

浙江亚厦装饰股份有限公司

2012 年公司债券 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
【328】号 01

债券剩余规模:

92,334.61 万元

债券到期日期: 2017 年
7 月 13 日

债券偿还方式: 每年付
息, 到期还本, 附第三
年投资者回售选择权

分析师

姓名:
秦风明 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
qinfm@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

浙江亚厦装饰股份有限公司 2012 年公司债券 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	稳定
评级日期	2016 年 06 月 17 日	2015 年 06 月 09 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对浙江亚厦装饰股份有限公司 (以下简称“亚厦装饰”或“公司”) 及其 2012 年 7 月 13 日发行的公司债券 (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资质较好, 在手订单较多, 为未来业务收入提供较好的支撑, 公司注重研发创新和业务转型升级; 同时我们也关注到建筑行业增长速度显著下滑, 公司收入及盈利有所下降, 应收账款规模持续增加且规模较大, 有息债务增长较快等风险因素。

正面:

- 公司建筑资质较好, 具有行业领先地位。公司连续十一年蝉联中国建筑装饰百强企业第二名, 是建筑装饰企业资质等级最高的企业之一, 在公共建筑装饰、住宅精装修、建筑幕墙等细分市场具有行业领先的地位。
- 公司在手订单充足。截至 2015 年末, 公司在手订单约 140 亿元, 在手订单较多, 为未来收入提供较好的支撑。
- 公司注重研发创新和业务转型升级。公司加快推进信息化建设, 运用 3D 建筑打印、VR、BIM 等新兴技术, 在项目研发、投标、实施中的发挥了积极的作用。公司还积极转型, 向产业链上下游延伸, 发力互联网家装、智能家居和 3D 建筑打印等新兴业务。2015 年建筑智能化业务实现营业收入 5.27 亿元, 同比增长 259.80%。

关注：

- **建筑行业增长速度显著下滑。**2015 年全社会建筑业增加值为 46,456 亿元，同比增长 6.8%，增速同比降低 2.3 个百分点。
- **公司收入及盈利大幅下滑。**受建筑业和房地产业进入低增长周期影响，2015 年公司实现营业收入 89.69 亿元，同比下降 30.57%；实现利润总额 6.90 亿元，同比下降 44.66%，收入规模和盈利水平下降较为显著。
- **应收账款规模持续增加且规模较大，存在一定的坏账风险。**截至 2015 年末，公司应收账款账面价值为 113.38 亿元，同比增长 4.41%，占总资产比重为 63.66%，公司应收款项规模较大，对公司营运资本形成较大占用，同时截至 2015 年末，公司计提坏账准备 9.37 亿元，应收账款账期有所延长，未来仍存在一定的坏账风险。
- **有息债务增长较快，偿债压力有所增加。**截至 2015 年末，公司负债规模为 111.85 亿元，有息债务规模为 18.94 亿元，较上年增长 14.36%，公司负债经营程度仍较高，偿债压力有所增加。

主要财务指标：

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,703,254.02	1,841,625.83	1,774,001.08	1,269,557.18
归属于母公司所有者权益合计（万元）	705,488.45	694,494.98	645,869.01	432,858.12
有息债务（万元）	180,892.04	189,402.59	165,624.87	129,094.02
资产负债率	57.03%	60.73%	61.93%	65.04%
流动比率	1.67	1.55	1.52	1.46
速动比率	1.50	1.45	1.43	1.40
营业收入（万元）	190,559.85	896,852.37	1,291,711.23	1,214,294.74
营业利润（万元）	11929.61	68277.26	124,532.27	105,145.57
利润总额（万元）	11,987.35	69,028.20	124,728.92	105,889.45
综合毛利率	16.60%	16.68%	18.90%	17.91%
总资产回报率	-	4.20%	8.60%	9.88%
EBITDA（万元）	-	82,500.04	135,828.34	116,065.49
EBITDA 利息保障倍数	-	11.82	21.69	20.62
经营活动现金流净额（万元）	-101,406.60	3,293.03	14,792.45	12,962.77

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2012年7月13日，经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江亚厦装饰股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2012]724号）核准，公司公开发行10亿元公司债券，债券期限为2012年7月13日至2017年7月13日，发行利率为5.20%，扣除相关费用后实际募集资金98,578万元。

本期债券起息日为2012年7月13日，按年计息，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。2013年至2017年每年的7月13日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的7月13日。本期债券的兑付日为2017年7月13日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年7月13日。本期债券第三次付息日为2015年7月13日，已按时足额付息。

截至2015年12月31日本期债券兑付情况如下：

表1 截至2015年12月31日本期债券本息累计兑付情况（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7月13日	100,000.00	-	5,200.00	100,000.00
2014年7月13日	100,000.00	-	5,200.00	100,000.00
2015年7月13日	100,000.00	7,665.39	5,195.84	92,334.61

资料来源：公司提供，鹏元整理

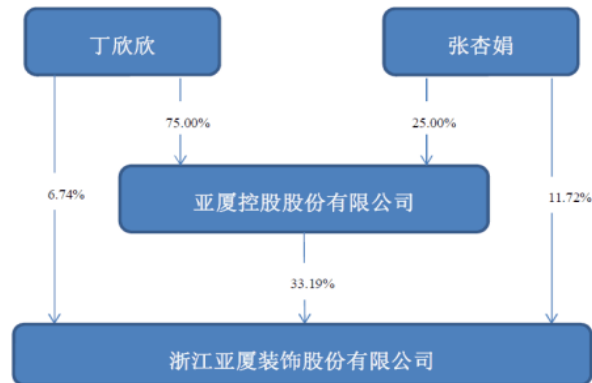
截至2015年12月31日，本期债券募集资金已全部用于补充流动资金、偿还公司债务，调整负债结构。

二、发行主体概况

2015年，公司注册资本为133,813.72万元，实收资本为133,932.57万元，较上年增长50.20%，主要系2015年5月公司资本公积转增股本，增加股本44,604.32万元；

截至2015年末，亚厦控股有限公司（以下简称“亚厦控股”）持有公司股权比例为33.19%，自然人丁欣欣和张杏娟夫妇持有亚厦控股的全部股权，同时直接持有公司18.46%的股权，为公司的实际控制人。

