



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪335号

深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持“深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”债项信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债 券（第一期）		
债券简称	17 宝鹰 01		
债券代码	112545		
发行主体	深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司		
发行规模	人民币 6.10 亿元		
存续期限	2017/7/12~2020/7/12		
上次评级时间	2017/6/30		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

宝鹰股份	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	25.91	29.66	38.46	39.31
总资产（亿元）	68.96	87.62	83.77	84.65
总债务（亿元）	16.60	28.44	26.67	30.89
营业总收入（亿元）	68.54	68.16	71.64	11.89
营业毛利率（%）	17.39	17.11	15.44	16.89
EBITDA（亿元）	6.02	6.85	6.41	-
所有者权益收益率（%）	14.54	14.19	9.99	7.87
资产负债率（%）	62.42	66.15	54.09	53.57
总债务/EBITDA（X）	2.76	4.15	4.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.55	6.60	3.86	-

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 15 日

基本观点

2017 年，深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司（以下简称“宝鹰股份”或“公司”）继续夯实建筑装饰主营业务发展，当年末项目储备较充足。同时，股票的溢价发行及盈利积累使得当年公司财务杠杆水平大幅下降，整体财务结构较稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）亦关注到公司客户集中度风险、新签合同总额大幅减少、应收账款回收风险及经营活动现金流持续净流出等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持宝鹰股份主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正 面

- 项目储备较充足。截至 2017 年末，公司所有未完工项目合同金额总计 207.41 亿元，累计确认收入 71.64 亿元，未结算部分金额为 135.77 亿元，整体项目储备较充足。
- 财务结构较为稳健。受益于股票非公开溢价发行及盈利经营，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.09%和 40.95%，同比分别下降 12.06 个百分点和 8.00 个百分点，资产负债率处于行业较低水平，财务杠杆比率较合理，财务结构较为稳健。

关 注

- 客户集中度风险。2017 年，公司前五大客户销售合计占比为 39.57%，同比提高 8.04 个百分点，其中对恒大地产集团有限公司的销售收入占营业总收入的比重为 28.86%，公司对单一客户较为依赖，潜在的业务波动风险值得关注。
- 新签合同总额大幅减少。受海外业务及下属子公司深圳市中建南方建设集团有限公司（以下

简称“中建南方”)合同签订量减少的影响,2017 年公司新签合同额合计 86.84 亿元,同比减少 31.28%,且 2017 年末公司完成对中建南方的股权转让,后续业务承揽情况需予以关注。

- 应收账款回收风险。截至 2017 年末,公司应收账款账面价值为 51.28 亿元,占总资产比重仍高达 61.22%,当年末已累计计提坏账准备 7.41 亿元,计提比例为 12.62%。公司应收账款坏账损失规模相对较大,对盈利能力造成较大不利影响,应收账款的资产质量及回收风险需予以持续关注。
- 经营活动现金流持续净流出。2017 年公司经营活动现金流仍呈净流出状态,为-3.97 亿元,2018 年 1~3 月净流出规模进一步扩大至 7.00 亿元,经营活动现金流呈持续净流出状态,无法对债务利息形成保障。
- 财务处理规范性有待提升。2018 年 2 月公司收到中国证券监督管理委员会深圳监管局行政监管措施决定书,指出公司部分工程项目收入核算不规范,收入确认存在跨期情形,且存在商誉减值测试审慎性不足等问题;2018 年 3 月 28 日,公司已就监管措施决定书发布整改报告,但后续相关整改措施的落实情况及财务处理的规范性仍需予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司（以下简称“宝鹰股份”或“公司”）面向合格投资者公开发行不超过人民币 8 亿元公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监许可【2017】361 号文核准。根据《深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）发行公告》，深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）实际发行规模为 6.10 亿元，发行价格为每张人民币 100 元，本期债券期限为 3 年期，采取网下面向合格投资者询价配售的方式发行，最终票面利率为 6.80%。本期债券简称“17 宝鹰 01”，17 宝鹰 01 于 2017 年 8 月 11 日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码为“112545”。本期债券募集的基础资金部分在扣除发行等相关费用后，已全部用于偿还公司金融机构借款和补充流动资金。

重大事项说明

2017 年 7 月 19 日，深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司（以下简称“宝鹰股份”或“公司”）收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司非公开发行股票的批复》。2017 年 10 月 18 日，公司向古少明、李素玉、古少波、古朴、古少扬等 5 名投资者非公开发行人民币普通股（A 股）78,195,486 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价格为人民币 9.31 元/股，股款以人民币缴足，计人民币 727,999,974.66 元，扣除承销及保荐费用、发行登记费以及其他交易费用共计人民币 4,000,000 元后，净募集资金共计人民币 723,999,974.66 元，上述资金于 2017 年 10 月 12 日到位，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）验证并出具瑞华验字[2017]48320005 号验资报告。本次非公开发行股票募集资金计划全部用于补充流动资金，截至 2017 年 12 月 31 日，已使用募集资金 13,614.78 万元，募集资金专户余额 58,832.86 万元，其中尚未使用募集资金总额 58,785.22 万元、利息

