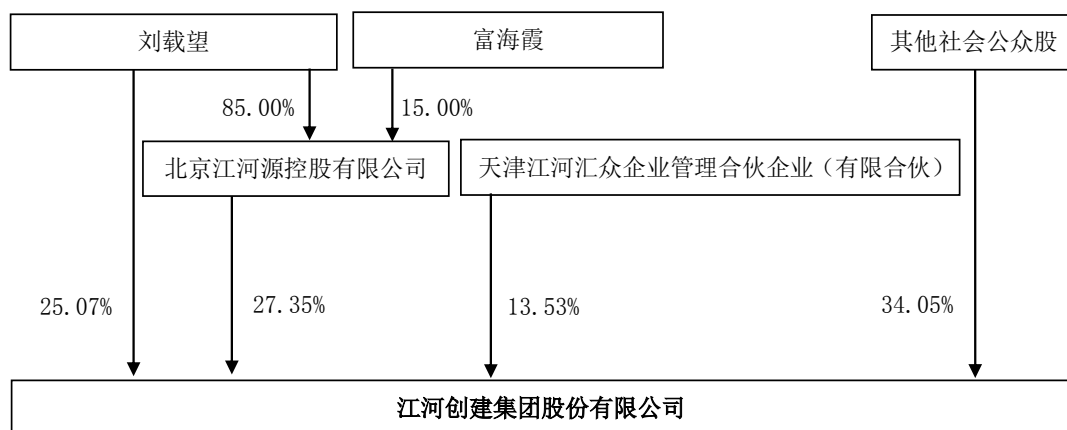
综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。

综合分析，大公对公司“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。



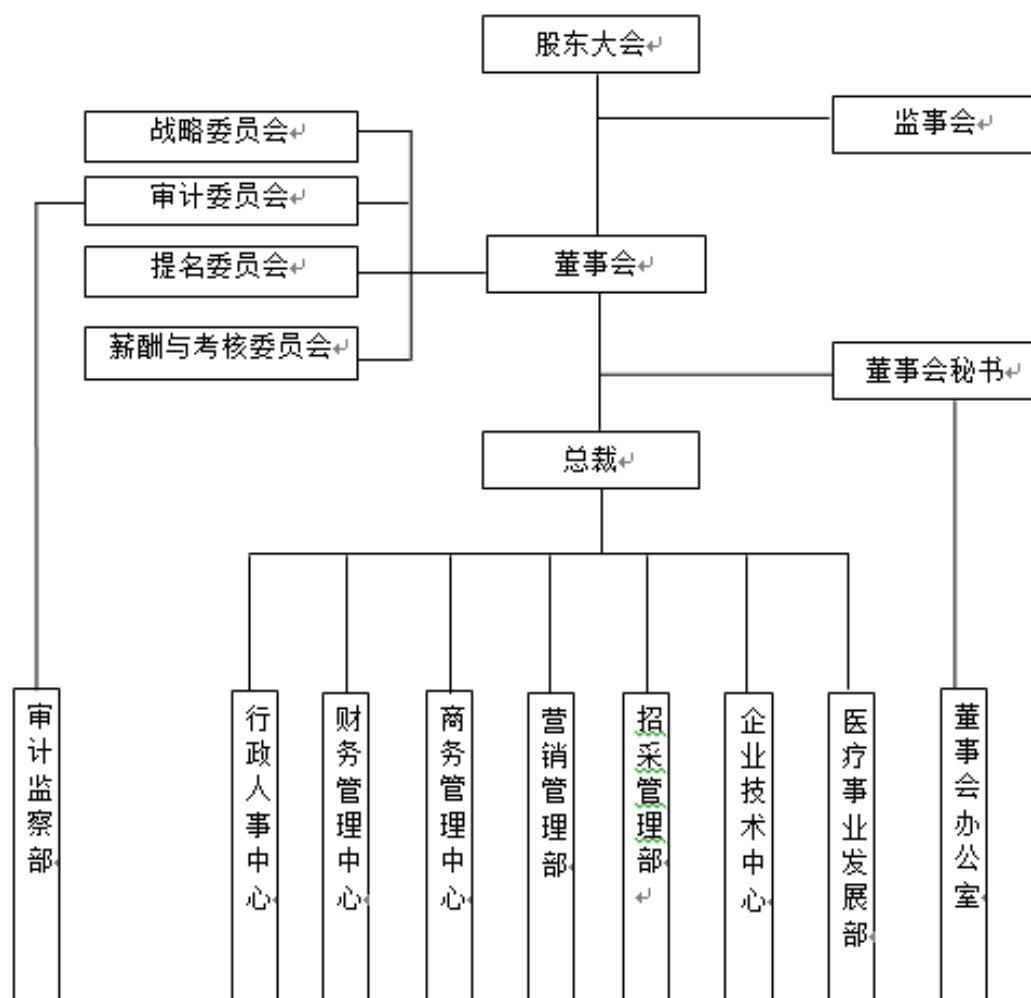
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年末江河创建集团股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年末江河创建集团股份有限公司组织结构图





