

2019 年森特士兴集团股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【369】号 02

债券简称：森特转债

债券剩余规模：6.00 亿元

债券到期日期：
2025 年 12 月 19 日

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

分析师

姓名：
王先宗 刘诗华

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司公司
债券评级方法，该评级方
法已披露于中证鹏元官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年森特士兴集团股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2020 年 6 月 24 日	2018 年 12 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对森特士兴集团股份有限
公司（以下简称“森特股份”或“公司”，股票代码：603098.SH）及其 2019 年 12 月 19
日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司业务资质较为齐全，技术水平不断提升，在建筑金属围护领域仍
具备较强的竞争能力，建筑金属围护业务在手订单充足，收入来源较有保障；但中证鹏元
也关注到，近年来公司综合毛利率持续收窄，应收款项对营运资金占用较大，有息债务规
模快速攀升以及存在一定的短期压力等风险因素。

正面：

- **竞争能力较强。**公司从事金属围护业务所拥有的资质较为齐全，承接工程获得优
质奖项较多，2019 年末公司发明专利、实用新型专利和外观设计专利合计 128 项，
较上年末增加 8 项，较为齐全的业务资质及不断提升的技术水平为公司业务开拓
提供了有力的支撑，使得公司在建筑金属围护领域保持了较强的竞争能力和影响
力。
- **收入来源较有保障。**2019 年公司建筑金属围护业务新签合同金额分别为 28.28 亿
元，截至 2020 年 3 月末，公司在手未完工建筑金属围护订单（公共项目和工业项
目）合同金额 49.60 亿元，收入来源较有保障。

关注:

- **公司综合毛利率持续收窄，期间费用及计提信用减值损失规模增加，削弱了公司的盈利水平。**受行业竞争环境、订单结构变化、原材料及用工成本增加等因素影响，近年来公司综合毛利率持续收窄。2019 年公司期间费用和计提的信用减值损失分别同比分别增长 20.23% 和 20.04%，削弱了公司的盈利水平。
- **公司经营活动回款时间较长，应收款项对营运资金占用较大。**公司承接的公共建筑及工业建筑金属围护业务项目合同金额较大，工程项目具有施工周期长、结算过程慢的特点，垫资压力明显。截至 2019 年末，公司应收账款及存货中已完工未结算资产合计 25.93 亿元，占总资产的 55.06%，资金占用程度较高。
- **公司有息债务快速攀升，存在一定的短期债务压力。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 16.07 亿元，较 2018 年末增长 92.55%，其中短期刚性债务（短期借款、应付票据及一年内到期的非流动负债）为 9.95 亿元，占负债总额的 37.09%，存在一定的短期债务压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	478,440.60	470,880.58	360,429.08	278,400.13
归属于母公司所有者权益合计	210,185.17	206,840.81	185,515.10	168,161.57
有息债务	160,737.39	167,617.67	83,477.50	50,065.08
资产负债率	56.07%	56.07%	48.51%	39.60%
流动比率	2.02	2.03	1.81	2.23
速动比率	1.93	1.54	1.07	1.11
营业收入	59,948.12	335,656.09	293,119.70	213,634.31
营业利润	5,183.67	24,822.06	25,523.81	23,946.63
净利润	4,266.58	21,186.96	21,985.42	20,040.68
综合毛利率	18.75%	18.84%	19.80%	20.64%
总资产回报率	-	6.66%	8.95%	9.77%
EBITDA	-	33,001.30	32,138.81	28,319.35
EBITDA 利息保障倍数	-	9.60	10.29	16.73
经营活动现金流净额	-11,973.55	36,802.07	3,123.02	-15,638.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年12月19日发行6年期6.00亿元公司债券，募集资金原计划用于北京经济技术开发区80M10-1地块项目，具体用于研发中心项目、设计中心项目、项目管理信息系统平台建设项目投资建设及补充流动资金。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.02亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、经营范围及实际控制人均未发生变化。截至2020年3月末，公司第一大股东刘爱森直接持有公司35.42%的股份。第二大股东北京士兴盛亚投资有限公司（以下简称“盛亚投资”）由刘爱森、李桂茹夫妇共同设立，分别持有盛亚投资65.30%和34.70%的股份。刘爱森、李桂茹夫妇共同构成公司实际控制人，合计持有公司57.43%的股权。

表1 截至2020年3月末公司前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (股)	所持股份占公司 总股本比例(%)	质押数量	质押数量占 公司总股本 比例(%)
1	刘爱森	170,027,820	35.42	30,720,000	6.40
2	北京士兴盛亚投资有限公司	105,664,680	22.01	17,964,100	3.74
3	华永投资集团有限公司	78,367,500	16.33	-	-
4	翁家恩	27,900,000	5.81	10,900,000	2.27
5	林仲屏	3,125,600	0.65	-	-
6	廖伟俭	3,095,620	0.64	-	-
7	香港中央结算有限公司	1,502,215	0.31	-	-
8	周梅凤	1,460,941	0.30	-	-
9	齐涛	1,449,720	0.30	-	-
10	刘德顺	1,440,000	0.30	-	-
	合计	394,034,096	82.07	-	-

资料来源：公司2020年一季报

2018-2019年公司合并报表子公司变化情况见表2。美丽华夏生态环境科技有限公司（以下简称“美丽华夏”）为公司于2018年设立的控股公司，公司认缴出资6,000.00万元，占注册资本的60.00%；同时，美丽华夏全资子公司北京中地创见工程勘察设计院有限责任公司（以下简称“北京中地创见”）亦于当期纳入公司合并范围。美丽华夏主营业务为地质灾害防治和矿山治理，公司成立时间较短，业务尚处培育期。2019年公司以1,400.00

万元人民币将公司持有的美丽华夏40.00%股权转让于公司实际控制人刘爱森，转让后公司持有美丽华夏生态环境科技股份有限公司的股份比例由增60.00%变更为20.00%，美丽华夏及北京中地创见不再纳入公司合并范围。