（扣除手续费）47.64 万元。

2017 年 7 月 21 日，公司与深圳市宝砂投资有限公司签署《武汉矽感科技有限公司股权转让协议之补充协议》，将公司持有的武汉矽感科技有限公司（以下简称“武汉矽感”）另外 10%的股权（原《股权转让协议》约定可在协议生效之日起 2 年后的【30】日内转让）提前交割并进行其它相关必要的调整。交易总价款为公司获得武汉矽感股权的成本价即 10,000 万元加上对应的利息。截至 2017 年 8 月 18 日，武汉矽感已按本次交易的方案在武汉市东西湖区工商行政管理局完成本次股权转让的工商变更登记手续。本次股权转让完成后，公司不再持有武汉矽感股权。

2017 年 12 月 10 日，公司全资子公司深圳市宝鹰建设集团股份有限公司（以下简称“宝鹰建设”）与深圳市中建南方建设集团有限公司（以下简称“中建南方”）、刘慧永、程纪平、张珏等 16 位自然人签订《关于深圳市中建南方建设集团有限公司 51%股权转让的协议书》，公司将按中建南方 100%股权的估值为人民币 38,800.00 万元，标的股权（中建南方 51%股权）的股权转让价格为人民币 226,277,055.59 元（其中包含尚未收到的业绩补偿 28,397,055.59 元）。截至 2017 年 12 月 29 日，中建南方已按本次交易的方案在深圳市市场监督管理局完成本次股权转让的工商变更登记手续。本次股权转让完成后，宝鹰建设不再持有中建南方股权。2017 年末，中建南方总资产规模为 16.90 亿元，净资产为 1.09 亿元，全年实现营业总收入 14.07 亿元，取得净利润 0.21 亿元（均为合并口径）。

2017 年 12 月 22 日，公司全资子公司宝鹰建设与付洋洋和翁振国签署就广州市宝鹰幕墙门窗有限公司（以下简称“宝鹰幕墙”）《股权转让合同》，公司将按评估值 8,264.66 万元以人民币 9,830 万元的价格转让宝鹰幕墙 100%股权。截至 2017 年 12 月 25 日，宝鹰幕墙已按本次交易的方案在广州市白云区工商行政管理局完成本次股权转让的工商变更登记手续。本次股权转让完成后，宝鹰建设不再持有宝鹰幕墙股权。

2018 年 2 月 9 日，公司与广西地大建设工程有

限公司（以下简称“广西地大”）及其股东广西地大集团有限公司、林伟先生和叶善敏先生签署《深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司与广西地大建设工程有限公司股东关于股权收购之合作备忘录》：宝鹰股份拟以发行股份及支付现金的方式收购交易对方合计持有的广西地大不低于 51% 股权（具体的交易价格及交易方案尚未确定）。交易对方承诺，广西地大 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年及 2022 年的净利润（指经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计的归属广西地大的所得税后的净利润，以扣除非经常性损益前后孰低为准）应分别不低于人民币 5,500 万元、6,050 万元、6,655 万元、7,321 万元及 8,053 万元。截至目前，本次发行股份购买资产的相关工作仍在进行中，公司仍在积极与标的资产相关方就交易方案等事项进行沟通协商。该项收购事宜的后续进展及资本支出情况需予以关注。

2018 年 4 月 10 日，公司与深圳市荣海达实业有限公司（以下简称“荣海达”）就深圳市国创通信技术有限公司（以下简称“国创通信”）股权转让事宜达成协议，双方经协商一致，荣海达同意以人民币 10,000 万元受让公司持国创通信 20% 的股权，荣海达应于本协议生效之日起 10 个工作日内将本次股权转让价款的 50% 即人民币 5,000 万元支付给本公司，本次股权转让国创通信其他股东书面放弃优先购买权。本次股权转让完成后，公司不再持有国创通信股权。

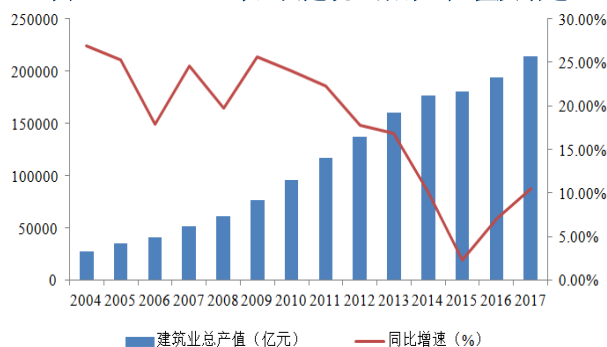
行业关注

2017 年，我国国民经济保持平稳发展，伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业总产值及经营效益稳步提升，相关建筑装饰企业的发展亦从中受益

