

江河创建集团股份有限公司

2012 年(第一期)公司债券

2016 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

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

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【146】号 01

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

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。

分析师

姓名:
胡长森 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
huchs@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

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 2016 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	负面
评级日期	2016 年 5 月 23 日	2015 年 05 月 19 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 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 AA，发行主体长期信用等级下调为 AA，评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内，内装业务子公司承达集团有限公司（以下简称“承达集团”）业绩大幅增长，且在港交所成功上市，减轻了公司对其负担的资金压力；公司目前在手订单充足，持续发展较有保障；公司成功收购国外优质医疗资源，医疗健康业务有望成为公司新的利润增长点。同时我们也关注到，受宏观经济增速放缓及控制中标质量等因素影响，公司幕墙业务有所下滑；北京港源装饰工程有限公司（以下简称“港源装饰”）和梁志天设计师有限公司（以下简称“梁志天设计”）收入及利润均未达预期；对医疗健康领域的布局使得公司面临较大的资金压力；应收账款规模仍较大，营运资金压力较重；刚性债务进一步攀升，流动性压力有所加重等风险因素。

正面:

- 内装业务子公司承达集团业绩大幅增长，且在港交所成功上市，减轻了公司对其负担的资金压力。2015 年，承达集团实现营业收入 358,901.27 万元，同比增加 31.32%，净利润 29,786.61 万元，同比增长 188.03%，盈利状况较佳；2015 年 12 月 29 日，承达集团在港交所单独上市，募集资金 54,809.68 万元，减轻了公司对其负担的资金压力。

- **公司目前在手订单充足，持续发展较有保障。**截至 2015 年末，公司幕墙和内装业务在手订单 136.79 亿元和 75.29 亿元，规模较 2014 年虽有所下降，但仍处于高位水平，未来持续发展较有保障。
- **成功收购国外优质医疗资源，健康医疗业务有望成为公司新的利润增长点。**2015 年公司开始涉足医疗健康领域，截至 2016 年 4 月末，公司已收购澳大利亚最大的眼科医院 Vision Eye Institute Limited（以下简称“Vision”）97.71%股权，持有北控医疗健康产业集团有限公司（以下简称“北控医疗”）5.21%股份及 Primary Health Care Limited（以下简称“Primary”）15.93%股份，并与北控医疗签订战略合作协议，加强双方在医疗健康领域的合作。2015 年 Vision 实现营业收入 52,823.65 万元、净利润 4,977.91 万元，医疗健康业务有望成为公司新的利润增长点。

关注：

- **公司幕墙业务有所下滑。**受宏观经济增速放缓及控制中标质量等因素影响，2015 年公司幕墙业务新中标金额为 81.7 亿元，同比下降 16.14%，营业收入为 855,890.06 万元，同比下降 12.41%。
- **港源装饰和梁志天设计收入及利润均未达预期。**受宏观经济下行及楼堂馆所等大型政府项目订单骤减影响，2015 年公司内装业务重要子公司港源装饰收入及净利润同比分别下降 1.98%和 35.60%，未实现业绩承诺；受前期人员增加较多以及业务订单不及预期影响，梁志天设计收入和净利润同比分别下降 15.23%和 72.76%。
- **对医疗健康领域的布局使得公司面临较大的资金压力。**截至 2016 年 4 月末，公司在医疗健康领域的投资成本约为 24 亿元，资金支出较大，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一定的不确定性。
- **应收账款规模仍较大，营运资金压力较重。**2015 年末，公司应收账款净额为 109.33 亿元，同比增长 5.50%，占总资产比重达 48.96%，且应收账款账龄有所增加，公司营运资金压力较大；2015 年末，公司计提的坏账准备为 159,855.49 万元，同比增长 32.16%，部分账龄较长的应收账款存在较大的坏账风险。
- **刚性债务进一步攀升，流动性压力有所加重。**2015 年末，公司有息负债总额达 41.47 亿元，同比增长 39.86%，其中短期有息负债合计 27.20 亿元，公司刚性债务压力进一步加大，流动性压力有所加重。
- **未决诉讼较多，存在一定的资产减值风险。**截至 2015 年末，公司未决诉讼 7 起，

新增 2 起诉讼，2014 年 5 起诉讼仍未决，涉及金额较大，公司存在一定的资产减值风险。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	2,233,235.48	1,982,207.52	1,517,389.19
归属于母公司所有者权益（万元）	595,974.70	523,976.89	465,386.13
有息负债（万元）	414,717.01	296,527.54	289,676.48
资产负债率	71.20%	70.81%	69.02%
流动比率	1.30	1.33	1.38
速动比率	1.08	1.06	0.94
营业收入（万元）	1,615,658.96	1,590,427.67	1,190,204.79
投资收益（万元）	619.05	-4,892.74	8,263.25
营业利润（万元）	34,220.61	33,339.66	27,215.29
营业外收入（万元）	6,056.41	5,430.49	3,081.61
利润总额（万元）	39,558.29	39,025.08	30,379.37
综合毛利率	14.58%	15.03%	16.16%
总资产回报率	2.70%	3.03%	3.14%
EBITDA（万元）	70,153.48	65,137.68	53,374.36
EBITDA 利息保障倍数	4.06	4.66	4.12
经营活动现金流净额（万元）	99,705.47	29,827.44	-20,866.37

资料来源：公司 2014-2015 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，扣除相关费用后发行净额 89,800.00 万元，已全部用于补充公司流动资金。

本期债券票面利率为 5.40%，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的起息日为 2012 年 12 月 7 日，在存续期限内每年的 12 月 7 日为该计息年度的付息日。如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；每次付息款项不另计利息。

本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。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），本次回售申报有效数量为 16,490.60 万元，回售金额为 16,490.60 万元，回售资金发放日为 2015 年 12 月 7 日。本次回售后，本期债券剩余本金金额为 73,509.40 万元。截至 2016 年 3 月 31 日，本期债券本息兑付情况如下表所示：

表 1 截至 2016 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	0.00	4,860.00	90,000.00
2014 年 12 月 8 日	90,000.00	0.00	4,860.00	90,000.00
2015 年 12 月 7 日	90,000.00	16,490.60	4,860.00	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、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至 2015 年末，公司注册资本仍为 115,405.00 万元，公司大股东仍为北京江河源控股有限公司（以下简称“江河源”），实际控制人仍为刘载望先生。

2015 年 7 月 30 日，公司与澳大利亚最大的连锁眼科医院 Vision 的第一大股东 Idameneo (No 123) Pty Limited 签订了《股份收购协议》，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 3,382.51 万澳元。2015 年 8 月 13 日，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 15 日，要约收购完成，Vision 从澳大利亚证券交易所退市，公司下属控股公司 Jangho Health Care Australia 持有其 97.71% 股权，并纳入合并报表范围。

2015 年 11 月 10 日，公司与自然人王波、申会贤、刘通、李瑞林、贾爱萍签订《股权转让协议》，约定以人民币 12,000.00 万元的价格购买自然人王波、申会贤、刘通、李瑞林、贾爱萍持有的港源装饰 30% 的股权，本次股权转让完成后，公司对港源装饰的持股比例由 65% 变更为 95%。

2015 年，公司转让了墨西哥幕墙系统工程有限公司全部股权（以下简称“墨西哥江河”），同时注销了江河幕墙越南有限公司（以下简称“越南江河”）和江河幕墙泰国有限公司（以下简称“泰国江河”），以上 3 家公司不再纳入合并报表范围。

2015 年末，公司纳入合并报表范围的子公司变化情况如下表所示：

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况		
子公司名称	持股比例	合并方式
Vision	97.71%	收购
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况		
子公司名称	持股比例	不再纳入合并报表的原因
墨西哥江河	100.00%	转让
泰国江河	100.00%	注销
越南江河	100.00%	注销

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 223.32 亿元，归属于母公司的所有者权益 59.60 亿元，资产负债率 71.20%。2015 年度，公司实现营业收入 161.57 亿元，利润总额 3.96 亿元，经营活动产生的现金净流入 9.97 亿元。