表2 2018-2019年公司合并报表范围变化情况

子公司名称	新纳入合并范围	不再纳入合并范围	时间
美丽华夏生态环境科技股份有限公司	√		2018
北京中地创见工程勘察设计院有限责任公司	√		2018
森特旭普林环境治理有限公司	√		2018
北京华油士兴钢结构有限公司		√	2018
山东森特环保技术有限公司	√		2019
美丽华夏生态环境科技股份有限公司		√	2019
北京中地创见工程勘察设计院有限责任公司		√	2019

资料来源：公司2018-2019年年报，中证鹏元整理

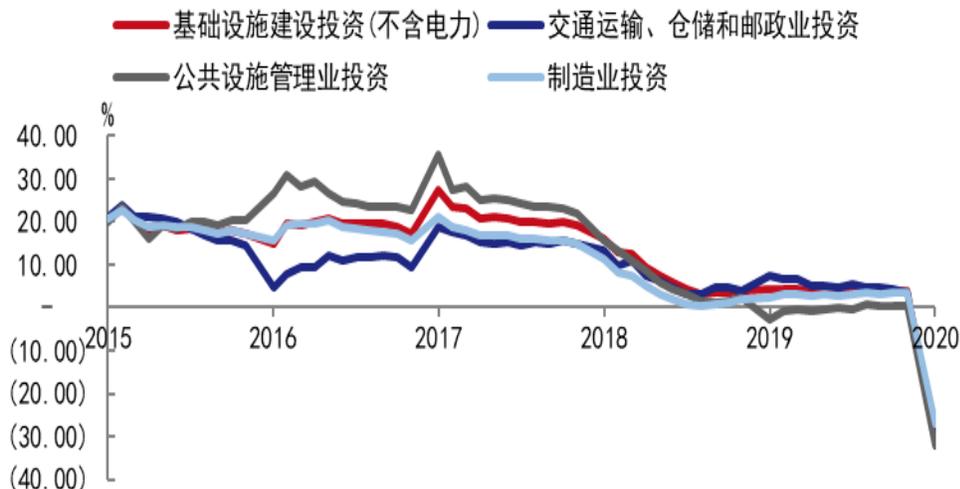
三、运营环境

钢结构应用广泛，受宏观经济下滑及新冠疫情影响，基建及制造业等固定资产投资增速有所下滑，预期后续财政政策及货币政策逆周期调节力度不断加码，稳增长基调进一步明确，有利于带动钢结构行业需求增长

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

钢结构行业发展与经济增长、基础设施建设和制造业投资密切相关，其运行受宏观经济发展波动影响较大，具有一定的周期性。受经济结构转型、金融去杠杆及严查政府隐性债务影响，我国基建及制造业等固定资产投资增速自2017年起明显步入下行通道。2020年1-2月，受新冠疫情影响，固定资产投资端增速继续下滑，1-2月我国基础设施建设投资（不含电力）和制造业同比分别下滑30.3%。

图 1 当前我国基建投资及制造业投资增速仍处于下行阶段

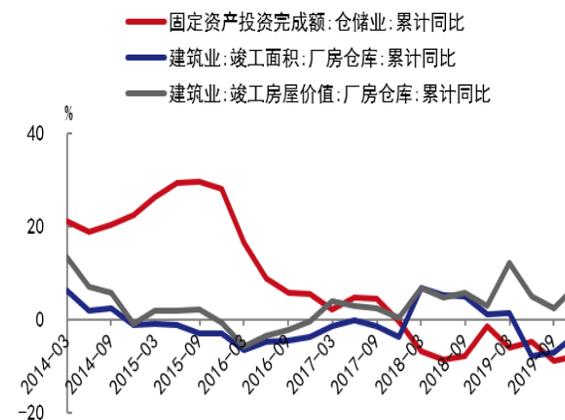


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

自 2019 年年初以来,稳增长信号不断释放,基建补短板仍将成为扩内需促投资的重要抓手,各区域建设纲要、交通基础设施补短板、中央一号文件、城镇化建设、西部地区相关建设规划等多项基建推动政策频繁印发。2020 年经济下行压力仍较大,需要继续发挥基建稳增长作用。3 月 26 日中共中央政治局召开会议,强调积极的财政政策要更加积极有为,稳健的货币政策要更加灵活适度,并首次提及提高财政赤字率,发行特别国债,明确了稳增长的积极定调。从预算内基建资金来源方面来看,根据财政部国库司网站披露数据,2020 年一季度发行地方债券共 16,105 亿元,其中新增债券 15,424 亿元,完成中央提前下达额度的 83.5%,包括 10,829 亿元专项债券,完成中央提前下达额度的 83.9%,保证了全年基建投资的发力空间。受新冠疫情冲击,1-2 月各地纷纷推迟复工时间,进入 3 月以后,全国复工率已恢复 60%以上,且修复速度不断加快,疫情结束后,基建对经济拉动作用将会更加明显。

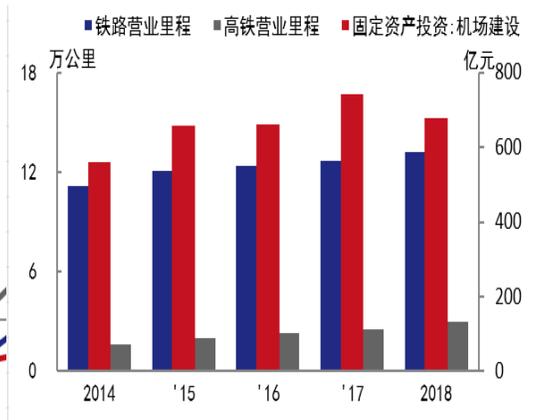
从 2020 年全年来看,稳增长、保就业的刺激政策有望持续出台,实施效果具备巨大的提升空间,投资效应有望于 2020 年下半年集中体现,本轮基建投资带动下,铁路、公路、城轨、建筑及仓储物流等其他国家战略相关的基建项目将直接受益,道路桥梁、仓库厂房、建筑金属围护投资需求增长,钢结构行业有望实现市场规模扩张。