图1 截至2015年末公司股权结构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司2015年新纳入合并范围子公司共计2家，分别为浙江蘑菇加电子商务有限公司（以下简称“蘑菇加商务”）、浙江蘑菇加装饰设计工程有限公司（以下简称“蘑菇加设计”）；不再纳入合并范围子公司为厦门市万安软件科技有限公司（以下简称“万安科技”）。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2015年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江蘑菇加电子商务有限公司	58.19%	2,000	电子商务技术开发服务等	新设
浙江蘑菇加装饰设计工程有限公司	58.19%	2,000	装饰工程设计及施工	新设
2、2015年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	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
厦门市万安软件科技有限公司	65.00%	60	计算机软件开发、代理、咨询	企业注销

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为1,841,625.83万元，归属于母公司所有者权益合计为694,494.98万元，资产负债率为60.73%。2015年度，公司实现营业收入896,852.37万元，实现利润总额69,028.20万元，经营活动现金净流入3,293.03万元。

截至2016年3月31日，公司资产总额为1,703,254.02万元，归属于母公司所有者权益合计为705,488.45万元，资产负债率为57.03%。2016年1-3月，公司实现营业收入190,559.85万元，实现利润总额11,987.35万元，经营活动现金净流出101,406.60万元。

三、运营环境

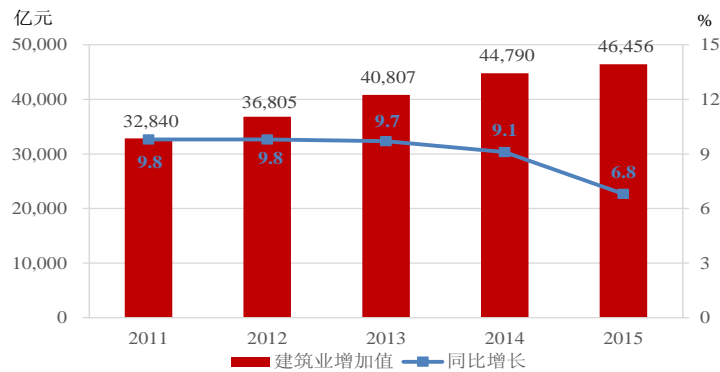
建筑行业 and 房地产行业已换挡至低速增长长期，对建筑装饰行业的市场需求造成一定影

响

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年建筑行业整体增长速度明显下滑。具体来看，2015年全社会建筑业增加值为46,456亿元，同比增长6.8%，增速同比降低2.3个百分点。

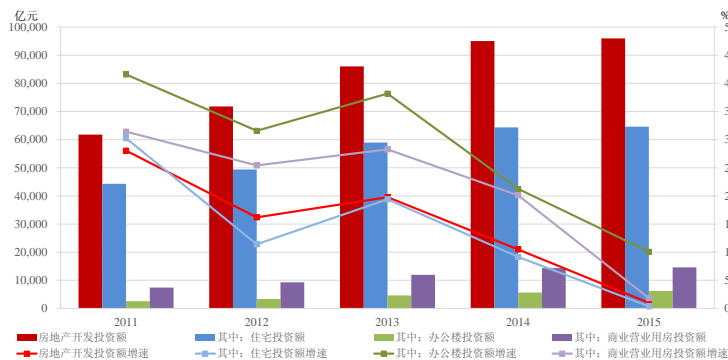
图2 2011-2015年中国建筑业增加值情况



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3 2011年-2015 年中国房地产开发投资情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

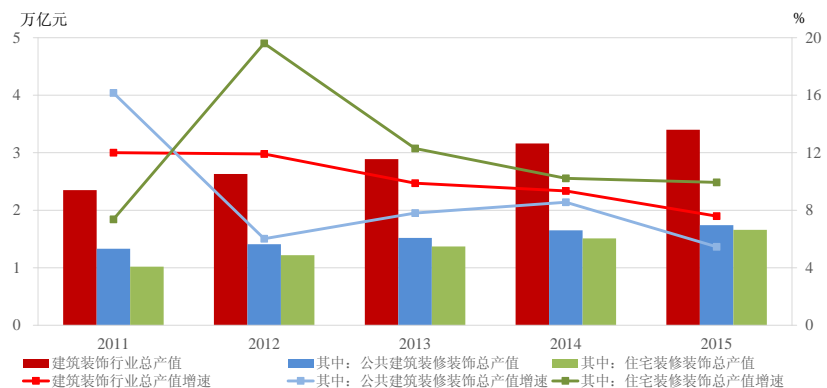
建筑装饰行业整体增长，但受建筑业和房地产业进入低增长周期影响，增速有所放缓。建筑装饰行业的市场需求来源于两部分，一是新开发建筑的初始装饰需求；二是由存

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。

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（商品房装修、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产值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



资料来源：中国建筑装饰行业协会，鹏元整理

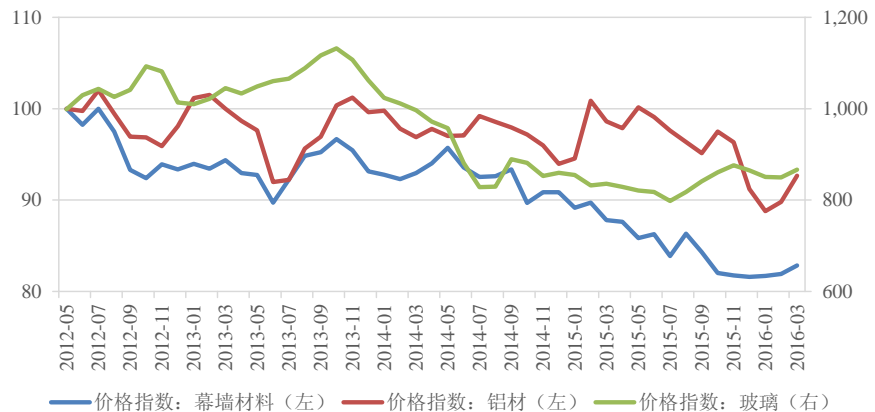
建筑装饰行业竞争呈白热化状态，成本价格成了竞争关键，主要原材料价格波动较大，生产企业控制成本难度进一步加大