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，2017 年全年全社会固定资产投资（不含农户）631,684 亿元，比上年增长 7.2%，增速同比回落 0.9 个百分点，全社会

固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。但伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业产值亦保持增长，2017 年全国建筑业总产值达 213,954 亿元，同比增长 10.5%。

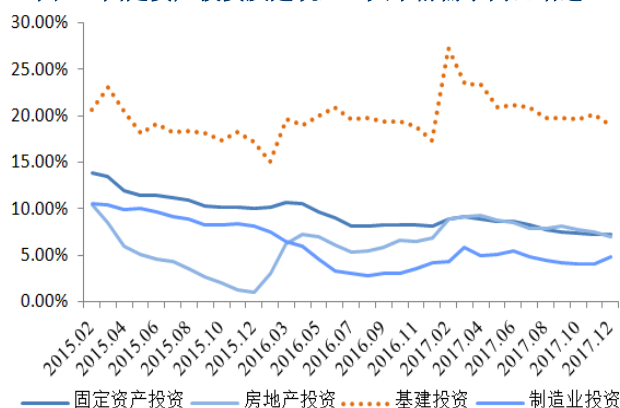
图 1：2004~2017 年全国建筑业累计总产值及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从固定资产投资的细分行业来看，基建、制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在 78% 左右。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017 年增长 3.6%，较上年下降 3.2 个百分点；制造业全年增长 4.8%，较上年提升 0.6 个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017 年增长 14.9%，较上年回落 0.8 个百分点。

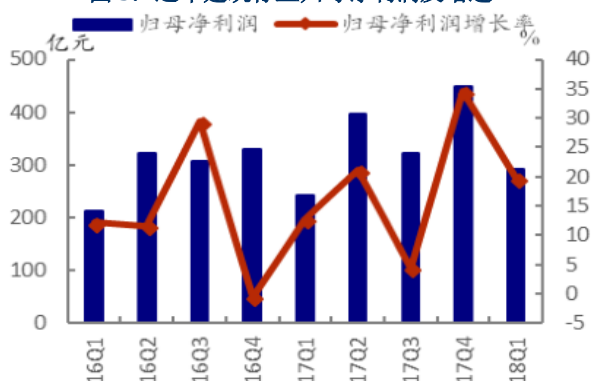
图 2：固定资产投资及建筑业三大下游需求同比增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

建筑行业项目投资方面，2017 年施工项目计划总投资 131.2 万亿元，同比增长 18.2%；新开工项目计划总投资 51.9 万亿元，同比增长 6.2%。经营业绩方面，2017 年建筑板块整体实现营收 43,850.6 亿元，同比增长 10.4%，增速较上年提升 4.3 个百分点；实现归母净利润 1,412.2 亿元，同比增长 19.0%，增速较 2016 年提升 6.4 个百分点。

图 3：近年建筑行业归母净利润及增速



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

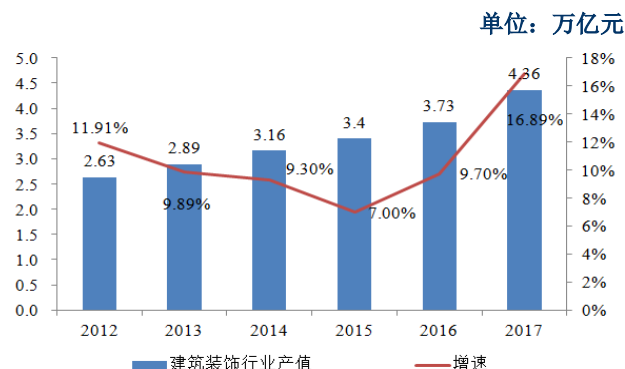
中诚信证评认为，基础设施行业作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，国家层面及全国各地均设定了装配式建筑的相关发展目标，出台相关政策扶持。发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。

2017 年，受益于行业集中度的提升、消费转型升级及房地产开发投资的增加，建筑装饰行业总产值保持增长，且未来住宅全装修政策的推广及装饰更新需求的释放等将为行业发展提供有力支撑

建筑装饰行业市场空间广阔，除家用住宅装修外，众多不同行业均对公共建筑装饰具有广泛需求，涉及领域包括：政府企业等的办公建筑、购物中心等的商业建筑、酒店餐饮/会议中心等的旅游会展建筑、学校/医院/体育中心等的科教文卫建筑、机场/车站等的交通运输建筑等。2017 年，受益于建筑装饰行业集中度的提升、消费转型升级及房地产开发投资的增加，国内建筑装饰行业总产值继续保持增长。据中国建筑装饰协会行业发展部按照新口径不完全统计，2017 年建筑装饰行业产值 4.36 万亿元，同比增长 16.89%，相当于建筑业产值的 20.38%，约占 GDP 的 5.27%。根据新修订的《国民经济行业分类》GB/T4754-2017，国家正式把我国建筑装饰行业划分为公装、住宅、幕墙三大细分行业，纳入国家统计序列。2017 年，公装、家装和幕