三、运营环境

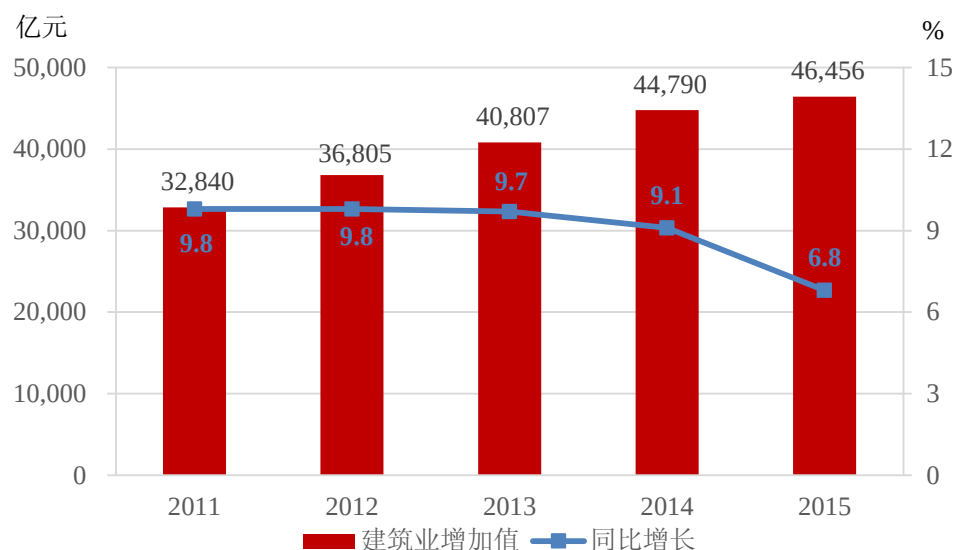
建筑行业 and 房地产行业目前已进入低速增长期，导致建筑装饰行业增速放缓

从产业关联性分析来看，建筑装饰业与建筑业、房地产业的发展息息相关。建筑装饰业是建筑业的三大支柱性产业之一，是房地产业的下游产业，建筑业以及房地产业的发展景气度直接影响建筑装饰业的景气度。

受宏观经济下滑及固定资产投资放缓影响，2015 年建筑行业整体增速明显下滑。具体来看，2015 年全社会建筑业增加值 46,456 亿元，比 2014 年增长 6.8%，相较于 2011-2014 年 9%

以上的增速，2015年增速有较大幅度的放缓，同比降低2.3个百分点。

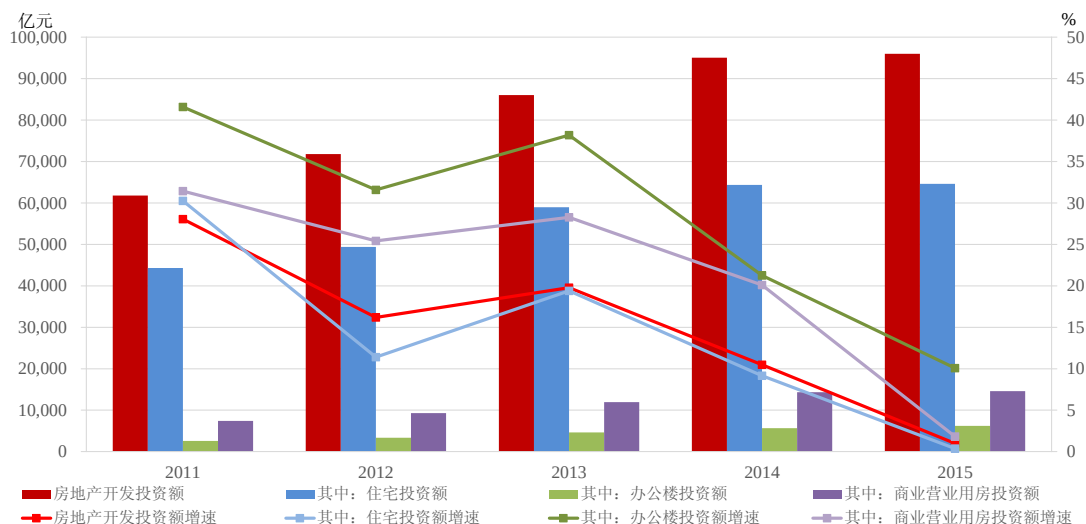
图1 2011-2015年中国建筑业增加值情况（单位：亿元）



资料来源：中华人民共和国 2015 年国民经济和社会发展统计公报

从投资额来看，2015年房地产行业的开发投资额与2014年相比仅微幅增长，增速持续快速下滑。2015年中国房地产开发投资95,979亿元，比上年增长1.00%，增速较2014年的10.50%降低9.5个百分点。其中，住宅投资64,595亿元，同比增长0.40%；办公楼投资6,210亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607亿元，同比增长1.80%。

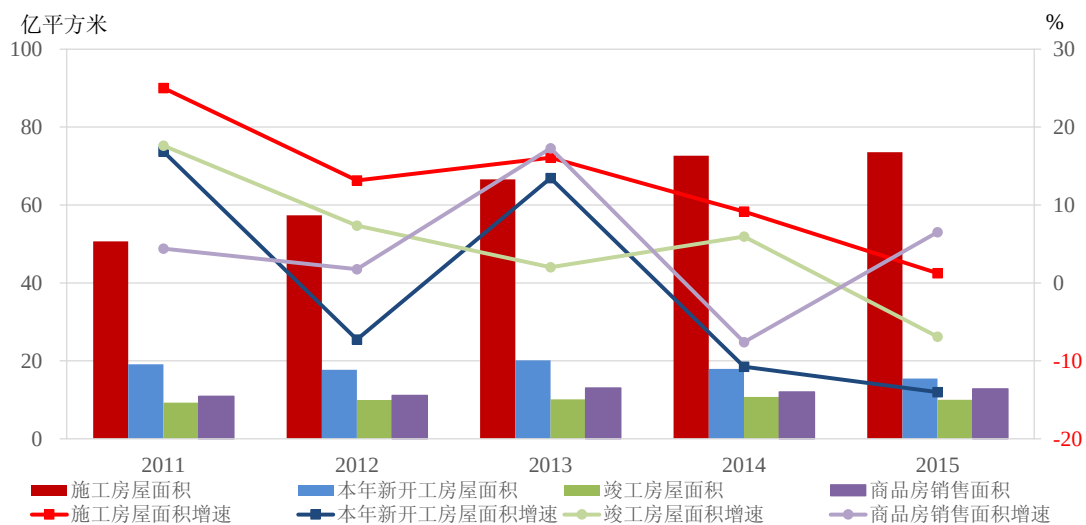
图2 2011年-2015年中国房地产开发投资情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

从房屋建筑和销售面积来看，受宏观调控以及去库存政策影响，我国2015年新开工房屋面积持续减少，竣工房屋面积更是出现近五年内首次同比负增长，而商品房销售面积则重新恢复正增长态势。具体而言，2015年房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.27%；房屋新开工面积154,454万平方米，比上年减少14.00%；房屋竣工面积100,039万平方米，比上年减少6.90%；商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.50%。

图3 2011-2015年中国房地产建设与销售面积情况（单位：亿平方米）



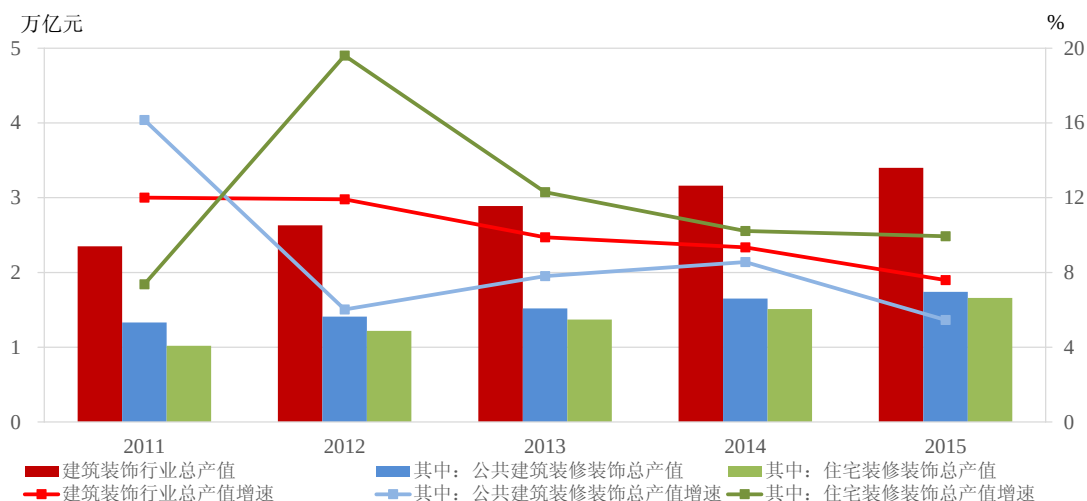
资料来源：wind 资讯，鹏元整理

按照中国建筑装饰行业协会分类，建筑装饰行业分为公共建筑装修装饰和住宅装修装饰两大类，外门窗、幕墙等属于公共建筑装修装饰，房屋装修（成品房装修、住宅改造性

装修等)属于住宅装修装饰。2015年,我国建筑装饰行业总产值仍呈增长态势,但受建筑业和房地产业进入低增长周期影响,增速有所放缓。2015年全国建筑装饰行业完成工程总产值3.40万亿元,比2014年增加了0.23万亿元,增长幅度为7.59%,增长速度比2014年回落了1.75个百分点,略高出2015年GDP增速0.69个百分点。其中公共建筑装修装饰全年完成工程总产值1.74万亿元,占比为51.18%,同比增长5.45%;住宅装修装饰全年完成工程总量值1.66万亿元,占比为48.82%,同比增长9.93%。