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中下降趋势，整体来看，原材料价格波动较大，给企业生产成本带来较大波动性。

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

四、经营与竞争

公司连续十一年蝉联中国建筑装饰百强企业第二名，是建筑装饰企业资质等级最高的企业之一，在公共建筑装饰、住宅精装修、建筑幕墙等细分市场具有行业领先的地位。2015年受建筑业和房地产业进入低增长周期的影响，公司订单实际履约率有一定的下降，公司采取收缩自保的稳健经营策略，使得公司营业收入和营业利润均有所下滑，分别为896,852.37万元和68,277.26万元，同比下降30.57%和45.17%。其中，建筑装饰工程收入和建筑幕墙收入合计占公司收入的比重为87.45%，依然是公司主要收入来源，但所占比重较去年有所下滑。2015年公司综合毛利率为16.68%，较去年同期下降2.22个百分点，盈利能力有所下降。2014-2015年及2016年一季度公司营业收入和毛利率具体情况如下表所示。

表3 2014-2015年及2016年一季度公司营业收入分产品构成情况（单位：万元）

项 目	2016年1季度		2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑装饰工程	110,535.76	16.97%	479,411.82	16.61%	789,239.03	19.97%

建筑幕墙	61,501.28	16.73%	304,891.17	16.22%	438,136.76	17.11%
设计	1,605.79	15.18%	13,743.56	23.67%	15,015.51	13.46%
木制品销售	6,584.63	-9.44%	18,992.88	4.38%	17,811.19	5.96%
景观工程	3,928.62	8.91%	27,027.56	12.57%	16,625.35	21.77%
建筑智能化	6,403.77	20.42%	52,697.57	25.12%	14,646.35	32.55%
主营业务收入	190,559.85	16.60%	896,764.55	16.70%	1,291,474.19	18.90%
其他业务收入	-	-	87.82	-187.48%	237.04	28.46%
营业收入	190,559.85	16.60%	896,852.37	16.68%	1,291,711.23	18.90%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

受建筑业和房地产业进入低增长周期影响，2015年公司建筑装饰工程、建筑幕墙收入规模较去年有所下降

公司建筑装饰业务主要面向政府公共基础设施，2015年度公司参与设计并完成了多个办公行政空间、高级星级酒店、金融机构、轨道交通、宗教、医院等项目的施工任务，公司在公共建筑装饰业务领域优势显著。但受建筑业和房地产业进入低增长周期影响，公司订单增速下降，部分项目施工进度放缓，2015年公司建筑装饰工程实现收入47.94亿元，同比减少39.26%，占公司营业收入比重由2014年的61.10%下降至53.45%，比重持续下滑；2015年建筑幕墙收入规模为30.49亿元，同比下降30.41%，建筑幕墙收入占公司营业收入的比重保持稳定，为34.00%。同时，2015年公司建筑装饰工程和建筑幕墙业务毛利率均有一定下滑，主要是由于优质订单下降所致。

表4 2015年公司承接的公共建筑装饰业务情况

各主要细分市场	代表性项目
办公行政空间	杭州G20首脑峰会主会场、阿里巴巴支付宝总部大楼、深圳国际邮轮中心、青岛国际航运中心、连云港新世界文化艺术中心、南昌商联中心、江苏大剧院
高端星级酒店	北京宝格丽酒店、苏州中心W酒店、三亚海棠湾亚特兰蒂斯酒店
金融机构	青岛银行总部大楼、华夏银行杭州分行新大楼、交通银行金融服务中心（合肥）项目、宣城皖南农村商业银行综合楼
轨道交通	重庆江北国际机场、青岛地铁、合肥地铁
宗教、医院	江苏省人民医院、宁波明州医院、枣庄市立医院、绍兴兜率天宫

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司建筑智能化业务实现营业收入为5.27亿元，同比增长259.80%，主要系2014年业务收入仅反映厦门万安智能有限公司（以下简称“万安智能”）2014年11-12月业务经营情况；此外，由于项目管理人员对项目持续进行优化，项目的最终实际成本会较预计总成本略有下降，而四季度为工程决算高峰期，四季度的收入和毛利率会较前三季度高，因此2015年建筑智能化的毛利率较2014年有所下降。

2015年公司设计、木制品销售、景观工程等其他业务收入合计为5.98亿元，占营业收入

入比重为6.67%，占比较小。其中，设计业务毛利率较去年同期上涨10.21个百分点，主要系2014年11月并购的子公司万安智能设计毛利率为60%以上，以及2015年公司本部加快BIM技术在设计领域的应用，使公司本部设计毛利率由2014年的12.5%提高至2015年的20%左右；景观工程业务毛利率有一定的下降，主要系子公司景观园林承接的新工程质量一般。公司其他业务收入主要为投资性房地产租金收入，由于2015年投资性房地产租金收入下降较大，而折旧成本不变，使得毛利率大幅下降。

公司注重研发创新和业务转型升级，向互联网家装发展，发力智能家居和建筑3D打印业务

在建筑装饰行业不景气的大背景下，公司积极转型，向产业链上下游延伸，逐步形成“一体”（互联网家装）+“两翼”（智能家居与3D打印）的战略布局，构筑以信息化为基础的建筑装饰工业化项目研发体系，运用3D建筑打印、VR、BIM等新兴技术，在项目研发、投标、实施中的发挥了积极的作用。初步实现企业以技术创新为动力，重构建筑装饰行业生态圈的战略目的。

2015年公司推出家装品牌“蘑菇+”以进入家装领域，以B2B2C模式提供全包家装服务，2016年4月18日“蘑菇+”官网上线，截至2016年5月末，网上预约订单约三千七百单，已签订单约五百单，家装战略布局初步形成。“蘑菇+”首创“VR装饰”业务模式，借助VR技术为客户提供视觉化体验，实现“蘑菇+”互联网家装的模式升级；目前，公司拥有建筑装饰行业唯一一家国家住宅产业化基地，凭借联营企业盈创建筑科技（上海）有限公司（以下简称“盈创科技”），实施建筑装饰装配化构件系统性开发，2015年盈创科技的3D打印建筑商业化取得突破，为米兰世博会打印KPI馆A馆，为阿联酋迪拜建造世界上首座3D打印办公楼，与MR VARUN SHARMA & ASSOCIATES、韩国现代建设集团等签订合作协议书，抢占3D打印建筑市场。公司的BIM技术团队在项目的投标、项目实施过程中发挥了积极的作用，进一步提高了建筑装饰工业化项目的研发工作效率和工作进程，在上海外滩金融中心、连云港文化中心、江苏大剧院、G20主会场等重大项目中得到了应用和推广。