图 2 2019 年末仓储及厂房投资逐步复苏



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 轨道交通及机场建设投资空间广阔



资料来源：Wind，中证鹏元整理

政策层面对钢结构绿色建筑产业及钢结构制造业支持力度较大，行业前景广阔，但市场竞争较为激烈，市场集中度较低

在我国工业化水平稳步推进、人口红利回归和城镇化率快速提高的背景下，钢结构装配式建筑的宏观发展基础已初步形成。自 2016 年起，国内支持钢结构的系列政策文件亦密集出台，2016 年《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》提出力争钢结构用钢量由目前的 5,000 万吨增加到 1 亿吨以上。2016 年起国内钢结构产量及产值明显提速，2018 年钢结构产量 6874 万吨同增 11.8%、钢结构产值 6,736 亿元同增 32.1%。2017-2018 年，中央及地方陆续出台相关政策，推动绿色施工和建筑节能减排，探索推广以总包模式为主的钢结构承包模式。2019 年政策端对装配式钢结构支持力度明显提升，2019 年 3 月住建部《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》中提出“开展钢结构装配式住宅建设试点”，随后青海、四川、河南、山东、湖南、浙江、江西共七省推出《推进钢结构装配式住宅建设试点方案》。受益于政策对承包模式的规范及装配式建筑自身的发展，钢结构行业将迎来政策支持下的黄金发展期。

虽然近年来政策支持力度不断加大，国内钢结构产值呈明显加速态势，但我国钢结构渗透率相较西方发达国家仍较低。2018 年全国钢结构产量 0.69 亿吨，钢结构产量占钢产量的 7.4%，较发达国家平均 30% 的比重有较大差距（欧洲、日本等已达到 40% 以上）。且 2018 年钢结构产值占建筑业总产值仅 2.87%、钢结构住宅占比不到 2%，未来仍有较高提升空间。同时，在我国钢结构绿色建筑产业及钢结构制造业是一个新兴的产业，由于行业门槛低，不断有新的厂家涌入，目前国内的钢结构企业已达到数千家，但绝大部分企业规模很小，行业集中度较低，竞争激烈。受钢价波动、税收改革及环保监管等因素影响，中小企业利润空间出现一定程度压缩，且随着钢结构发展标准体系的形成，行业逐步向标准化、智能化及工业化方向发展，行业市场规模有望持续向龙头集中。

2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，全年钢价震荡下行，库存的“蓄水池”作用可维持供需弱平衡

2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力。短期来看，疫情对钢铁行业的影响主要集中一季度，对钢铁行业的下游需求端的影响大于钢铁生产端，建筑业等钢铁下游行业普遍延后复工，钢铁需求启动推迟，而行业供给受到的影响相对有限。供需错配下，导致钢材库存增长较快，对钢价造成短期冲击。短流程钢厂普遍推迟复工时间，若钢价持续处于低位，不排除长流程钢厂进一步限产、减产，而随着下游行业的陆续复工，部分需求或将阶段性的大幅增长，行业可能呈阶段性的供需紧平衡，钢价存在反弹动力。

预计 2020 年钢价震荡下行，库存的“蓄水池”作用可维持供需弱平衡。纵观 2020 年全年，钢材供给量增速将高于需求增速，供应偏宽松，未来钢价下行压力较大，但企业库存仍处于低位，在社会库存后可充当第二层“蓄水池”吸收过剩供给、打赢蓝天保卫战下继续严格环保限产，将缓解钢价的下降幅度。

图 4 2019 年社会库存发挥“蓄水池”作用



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要承接金属围护系统工程（屋面系统、墙面系统）和声屏障系统工程，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务，已形成金属围护系统和环保事业（细分为声屏障和污染场地治理）两大业务板块。2019年公司实现主营业务收入33.56亿元，同比增长14.50%，其中金属围护系统收入30.02亿元，占主营业务收入的89.44%，为公司主要收入来源。公司屏障产品主要用于工业建筑、公共建筑及交通工程领域，2019年该板块实现收入3.22亿元，同比增长52.05%。公司土壤修复业务于2018

年实现收益，目前仍处于布局和市场拓展阶段，收入具有一定波动性，2019年公司土壤修复业务实现收入0.32亿元，同比下降22.68%。2019年及2020年1-3月，公司综合毛利率分别为18.84%、18.75%。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
金属围护系统	44,776.24	19.68%	300,187.88	19.38%	267,748.65	20.20%
其中：公共项目	13,122.02	28.08%	113,235.46	18.41%	91,013.02	27.90%
工业项目	31,654.22	16.20%	186,952.42	19.96%	176,735.63	16.32%
声屏障系统	12,070.66	13.90%	32,194.27	14.11%	21,173.77	17.34%
土壤修复	3,101.22	24.12%	3,236.59	15.22%	4,186.08	7.45%
合计	59,948.12	18.75%	335,618.74	18.84%	293,108.50	19.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建筑金属围护系统领域仍保持较强的竞争能力，在手订单充足，收入来源较有保障

公司生产的金属围护系统是指以金属材料作为建筑屋面、墙面的承重和连接骨架，利用金属板作为围护材料与主体结构连接，配合保温、防水、隔热、隔声等材料，实现保温、防水、防噪、美观等功能的综合系统，主要包括屋面和外墙两部分，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务，所涉足领域具有较高的技术壁垒、专业资质壁垒、规模与品牌壁垒。

目前公司已经具备中国金属围护系统承包商特级资质、建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质、钢结构工程设计专项甲级资质、建筑施工总承包壹级资质、钢结构工程专业承包壹级资质和环保工程专业承包壹级资质。2019年公司华晨宝马大东工厂第七代新五系统建设项目及杭州九峰垃圾焚烧发电钢结构工程项目获得鲁班奖，桂林两江国际机场T2航站楼屋面工程获得中国建筑防水协会金属屋面技术分会颁发的2018年度建筑防水行业科学技术奖工程金禹奖金奖。截至2019年末，公司共拥有发明专利授权38项、实用新型专利81项和外观设计专利授权9项，累计专利数较上年增加8项。较为齐全的业务资质及技术经验为公司业务开拓提供了有力的支撑，使得公司在建筑金属维护领域保持了较强的竞争能力和影响力。