1-3 截至 2019 年末江河创建集团股份有限公司子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	一级子公司名称	注册资本	直接持股比例	间接持股比例	主营业务
1	北京江河钢结构工程有限公司	3,000	100.00	-	钢结构生产销售
2	江河澳门幕墙有限公司	10 万澳门币	99.01	0.99	幕墙系统
3	江河香港控股有限公司	8 亿港币	100.00	-	幕墙系统
4	江河幕墙马来西亚有限公司	75 万令吉	100.00	-	幕墙系统
5	江河幕墙印度尼西亚有限公司	200 万美元	99.00	1.00	幕墙系统
6	北京江河创展投资管理有限公司	5000	100.00	-	幕墙系统
7	北京江河幕墙系统工程有限公司	100,000	100.00	-	幕墙系统
8	成都江河创建实业有限公司	10,000	51.00	49.00	项目投资建设
9	北京港源建筑装饰工程有限公司	30,000	26.25	68.75	装修装饰
10	北京江河康健医疗管理有限公司	60,000	100.00	-	医疗管理
11	北京江河维视眼科医院有限公司	1600 万美元	90.00	10.00	医疗健康
数据来源: 根据公司提供资料整理					



附件 2 主要财务指标

2-1 江河创建集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年 (调整数)	2017 年
资产类			
货币资金	507,020	417,826	289,301
应收票据	145,312	118,295	67,057
应收账款	1,241,122	1,139,671	1,174,576
预付款项	44,294	44,276	42,110
其他应收款	88,093	148,863	29,924
存货	214,626	215,976	206,065
其他流动资产	69,956	80,575	61,180
流动资产合计	2,323,326	2,171,475	1,870,298
长期股权投资	8,428	8,134	2,917
固定资产	108,250	107,087	105,937
无形资产	67,088	83,257	87,209
商誉	82,654	112,264	120,749
递延所得税资产	42,830	43,984	33,307
其他权益工具投资	139,180	112,128	-
其他非流动金融资产	76,640	79,448	-
非流动资产合计	540,095	557,398	540,294
资产总计	2,863,421	2,728,872	2,410,592
占资产总额比 (%)			
货币资金	17.71	15.31	12.00
应收票据	5.07	4.33	2.78
应收账款	43.34	41.76	48.73
预付款项	1.55	1.62	1.75
其他应收款	3.08	5.46	1.24
存货	7.50	7.91	8.55
其他流动资产	2.44	2.95	2.54
流动资产合计	81.14	79.57	77.59
长期股权投资	0.29	0.30	0.12
固定资产	3.78	3.92	4.39
无形资产	2.34	3.05	3.62
商誉	2.89	4.11	5.01
递延所得税资产	1.50	1.61	1.38
其他权益工具投资	4.86	4.11	-
其他非流动金融资产	2.68	2.91	-
非流动资产合计	18.86	20.43	22.41