公司新承接订单金额减少，但在手订单较多，为未来业务收入提供一定支撑

2015年受宏观经济和固定资产投资增速下降的影响，公司新承接订单金额120亿元，较2014年新承接订单172亿元下降30.23%，但随着房地产业的回暖，2016年前四个月公司订单增长40%左右。从具体业务来看，2015年新承接订单中，建筑装饰64.22亿元，占新增订单比重为53.52%；幕墙装饰41.02亿元，占新增订单比重为34.18%；建筑智能化6.34亿元，占新增订单比重为5.28%；其他业务（设计、木质品销售、景观工程）8.39亿元，占新增订单比重为6.99%。

表5 2015年公司新增订单情况（单位：万元）

业务类型	订单金额	订单占比
建筑装饰工程	642,240.00	53.52%
幕墙装饰工程	410,160.00	34.18%
设计合同	16,800.00	1.40%
木制品销售	29,160.00	2.43%
景观工程	37,920.00	3.16%
建筑智能化	63,360.00	5.28%
其他	360.00	0.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从区域来看，浙江省省内业务趋于饱和，且公司品牌在浙江省具有较好的口碑，2015年新增订单42.35亿元，同比下降5.23%；而省外业务受宏观经济增长下行的影响程度较高，新承接订单77.65亿元，同比下降39.01%，下降幅度较大。

表6 2014-2015年公司新承接项目区域分布情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
当年新承接项目金额	1,200,000.00	1,720,000.00
其中：浙江省	423,534.64	446,924.76
其他地区	776,465.36	1,273,075.24

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年末，扣除双方明确不履约合同后，公司在手订单约为140亿元，2015年新签订约120亿元，年度新签订单按照施工进度已经履行完毕和正在履行的订单约为34%。公司在手订单较多，为未来业务收入提供一定支撑。

表7 截至2015年末公司部分在手订单情况（单位：万元）

序号	项目名称	合同总金额	完工比例	已结转收入	已结转成本
1	江苏中洋豪生大酒店室内装修工程	30,000.00	75.67%	22,700.00	18,468.72
2	上海国际旅游度假区GC-10园区五精装修工程	28,971.89	98.00%	28,392.45	16,535.76
3	杭州国际博览中心工程项目改造区装饰工程	27,300.00	98.00%	26,754.00	18,256.93
4	湘湖壹号花园项目一期III标段装饰工程	19,343.00	75.00%	14,507.25	11,335.97
5	杭州凯悦酒店G20国峰会装修升级改造	15,000.00	13.33%	2,000.00	1,484.80
6	金华世贸中心大酒店1-30层室内装修工程	15,000.00	11.33%	1,700.00	1,443.86
7	镇江何家湾小学地块1号楼内装饰工程	14,975.44	61.61%	9,226.67	7,139.09
8	绍兴大香林风景区兜率天宫装饰工程	11,925.08	99.30%	11,841.60	8,261.88
9	宿迁江苏运河文化体育会展中心幕墙装饰工程	10,800.00	30.00%	3,240.00	2,656.80

	合计	173,315.41	120,361.97	85,583.81
--	----	------------	------------	-----------

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司应收账款规模较大且持续增长，建造合同形成的已完工未结算资产规模增长较快，对营运资本形成一定的占用；同时，在建项目涉及资金较大，公司面临较大资金压力。受整体行业环境影响，公司与客户决算周期延长，公司应收账款规模持续扩大。截至2015年末，公司应收账款规模为113.38亿元，较2014年增长4.41%，公司应收账款规模占总资产比重由2014年的61.22%上升至2015年的61.57%，占总资产的比重较大且持续上升，需关注公司后续回款情况。

截至2015年末，公司存货规模为9.43亿元，较2014年增长9.06%，其中存货科目中“建造合同形成的已完工未结算资产”规模为7.75亿元，较上年增长8.24%，增长速度较快，对营运资本形成一定的占用。

从公司收现比指标来看，2015年公司收现比为0.93，高于2014年的0.65。公司经营活动现金生成能力有所提高，主要系公司2015年采取收缩自保的稳健经营策略，严控经营风险，加强项目进度款催收，加快完工工程的审计进度。

表8 2014-2015年及2016年1季度公司应收账款、收现比及经营活动现金流情况（单位：万元）

项 目	2016年1季度	2015年	2014年
应收账款余额	1,084,299.58	1,133,818.93	1,085,974.33
应收账款余额占总资产比重	63.66%	61.57%	61.22%
应收账款余额占流动资产比重	74.19%	71.60%	71.88%
收现比	1.24	0.93	0.65
经营活动现金流量净额	-101,406.60	3,293.03	14,792.45

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，鹏元整理

截至2015年底，公司在建项目分别为杭州新建总部办公大楼和子公司万安智能办公大楼。在建项目总投资共计83,000.00万元，其中杭州新建总部办公大楼已投资32,737.89万元，万安智能办公大楼已投资2,002.76万元，累计已投资34,740.65万元，后续仍需投入资金48,259.35万元。公司在建项目投资规模较大，存在较大资金压力。

表9 截至2015年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	开工日期	计划完工日期	总投资	已投资	工程进度
总部大楼建设项目	2013年10月8日	2017年3月	65,000.00	32,737.89	55.00%
万安智能办公大楼	2013年11月6日	2017年12月	18,000.00	2,002.76	14.00%
合计			83,000.00	34,740.65	

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体来看，公司应收账款规模较大且持续增长，建造合同形成的已完工未结算资产规模增长较快，对营运资本形成了较大占用，未来需进一步关注资金回收拖延给公司经营效