具体分类来看,公共建筑装修装饰中,建筑金属门窗幕墙2015年全年完成工程总产值3,200亿元,同比增长6.67%。其中建筑节能窗工程总量增长近20%;建筑幕墙工程总量与2014年基本持平,其中玻璃幕墙工程总量下降了约5%,石材、金属等幕墙工程总量略有增长。住宅装修装饰中,商品房精装修2015年全年完成工程产值6,400亿元,同比增长6.67%;住宅改造性装修全年完成工程产值4,500亿元,同比增长15.38%。

图4 2011-2015年中国建筑装饰行业总产值及增长情况（单位：万亿元）



资料来源：中国建筑装饰行业协会，鹏元整理

建筑装饰行业内各个细分市场出现分化，新建建筑装饰市场有所萎缩，存量建筑改造改善性装饰装修需求增长；建筑装饰企业大规模进军互联网O2O领域并进行上下游企业并购重组，为企业带来发展空间的同时也带来很大不确定性

（一）建筑装饰行业内各个细分市场出现分化，新建建筑装饰市场有所萎缩，存量建筑改造改善性装饰装修需求增长

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。初始装饰需求与建筑业、房地产业直接相关，而改建、扩建、翻新等需求则与国民经济整体水平、人民生活水平相关。2015年建筑装饰行业不断深化产业结构调整，各个细分市场出现分化，不同企业处于不同的发展环境。

一方面，2015年房地产投资增速大幅下滑，致使新建房地产面积持续减少，一定程度上影响到新建住宅装饰装修市场，给以承接新建建筑装饰工程的企业造成较为强烈的冲击。另一方面，我国现有存量建筑520多亿平方米，随着城市经济结构调整的进程以及人们生活水平的提高，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，带动了改造性装修市场的增长。2015年既有建筑的节能改造专业工程市场相对活跃，建筑节能工程市场需求持续旺盛，并且全年保持了平稳较快的发展态势，为改造性装饰装修提供了新的发展空间，提升了改造性装饰装修对整体行业的贡献率，使改造性装饰装修工程对2015年建筑装饰行业的平稳较快发展做出积极贡献。

（二）建筑装饰企业大规模进军互联网O2O领域并进行上下游企业并购重组，为企业

带来发展空间的同时也带来很大不确定性

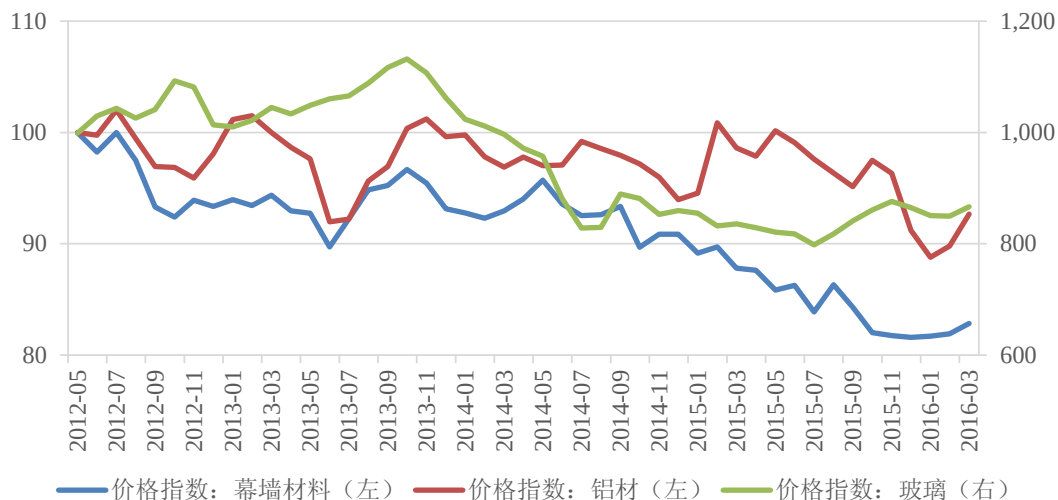
在企业经营战略方面，2015年建筑装饰企业出现了两大显著变化：进军互联网O2O领域以及上下游企业并购重组。首先，大量建筑装饰企业进军互联网O2O领域，以互联网相互融合的思维模式，利用互联网及微电子新技术，在家装流程标准化的前提下建立起整合产业链资源的平台，线上展示线下实施相结合，提高了成品化技术及智能化技术等先进技术的推广和应用水平，是2015年行业发展中的一大亮点。未来互联网O2O模式将成为建筑装饰行业的新常态，在此进程中能率先抢占市场的企业将迎来广阔发展空间，但此项战略普遍存在前期投入大、短期不能见成效的问题，还需长期观察其发展成效。其次，为快速整合资源、做大做强，大量建筑装饰企业开始走上并购重组的道路，并购重组能为企业带来巨大发展空间的同时，更需关注并购重组后的企业是否能很好的进行资源融合、能否为企业带来加乘效应等方面的不确定性，这对企业高层的经营管理能力是项巨大的考验。

主要原材料价格波动较大，生产企业控制成本难度进一步加大

目前，我国建筑装饰企业的市场集中度水平相对较低，据中国建筑装饰行业协会统计，2015年我国建筑装饰业内企业总数在13.5万家左右，呈现出“大行业，小企业”的局面，龙头企业的规模效应并未真正形成。2015年建筑装饰业企业数比2014年减少了约0.5万家，下降幅度约为3.67%。退出市场的企业主要是三、四线城市中没有资质、主要承接住宅散户装修装饰的微小型企业，有资质的企业退出市场的极少，市场竞争已呈白热化状态。

行业竞争日趋激烈，成本价格成了竞争关键，作为行业主要原材料的铝工业（铝型材、铝板）、玻璃、幕墙材料等的价格会直接制约制造成本。纵观近年来我国铝材、玻璃和幕墙材料价格指数，波动较大，这不利于国内建筑装饰部品生产企业对成本的控制。2015年，我国幕墙材料价格持续下降，玻璃价格在年初、年中走低后，年尾出现大幅上涨，铝材价格在年初大幅上涨后呈波动下降趋势。整体来看，原材料价格波动较大，给企业生产成本控制带来较大难度。

图5 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

符合绿色环保的，实施建筑装饰产业化、全装修成品交房的建筑装饰企业发展前景开阔

建筑装饰行业的“大行业，小企业”局面，意味着巨大的发展空间，极低的行业集中度，为符合国家政策、紧贴发展趋势、拥有先进技术的建筑装饰企业提供了广阔的成长空间。建筑装饰行业未来的政策空间主要体现在两方面：

第一，绿色环保概念。延续近几年来国家陆续出台的环保低碳、绿色建筑政策后，2015年各主要城市又进一步落实和加强相关政策，2015年1月1日起，新版《绿色建筑评价标准》也正式实施。而绿色建筑离不开绿色装饰，随着我国绿色建筑、节能技术的全面发展，未来符合节能环保、绿色低碳标准的建筑装饰企业也将迎来发展良机，例如节能门窗、幕墙的生产企业等。目前，门窗、幕墙是建筑节能最薄弱的环节，通过门窗流失的能源占整个建筑能耗的45%至50%，通过玻璃的能量损失约占门窗的75%，在一定条件下，玻璃的热辐射与传导是导致室内能量损失的主要因素。

第二，建筑装饰产业化、全装修成品交房趋势。在国家大力推进建筑产业化的形势下，推进建筑装饰产业化，是行业的发展方向。建筑装饰产业化，是指建筑装饰设计标准化、部品生产标准化、现场施工装配化、土建装饰一体化，该方式有利于保证质量、缩短工期、节约成本，进而提升建筑整体性能。建筑装饰行业是标准化程度较低的行业，标准化是产业化的重要基础，未来能与施工企业和开发企业建立战略合作关系，能够生产标准化产品、实施一体化装配的建筑装修企业将抢得市场先机。另外，成品房精装修细分市场也将成为建筑装饰行业一个新的增长点。目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅

平均精装修在10%左右，一线发达城市如北京、上海、深圳的精装住宅占比也只有30%左右，而发达国家的精装住宅占比均达到了80%以上，精装修市场潜力大。

表3 2015年我国主要城市出台的绿色建筑、全装修成品交房相关政策一览表

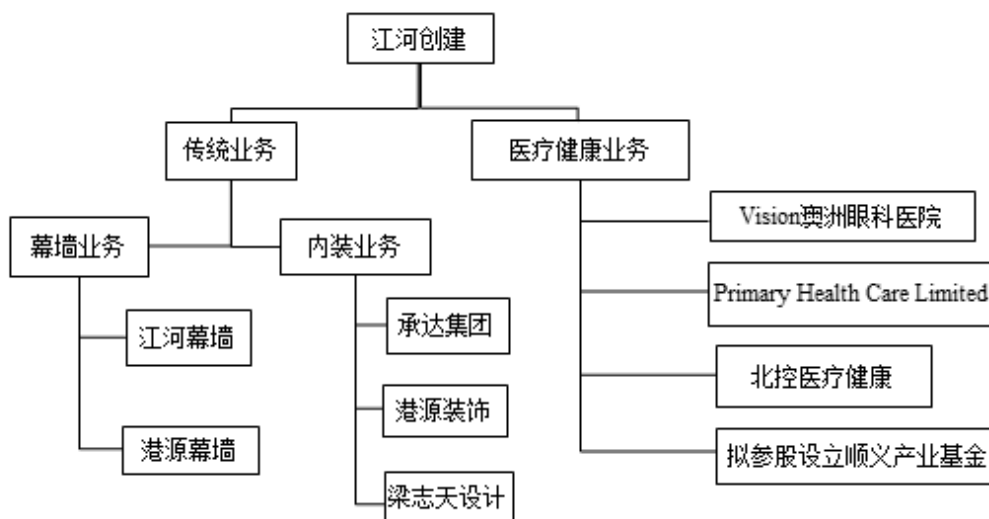
城市	政策	主要内容
北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	在保障性住房中实施全装修成品交房，努力将保障性住房建设成为绿色保障性住房，在提高保障性住房的安全性、健康性和舒适性基础上，有效促进节能减排、提高材料利用效率、减少现场建筑垃圾及环境污染。实施范围：北京市公共租赁住房、经济适用住房、限价商品住房、棚户区改造安置房及自住型商品住房全面实施全装修成品交房。
上海	《关于进一步强化绿色建筑发展推进力度提升建筑性能的若干规定》	加强绿色建筑、装配式建筑发展，全面提升建筑质量和品质。1.公共租赁住房、廉租房、外环线以内及八个低碳发展实践区、六大重点功能区域装配式商品住宅应同步实施全装修，鼓励采用室内装修工业化生产方式。2.新建民用建筑应在外门窗、建筑排水管道等方面应满足相关环保节能技术要求。3.装配式建筑项目推行设计、施工一体化总承包模式，并在政府投资项目中率先采用。4.提高集约化生产，提高专业集成部品的使用。装配式建筑项目（实施外墙内保温项目除外），装配式建筑外墙与保温材料、外窗、外墙面砖饰面等部品构件应一体化预制，外窗框刚度应满足抗变形性能要求；鼓励整体卫浴、橱柜收纳等装饰装修部品的集成使用。

资料来源：公开资料，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司在原有建筑装饰业务的基础上，开始涉足医疗健康业务。目前，公司旗下拥有江河、港源、梁志天、承达、Vision 五个品牌，主营业务包括建筑装饰和医疗健康两个板块，其中建筑装饰业务包括建筑幕墙和室内装饰。

图6 公司主营业务介绍



资料来源：公开资料，鹏元整理

2015 年，公司实现主营业务收入 1,615,189.71 万元，同比增长 1.59%，增速较小。其中幕墙业务收入 855,890.06 万元，同比下降 12.41%，主要系受国内经济环境影响施工节奏放缓，同时公司加强控制国内市场项目中标质量所致；内装业务收入 750,902.18 万元，同比增长 22.54%，主要来自承达集团的港澳业务，内装业务收入在一定程度上弥补了公司幕墙业务收入的下滑；医疗健康行业收入 8,397.47 万元¹，全部来源于澳洲眼科医院 Vision。从公司主营业务结构来看，2015 年内装业务占主营业务收入比重由 2014 年的 38.54% 上升至 46.49%，主营业务收入对幕墙系统业务的依赖继续下降，公司从占用资源较大的幕墙系统向周转更快的内装业务拓展有了较明显成效。2015 年公司实现海外收入（主要来自承达集团及港澳地区幕墙业务）481,033.30 万元，同比增长 15.61%，占主营业务收入的比重为 29.78%，占比较 2014 年上升 3.61 个百分点。

受宏观经济增速放缓、市场竞争激烈等因素影响，2015 年公司毛利率略有下降。幕墙业务毛利率为 13.81%，下降了 0.08 个百分点，内装业务毛利率为 15.38%，下降了 1.45 个百分点。

表4 2014-2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
幕墙	855,890.06	13.81%	977,160.38	13.89%

¹ Vision 于 2015 年 10 月 30 日纳入合并报表范围，8,397.47 万元为合并报表以后 Vision 实现的营业收入。

内装	750,902.18	15.38%	612,795.84	16.83%
医疗健康	8,397.47	21.14%	-	-
主营业务合计	1,615,189.71	14.58%	1,589,956.23	15.02%
其他业务	469.25	20.59%	417.33	39.18%
合计	1,615,658.96	14.58%	1,590,427.67	15.03%

资料来源：公司 2015 年报，鹏元整理

受宏观经济增速放缓及控制中标质量等因素影响，2015年公司幕墙业务收入及中标金额均出现下降；公司继续剥离经营较差的海外幕墙业务，海外幕墙业务拖累已基本释放

公司幕墙系统业务主要聚焦于大都市、大客户、大项目开拓市场。国内市场主要集中在以环渤海、长三角、珠三角三大经济圈为主体的东部地区，以武汉为中心的中部地区和以成渝经济区为中心的西部地区。海外市场方面，公司目前主要集中在中国港澳市场、以新加坡、印尼为中心的东南亚市场。

2015年，公司幕墙中标方面典型性项目突出，其中江河幕墙中标青岛新机场航站楼、天津周大福塔楼及群楼、上海国际金融中心、深圳湾一号T7项目、海西金谷广场等项目；港源幕墙中标星空科技园二期工程、金宇新天地项目以及吉视传媒信息枢纽中心等项目。

从公司新承接项目情况来看，2015年公司新承接幕墙项目个数虽有所增加，但项目中标金额及收入却有所下降。具体来看，2015年公司新承接项目133个，同比增加12.71%；金额合计817,505.56万元，同比下降16.14%。其中，国内市场新承接幕墙项目130个，同比增加15.04%，金额778,510.56万元，同比下降13.78%；海外市场新承接项目3个，同比下降40.00%，金额38,995.00万元，同比下降45.80%。从项目合同规模来看，2015年1亿元以上的项目占比19.55%，占比较2014年降低；新中标项目平均合同额为6,146.66万元，单体工程项目合同额有所下降。2015年公司实现幕墙业务收入855,890.06万元，同比下降12.41%。

表5 2014-2015年公司新中标幕墙工程项目情况

项目	2015 年	2014 年	2015 年同比变动
当年新中标项目个数（单位：个）	133	118	12.71%
其中：中国大陆（单位：个）	130	113	15.04%
海外（单位：个）	3	5	-40.00%
一亿元以上项目个数（单位：个）	26	31	-16.13%
当年新中标项目金额（单位：万元）	817,505.56	974,846.00	-16.14%
其中：中国大陆（单位：万元）	778,510.56	902,895.65	-13.78%
海外（单位：万元）	38,995.00	71,950.35	-45.80%
当年实现收入（单位：万元）	855,890.06	977,160.38	-12.41%

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司幕墙业务在手订单总额为1,367,900.00万元，较2014年末下降2.04%。其中，中国大陆订单占比为90.90%，海外订单占比9.10%。总体来看，虽然公司在手订单规模略有下降，但是仍保持在较高水平，随着公司承建的项目的不断投入，公司需要的流动资金将不断增加，将给公司带来较大的资金周转压力。

表6 截至2014年末及2015年末公司幕墙业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）

区域	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
中国大陆	1,243,362.00	90.90%	1,291,191.36	92.47%
海外（含港澳地区）	124,538.00	9.10%	105,202.12	7.53%
合计	1,367,900.00	100.00%	1,396,393.48	100%

资料来源：公司提供

近年，海外幕墙业务对公司业绩拖累较大，2014年，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，公司仅作为产品和服务供应商，集中精力做好方案设计、产品生产和出口，减少海外项目当地的项目管理环节，缩短管理和运营链条，规避当地施工运营产生的不确定性风险。跟踪期内，公司继续剥离了经营情况较差的海外幕墙公司，转让墨西哥江河全部股权，并注销越南江河及泰国江河。随着公司对海外幕墙业务的陆续剥离，海外幕墙业务拖累已基本释放。