公司主要承建大型工业建筑（工业厂房、物流仓储）和标志性公共建筑（机场航站楼、火车站及大型交通枢纽、会议及展览中心、体育场馆等），产品包括金属复合幕墙板系统、铝镁锰合金板系统、镀制烤漆板系统。2019年及2020年第一季度公司建筑金属围护业务新签合同金额分别为28.28亿元、8.22亿元，增长率分别为-30.00%和53.10%。其中，2019年

新签合同金额降幅较大，主要系基建投资增速下降，市场订单减少所致。为刺激经济增长，国家不断出台相关政策推动基础设施投资增长。2020年一季度，公司公共项目新签合同金额为5.60亿元，同比增长419.51%；受宏观经济下行，民企资金压力紧张等因素影响，一季度工业项目订单承接量有所收缩。截至2020年3月末，公司建筑金属围护业务在手未完工订单合同金额49.60亿元。公司建筑金属维护业务订单储备充足，收入来源较有保障。

表4 2019年及2020年一季度公司建筑金属围护业务订单承接情况（单位：万元）

项目类型	新签合同金额		同比增长	
	2020年1-3月	2019年	2020年1-3月	2019年
公共项目	56,036.79	95,366.69	419.51%	-58.12%
工业项目	26,127.97	187,475.57	-39.07%	6.32%
合计	82,164.76	282,842.26	53.10%	-30.00%

资料来源：公司提供

表5 截至2020年3月末，公司前五大建筑金属围护项目合同金额（单位：万元）

项目业态	项目名称	业主单位	合同金额
公共项目	成都新机场	客户1	69,746.14
	天津国家会展中心	客户2	37,252.75
	珠海长隆海洋科学馆	客户3	25,005.55
	拉萨机场	客户4	11,688.56
	美兰机场	客户5	11,168.77
	公共项目小计		154,861.77
工业项目	吉利汽车PMA项目	客户1	17,711.08
	西安吉利总装车间	客户2	13,850.00
	西安吉利焊装车间	客户3	12,500.00
	盘锦忠旺四号地	客户4	12,270.05
	贵安新能源汽车一期	客户5	12,000.00
	工业项目小计		68,331.13

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续推动实施“建筑围护+环保”双主业战略，土壤修复业务收入未来可能呈现一定波动性

跟踪期内公司继续推动实施“建筑围护+环保”双主业战略，公司环保类业务从大类上可划分为包括噪音治理（声屏障）和污染场地治理两大板块。公司声屏障系统系主要通过金属板、玻璃、混凝土等隔声材料与其他声学材料如吸声材料、阻尼材料或空气层复合在一起组成的隔声构建。公司以高铁声屏障为切入点，在发展初期通过技术引进的方式快速占领市场。同时公司不断加大声屏障领域的研发投入，已开发出适用于公路以及城市轨道交通领域的外挂式声屏障系统、全封闭式声屏障系统、隐柱式声屏障系统等系列产品，业务领域逐步向公路与城市轨道交通领域拓展。2019年公司声屏障业务新签订单合同金额

为3.83亿元，同比增长774.32%，业务拓展情况较好。

表 6 截至 2020 年 3 月末，公司前五大声屏障项目合同金额（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额
深圳 6106 标 A 包	客户 1	13,601.95
贵阳地铁 1 号线	客户 2	8,045.41
深圳 6106 标 C 包	客户 3	4,283.60
江汉六桥二期声屏障	客户 4	1,890.12
墨水湖立交改造声屏障	客户 5	1,582.06
合计		29,403.14

资料来源：公司提供

公司土壤修复业务向服务对象提供场地调查、方案咨询、设备服务、技术服务和修复工程实施的一体化解决方案和服务内容。2017年5月15日，公司与德国旭普林环境工程有限公司（以下简称“旭普林”）签订《技术转让合同及许可协议》，引进专有技术对污染场地进行修复治理。所引进的修复技术包括原位修复和异位修复，其中前者核心技术包括土壤气相抽提、强化加热热气相抽提、空气喷射、多相抽提、地下水循环井、地下水抽出处理技术、原位生物技术等，后者核心技术为开挖土壤的现场生物处理技术。根据约定，《技术转让合同及许可协议》从签订日起，为期10年，公司每年支付旭普林的合同总价包括基本许可费、年许可费、年度绩效报酬三部分，其中一次性基本许可费为40万欧元，原位和异位技术年许可费用为10万欧元，此外，公司按照每年签订的修复项目合同总额1.5%-5%的比例支付绩效报酬。2019年公司实现土壤修复业务收入0.32亿元，同比下降22.68%，该板块业务目前仍处于市场拓展阶段，未来收入可能呈现一定波动性。截至2020年3月末，公司在执行的土壤修复业务合同金额合计2.55亿元，业务仍具有一定持续性。

表 7 截至 2020 年 3 月末，公司前五大土壤修复项目合同金额（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同金额
天津北辰农药厂地块修复二期	客户 1	9,348.00
贵铝土壤修复	客户 2	7,610.00
天津北辰农药厂地块修复	客户 3	5,781.00
大兴三合庄地块修复	客户 4	2,010.00
歙县铅酸电池场地修复	客户 5	758.00
合计	-	25,507.00

资料来源：公司提供

公司合作客户多为大型央企、国企，主要业主方结算周期较长，项目回款时间较慢，公司存在较大垫资压力并存在一定的坏账损失风险

公司总部设立于北京，于湖南、长春、青海、广西、上海、湖北、天津、甘肃、福建、重庆、四川、甘肃、广东、贵州、西安等地设立分公司，业务范围覆盖广泛。2019年公司

来自于华南和西南区域的订单对收入贡献仍较大，考虑到区域经济发展水平、地方财政实力及工程款项回收风险等因素，公司收缩了东北地区的业务规模。公司订单及收入主要来自于境内，少部分收入来自于国外。相对于境内业务，国外业务订单需求波动较大，2019年公司收缩了海外项目订单承接规模，当期国外项目实现主营业务收入812.85万元，同比下降93.50%。