率和资金运转造成的压力，以及应收款项回收风险。同时，在建项目涉及资金较大，公司面临较大资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

本财务分析的基础为公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，公司报表按照新会计准则编制。2015年，由于应收账款风险特征在合同履行的在建、竣工、决算等不同阶段存在明显差异，为使财务报表数据与实际管理相结合，公司将应收款项由原来按客户划分调整为按客户与项目划分，对相关坏账准备计提进行会计估计变更。

2015年公司合并报表范围增加蘑菇家商务、蘑菇加设计两家子公司，减少万安科技一家子公司，合并范围子公司的变化情况详见表2。

资产结构与质量

公司应收款项规模较大且占比逐步提升，较大程度占用公司营运资金，随着应收账款账期的拉长，公司回款风险加大

截至2015年末，公司资产规模达到184.16亿元，同比增长3.81%，增长幅度较小。从结构来看，公司资产结构变动较小，仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	125,661.20	7.38%	236,948.76	12.87%	254,674.10	14.36%
应收账款	1,084,299.58	63.66%	1,133,818.93	61.57%	1,085,974.33	61.22%
其他应收款	55,716.80	3.27%	51,839.11	2.81%	51,933.43	2.93%
存货	143,817.64	8.44%	94,290.02	5.12%	86,459.98	4.87%
流动资产合计	1,461,539.25	85.81%	1,583,635.51	85.99%	1,510,867.16	85.17%
长期应收款	37,091.16	2.18%	52,091.16	2.83%	65,652.41	3.70%
固定资产	50,450.31	2.96%	51,591.67	2.80%	46,432.69	2.62%
在建工程	37,091.59	2.18%	36,425.43	1.98%	30,631.11	1.73%
无形资产	44,831.44	2.63%	44,913.79	2.44%	45,589.87	2.57%
商誉	34,332.20	2.02%	34,332.20	1.86%	34,764.71	1.96%

非流动资产合计	241,714.76	14.19%	257,990.31	14.01%	263,133.92	14.83%
资产总计	1,703,254.02	100.00%	1,841,625.83	100.00%	1,774,001.08	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款等构成。截至2015年末，公司货币资金规模236,948.76万元，同比下降6.96%，货币资金中使用受到限制的部分金额为15,699.68万元，主要为保函保证金和银行承兑汇票保证金；2015年末，公司应收账款账面余额为1,227,489.62万元，计提坏账准备93,670.69万元，计提比例为7.63%，应收账款账面价值为1,133,818.93万元，同比增长4.41%，占总资产比例为61.57%，公司应收账款规模较大，需关注资金回收风险。2015年公司将应收款项由原来按客户划分调整为按客户与项目划分，从各项目应收账款账龄来看，建筑装饰、幕墙装饰等行业1年以内的占比为54.01%，1-2年的占比31.07%，2年以上的占比为14.92%，建筑智能化行业1年以内的占比为72.31%，1-2年的占比18.07%，2年以上的占比为9.62%，相比2014年而言，公司应收账款账期拉长，未来回收风险加大。2015年末，前五名应收账款期末余额共计84,985.36万元，占应收账款期末余额合计数的比例为6.92%，应收账款集中度较低。

截至2015年末，公司其他应收款为51,839.11万元，数额基本保持稳定，其他应收款主要为投标保证金、履约保证金及其他保证金等，2015年末保证金余额为47,201.66万元，占比91.05%。截至2015末，公司存货规模为94,290.02万元，同比增长9.06%，其中存货中“建造合同形成的已完工未结算资产”账面价值77,522.67万元，占存货比重为82.22%，同比增长8.24%，主要系部分工程项目增加的工程量，而公司在项目审定前，无法确定预计工程量，因此存货暂未结转至成本。

非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产等组成。长期应收款为分期收款确认收入所形成的款项，2015年末，账面价值为52,091.16万元，同比下降20.66%，主要系公司回收1.5亿元项目工程款。2015年末，公司无形资产账面价值为44,913.79万元，主要为土地使用权，占比97.27%，其中已有2,684.65万元土地被抵押，公司土地抵押比例较低。2015年公司南京办公大楼项目完工并转入固定资产，使得公司固定资产规模提高，截至2015年末公司固定资产账面价值为51,591.67万元，同比增长11.11%，固定资产中正在办理权证的有红帆蓝调二楼办公室，账面价值为624.19万元，公司无用于抵押、担保等权利受限的固定资产。公司在建工程规模为36,425.43万元，较上年增长18.92%，主要为公司2013年新建总部大楼持续投入和2014年度新建的万安智能办公大楼。2015年公司商誉减少432.51万元，主要是将因收购大连正泰开宇装饰有限公司产生的商誉转入至划分为持有待售的资产。

总体来看，公司应收账款和长期应收款构成的应收款项占总资产的比重较大，对公司

的资金形成了较大程度的占用，同时随着应收账款规模的上升以及账期的延长，公司面临的账款回收风险有所增加。

资产运营效率

2015年公司净营业周期大幅增长，资产运营效率降低，公司营运资金压力有所增加

受公司营业收入下降和应收账款规模上升的影响，2015年应收账款周转天数较2014年大幅增加，同时，受工程项目积压影响，存货周转天数有所上升。2015年公司应付账款基本稳定，为缓解公司现金流压力，公司向上游供应商付款节奏有所放缓，导致应付账款周转天数延长。综合影响下，公司净营业周期大幅增加至101.57天，营运资金压力有所增加。

受营业收入下降和应收账款等增加的影响，2015年公司流动资产和总资产周转效率大幅下降，2015年流动资产周转天数和总资产周转天数分别由2014年的358.64天、424.12天增加至621.07天和725.66天，整体资产周转效率下降较为明显。

表11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	445.52	252.29
存货周转天数	43.54	23.52
应付账款周转天数	387.49	243.20
净营业周期	101.57	32.62
流动资产周转天数	621.07	358.64
固定资产转天数	19.67	12.77
总资产周转天数	725.66	424.12