表7 2015年公司海外三家子公司股权处置情况

子公司名称	股权处置比例	股权处置价款(万元)	股权处置方式	丧失控制权的时点
墨西哥江河	100.00%	611.69	转让	2015.04.30
泰国江河	100.00%	-	注销	2015.12.11
越南江河	100.00%	80.50 ²	注销	2015.06.30
合计	-	692.19	-	-

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

跟踪期内，公司内装业务收入保持增长趋势，但内装业务子公司盈利能力分化明显，承达集团收入及利润均大幅增长，港源装饰及梁志天设计盈利能力不及预期

公司涉及内装业务的子公司主要包括港源装饰、梁志天设计及承达集团。港源装饰以建筑装饰工程为主，梁志天设计主营建筑物的室内设计，承达集团主要业务为酒店、公寓及写字楼装饰。2015年，港源装饰中标典型项目包括欣港城二期项目、甘肃商会大厦等项目；承达集团中标澳门美高梅新酒店、澳门路易十三酒店等项目；梁志天设计中标贵州恒丰贵阳中心住宅项目、上海闸北区大统路地块住宅项目等项目。

² 80.50 万元为公司应付越南江河的往来款，注销越南江河时将应付往来款视同股权处置价款。

2015年，因行业环境不景气，公司内装业务新中标项目及金额均有所下降，但当年实现收入仍有所增长，主要系前期中标项目陆续完工确认收入所致。具体来看，2015年公司内装业务新中标项目482个，同比减少16.90%；合同金额648,219.57万元，同比减少26.48%；实现内装业务收入750,902.18万元，同比增长22.54%。

表8 2014-2015年公司内装业务订单情况

项目	2015 年	2014 年	2015 年同比变动
当年新中标项目个数（单位：个）	482	580	-16.90%
其中：中国大陆（单位：个）	396	486	-18.52%
海外（单位：个）	86	94	-8.51%
一亿元以上项目个数（单位：个）	13	18	-27.78%
当年新中标项目金额（单位：万元）	648,219.57	881,726.06	-26.48%
其中：中国大陆（单位：万元）	507,600.57	474,322.61	7.02%
海外（单位：万元）	140,619.00	407,403.44	-65.48%
当年实现收入（单位：万元）	750,902.18	612,795.84	22.54%

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司内装业务在手订单752,850.00万元，同比减少9.39%。其中，中国大陆507,885.00万元，占比67.46%；海外市场（主要集中在港澳地区）244,965.00万元，占比32.54%。公司内装业务在手订单有所下降，未来公司内装业务收入能否维持持续增长存在一定的不确定性。

表9 截至2014年末及2015年末公司内装业务在手订单按区域分布情况（单位：万元）

区域	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
中国大陆	507,885.00	67.46%	406,545.24	48.93%
海外（含港澳地区）	244,965.00	32.54%	424,342.11	51.07%
合计	752,850.00	100.00%	830,887.35	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，尽管公司内装业务收入增长明显，但港源装饰、梁志天设计以及承达集团之间的盈利能力分化明显。具体而言，2015年，港源装饰实现营业收入309,575.53万元，同比下降1.98%，净利润12,752.99万元，同比下降35.60%，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为12,066.79万元，未达到《利润补偿协议》³中承诺数22,335.19万元，需按照协议履行补偿义务，未完成业绩承诺主要系宏观经济下行及楼堂馆所等大型政府项目订单骤减所致。2016年3月31日，公司收到补偿义务人北京城建集团有限责任公司、自然人

³ 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》。

王波支付的业绩补偿款2,746.74万元。为了加快港源装饰市场化转型，公司于2015年11月10日继续收购港源装饰30%股份，持股比例增加至95%，公司对港源装饰的控制能力进一步提升。2015年，梁志天设计营业收入为20,056.67万元，同比下降15.23%，净利润为1,742.18万元，同比下降72.76%，盈利状况较差，主要系前期人员增加较多以及业务订单不及预期所致。2015年，承达集团营业收入为358,901.27万元，同比增加31.32%，净利润29,786.61万元，同比增长188.03%，盈利状况较佳；2015年12月29日，承达集团在港交所单独上市，募集资金54,809.68万元，减轻了公司对其承担的资金压力。

表 10 2014-2015 年港源装饰、梁志天设计及承达集团主要财务指标（单位：万元）

公司名称	财务指标	2015年	2014年	2015年同比变动
港源装饰	总资产	367,767.63	330,302.23	11.34%
	净资产	132,920.68	122,518.95	8.49%
	营业收入	309,575.53	315,833.57	-1.98%
	净利润	12,752.99	19,802.87	-35.60%
梁志天设计	总资产	42,448.21	41,304.05	2.77%
	净资产	33,503.56	32,611.08	2.74%
	营业收入	20,056.67	23,660.63	-15.23%
	净利润	1,742.18	6,395.31	-72.76%
承达集团	总资产	228,802.26	150,651.29	51.86%
	净资产	115,328.60	49,970.66	130.79%
	营业收入	358,901.27	273,301.65	31.32%
	净利润	29,786.61	10,341.67	188.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体而言，2015年公司内装业务收入保持增长趋势，但内装业务子公司盈利能力分化明显，承达集团港澳业务收入较佳，港源装饰及梁志天设计盈利能力不及预期。

跟踪期内，公司收购澳大利亚最大眼科连锁医院 Vision，持股北控医疗及 Primary，正式布局医疗健康产业；医疗并购资金需求加大，双主业转型存在不确定性

2015 年，公司开始进军医疗健康产业，一方面通过收购国外专科医院，计划将技术与运营模式复制到国内；另一方面联手国内医疗机构以发挥其本土资源优势。同时，公司还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有成长性的机构。

跟踪期内，公司通过子公司收购眼科医院 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。Vision 的专业技术出众，在过去 20 年中取得了多项第

一：第一家在白内障手术中使用超声乳化术、第一家采用 CMICS 同轴微切口白内障手术、南半球首家激光白内障手术诊所等。2015 年，Vision 实现营业收入 52,823.65 万元，净利润 4,977.91 万元。2016 年 3 月，公司与 Vision 共同出资设立中外合资企业北京江河威视眼科医疗有限公司，未来计划将技术与运营模式复制到国内。

表 11 2014-2015 年 Vision 主要财务指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
流动资产	12,859.32	10,469.07
非流动资产	49,859.86	50,012.27
资产合计	62,719.18	60,481.34
流动负债	23,245.35	21,652.32
非流动负债	6,708.46	6,394.44
负债合计	29,953.81	28,046.76
营业收入	52,823.65	-
净利润	4,977.91	-

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年 7 月，公司与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，加强双方在医疗健康领域的合作。2015 年 11 月，公司斥资 1.68 亿元，通过协议转让及公开市场操作等方式购买北控医疗 3.25 亿股，占北控医疗 5.21% 的股份，为公司进一步扩大医疗健康业务及转型发展创造有利条件。此外，公司陆续通过二级市场买入 Primary（澳大利亚证券交易所上市公司，代码 PRY）股票，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。截至 2016 年 4 月末，公司持有 Primary 15.93% 的股份，为 Primary 第一大股东。

截至 2016 年 4 月末，公司在医疗健康行业的投资支出约为 24 亿元，未来健康医疗业务有望成为公司新的利润增长点，但随着未来在医疗健康领域的进一步拓展和并购，公司将面临较大的资金压力，且医疗并购存在并购风险，双主业转型能否成功存在一定的不确定性。

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2015年审计报告。财务报表采用新会计准则编制。2015年公司新增纳入合并报表范围子公司1家，减少纳入合并报表范围子公司3家。

资产结构与质量

公司资产规模有较大增长，但应收账款和存货占比仍较高，对公司营运资金占用较多。因收购 Vision，2015 年公司资产规模有较大增长。2015 年末，公司资产总计 2,233,235.48 万元，同比增长 12.66%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2015 年末流动资产占总资产的比重为 83.02%，较 2014 年末下降 4.46 个百分点，主要系公司合并 Vision 使无形资产和商誉等非流动性资产增加所致。

表12 2014-2015年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	350,857.84	15.71%	249,501.62	12.59%
应收账款	1,093,305.66	48.96%	1,036,314.04	52.28%
预付款项	39,121.25	1.75%	40,484.17	2.04%
存货	313,887.13	14.06%	353,428.15	17.83%
流动资产合计	1,854,094.31	83.02%	1,734,075.26	87.48%
固定资产	111,934.35	5.01%	98,609.01	4.97%
无形资产	89,562.21	4.01%	50,133.98	2.53%
商誉	120,028.28	5.37%	63,384.26	3.20%
非流动资产合计	379,141.17	16.98%	248,132.26	12.52%
资产总计	2,233,235.48	100.00%	1,982,207.52	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。2015 年末，公司货币资金达 350,857.84 万元，占总资产的比重为 15.71%，同比增长 40.62%，主要系公司经营活动现金流较好所致。2015 年末，共计 67,634.97 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，受限资金占货币资金的比重为 19.28%。2015 年末，公司应收账款净额为 1,093,305.66 万元，同比增长 5.50%，占资产比重至 48.96%，下降 3.32 个百分点，主要系部分应收 2014 年剥离的六家海外子公司款项回款所致，2014 年转让基准日应收 6 家子公司的款项余额合计为人民币 114,308.21 万元，截至 2015 年 12 月 31 日已累计收回人民币 57,682.81 万元，公司的大股东江河源为上述应收款项余额的回收提供连带责任担保，回收风险较小。从 2015 年末公司应收账款