表8 2018-2019年及2020年1-3月公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	5,843.56	9.75%	39,018.44	11.63%	43,628.61	14.88%
华北	4,646.85	7.75%	56,122.04	16.72%	54,134.95	18.47%
西北	9,141.73	15.25%	48,117.04	14.34%	24,970.62	8.52%
东北	1,168.85	1.95%	12,160.28	3.62%	37,190.40	12.69%
华中	4,366.19	7.28%	29,567.65	8.81%	24,423.30	8.33%
华南	16,911.66	28.21%	78,394.39	23.36%	58,411.04	19.93%
西南	17,325.52	28.90%	71,426.06	21.28%	37,843.97	12.91%
国外	543.75	0.91%	812.85	0.24%	12,505.61	4.27%
合计	59,948.11	100.00%	335,618.74	100.00%	293,108.50	100.00%

资料来源：公司提供

公司主要客户为实力雄厚的大型建筑工程总包方，企业性质以大型央企、国企为主。2019年公司前五大客户占主营业务收入的比重为29.36%，客户集中度较上年有所下降。整体来看，公司业务对单一客户依赖不大。

表9 2018-2019年公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入的比重
2019年	第一名	23,783.21	7.09%
	第二名	20,364.65	6.07%
	第三名	18,873.91	5.62%
	第四名	18,733.26	5.58%
	第五名	16,767.15	5.00%
	合计	98,522.18	29.36%
2018年	第一名	33,321.51	11.37%
	第二名	24,973.34	8.52%
	第三名	17,852.29	6.09%
	第四名	14,489.30	4.94%
	第五名	11,247.28	3.84%
	合计	101,883.72	34.76%

资料来源：公司提供

公司建筑金属围护业务流程主要分为前期阶段、工程建设、竣工结算及质保期共4个阶段，项目开工至完工阶段累计收款金额达到合同总额的60-80%，项目竣工决算时通常累

计决算金额达90-95%，剩余部分作为质保金，质保期满后收回。公司承接的工程项目合同金额较大，结算手续繁琐，工程跨年度完工和结算的情况较为常见。工程款项的支付一般也要经历从业主到总包方再到公司的层层付款审批流程，款项回收周期通常长于结算周期。随着工程项目建设规模的持续扩张，公司应收账款规模不断增长。截至2019年末，公司已完工未结算资产及应收账款规模合计25.93亿元，占总资产的55.06%，对公司营运资金占用程度较高。截至2019年末，公司累计计提的应收账款坏账准备1.82亿元，随着未来业务规模的扩张，公司应收账款金额将进一步扩大，并面临一定的坏账风险。

公司原材料及劳务成本采购支出占营业成本的比重较高，主要原材料采购价格及用工成本的上涨将加大公司成本控制压力

公司采购内容主要包括直接材料和外购劳务，2019年公司原材料及用工成本支出占营业成本的比例为83.69%。建筑金属围护系统工程类业务需要的材料包括钢卷与铝镁锰卷、保温与防水材料等主材，以及拉钉、橡胶制品等辅材，声屏障系统工程类业务需要的材料主要包括金属板、岩棉等主材，以及立柱、螺钉等辅材。公司与供应商签订固定综合单价合同，但通常情况下采购活动依照工程项目实际进展情况制定，易受原材料市场价格波动影响。公司原材料采购成本占围护系统总成本的比例较高，作为主要原材料的钢材价格近年来波动较大，对行业整体业绩及产品竞争力形成影响较大。公司建筑金属围护系统业务在施工环节采用采用劳务分包模式，随着人口红利的消失及各地最低工资标准的出台，用工成本呈不断上升趋势，亦将在一定程度上加大公司的成本控制压力。

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容诚会计师事务所¹（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围子公司新增1家，减少2家。截至2019年末，公司纳入合并报表范围子公司共9家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收账款及已完工未结算资产对公司营运资金占用较大

¹ 容诚会计师事务所（特殊普通合伙）原名为华普天健会计师事务所（特殊普通合伙），2019年5月30日变更为现名。

随着本期债券募集资金到位及工程项目的持续投入，公司资产规模由2018年末的36.04亿元增长至2020年3月末的47.84亿元，增长率为32.74%。公司从事的建筑金属围护业务投资金额较大，在采购及施工环节存在较大的流动资金需求，资产以流动资产为主。截至2020年3月末，公司流动资产占总资产的比例为86.35%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	84,803.14	17.72%	106,020.07	22.52%	42,864.22	11.89%
应收账款	183,018.76	38.25%	183,309.67	38.93%	126,311.36	35.04%
存货	17,811.63	3.72%	97,810.71	20.77%	126,847.69	35.19%
合同资产	100,069.62	20.92%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	413,139.43	86.35%	406,536.05	86.34%	310,136.40	86.05%
固定资产	23,838.83	4.98%	25,229.08	5.36%	25,213.73	7.00%
在建工程	25,697.22	5.37%	23,248.01	4.94%	8,880.52	2.46%
无形资产	10,154.11	2.12%	10,257.30	2.18%	10,629.10	2.95%
非流动资产合计	65,301.17	13.65%	64,344.54	13.66%	50,292.68	13.95%
资产总计	478,440.60	100.00%	470,880.58	100.00%	360,429.08	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金余额为 10.60 亿元，同比增长 147.34%，主要系本期债券募集资金到位所致；期末受限货币资金规模为 1.47 亿元，主要系保函、银行承兑汇票保证金。公司应收账款主要为开展建筑金属围护系统及声屏障系统业务形成的应收工程款。截至 2019 年末，应收账款账面价值为 18.33 亿元，同比增长 45.13%，系当期业务规模快速增长，工程结算增加所致；期末累计计提坏账准备 1.82 亿元，前五名应收对象应收规模占全部应收账款余额的 37.83%。从账龄结构来看，1 年以内的占比 68.02%，1 至 2 年的占比 25.55%。虽然公司客户主要包括实力雄厚的大型企业集团或信誉度较高的建设工程总承包单位，资信情况良好，但仍存在应收账款不能按期收回的风险。