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司收入有所下降，且期间费用的上升对利润造成一定的侵蚀

公司2015年实现营业收入89.69亿元，同比下降30.57%。从毛利率水平来看，受子公司万安智能合并期间的影响，2015年公司建筑智能化业务、设计业务毛利率有所增加，但收入占比较大的建筑装饰工程和幕墙装饰工程毛利率有所下降，带动公司综合毛利率水平较上年下降了2.22个百分点。期间费用方面，2015年公司期间费用率水平较上年有所上升，其中，销售费用为18,591.46万元，同比增长51.69%，主要系2015年公司增加投入和拓展新兴业务所致；管理费用为39,313.49万元，同比增长42.81%，主要系2015年公司加大管理及

创新方面的投入力度；公司财务费用为4,124.35万元，同比增长229.26%，主要系2015年公司银行定期存款下降、短期借款增加。公司2015年资产减值损失为-8,422.52万元，与去年相比下降122.84%，主要系公司变更应收账款坏账准备的计提方法，冲回以前年度多计提的坏账损失。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1季度	2015年	2014年
营业收入	190,559.85	896,852.37	1,291,711.23
期间费用率	6.42%	6.92%	3.18%
资产减值损失	1,813.20	-8,422.52	37,206.12
营业利润	11,929.61	68,277.26	124,532.27
利润总额	11,987.35	69,028.20	124,728.92
综合毛利率	16.60%	16.68%	18.90%
总资产回报率	-	4.20%	8.60%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现一般，现金生成能力减弱，运营资金需求压力依然较大

2015年公司盈利水平下降，非付现费用减少，公司经营所得现金（FFO）同比下降56.97%，现金生成能力减弱。公司营运资本减少5.89亿元，较上年有所下降，主要系公司采取收缩自保的稳健经营策略，提高订单质量，加强工程进度款催收。在盈利下降的影响下，公司经营活动产生的现金流量净额由2014年1.48亿元下降至2015年0.33亿元，经营活动现金流减弱。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要为利用闲余资金购买的理财产品到期收回；投资活动现金流出主要为公司收购股权、利用自有流动资金和闲置募集资金购买理财产品和支付办公大楼建设款项。截至2015年末，公司需投资建设的主要项目为总部办公大楼和子公司万安智能办公大楼，总投资为83,000.00万元，已投资34,740.65万元，后续仍需投入资金45,259.35万元，预计2016年的投资活动现金仍将保持较大规模的流出。筹资活动现金流方面，由于2015年公司吸收投资大幅减少，筹资活动现金流入有所下降，使得筹资活动净现金流由2014年的10.39亿元降为2015年的-0.84亿元。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	58,969.76	106,900.39
非付现费用	-1,871.51	42,044.24
非经营损益	6,067.35	-2,162.75

FFO	63,165.60	146,781.89
营运资本变化	-58,809.21	-132,608.46
其中：存货减少（减：增加）	-8,309.04	-2,800.19
经营性应收项目的减少（减：增加）	-61,925.44	-392,156.49
经营性应付项目的增加（减：减少）	11,425.26	262,348.22
经营活动现金流量净额	3,293.03	14,792.45
投资活动的现金流量净额	-19,802.44	-34,931.61
筹资活动产生的现金流量净额	-8,392.23	103,882.52
现金及现金等价物净增加额	-24,655.14	83,743.41

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，有息债务规模较大，偿债压力有所增加

截至2015年末，公司负债总额为111.85亿元，较上年增长1.80%，且主要集中于流动负债，流动负债占比为91.59%，主要系公司短期借款和应付票据费等经营性负债较快增长所致。同时，由于2015年末分配利润增加43,149.82万元，公司所有者权益较上年增加7.08%，使得负债与所有者权益比率较上年降低8.02个百分点，所有者权益对负债的保障能力有所增强。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	971,363.05	1,118,455.81	1,098,654.36
所有者权益合计	731,890.97	723,170.01	675,346.73
负债与所有者权益比率	132.72%	154.66%	162.68%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

有息债务方面，2015年公司新增1.47亿元短期借款、225万元长期借款，并增加票据结算规模，使得公司有息债务规模增长较快。截至2015年末，公司有息负债规模为18.94亿元，较上年增长14.36%，刚性债务增长较快。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,138.01	3.31%	37,038.66	3.31%	22,354.55	2.03%
应付票据	55,319.50	5.70%	59,003.80	5.28%	42,923.72	3.91%
应付账款	694,493.89	71.50%	795,185.66	71.10%	813,405.70	74.04%
应交税费	47,651.10	4.91%	52,860.01	4.73%	69,092.03	6.29%
其他应付款	30,512.47	3.14%	33,517.15	3.00%	33,032.34	3.01%

流动负债合计	877,222.61	90.31%	1,024,347.83	91.59%	997,217.11	90.77%
应付债券	91,934.53	9.46%	91,860.14	8.21%	99,246.60	9.03%
非流动负债合计	94,140.43	9.69%	94,107.98	8.41%	101,437.24	9.23%
负债合计	971,363.05	100.00%	1,118,455.81	100.00%	1,098,654.36	100.00%
有息负债	180,892.04	18.62%	189,402.59	16.93%	165,624.87	15.08%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2015年公司资产负债率为60.73%，较上年降低1.20个百分点，公司负债经营程度仍较高；公司流动比率和速动比率分别为1.55和1.45，基本保持稳定。2015年公司盈利水平有所下降，EBITDA为8.25亿元，同比降低39.26%，对利息支出的保障程度也显著降低。考虑到公司目前负债水平较高，未来利息支出进一步增加，而收入和盈利规模下降较明显，公司偿债压力有所增加。

表16 公司主要偿债指标情况

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	57.03%	60.73%	61.93%
流动比率	1.67	1.55	1.52
速动比率	1.50	1.45	1.43
EBITDA（万元）	-	82,500.04	135,828.34
EBITDA 利息保障倍数	-	11.82	21.69
有息债务/EBITDA	-	2.30	1.22

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

六、评级结论

公司资质较好，具有行业领先地位。2015年公司在手订单较多，为未来业务收入提供较好的支撑，公司注重研发创新和业务转型升级，加快推进信息化建设，向产业链上下游延伸。