的账龄来看，账龄在 1 年以内的占比为 46.28%，1-2 年的占比为 32.70%，2-3 年的占比 13.44%，3 年及以上的占比 7.58%，应收账款账龄有所增加。2015 年末公司应收账款总额 1,252,599.05 万元，共计提 159,293.39 万元坏账准备。公司应收账款规模较大，符合行业特征，但是较长的回款周期给公司经营效率和运营资金造成较大的压力。

公司预付款项主要为预付的材料款，2015 年变化不大。公司存货主要由原材料、库存商品（主要是用于在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，2015 年公司加强库存管理，存货规模同比下降 11.19%，但是存货规模仍较大，2015 年末达 313,887.13 万元，占总资产的比重为 14.06%。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。跟踪期内，受公司购买港源装饰 30%股权及并购 Vision 影响，公司无形资产和商誉规模均有较大增长。2015 年末，公司商誉合计 120,028.28 万元，其中 2015 年收购 Vision 确认商誉 56,012.39 万元。

总体来看，公司资产规模有较大增长，但应收账款和存货占比仍较高，对公司营运资金占用较多，且账龄较长的应收账款占比提高，坏账风险提升。

资产运营效率

跟踪期内，公司资产运营效率有所下降

因跟踪期内公司应收账款规模有所增加，且 2014 年初公司应收账款规模相对较小，2015 年平均应收账款规模明显高于 2014 年水平，进而导致 2015 年公司应收账款周转率下滑明显；2015 年公司继续加强库存管理，存货规模有所下降，存货周转率明显加快；而公司应付账款规模有所上升，且增加幅度高于营业成本增幅，应付账款周转天数也有所上升。2015 年公司净营业周期为 89.24 天，较 2014 年略有下降。

2015 年，因营业收入增速放缓及资产规模增长较快，公司流动资产和总资产周转率均大幅下降。整体来看，2015 年公司资产运营效率有所下降。

表13 2014-2015年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	241.03	189.53
存货周转天数	87.04	102.95
应付账款周转天数	238.83	194.75
净营业周期	89.24	97.72
流动资产周转天数	399.76	344.72
总资产周转天数	469.64	396.07

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受宏观经济增速放缓等因素影响，公司收入及利润增速均有所下滑

2015年公司实现营业收入1,615,658.96万元，同比增长1.59%，增速明显放缓。其中，幕墙业务收入855,890.06万元，同比下降12.41%，主要系受宏观经济增速放缓及控制中标质量等因素影响所致；内装业务收入750,902.18万元，同比增长22.54%，公司对幕墙系统业务的依赖继续下降，公司从占用资源较大的幕墙系统向周转更快的内装业务拓展有了较明显成效。

毛利率方面，受宏观经济增速放缓、市场竞争激烈等因素影响，2015年公司毛利率略有下降。2015年，公司期间费用率为8.77%，较2014年下降了0.20个百分点，主要系公司精简人员以及转变内部经营机制采取措施导致管理费用下降所致。

2015年，公司资产减值损失共计40,476.25万元，主要系应收账款坏账损失增加所致。2015年公司实现营业利润34,220.61万元，同比增长2.64%，增速下降19.86个百分点；实现利润总额39,558.29万元，同比增长1.37%，增速下降了27.09个百分点。

表14 2014-2015年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	1,615,658.96	1,590,427.67
销售费用	21,288.54	21,035.76
管理费用	97,366.61	102,444.09
财务费用	23,112.27	19,174.51
资产减值损失	40,476.25	36,406.85
投资收益	619.05	-4,892.74
营业利润	34,220.61	33,339.66
营业外收入	6,056.41	5,430.49
利润总额	39,558.29	39,025.08
净利润	34,447.04	37,926.70
综合毛利率	14.58%	15.03%
期间费用率	8.77%	8.97%
营业利润率	2.12%	2.10%
总资产回报率	2.70%	3.03%
净资产收益率	5.64%	7.23%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

跟踪期内，经营活动现金流量净额表现较好，但营运资金占用仍较大，且随着对医疗

健康领域的布局，未来将持续对筹资活动有所依赖

2015 年公司收现比为 1.00，较 2014 年有所上升，经营回款情况有所好转。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 99,705.47 万元，同比增加 234.27%。但公司经营性应收项目对营运资金占用仍在增加，且考虑到目前公司幕墙业务和内装业务在手订单规模较大，行业的结算模式使得未来工程项目的实施将对公司流动资金形成持续的占用，未来公司营运资金压力仍较大。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金净流出 138,613.37 万元，较 2014 年大幅增长，主要系支付购买梁志天设计股权欠款及收购 Vision 所致。

筹资活动方面，2015 年筹资活动现金净流入 144,714.69 万元，同比增长 1,046.84%，主要系发行中期票据及承达集团上市募集资金所致。随着公司承建工程项目的不断增加，以及对医疗健康领域的布局，未来将持续对筹资活动有所依赖。

表 15 2014-2015 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	1.00	0.92
净利润	34,447.04	37,926.70
营运资本变化	-557.71	-66,937.47
其中：存货减少（减：增加）	40,122.82	28,626.51
经营性应收项目的减少（减：增加）	-98,433.93	-335,743.78
经营性应付项目的增加（减：减少）	57,753.40	240,179.81
经营活动产生的现金流量净额	99,705.47	29,827.44
投资活动产生的现金流量净额	-138,613.37	9,954.64
筹资活动产生的现金流量净额	144,714.69	12,618.58
现金及现金等价物净增加额	100,614.59	52,662.30

资料来源：公司 2015 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，偿债压力有所加重

跟踪期内，因购买港源装饰30%股份及承达集团上市，公司资本公积有所增加，所有者权益相应增加。而随着中期票据的发行，公司负债总额也有较大增长。2015年末，公司负债与所有者权益比率为247.21%，较2014年末变动不大，权益对负债的覆盖仍较弱。

表 16 2014-2015 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	1,590,048.33	1,403,560.18

所有者权益	643,187.15	578,647.34
负债与所有者权益比率	247.21%	242.56%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以流动负债为主，2015年末，流动负债为1,431,511.98万元，占总负债的比重为90.03%。

公司流动负债仍主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2015年末，公司短期借款共270,130.19万元，同比增长31.52%，其中信用借款1.16亿元，保证借款25.85亿元。公司应付票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，跟踪期内略有下降。2015年，公司应付账款有所增加，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。公司预收账款主要为收到的工程预付款，2015年同比增长9.89%。2015年末，公司其他应付款16,318.86万元，同比减少47.01%，主要系支付购买梁志天设计股权欠款所致。公司非流动负债主要由本期债券以及2015年8月发行的中期票据构成，其中中期票据发行规模为7亿元，期限为3年。

表17 2014-2015年公司主要债务结构（单位：万元）

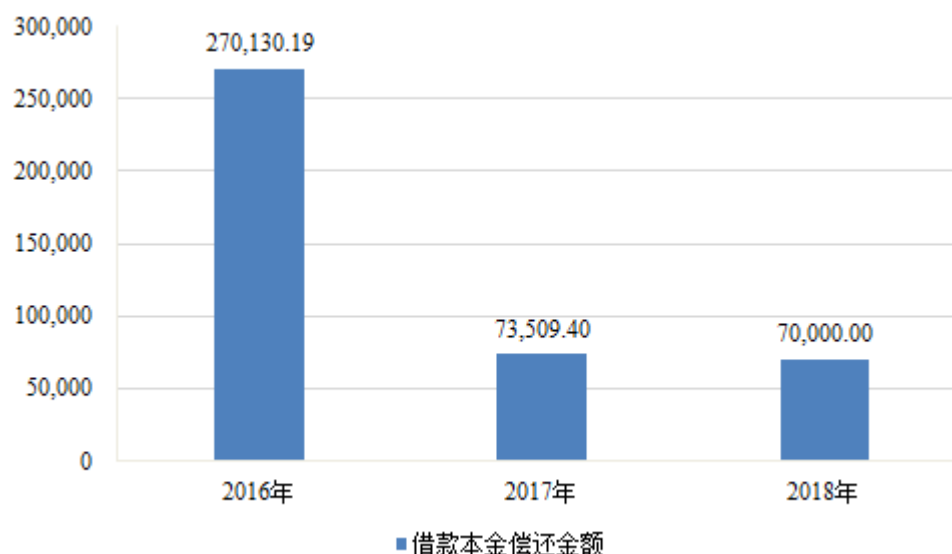
项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	270,130.19	16.99%	205,385.29	14.63%
应付票据 ⁴	281,260.20	17.69%	298,377.62	21.26%
应付账款	661,414.99	41.60%	590,050.41	42.04%
预收款项	151,648.50	9.54%	138,000.91	9.83%
其他应付款	16,318.86	1.03%	30,798.21	2.19%
流动负债合计	1,431,511.98	90.03%	1,304,382.97	92.93%
应付债券	142,701.78	8.97%	89,367.22	6.37%
非流动负债合计	158,536.35	9.97%	99,177.21	7.07%
负债合计	1,590,048.33	100.00%	1,403,560.18	100.00%
其中：有息负债	414,717.01	26.08%	296,527.54	21.13%