墙行业产值分别为 2.07 万亿元、2.04 万亿元和 0.25 万亿元，分别占建筑装饰行业产值的 47.5%、46.8% 和 5.7%。

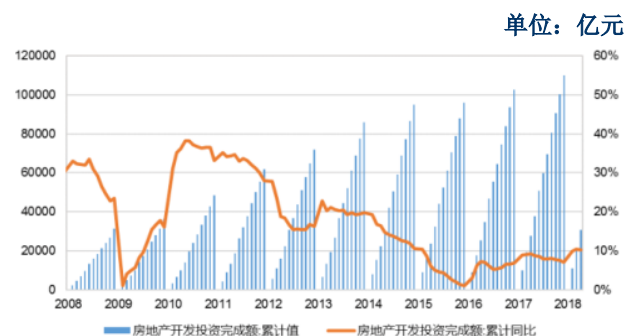
图 4：2012~2017 年全国建筑装饰行业完成工程总产值情况



数据来源：中国建筑装饰协会，中诚信证评整理

公共建筑装修装饰方面，2017 年以来，由于国家固定资产投资增幅下降，新建大型建筑工程的数量有所减少，传统公装需求下滑。据国家统计局公布的数据显示，2017 年全国房地产开发投资 109,799 亿元，比上年名义增长 7.0%，房地产开发投资占全部投资的比重为 17.4%，同比提高 0.2 个百分点，其中商业营业用房开发投资 15,640 亿元，同比减少 1.2%，全国办公楼开发投资 6,761 亿元，同比增长 3.5%。此外，在城市经济结构调整中，既有建筑由于使用功能的改变需要进行改造性装修，为建筑装饰行业提供大量的中、小规模装修改造工程，对建筑装饰行业平稳较快发展做出很大贡献。我国现有较大规模的存量公共建筑，在使用过程中，特别是在经济结构深度调整过程中，由于功能转换、室内外环境升级而进行装修改造的市场需求仍增长较快。未来，与民生相关、与消费升级相关、与居民对美好生活向往相关领域的投资依然趋于旺盛，为公装行业的发展提供良好的外部环境。

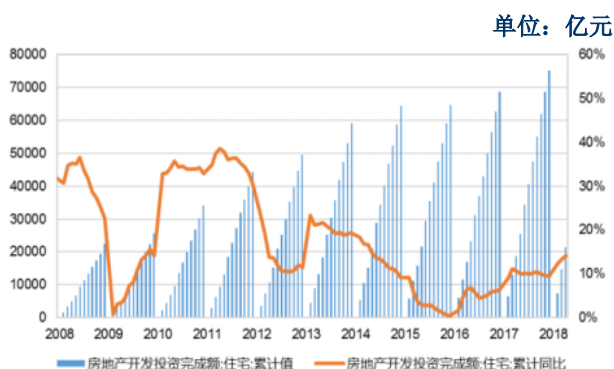
图 5：2008~2018.04 房地产开发投资完成额



数据来源：Wind、东北证券，中诚信证评整理

住宅装修装饰方面，2017 年全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，同比分别增长 7.66%和 13.67%，分别回落 14.84 个百分点和 21.13 个百分点，受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响，增速均有较大幅度放缓。2017 年，全国住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。住宅投资同比增速虽略有回落，但仍一定程度保障建筑装饰行业需求。

图 6：2008~2018.04 住宅开发投资完成额



数据来源：Wind、东北证券，中诚信证评整理

行业政策方面，2016 年以来，多个地区加快推进全装修住宅的进程，也陆续发布相关政策。《建筑产业现代化发展纲要》要求，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积比率 30%以上，直辖市、计划单列市及省会城市保障性住房的全装修成品房面积比率达到 50%以上。全装修的推行主要由房地产开发商发力，而房地产开发商在装饰业务领域均拥有长期合作的装饰企业作为战略合作伙伴，当前正处于全装修政策落实期，对房地产住宅全装修工程领域企业形成一定利好。

表 1：全装修相关政策

出台时间	地区	文件名称	相关内容
2017/1/1	天津	《市建委关于加强装配式建筑设计管理的通知》	2018 年 1 月 1 日起，实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%。
2017/4/26	住建部	《建筑业发展十三五规划》	到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。
2017/10/1	成都	《成都市成品住宅年度建设规划（2017-2022）》	中心城区成品房覆盖率在 2017~2020 年分别达 50%、60%、80% 和 100%。
2018/1/1	河南	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	到 2020 年，新开工全装修成品住宅占新建住宅面积比例，省辖市及城乡一体化示范区争取达到 80%，郑州航空港综合实验区争取全覆盖，县城要达到 60%以上。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