同时我们也关注到，受整体行业环境影响，公司营业收入和盈利有所下降，新增订单有所减少，同时与客户决算周期延长，公司应收账款持续增长，占总资产比重较大。此外公司经营活动现金流有所弱化，前期工程投入较大，在宏观经济总体增速放缓的环境下，资金回款速度放慢可能给公司经营效率和资金营运带来一定的压力；公司负债总额规模较大，资产负债率处于较高水平，有息负债规模增长较快，公司偿债压力有所增加。

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

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	125,661.20	236,948.76	254,674.10	166,218.73
应收票据	33,823.03	22,654.79	22,641.41	36,973.50
应收账款	1,084,299.58	1,133,818.93	1,085,974.33	724,508.73
预付款项	11,541.61	10,045.68	7,370.25	6,028.86
应收利息	118.38	124.67	352.70	408.49
应收股利	1,800.00	-	-	-
其他应收款	55,716.80	51,839.11	51,933.43	53,202.55
存货	143,817.64	94,290.02	86,459.98	50,442.97
划分为持有待售的资产	-	32,090.38	-	-
其他流动资产	4,761.02	1,823.17	1,460.96	25,039.62
流动资产合计	1,461,539.25	1,583,635.51	1,510,867.16	1,062,823.45
可供出售金融资产	5.00	5.00	5.00	505.00
长期应收款	37,091.16	52,091.16	65,652.41	70,524.58
长期股权投资	15,436.68	15,447.80	15,283.05	-
投资性房地产	2,387.50	2,429.86	2,599.32	1,311.96
固定资产	50,450.31	51,591.67	46,432.69	45,236.86
在建工程	37,091.59	36,425.43	30,631.11	7,541.55
无形资产	44,831.44	44,913.79	45,589.87	44,711.17
商誉	34,332.20	34,332.20	34,764.71	13,991.47
长期待摊费用	1,541.34	1,747.57	2,562.73	3,608.07
递延所得税资产	18,547.53	19,005.82	19,349.01	12,418.93
其他非流动资产	-	-	264.02	6,884.13
非流动资产合计	241,714.76	257,990.31	263,133.92	206,733.73
资产总计	1,703,254.02	1,841,625.83	1,774,001.08	1,269,557.18
短期借款	32,138.01	37,038.66	22,354.55	16,771.79
应付票据	55,319.50	59,003.80	42,923.72	13,357.47
应付账款	694,493.89	795,185.66	813,405.70	601,979.93
预收款项	11,112.10	10,102.81	9,057.74	16,102.16
应付职工薪酬	2,366.20	6,983.40	4,885.91	2,556.97
应交税费	47,651.10	52,860.01	69,092.03	49,794.80
应付利息	3,454.35	2,272.76	2,465.12	2,450.41
其他应付款	30,512.47	33,517.15	33,032.34	22,516.73
划分为持有待售的负债	-	27,208.59	-	-
一年内到期的非流动负债	175.00	175.00	-	-
流动负债合计	877,222.61	1,024,347.83	997,217.11	725,530.26
长期借款	1,325.00	1,325.00	1,100.00	-

应付债券	91,934.53	91,860.14	99,246.60	98,964.76
递延收益-非流动负债	880.90	922.85	1,090.64	1,258.43
非流动负债合计	94,140.43	94,107.98	101,437.24	100,223.19
负债合计	971,363.05	1,118,455.81	1,098,654.36	825,753.45
实收资本(或股本)	133,979.31	133,932.57	89,169.14	63,543.75
资本公积金	184,839.05	184,384.97	226,905.51	133,883.48
盈余公积金	28,112.16	28,112.16	24,878.89	18,231.46
未分配利润	358,557.93	348,065.28	304,915.46	217,199.44
归属于母公司所有者权益合计	705,488.45	694,494.98	645,869.01	432,858.12
少数股东权益	26,402.52	28,675.03	29,477.72	10,945.61
所有者权益合计	731,890.97	723,170.01	675,346.73	443,803.73
负债和所有者权益总计	1,703,254.02	1,841,625.83	1,774,001.08	1,269,557.18

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录二 合并利润表（万元）

项目	2016年1季度	2015年	2014年	2013年
营业收入	190,559.85	896,852.37	1,291,711.23	1,214,294.74
营业成本	158,934.61	747,243.75	1,047,584.86	996,874.64
营业税金及附加	6,085.03	28,873.84	43,019.61	40,997.32
销售费用	3,651.55	18,591.46	12,256.53	11,036.52
管理费用	7,212.11	39,313.49	27,527.85	26,127.66
财务费用	1,377.24	4,124.35	1,252.62	3,942.53
资产减值损失	1,813.20	-8,422.52	37,206.12	30,170.49
其他经营收益	443.50	1,149.27	1,668.64	-
营业利润	11,929.61	68,277.26	124,532.27	105,145.57
加：营业外收入	149.32	918.57	587.82	1,027.35
减：营业外支出	91.58	167.62	391.18	283.47
其中：非流动资产处置净损失	90.41	106.54	35.18	50.27
利润总额	11,987.35	69,028.20	124,728.92	105,889.45
减：所得税	1,587.06	10,058.44	17,828.53	13,811.63
净利润	10,400.29	58,969.76	106,900.39	92,077.82