资料来源：公司 2015 年审计报告，公司整理

截至2015年末，包括短期借款、长期借款和应付债券在内的有息负债总额为414,717.01万元，较2014年末大幅增加。其中，短期有息负债合计272,015.24万元，短期刚性债务压力较大；长期有息负债142,701.78万元，主要为本期债券剩余金额及中期票据，分别于2017年12月和2018年8月到期。

图7 截至2015年12月31日公司主要有息负债本金偿还计划（单位：万元）

⁴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。



资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，从财务弹性来看，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，截至2015年末，公司资产负债率为71.20%，较2014年末上升了0.39个百分点，资产负债率较高，债务压力较大。公司流动比率和速动比率指标仍表现较弱，短期偿债压力仍较大。2015年，公司EBITDA规模有所上升，但因利息支出大幅上升，EBITDA利息保障倍数有所下降，但仍表现较好。

表18 2014-2015年公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	71.20%	70.81%
流动比率	1.30	1.33
速动比率	1.08	1.06
EBITDA（万元）	70,153.48	65,137.68
EBITDA 利息保障倍数	4.06	4.66
有息负债/EBITDA	5.91	4.55

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

（一）公司未决诉讼存在一定的或有风险

（1）公司与鑫宏达集团有限公司（下称：被告一）及中国建设银行股份有限公司徐

州城中支行（下称：被告二）分包合同纠纷：公司沙特分公司经公司授权于 2011 年 12 月 7 日与被告一签订了《沙特 HARAMAIN High Speed Railway KAEC STATION 工程钢结构分包合同》，暂定合同总价为 860.95 万美元。被告二应被告一的申请，于 2012 年 2 月 8 日向公司出具预付款退款保函和履约保函，公司沙特分公司于 2012 年 3 月 2 日向被告一支付 258.28 万美元的预付款。由于被告一未能按合同约定履行义务，公司于 2013 年 5 月 14 日向江苏省徐州市中级人民法院提起诉讼，请求判令被告一返还原告预付款及赔偿相关损失，被告二承担连带保证责任。目前该案仍在江苏省高级人民法院进行二审审理中，法院正在组织各方进行和解。截至 2015 年 12 月 31 日，公司已按账龄对涉及款项计提坏账准备 671.08 万元。

（2）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《青岛温泉岭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《青岛温泉岭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。

（3）公司所属子公司北京承达与唐山市盛世金苑实业有限公司（下称“原告”）施工合同纠纷：2013 年 10 月 5 日北京承达与原告签定了工程承包合同为原告开发的唐山盛世花园酒店提供精装修服务，约定合同总价 12,300.00 万元，工期从 2013 年 10 月 15 日到 2015 年 9 月 15 日，历经两次合同变更后双方于 2014 年 8 月 21 日确定合同总价为 48,00.00 万元。2015 年 1 月 15 日，原告以北京承达拖延工期、工程存在质量问题为由单方面通知北京承达解除合同，2015 年 3 月 13 日原告向唐山市路北区人民法院申请对北京承达进行财产保全，唐山市路北区人民法院分别于 2015 年 3 月 13 日、18 日出具了（2015）北民保字第 13-1 号及（2015）北民保字第 13-1 号的民事裁定书，裁定冻结北京承达银行存款 901.00 万元。2015 年 3 月 19 日原告将北京承达起诉至唐山市路北区人民法院，请求北京承达返还超付工程款及不合格工程修复费、违约金、电费和其他诉讼费用共计 994.05 万

元。北京承达于 2015 年 5 月 26 日以原告单方面解除施工合同违反合同约定、拖欠已完工工程款等为由向唐山市路北区人民法院提起反诉，请求判定原告支付拖欠工程款、赔偿设备和材料损失及违约金等共计 767.26 万元。目前此案正在进行技术鉴定过程中。

(4) 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 2015 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。

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

(6) 公司所属子公司港源装饰与邹城市择邻山庄（以下简称“被告”）合同纠纷：2009 年 6 月 5 日、2009 年 10 月 25 日港源装饰与被告签订两份《建设工程施工合同》，港源装饰已按合同约定履行义务，工程完工并通过了被告及有关各方的验收，被告累计向港源装饰支付工程款 11,040.00 万元，港源装饰于 2012 年 10 月 20 日向被告提交了《邹城市择邻山庄扩建工程结算书》，被告拒不办理结算且一直未支付剩余款项，2015 年 10 月 19 日，港源装饰以被告不按合同约定支付港源装饰工程款为由向山东省高级人民法院提起诉讼，请求判定被告按照合同约定支付工程余款及相应违约利息，目前此案正在进一步审理

中。截至 2015 年 12 月 31 日，该工程账面应收款项余额 7,192.00 万元，按账龄已计提坏账准备 1,438.34 万元。

（7）公司所属子公司港源装饰与黄恒银不当得利纠纷：2007 年港源装饰与北京恒银博瑞国际贸易有限公司（以下简称“恒银贸易公司”）共同出资设立北京国门港源谐庭房地产开发有限公司（以下简称“国门谐庭”）。在 2007 年 9 至 12 月成立国门谐庭期间，恒银贸易公司法定代表人黄恒银以办理工商登记及办理前期土地投标等事宜为由从港源装饰支取共计 1,820.00 万元，其中 1,720.00 万元被黄恒银私自挪用。港源装饰于 2015 年 12 月 16 日向北京市朝阳区人民法院亚运村法庭提起诉讼，请求判令并强制执行黄恒银及其所属公司连带偿还港源装饰 1,720.00 万元及相应利息损失，目前此案正在审理中。截至 2015 年 12 月 31 日，公司对所涉长期股权投资累计计提减值准备 1,173.75 万元，对所涉往来 222.00 万元按账龄计提坏账准备金额 222.00 万元。

（二）对外担保

截至 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保 121,519.90 万元，全部为上年已出售六家海外子公司的存续保函担保，并由公司大股东江河源提供反担保。

七、评级结论

跟踪期内，内装业务子公司承达集团业绩大幅增长，且在港交所成功上市，减轻了公司对其负担的资金压力；目前公司在手订单充足，持续发展较有保障；公司成功收购国外优质医疗资源，医疗健康业务有望成为公司新的利润增长点。

同时我们也关注到，受宏观经济增速放缓及控制中标质量等因素影响，公司幕墙业务有所下滑；港源装饰和梁志天设计收入及利润均未达预期；对医疗健康领域的布局使得公司面临较大的资金压力；应收账款规模仍较大，营运资金压力较重；刚性债务进一步攀升，流动性压力有所加重；未决诉讼较多，公司存在一定的资产减值风险。

基于以上情况，鹏元下调公司主体长期信用等级为AA，下调本期债券信用等级为AA，评级展望调整为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：			
货币资金	350,857.84	249,501.62	189,693.72
应收票据	19,691.64	14,112.96	1,651.97
应收账款	1,093,305.66	1,036,314.04	622,536.81
预付款项	39,121.25	40,484.17	38,248.12
应收利息	-	-	45.68
其他应收款	34,861.00	35,813.65	39,456.62
存货	313,887.13	353,428.15	419,476.02
划分为持有待售的资产	-	1,228.23	-
其他流动资产	2,369.78	3,192.43	667.06
流动资产合计	1,854,094.31	1,734,075.26	1,311,776.00
非流动资产：			
可供出售金融资产	26,389.80	-	-
持有至到期投资	16.13	16.13	1.61
长期股权投资	319.02	319.02	63,629.62
投资性房地产	445.74	497.11	547.83
固定资产	111,934.35	98,609.01	70,150.58
在建工程	-	10,917.35	9,369.50
无形资产	89,562.21	50,133.98	20,908.34
商誉	120,028.28	63,384.26	22,891.82
长期待摊费用	489.98	1,194.75	1,039.42
递延所得税资产	29,955.66	23,060.66	17,074.47
非流动资产合计	379,141.17	248,132.26	205,613.19
资产总计	2,233,235.48	1,982,207.52	1,517,389.19
流动负债：			
短期借款	270,130.19	205,385.29	198,768.21
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	-	286.21	-
应付票据	281,260.20	298,377.62	215,177.22
应付账款	661,414.99	590,050.41	358,542.16
预收款项	151,648.50	138,000.91	146,609.27
应付职工薪酬	20,042.56	16,549.85	14,867.30
应交税费	26,285.88	20,118.77	11,798.06
应付利息	2,525.76	1,284.25	895.81
应付股利	-	3,531.46	235.86