截至 2019 年末，公司存货规模为 9.78 亿元，同比下降 22.89%，系本期加大与业主方结算规模所致。公司根据完工进度确认营业收入，业主或总包方根据工程进度分阶段或分期进行结算并支付工程款，工程结算进度通常滞后于实际完工进度，形成较大的工程施工余额。2020 年 3 月末，存货规模降至 1.78 亿元，较上年末下降幅度较大，主要系一季度公司采用新收入准则，将原存货中的已完工未结算科目调整至合同资产所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，2019 年末固定资产账面价值为 2.52 亿元，较上年末变化不大。

公司在建工程主要为本期债券募投项目投入，具体包括研发中心、设计中心及项目管理信息系统平台建设3个子项目，项目位于北京经济技术开发区80M10-1地块，计划总投资7.11亿元，截至2019年末，本期债券募投项目已累计投资2.32亿元。根据《森特士兴集团股份有限公司研发中心项目申请报告》的测算，项目运营期年均销售收入为37,298万元，年均净利润为9,470万元，债券存续期内预计可累计实现收入37,297.67万元，累计净现金流量净额-961.00万元。公司募投项目投资回收期较长，债券存续期内尚不能收回成本，且若在实施过程中宏观经济环境、产业政策、市场供求关系及行业技术水平等因素发生变化，可能导致募投项目实施进度推迟或建成后无法实现预期收入的情况。公司无形资产主要系土地使用权，2019年末无形资产账面价值为1.03亿元。

截至2019年末，公司应收账款及存货中的已完工未结算资产合计25.93亿元，占总资产的55.06%，公司大型工程项目投资金额大，回收时间长，资金占用程度较高，应收账款存在一定坏账风险。

资产运营效率

公司净营业周期有所缩短

公司承接的公共建筑及工业建筑金属围护业务项目合同金额较大，款项按照完工进度、项目决算分次结算回收，公司主要业主方为大型央企、国企，结算审批流程较为繁琐；公司部分项目与总包方签订分包合同，工程周期及付款进度容易受到总包方整体工程进度的影响，款项回收时间长，存在较大的垫资压力。2019年随着公司业务规模的增长及当期工程结算的增加，应收款项大幅增加。公司工程结算通常滞后于工程实际成本的发生和当期毛利的确认，形成较大已完工未结算资产，对资金形成一定占用。2019年公司应收款项周转天数为269.66天，较上年略有延长。

2019年公司在对上游供应商和施工方的款项支付中加大票据结算比例，对行业上游流动性占用增加。2019年应付款项周转天数为132.16天，较上年延长37.58天，公司净营业周期由上年的360.85天缩短至285.94天，运营压力有所减轻。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收款项周转天数	269.66	263.58
存货周转天数（扣除已完工未结算资产）	148.44	191.86
应付款项周转天数	132.16	94.58
净营业周期	285.94	360.85

流动资产周转天数	384.33	341.52
固定资产周转天数	27.05	26.81
总资产周转天数	445.80	392.29

注：应收款项包含应收票据、应收账款及存货中的已完工未结算资产；应付款项包含应付票据和应付账款。
 资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，在手订单充足，收入来源具有较好的保障；公司期间费用及信用减值损失规模继续增加，综合毛利率呈现下行趋势

2019年公司实现营业收入33.56亿元，同比增长14.50%，其中金属围护系统收入30.02亿元，占主营业务收入的89.44%。截至2020年3月末，公司在手建筑金属围护业务在手未完工订单合同金额49.60亿元，收入来源较有保障。2019年公司继续推进“建筑金属围护+环保”双主业发展战略，声屏障业务和土壤修复业务分别实现收入3.22亿元和0.32亿元，增长率分别为52.05%和-22.68%，其中土壤修复业务仍处拓展期，收入具有一定的波动性。

受行业竞争环境、订单结构变化、原材料及用工成本增加等因素影响，近年来公司综合毛利率持续下行。随着公司经营规模的扩大，公司用于管理人员的薪酬及技术方面的研发支出快速增长，2019年期间费用率为10.02%，期间费用同比增长20.23%，其中管理费用与研发费用同比分别增长30.48%和25.56%。2019年公司计提信用减值损失规模为0.48亿元，同比增长20.04%，主要系计提的应收账款坏账准备，占利润总额的19.93%。虽然公司合作的主要客户实力较强，资信条件较好，但工程款项回收周期较长，若未来宏观环境发生不利变化，导致主要客户财务及业绩恶化，仍可能存在坏账损失发生的情况，对公司盈利能力形成削弱。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	59,948.12	335,656.09	293,119.70
营业利润	5,183.67	24,822.06	25,523.81
利润总额	4,986.04	24,522.72	25,471.66
净利润	4,266.58	21,186.96	21,985.42
综合毛利率	18.75%	18.84%	19.80%
期间费用率	10.57%	10.02%	9.54%
营业利润率	8.65%	7.40%	8.71%
总资产回报率	-	6.66%	8.95%
净资产收益率	-	10.80%	12.43%
营业收入增长率	3.63%	14.51%	37.21%

净利润增长率	6.65%	-3.63%	9.70%
--------	-------	--------	-------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流入情况有所改善，但整体回款程度仍较一般，随着融资规模的扩大，公司筹资活动现金流入金额大幅增长

公司业务以承接大型公共建筑和工业建筑金属围护项目为主，工程项目投资金额较大。公司主要客户为大型央企、国企，工程款项的结算和支付流程较为繁琐，回款时间较长。2019年公司经营活动收现比为0.83，回款程度一般。随着公司业务规模的进一步扩大及应收账款催收力度的加大，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金流入28.01亿元，同比增长30.16%，当期经营活动现金净流入3.68亿元，较上年大幅增长。