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2016年1季度	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	236,523.78	830,797.52	836,510.94	862,195.92
收到的税费返还	-	467.54	217.60	-
收到其他与经营活动有关的现金	20,774.39	111,838.13	100,201.20	50,770.97
经营活动现金流入小计	257,298.17	943,103.20	936,929.74	912,966.90
购买商品、接受劳务支付的现金	239,156.40	534,181.70	540,761.07	595,653.71
支付给职工以及为职工支付的现金	72,553.96	201,985.64	204,224.94	164,178.93
支付的各项税费	13,341.46	59,656.58	52,674.13	44,157.16
支付其他与经营活动有关的现金	33,652.95	143,986.25	124,477.14	96,014.34
经营活动现金流出小计	358,704.77	939,810.17	922,137.29	900,004.13
经营活动产生的现金流量净额	-101,406.60	3,293.03	14,792.45	12,962.77
收回投资收到的现金	33,840.00	95,500.00	184,550.00	-
取得投资收益收到的现金	182.26	984.51	1,497.28	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	119.07	102.22	79.97	105.25
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-90.98	-	1,521.48	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	150.00	-	936.96
投资活动现金流入小计	34,050.35	96,736.73	187,648.72	1,042.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,607.17	15,456.77	17,108.09	36,745.23
投资支付的现金	36,840.00	95,500.00	174,462.01	25,557.22
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	5,525.60	31,010.23	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	56.80	-	-
投资活动现金流出小计	40,447.17	116,539.17	222,580.33	62,302.45
投资活动产生的现金流量净额	-6,396.83	-19,802.44	-34,931.61	-61,260.25
吸收投资收到的现金	526.73	2,748.74	117,036.28	800.00
取得借款收到的现金	500.00	41,355.34	13,170.00	4,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	1,839.65
筹资活动现金流入小计	1,026.73	44,104.08	130,206.28	6,639.65
偿还债务支付的现金	3,080.00	33,993.32	11,610.00	3,850.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	353.90	16,302.99	14,713.76	11,725.08
支付其他与筹资活动有关的现金	-	2,200.00	-	5,281.78
筹资活动现金流出小计	3,433.90	52,496.31	26,323.76	20,856.86
筹资活动产生的现金流量净额	-2,407.17	-8,392.23	103,882.52	-14,217.21
汇率变动对现金的影响	11.89	246.49	0.05	-

现金及现金等价物净增加额	-110198.71	-24,655.14	83,743.41	-62,514.68
期初现金及现金等价物余额	221,340.07	245,995.21	162,251.81	224,766.49
期末现金及现金等价物余额	111,141.36	221,340.07	245,995.21	162,251.81

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	58,969.76	106,900.39	92,077.82
加：资产减值准备	-8,422.52	37,206.12	30,170.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,003.59	3,401.48	2,885.26
无形资产摊销	1,400.78	161.71	121.98
长期待摊费用摊销	1,146.64	1,274.93	1,540.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	89.93	24.42	48.80
财务费用	6,783.50	6,204.30	5,628.78
投资损失	-1,149.27	-1,668.64	-
递延所得税资产减少	-47.75	-6,722.82	-4,889.33
存货的减少	-8,010.11	-2,800.19	-604.48
经营性应收项目的减少	-61,833.43	-392,156.49	-270,615.44
经营性应付项目的增加	11,425.26	262,348.22	156,850.37
其他	-1,063.36	619.02	-251.51
经营活动产生的现金流量净额	3,293.03	14,792.45	12,962.76
现金的期末余额	221,340.07	245,995.21	162,251.81
减：现金的期初余额	245,995.21	162,251.81	224,766.49
现金及现金等价物净增加额	-24,655.14	83,743.41	-62,514.69

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年1季度	2015年	2014年	2013年
有息债务(万元)	180,892.04	189,402.59	165,624.87	129,094.02
资产负债率	57.03%	60.73%	61.93%	65.04%
负债与所有者权益比率	132.72%	154.66%	162.68%	186.06%
流动比率	1.67	1.55	1.52	1.46
速动比率	1.50	1.45	1.43	1.40
综合毛利率	16.60%	16.68%	18.90%	17.91%
总资产回报率	-	4.20%	8.60%	9.88%
EBITDA(万元)	-	82,500.04	135,828.34	116,065.49
EBITDA利息保障倍数	-	11.82	21.69	20.62
应收账款周转天数	-	445.52	252.29	186.49
存货周转天数	-	43.54	23.52	17.93
应付账款周转天数	-	387.49	243.20	187.93
净营业周期	-	101.57	32.62	16.50
流动资产周转天数	-	621.07	358.64	290.25
固定资产转天数	-	19.67	12.77	12.34
总资产周转天数	-	725.66	424.12	334.77
收现比	1.24	0.93	0.65	0.71

资料来源：公司2013-2015年审计报告及2016年一季报，鹏元整理

附录五 截至2015年末公司应收账款前十大客户回款情况（单位：万元）

交易对手方	合同金额	累计确认收入	已办理结算金额(含税)	累计回款金额	回款金额占结算金额比例	已完工未结算金额
中国建筑第八工程局有限公司	70,501.26	69,330.29	69,330.29	36,612.08	52.81%	32,718.22
北京北控国际会都房地产开发有限责任公司	31,293.61	28305.83	28305.83	13,600.38	48.05%	14,705.44
杭州滨江盛元房地产开发有限公司	33,311.01	28,563.66	28,563.66	15,421.07	53.99%	13,142.59
西安曲江临潼旅游投资(集团)有限公司	25,935.85	25,935.85	25,935.85	14,289.86	55.10%	11,645.99
江苏中洋大酒店有限公司	30,000.00	22,700.00	22,700.00	12,239.00	53.92%	10,461.00
浙江中成建工集团有限公司	12,209.16	9,925.15	9,925.15	1,759.57	17.73%	8,165.59
苏州工业园金鸡湖城市发展有限公司	9,095.61	8,914.46	8,914.46	753.48	8.45%	8,160.98
石家庄联邦伟业房地产开发集团有限公司	13,241.80	8,773.32	8,773.32	1,005.82	11.46%	7,767.5
贵阳宏益房地产开发有限公司	11,638.27	8,513.44	8,513.44	1,043.91	12.26%	7,469.54
平阳银泰置业有限公司	8,975.07	8,790.55	8,790.55	1,848.72	21.03%	6,941.83
合计	246,201.64	219,752.55	219,752.55	98,573.89	-	121,178.68

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款及应收票据周转率（次）	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（次）	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款及应付票据周转率（次）	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]
	流动资产周转率（次）	营业收入/[（本年流动资产总额+上年流动资产总额）/2]
	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]
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
	应收账款及应收票据周转天数（天）	360/应收账款及应收票据周转率
	存货周转天数（天）	360/存货周转率
	应付账款及应付票据周转天数（天）	360/应付账款及应付票据周转率
	净营业周期（天）	应收账款周转天数及应收票据+存货周转天数-应付账款及应付票据周转天数
	流动资产周转天数（天）	360/流动资产周转率
	固定资产周转天数（天）	360/固定资产周转率
	总资产周转天数（天）	流动资产周转天数+固定资产周转天数
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入
	营业利润率	营业利润/营业收入
	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%
	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%
现金流	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	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
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

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。