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
其他应付款	16,318.86	30,798.21	3,464.50
一年内到期的非流动负债	1,885.05	-	-
流动负债合计	1,431,511.98	1,304,382.97	950,358.39
非流动负债：			
长期借款	-	1,775.03	1,743.44
应付债券	142,701.78	89,367.22	89,164.83
预计负债	357.83	13.44	13.44
递延收益	6,887.49	5,936.84	5,587.69
递延所得税负债	8,589.26	2,084.67	395.12
非流动负债合计	158,536.35	99,177.21	96,904.52
负债合计	1,590,048.33	1,403,560.18	1,047,262.91
所有者权益：			
股本	115,405.00	115,405.00	112,000.00
资本公积	269,270.02	216,293.88	177,854.57
其他综合收益	1,730.81	2,802.35	3,012.56
专项储备	-	1,631.14	-
盈余公积	19,943.73	19,042.32	19,042.32
未分配利润	189,625.14	168,802.20	153,476.68
归属于母公司所有者权益合计	595,974.70	523,976.89	465,386.13
少数股东权益	47,212.45	54,670.45	4,740.14
所有者权益合计	643,187.15	578,647.34	470,126.27
负债和所有者权益总计	2,233,235.48	1,982,207.52	1,517,389.19

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	1,615,658.96	1,590,427.67	1,190,204.79
其中：营业收入	1,615,658.96	1,590,427.67	1,190,204.79
二、营业总成本	1,582,057.40	1,551,909.06	1,171,252.75
其中：营业成本	1,380,052.70	1,351,402.63	997,893.83
营业税金及附加	19,761.02	21,445.22	9,252.03
销售费用	21,288.54	21,035.76	17,638.95
管理费用	97,366.61	102,444.09	98,106.18
财务费用	23,112.27	19,174.51	27,778.88
资产减值损失	40,476.25	36,406.85	20,582.88
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）		-286.21	-
投资收益（损失以“－”号填列）	619.05	-4,892.74	8,263.25
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	34,220.61	33,339.66	27,215.29
加：营业外收入	6,056.41	5,430.49	3,081.61
减：营业外支出	718.73	-254.93	-82.47
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	39,558.29	39,025.08	30,379.37
减：所得税费用	5,111.25	1,098.38	2,127.87
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	34,447.04	37,926.70	28,251.50
归属于母公司所有者的净利润	31,252.81	27,690.09	29,083.22
少数股东损益	3,194.23	10,236.62	-831.72

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项 目	2015 年	2014 年	2013 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	1,613,970.16	1,463,036.57	1,159,338.70
收到的税费返还	4,628.62	6,617.16	5,457.07
收到其他与经营活动有关的现金	12,352.92	16,897.03	2,648.52
经营活动现金流入小计	1,630,951.71	1,486,550.76	1,167,444.30
购买商品、接受劳务支付的现金	1,344,279.65	1,250,332.67	994,601.66
支付给职工以及为职工支付的现金	111,064.29	110,404.04	101,325.91
支付的各项税费	36,273.31	52,703.72	28,757.64
支付其他与经营活动有关的现金	39,628.98	43,282.89	63,625.46
经营活动现金流出小计	1,531,246.23	1,456,723.32	1,188,310.67
经营活动产生的现金流量净额	99,705.47	29,827.44	-20,866.37
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	-	-
取得投资收益收到的现金	657.33	515.39	6,516.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,001.39	1,454.94	1,382.94
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	2,033.91	45,028.94	2,317.10
投资活动现金流入小计	5,291.24	46,999.27	10,216.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,257.38	31,521.67	27,100.45
投资支付的现金	25,350.89	767.73	61,745.00
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	143,904.62	37,044.63	88,845.45
投资活动产生的现金流量净额	-138,613.37	9,954.64	-78,628.55
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	54,809.68	-	-
取得借款收到的现金	261,141.43	217,188.44	272,190.02
发行债券收到的现金	69,559.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	19,945.00	34,000.00	-
筹资活动现金流入小计	405,455.11	251,188.44	272,190.02
偿还债务支付的现金	226,070.70	204,442.88	200,307.56
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29,427.14	24,472.84	28,633.83
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	881.36	1,623.12	-

支付其他与筹资活动有关的现金	5,242.59	9,654.15	19,386.08
筹资活动现金流出小计	260,740.43	238,569.86	248,327.47
筹资活动产生的现金流量净额	144,714.69	12,618.58	23,862.55
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-5,192.19	261.64	2,424.48
五、现金及现金等价物净增加额	100,614.59	52,662.30	-73,207.90
加：期初现金及现金等价物余额	182,608.28	129,945.98	203,153.88
六、期末现金及现金等价物余额	283,222.88	182,608.28	129,945.98

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	34,447.04	37,926.70	28,251.50
加：资产减值准备	40,476.25	36,406.85	21,090.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,476.66	8,057.76	5,979.21
无形资产摊销	3,144.78	3,362.78	3,405.05
长期待摊费用摊销	684.17	719.77	648.81
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）	-78.22	-35.84	-152.44
公允价值变动损失（收益以“—”号填列）		286.21	-
财务费用（收益以“—”号填列）	18,188.07	13,824.11	13,864.67
投资损失（收益以“—”号填列）	-619.05	4,892.74	-8,263.25
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-5,394.83	-8,681.77	-7,527.83
递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）	-61.70	5.59	-563.46
存货的减少（增加以“—”号填列）	40,122.82	28,626.51	-96,059.16
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-98,433.93	-335,743.78	-170,709.86
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	57,753.40	240,179.81	189,170.11
经营活动产生的现金流量净额	99,705.47	29,827.44	-20,866.37

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2015 年	2014 年	2013 年
有息负债（万元）	414,717.01	296,527.54	289,676.48
资产负债率	71.20%	70.81%	69.02%
流动比率	1.30	1.33	1.38
速动比率	1.08	1.06	0.94
综合毛利率	14.58%	15.03%	16.16%
期间费用率	8.77%	8.97%	12.06%
总资产回报率	2.70%	3.03%	3.14%
应收账款周转天数	241.03	189.53	168.79
存货周转天数	87.04	102.95	134.22
应付账款周转天数	238.83	194.75	183.17
净营业周期	89.24	97.72	119.84
流动资产周转天数	399.76	344.72	367.21
总资产周转天数	469.64	396.07	417.65
负债与所有者权益比率	247.21%	242.56%	222.76%
EBITDA（万元）	70,153.48	65,137.68	53,374.36
EBITDA 利息保障倍数	4.06	4.66	4.12
有息负债/EBITDA	5.91	4.55	5.43
收现比	1.00	0.92	0.97

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015年末公司纳入合并报表范围一级子公司情况

序号	子公司	简称	持股比例（%）	
			直接	间接
1	北京江河钢结构工程有限公司	江河钢构	100.00	-
2	上海江河幕墙系统工程有限公司	上海江河	100.00	-
3	广州江河幕墙系统工程有限公司	广州江河	100.00	-
4	江河澳门幕墙有限公司	澳门江河	99.01	0.99
5	江河新加坡幕墙有限公司	新加坡江河	100.00	-
6	江河幕墙香港有限公司	香港江河	100.00	-
7	江河幕墙马来西亚有限公司	马来西亚江河	100.00	-
8	大连江河幕墙系统工程有限公司	大连江河	100.00	-
9	江河幕墙印度有限公司	印度江河	99.00	1.00
10	江河幕墙智利有限公司	智利江河	99.00	-
11	江河幕墙印度尼西亚有限公司	印尼江河	99.00	1.00
12	江河幕墙阿塞拜疆有限公司	阿塞拜疆江河	99.00	1.00
13	北京江河创展投资管理有限公司	江河创展	100.00	-
14	成都江河幕墙系统工程有限公司	成都江河	100.00	-
15	长春江河幕墙工程有限公司	长春江河	100.00	-
16	北京江河幕墙系统工程有限公司	北京江河	100.00	-
17	成都江河创建实业有限公司	成都创建	51.00	-
18	北京港源建筑装饰工程有限公司	港源装饰	26.25	68.75

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

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

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录七 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。