公司投资活动支出主要购置安装设备及本期债券募投项目投入，2019年公司投资活动现金净流出1.61亿元。2019年公司筹资活动现金流入12.05亿元，主要为公司银行借款及本期债券募集资金流入。公司目前在手未完工订单规模较大，随着后续项目投入的陆续展开，未来对资金的需求程度将继续增加。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.83	0.73
净利润	21,186.96	21,985.42
营运资本变化	3,032.39	-29,317.34
其中：存货减少（减：增加）	28,982.30	-3,135.17
经营性应收项目的减少（减：增加）	-67,154.69	-63,216.34
经营性应付项目的增加（减：减少）	41,204.78	37,034.18
经营活动产生的现金流量净额	36,802.07	3,123.02
投资活动产生的现金流量净额	-16,053.76	-13,414.62
筹资活动产生的现金流量净额	38,058.03	17,261.95
现金及现金等价物净增加额	58,815.40	6,955.93

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速攀升，存在一定的短期债务压力

2019年12月19日，公司于上海证券交易所成功发行600万张可转换债券（即本期债券），募集资金总额为6.00亿元，融资规模快速增长。同时随着工程项目结算量的增加，应付供

应商及施工方款项同步增长。截至2020年3月末，公司负债总额达26.83亿元，较2018年末增长53.43%。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	268,255.43	264,039.78	174,838.72
所有者权益	210,185.17	206,840.81	185,590.36
产权比率	127.63%	127.65%	94.21%

资料来源：公司 2018、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款主要系为满足日常经营的资金需求而筹措的银行借款。截至2019年末，公司短期借款规模为5.24亿元，同比下降28.70%，主要系偿还银行借款所致。为提高资金使用效率，公司部分采购活动使用票据进行结算。截至2019末，公司应付票据为5.11亿元，同比增长544.11%，系公司支付施工方工程款开具的银行承兑汇票增加所致。公司应付账款主要系应付施工材料采购款及劳务分包款，2019年末应付账款规模为7.49亿元，同比增长13.41%。公司预收账款主要系预收业主方或总承包方工程款，2019年末预收账款规模为0.69亿元，同比减少61.15%，主要系当期新签业务订单合同金额下降所致。2020年3月末，公司新增合同负债2.45亿元，主要系公司执行新收入准则，将预收款项重分类至该科目所致。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债规模为0.28亿元，主要为一年内到期的长期借款。公司其他流动负债为待转销项税额，2019年末为0.69亿元。

截至2019年末，公司长期借款规模为0.85亿元，同比增长304.83%，主要系融资规模增加所致；应付债券为本期债券，截至2019年末，公司应付债券规模为5.28亿元。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,034.19	17.91%	52,371.97	19.83%	73,449.88	42.01%
应付票据	48,570.65	18.11%	51,139.38	19.37%	7,939.50	4.54%
应付账款	65,339.05	24.36%	74,896.41	28.37%	66,042.59	37.77%
预收账款	0.00	0.00%	6,908.74	2.62%	17,782.93	10.17%
合同负债	24,545.48	9.15%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	2,901.15	1.08%	2,841.88	1.08%	0.00	0.00%
其他流动负债	8,883.30	3.31%	6,948.82	2.63%	954.57	0.55%
流动负债合计	204,984.86	76.41%	200,736.18	76.02%	171,750.60	98.23%
长期借款	7,748.82	2.89%	8,453.26	3.20%	2,088.12	1.19%
应付债券	53,482.58	19.94%	52,811.18	20.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	63,270.57	23.59%	63,303.60	23.98%	3,088.12	1.77%

负债合计	268,255.43	100.00%	264,039.78	100.00%	174,838.72	100.00%
其中：有息债务	160,737.39	59.93%	167,617.67	63.48%	83,477.50	47.74%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为16.07亿元，占负债总额的59.93%，较2018年末增长92.55%。其中短期刚性债务（短期借款、应付票据及一年内到期的非流动负债）规模为9.95亿元，占负债总额的37.09%。根据公司提供的有息债务偿还计划，2020-2022年公司需分别偿还有息债务本金10.97亿元、0.28亿元和0.28亿元，存在一定的短期债务压力。

表 16 2020-2022 年公司有息债务本金偿还计划（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	109,740.10	2,817.75	2,817.75

资料来源：公司提供

从公司偿债能力指标来看，随着债务融资规模的扩大，公司资产负债率由2018年末的48.51%上升至2020年3月末的56.07%。公司流动资产中应收账款和存货占比较大，其中存货主要构成为已完工未结算资产，流动性较弱。2019年公司流动比率和速动比率分别为2.03和1.54，流动性资产对流动负债的保障程度一般。2019年随着公司盈利能力的提升，EBITDA较上年同期有所增长，但由于借款利息支出上升较快，EBITDA对利息的保障能力进一步弱化。公司经营活动回款能力较弱，经营活动现金净流入规模对债务的保障程度较低。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	56.07%	56.07%	48.51%
流动比率	2.02	2.03	1.81
速动比率	1.93	1.54	1.07
EBITDA（万元）	-	33,001.30	32,138.81
EBITDA 利息保障倍数	-	9.60	10.29
有息债务/EBITDA	-	5.08	2.60
债务总额/EBITDA	-	8.00	5.44
经营性净现金流/流动负债	-0.06	0.18	0.02
经营性净现金流/负债总额	-0.04	0.14	0.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月20日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融

资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司主要承接金属围护系统工程（屋面系统、墙面系统）和声屏障系统工程，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的工程承包服务。公司较为齐全的业务资质及不断提升的技术水平为业务开拓提供了有力的支撑，使得公司在建筑金属围护领域保持了较强的竞争能力和影响力；跟踪期内，公司营业收入实现增长，建筑金属围护项目在手订单充足，收入来源有保障。