随着我国经济步入新常态阶段，国家宏观经济政策的调整对建筑装饰行业的发展产生一定的影响。一方面，新一届政府对于“反腐”的持续推动使得各地“楼堂馆所”项目的开工建设大幅受限，在建工程项目的装修档次也有所降低，“反腐”的推进亦对旅游地产、商业地产和高端酒店等产生的装饰装修需求增长有所抑制。另一方面，住宅全装修政策的推广及消费升级驱动等因素使得家装行业迎来良好的发展机遇。同时，在装饰装修整体向“绿色环保、设计装修一体化、住宅批量全装修”推进的大背景下，行业将会进一步向具备资金、技术及规模化优势的企业集中。未来，住宅全装修政策的推广、消费升级的进一步推动及装饰更新的需求释放将给行业发展带来有力支撑。

业务运营

公司以国内建筑装饰业务作为主营业务，经过多年的经营发展，在业务范围不断拓宽的同时，已成为全国建筑装饰行业中拥有较丰富业务资质的企业之一。截至 2017 年末公司及子公司拥有 4 个

设计甲级（装饰、幕墙、智能化、消防）资质、5个施工壹级（装饰、幕墙、智能化、消防、机电设备）资质等多项施工设计资质，业务资质较齐备。2017 年公司实现营业总收入 71.64 亿元，同比增长 5.12%。分业务看，装饰工程施工业务收入为 67.40 亿元，同比增长 0.55%；装饰工程设计业务收入为 1.11 亿元，同比增长 4.44%；其他收入主要系供应链服务的收入，同比增长 4,728.29%。分区域看，公司集中优势力量进一步布局华南、华东和西南等重点区域，巩固相应地区的市场地位，2017 年华南、华东和西南区域收入分别为 25.09 亿元、12.58 亿元和 11.86 亿元，同比分别增加 14.58%、增加 6.93%和减少 6.37%。此外，得益于海外市场已签项目订单的逐步开工，2017 年海外市场收入为 8.39 亿元，同比增长 21.59%。

表 2：2017 年公司收入分业务和分区域情况

单位：亿元、%

业务	收入	同比增长
装饰工程施工	67.40	0.55
装饰工程设计	1.11	4.44
其他	3.14	4,728.29
区域	收入	同比增长
华东地区	12.58	6.93
华北地区	4.85	1.01
华南地区	25.09	14.58
华中地区	4.90	-8.94
东北地区	2.30	15.27
西北地区	1.68	-39.00
西南地区	11.86	-6.37
海外	8.39	21.59
合计	71.64	5.12

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年，公司建筑装饰主营业务实现稳步发展，但受海外业务及中建南方新增订单量减少的影响，当年公司新签合同额减少，后续业务承揽及业务波动情况值得关注

装饰工程施工业务是公司最主要的收入和利润来源。2017 年，公司积极夯实装修装饰主营业务发展，全年装饰工程施工业务收入 67.40 亿元，同比小幅增长 0.55%。从装饰工程施工业务的结构来看，由于装饰工程业务集中度相对较高，客户对业务需求的调整致使各类业务收入出现不同程度的

变化。2017 年公司公共建筑装饰业务运营情况向好，当年收入规模为 37.42 亿元，同比增长 14.19%。住宅精装修和幕墙装饰业务收入分别为 18.47 亿元和 5.92 亿元，同比分别减少 9.77%和 40.80%。此外，2017 年公司取得其他工程收入 5.59 亿元，同比增长 47.49%，为公司业务发展形成一定的有益补充。

表 3：2017 年公司装饰工程项目收入类型情况

类型	收入（亿元）	同比增长（%）
公共建筑装饰	37.42	14.19
住宅精装修	18.47	-9.77
幕墙装饰	5.92	-40.80
其他工程	5.59	47.49
合计	67.40	0.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从在建项目来看，截至 2017 年末，公司主要在建工程项目包括康美普宁中药材市场 22 号楼项目康莱酒店精装修工程、珠海海湾大酒店主楼装修改造项目装修总承包工程、南桑-迈彬-景栋 77 英里 230 千伏双路输电线项目第一、二期工程采购、设计、安装、工程服务分包合同和北京商务中心（CBD）核心区 Z14 地块商业金融项目办公公共区域精装修分包工程等公共建筑装修项目。截至当年末，公司所有未完工项目合同金额总计 207.41 亿元，累计确认收入 71.64 亿元，未结算部分金额为 135.77 亿元，整体的项目储备仍较充足。