2-2 江河创建集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年 (调整数)	2017 年
负债类			
短期借款	327,463	301,011	153,135
应付账款	808,081	732,498	728,595
应付票据	451,692	382,969	275,738
预收款项	126,610	168,460	167,342
其他应付款	13,020	14,914	18,807
一年内到期的非流动负债	27,412	0	69,902
其他流动负债	64,087	113,048	177,262
流动负债合计	1,868,610	1,756,643	1,626,824
长期借款	42,831	61,895	4,838
应付债券	19,951	9,949	0
递延收益	4,462	5,301	5,509
非流动负债合计	83,467	84,016	21,580
负债合计	1,952,077	1,840,659	1,648,404
占负债总额比 (%)			
短期借款	16.78	16.35	9.29
应付账款	41.40	39.80	44.20
应付票据	23.14	20.81	16.73
预收款项	6.49	9.15	10.15
其他应付款	0.67	0.81	1.14
一年内到期的非流动负债	1.40	0.00	4.24
其他流动负债	3.28	6.14	10.75
流动负债合计	95.72	95.44	98.69
长期借款	2.19	3.36	0.29
应付债券	1.02	0.54	0.00
递延收益	0.23	0.29	0.33
非流动负债合计	4.28	4.56	1.31
权益类			
股本	115,405	115,405	115,405
资本公积	401,944	409,691	304,045
盈余公积	25,446	24,534	24,534
未分配利润	262,066	261,684	243,756
其它综合收益	-10,239	-41,254	1,521
归属于母公司所有者权益合计	778,932	761,776	689,260
少数股东权益	132,412	126,437	72,928
所有者权益合计	911,344	888,213	762,188



2-3 江河创建集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年
损益类			
营业收入	1,880,518	1,603,726	1,529,657
营业成本	1,533,634	1,307,746	1,298,435
销售费用	19,156	17,976	18,979
管理费用	114,679	107,162	83,883
研发费用	47,131	43,807	28,526
财务费用	25,904	23,731	31,876
资产减值损失	-44,044	-20,489	2,923
公允价值变动收益	-6,137	0	0
投资收益	5,521	5,561	6,116
信用减值损失	-27,768	-	-
其他收益	2,058	2,411	2,543
营业利润	65,849	86,585	69,167
利润总额	65,682	86,862	73,720
净利润	53,982	73,861	59,155
归属于母公司所有者的净利润	35,284	60,861	46,646
占营业收入比 (%)			
营业成本	81.55	81.54	84.88
销售费用	1.02	1.12	1.24
管理费用	6.10	6.68	5.48
研发费用	2.51	2.73	1.86
财务费用	1.38	1.48	2.08
资产减值损失	-2.34	-1.28	0.19
公允价值变动收益	-0.33	0.00	0.00
投资收益	0.29	0.35	0.40
信用减值损失 ⁷	-1.48	-	-
其他收益	0.11	0.15	0.17
营业利润	3.50	5.40	4.52
利润总额	3.49	5.42	4.82
净利润	2.87	4.61	3.87
归属于母公司所有者的净利润	1.88	3.79	3.05
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	99,101	140,860	138,930
投资活动产生的现金流量净额	33,130	-107,695	-23,621
筹资活动产生的现金流量净额	-70,758	10,708	-245,752

⁷ 公司 2019 年审计报告对资产减值损失科目填列方式进行调整, 将“减: 资产减值损失”调整为“加: 资产减值损失(损失以“-”号填列)”, 并对 2018 年数据进行追溯调整。



2-4 江河创建集团股份有限公司主要财务指标

(单位：万元)

项目	2019 年	2018 年 (调整数)	2017 年
主要财务指标			
EBIT	91,314	113,321	97,490
EBITDA	108,322	131,496	113,298
总有息债务	899,268	815,694	633,860
毛利率 (%)	18.45	18.46	15.12
营业利润率 (%)	3.50	5.40	4.52
总资产报酬率 (%)	3.19	4.15	4.04
净资产收益率 (%)	5.92	8.32	7.76
资产负债率 (%)	68.17	67.45	68.38
债务资本比率 (%)	49.67	47.87	45.40
长期资产适合率 (%)	184.19	174.42	145.06
流动比率 (倍)	1.24	1.23	1.15
速动比率 (倍)	1.13	1.11	1.02
保守速动比率 (倍)	0.35	0.31	0.22
存货周转天数 (天)	50.54	58.09	56.99
应收账款周转天数 (天)	227.89	259.75	277.27
经营性净现金流/流动负债 (%)	5.47	8.33	8.36
经营性净现金流/总负债 (%)	5.23	8.07	8.07
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.87	5.32	5.84
EBIT 利息保障倍数 (倍)	3.56	4.28	4.10
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.23	4.97	4.77
现金比率 (%)	27.54	24.07	17.78
现金回笼率 (%)	95.97	106.65	113.88
担保比率 (%)	4.85	7.53	9.39



附件 3 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. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
23. 可变现资产 = 总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产



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）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 少数股东权益 + 长期负债）/（固定资产 + 长期股权投资 + 无形及递延资产）×100%



附件 4 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。