但中证鹏元也关注到，受行业竞争环境、订单结构变化、原材料及用工成本增加等因素影响，近年来公司综合毛利率持续收窄，2019年公司期间费用和计提的信用减值损失增加，削弱了公司的盈利水平；公司承接的公共建筑及工业建筑金属围护业务项目合同金额较大，工程项目具有施工周期长、结算过程慢的特点，垫资压力明显，应收款项对营运资金占用较大；公司有息债务快速攀升，存在一定的短期债务压力。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA-，公司主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	84,803.14	106,020.07	42,864.22	31,917.60
应收账款	183,018.76	183,309.67	126,311.36	67,369.78
存货	17,811.63	97,810.71	126,847.69	123,712.52
合同资产	100,069.62	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	413,139.43	406,536.05	310,136.40	246,007.46
固定资产	23,838.83	25,229.08	25,213.73	18,446.14
在建工程	25,697.22	23,248.01	8,880.52	444.85
无形资产	10,154.11	10,257.30	10,629.10	9,971.61
非流动资产合计	65,301.17	64,344.54	50,292.68	32,987.27
资产总计	478,440.60	470,880.58	360,429.08	245,483.62
短期借款	48,034.19	52,371.97	73,449.88	48,228.20
应付票据	48,570.65	51,139.38	7,939.50	1,836.88
应付账款	65,339.05	74,896.41	66,042.59	47,705.66
预收账款	0.00	6,908.74	17,782.93	6,180.27
合同负债	24,545.48	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	2,901.15	2,841.88	0.00	0.00
其他流动负债	8,883.30	6,948.82	954.57	872.28
流动负债合计	204,984.86	200,736.18	171,750.60	110,219.82
长期借款	7,748.82	8,453.26	2,088.12	0.00
应付债券	53,482.58	52,811.18	0.00	0.00
非流动负债合计	63,270.57	63,303.60	3,088.12	18.74
负债合计	268,255.43	264,039.78	174,838.72	110,238.55
有息债务	160,737.39	167,617.67	83,477.50	50,065.08
所有者权益合计	210,185.17	206,840.81	185,590.36	168,161.57
营业收入	59,948.12	335,656.09	293,119.70	213,634.31
营业利润	5,183.67	24,822.06	25,523.81	23,946.63
净利润	4,266.58	21,186.96	21,985.42	20,040.68
经营活动产生的现金流量净额	-11,973.55	36,802.07	3,123.02	-15,638.15
投资活动产生的现金流量净额	-3,678.74	-16,053.76	-13,414.62	-10,996.02
筹资活动产生的现金流量净额	-5,576.70	38,058.03	17,261.95	-10,752.80
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收款项周转天数	-	269.66	263.58	268.42
存货周转天数（扣除已完工未结算资产）	-	148.44	191.86	211.23
应付款项周转天数	-	132.16	94.58	87.79
净营业周期	-	285.94	360.85	391.86

流动资产周转天数	-	384.33	341.52	386.32
固定资产周转天数	-	27.05	26.81	29.48
总资产周转天数	-	445.80	392.29	441.40
综合毛利率	18.75%	18.84%	19.80%	20.64%
期间费用率	10.57%	10.02%	9.54%	9.15%
营业利润率	8.65%	7.40%	8.71%	11.21%
总资产回报率	-	6.66%	8.95%	9.77%
净资产收益率	-	10.80%	12.43%	12.24%
营业收入增长率	3.63%	14.51%	37.21%	25.96%
净利润增长率	6.65%	-3.63%	9.70%	-3.13%
资产负债率	56.07%	56.07%	48.51%	39.60%
流动比率	2.02	2.03	1.81	2.23
速动比率	1.93	1.54	1.07	1.11
EBITDA（万元）	-	33,001.30	32,138.81	28,319.35
EBITDA 利息保障倍数	-	9.60	10.29	16.73
有息债务/EBITDA	-	5.08	2.60	1.77
债务总额/EBITDA	-	8.00	5.44	3.89
经营性净现金流/流动负债	-0.06	0.18	0.02	-0.14
经营性净现金流/负债总额	-0.04	0.14	0.02	-0.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
北京烨兴钢制品有限公司	1,500.00	100.00%	加工不锈钢、铝合金板、镀锌板、烤漆板、复合板；销售不锈钢、铝合金板、镀锌板、烤漆板、复合板、建筑材料；技术服务；产品设计。
森特（北京）国际建筑系统有限公司	2,000.00	100.00%	生产建筑围护板材、彩钢浪板、铁卷门、C型钢、各式气楼、钢窗、浪板机具；设计建筑围护板材、彩钢浪板、铁卷门、C型钢、各式气楼、钢窗、浪板机具；上述产品的批发、进出口业务；销售自产产品；提供技术服务、技术咨询；专业承包；工程设计。
兰州士兴钢结构有限公司	1,000.00	100.00%	生产销售钢浪板；RH、RC加工；C型钢、各式气楼、钢窗、铁卷门、浪板机具及产品安装设计配套服务。
沈阳士兴钢结构有限公司	800.00	100.00%	彩钢浪板、铁卷门、C型钢、各式气楼、钢窗、浪板机具销售、安装及售后服务；钢结构工程施工、技术服务、技术咨询。
北京森贝环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	生产降噪产品（吸隔声板、隔声板、声屏障板）；技术推广；软件开发。
温州森特环保科技有限公司	500.00	100.00%	新型环保建筑材料、声屏障产品的研发、制造、销售。
森特股份香港有限公司	1,000.00 (万港币)	100.00%	工程建筑承包，投资和进出口贸易。
森特旭普林环境治理有限公司	10,000.00	100.00%	环保工程，园林绿化工程，工程管理服务，从事环保科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务。
山东森特环保技术有限公司	10,000.00	100.00%	固体废物无害化处理及资源化利用；废盐、废活性炭以及其他危险废物收集、运输、储存、处理处置资源化综合利用；工业三废处理处置技术研发；环保设备技术研发、制造、销售；环境污染治理设施运营；环保工艺、设备科技领域内的技术服务、技术咨询、技术开发、技术转让。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。