表 4：截至 2017 年末公司主要在建项目情况

单位：万元

工程项目	合同造价	签约时间	完工进度	账款回收比例
康美普宁中药材市场 22 号楼项目康莱酒店精装修工程	15,475.58	2017/3/22	98.98%	96.83%
珠海海湾大酒店主楼装修改造项目装修总承包工程	14,085.55	2017/6/9	55.89%	86.56%
南桑-迈彬-景栋 77 英里 230 千伏双路输电线项目第一期工程采购、设计、安装、工程服务分包合同	14,356.18	2016/10/23	58.37%	16.34%
南桑-迈彬-景栋 77 英里 230 千伏双路输电线项目第二期工程采购、设计、安装、工程服务分包合同	14,356.18	2016/10/23	16.71%	0.00%
北京商务中心（CBD）核心区 Z14 地块商业金融项目办公公共区域精装修分包工程	12,643.15	2017/2/23	75.14%	56.78%
厦门恒大帝景项目首期 1#-3#楼、5#楼室内装修工程	9,931.22	2017/3/22	98.66%	80.73%
南昌恒大华府首期 1-4#室内精装修工程	9,535.07	2016/12/26	49.18%	29.05%
民生 瞰江郡一期 1#、2#、7#、8#、15#号楼室内及公共部位精装修工程	7,339.34	2016/12/12	68.30%	21.45%
济南恒大绿洲六期 40#、42#、43#楼、42#楼底商、43#楼底商精装修工程	7,329.76	2016/8/25	72.69%	59.94%
沈阳环球金融中心项目一阶段住宅幕墙工程	7,178.84	2016/4/7	97.42%	36.03%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外业务方面，公司积极践行国家建设“一带一路”倡议，重点关注各区域经济带的发展动向，通过经贸合作、文化交流和政商互动等方式，积极有效整合各方资源，增强对海外区域市场的拓展力度。当年公司通过各子公司力量，基本实现对东南亚、澳洲和北美等地的业务范围覆盖，并培育形成海外国家驻中国使领馆建筑装饰设计与施工的专业服务体系。当年公司继续与众多可靠、有实力的海外客户保持良好的商业合作关系，承建越南岘港新地标“双子塔”等多个重大项目。受益于海外工程项目的稳步推进，2017 年公司实现海外业务收入 8.39 亿元，同比增长 21.59%。另截至当年末，公司拥有境外项目 40 个，合同金额合计 78.39 亿元，其中 53 亿元海外工程订单系 2016 年签订，2017 年拓展收效有限，海外新签订单额的大幅减少对整体订单的承接尤其是公共建筑装饰业务新签合同额产生较为显著的影响。

表 5：截至 2017 年末公司境外项目情况

单位：个、亿元

区域	项目数量	项目金额
缅甸	11	4.81
越南	4	38.26
澳门	1	0.06
马来西亚	7	2.18
印度尼西亚	6	30.16
美国	5	1.19
柬埔寨	3	0.66
斯里兰卡	2	0.71
巴布亚新几内亚	1	0.36
合计	40	78.39

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从新增订单情况来看，2017 年公司新增订单金额合计 86.84 亿元，同比减少 31.28%。其中，主要受海外业务新增订单减少的影响，公共建筑装饰业务新增订单金额 50.93 亿元，同比减少 24.29%；住宅精装修业务方面，2017 年上半年主要客户恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）部分施工合同不包含由甲方提供材料及当年中建南方新签住宅精装修业务订单大幅减少，致使该类型业务当年新增订单金额同比减少 55.46%至 17.43 亿元。当年公司幕墙装饰新签订单金额为 9.98 亿元，同比增长 13.15%。公司其他工程业务新签订单金额 6.66 亿元，同比减少 33.00%。2017 年，公司有效整合旗下拥有的设计研发中心、深圳高文安设计有限公

司（以下简称“深圳高文安”）两大平台资源，为客户提供融合使用功能与风格创意的设计方案，实现室内装饰使用价值与审美价值的有效结合，并主导或参与完成一大批兼具功能性与艺术性的设计作品，符合公司实现“设计带动施工”的发展策略，增强公司对设计类施工业务订单的获取能力。当年公司新增工程设计业务订单金额 1.85 亿元，同比增长 54.17%。整体看，2017 年公司订单承接总额减少，或对未来业务经营的稳定性提出一定挑战，且受 2017 年末转让中建南方股权的影响，业务承揽能力或将呈下降趋势。

表 6：2015~2017 年公司新增订单情况

单位：亿元

	2015	2016	2017
公共建筑装饰	49.10	67.27	50.93
住宅精装修	18.74	39.13	17.43
幕墙装饰	10.10	8.82	9.98
其他工程	10.02	9.94	6.66
工程设计	0.52	1.20	1.85
合计	88.49	126.36	86.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

客户合作方面，公司自上市以来，其品牌影响力不断提升，对下游客户的信用管理逐渐重视，目前来看客户类型主要为民营商业地产开发商。公司结算环节需为客户垫付一定资金，且项目回款较慢，导致应收账款规模处于较高水平，负面影响营运资金周转情况。2017 年，公司前五大客户销售合计占比为 39.57%，同比提高 8.04 个百分点，前五大客户集中度比例有所上升。公司第一大客户为恒大地产，2017 年对恒大地产的销售收入占营业总收入的比重为 28.86%。恒大地产与公司在长期合作中形成良好的沟通体系和默契的伙伴关系，招标时同等条件下倾向优先与公司进行合作。但鉴于公司对单一客户较为依赖，潜在的业务波动风险仍值得关注。

2017 年，公司继续深化“互联网+”业务布局，加强与鸿洋电商的合作，为公司拓展智能家居、建筑智能化等领域业务奠定良好基础

“互联网+”业务方面，为结合建筑装饰行业发

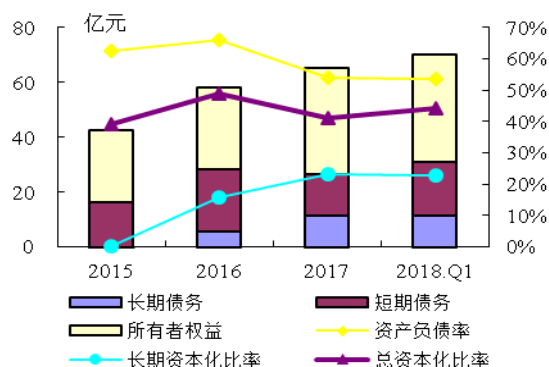
展趋势及互联网对产业链的发展影响，近年宝鹰股份通过战略投资、合作等方式，构筑“互联网+建筑装饰”电子商务生态圈。2017 年，公司继续深化“互联网+”、BIM 等现代 IT 技术在建筑装饰工程领域的应用，积极拓宽公司科技创新服务平台，逐步形成创新、科技、设计及施工一体化模式。当年公司加快与上海鸿洋电子商务股份有限公司（以下简称“鸿洋电商”）合作的步伐，利用鸿洋电商领先的家居全产业链电商平台，通过大数据、精准化营销，促进互联网与传统产业的深度对接与融合，有效提升公司的信息化建设水平，为公司拓展智能家居、建筑智能化等领域业务作出良好铺垫。未来，公司将继续深化与鸿洋电商的合作，优化供应链管理与整合，与产业的上下游开展广泛深入地合作，不断创新产品及优化服务，促进互联网与传统产业的深度对接与融合，进一步推动公司转型升级战略实施。

财务分析

下列财务分析主要基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年合并财务报告，以及未经审计的 2018 年一季度合并财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 7：2015~2018.Q1 末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年，公司业务规模保持稳步增长，但受出售中建南方等公司股权的影响，整体资产规模有所下降，当年末资产总额为 83.77 亿元，同比减少 4.40%。同时，受出售中建南方股权及偿还 4 亿元

短期融资券的影响，当年末负债总额 45.31 亿元，同比减少 21.82%。所有者权益方面，受益于非公开发行股票溢价及盈利经营的积累，同期末所有者权益合计 38.46 亿元，同比增长 29.66%。受益于此，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.09% 和 40.95%，同比分别下降 12.06 个百分点和 8.00 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为 84.65 亿元、45.34 亿元和 39.31 亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 53.57% 和 44.00%，较于同行业主要上市公司，公司负债水平相对较低，财务杠杆比率较合理，财务结构较为稳健。

表 7：截至 2017 年末建筑装饰行业主要上市公司资本结构比较

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率（%）
宝鹰股份	83.77	54.09
亚厦股份	199.36	60.94
广田集团	158.64	56.64
洪涛股份	111.90	66.25
金螳螂	281.84	58.31

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产规模为 77.55 亿元，占总资产的比重为 92.58%。公司流动资产主要包括货币资金和应收账款，占流动资产的比重分别为 21.43% 和 66.13%。2017 年公司发行债券及非公开增发股票增加部分募集资金，当年末货币资金余额为 16.62 亿元，同比增长 29.34%。应收账款方面，受行业经营模式影响，公司需为下游房地产企业垫付一定资金，且项目回款较慢，导致应收账款规模持续处于较高水平，2017 年末处置中建南方股权后不再将中建南方纳入合并范围，加之应收账款回收情况有所好转，当年末应收账款账面价值为 51.28 亿元，同比减少 6.69%，但占总资产比重仍高达 61.22%，从账龄来看，账龄 1 年以内的应收账款占比 58.54%，1~2 年的应收账款占比 20.41%，2017 年计提坏账准备金额 1.69 亿元，当年因合并单位退表而转出坏账准备金额为 0.66 亿元，因应收账款转让而转出坏账准备金额为 0.14 亿元，截至当年末已累计计提坏账准备 7.41 亿元，计提比例为 12.62%。公司应收账

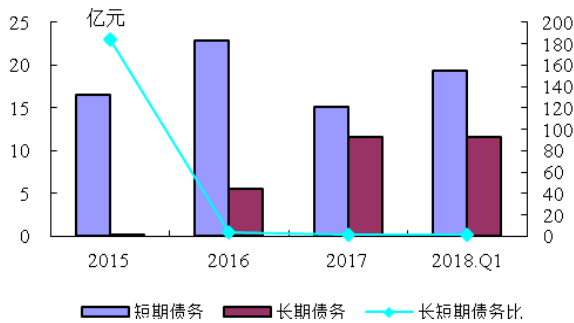
款坏账损失规模相对较大，对盈利能力造成较大不利影响，应收账款的资产质量及回收风险需予以持续关注。2017 年末公司非流动资产合计 6.22 亿元，占资产总额的 7.42%，主要包括长期股权投资（2.60 亿元）、固定资产（0.58 亿元）、商誉（1.80 亿元）和递延所得税资产（1.13 亿元）。其中，长期股权投资系对鸿洋电商、远尚互联网金融服务（深圳）股份有限公司及国创通信（目前已不再持有该公司股权）等联营企业的投资，当年权益法核算的长期股权投资收益为 -0.20 亿元，长期股权投资质量欠佳。商誉主要系溢价收购深圳高文安形成，其中 2017 年末商誉同比减少 1.19 亿元，主要由于中建南方股权的转让（商誉减少 1.13 亿元），当年末对深圳高文安已累计计提商誉减值准备 0.26 亿元。2018 年 2 月公司收到中国证券监督管理委员会深圳监管局行政监管措施决定书（以下简称“监管措施决定书”），深圳证监局检查发现如下情况：2015 年公司收购深圳高文安 60% 的股权，形成商誉 2.06 亿元，于 2015~2016 年对深圳高文安商誉进行减值测试，认定商誉在 2015 年末减值，仅在 2016 年计提部分减值，认定公司商誉减值测试审慎性不足。尽管公司已就相关问题提出整改措施，但未来商誉减值的准确性和及时性依然值得关注。

从负债结构来看，2017 年末公司流动负债为 33.77 亿元，占负债总额的 74.52%，主要由短期借款、应付账款和应交税费构成，分别占流动负债的比重为 41.80%、38.16% 和 7.86%。其中，短期借款系抵押借款（1.50 亿元）和保证借款（12.62 亿元）。应付账款主要为应付材料款和劳务费，由于出售中建南方股权，当年末余额同比减少 37.47% 至 12.88 亿元。应交税费主要为增值税和企业所得税等。

债务方面，2017 年公司偿还 4 亿元的短期融资券，采购环节减少票据支付，并顺利发行“17 宝鹰 01”公司债券，当年末总债务为 26.67 亿元，同比减少 6.21%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.31 倍，较上年末的 4.15 倍进一步下降。2018 年 3 月末，公司债务规模为 30.89 亿元，长短期债务比为 1.67 倍。整体看，公司债务期限结构有所优化，但债务仍以短期债务为主，面临一定的即期偿债压

力。

图 8：2015~2018.Q1 末公司债务结构分析



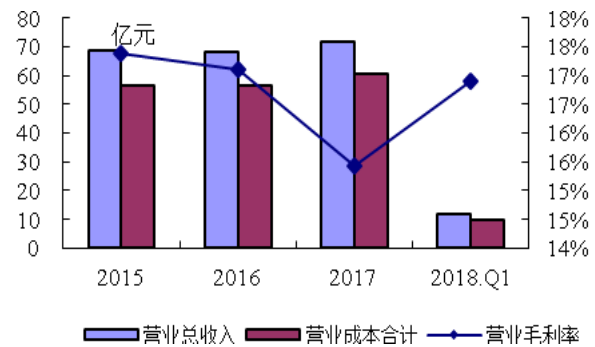
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，受益于股票溢价发行及经营积累，2017 年公司净资产规模大幅提升，财务杠杆比率明显回落，财务结构较稳健，但债务期限结构仍不甚合理，面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

公司营业收入主要来自装饰工程施工业务。2017 年，公司继续夯实装饰装修主营业务发展，全年实现营业总收入 71.64 亿元，同比增长 5.12%。分业务板块来看，当年公司装饰工程施工业务收入 67.40 亿元，同比增长 0.55%；装饰工程设计业务收入 1.11 亿元，同比增长 4.44%。此外，公司取得其他收入 3.14 亿元，主要系供应链服务的收入，同比增长 4,728.29%。2018 年 1~3 月，主要受出售中建南方股权的影响，公司实现营业总收入 11.89 亿元，同比减少 8.27%。值得关注的是，根据公司收到的监管措施决定书，公司部分工程项目收入核算不规范，未根据增加的工程量对预计合同总价进行调整，导致部分项目竣工后又补充确认大额收入，收入确认存在跨期情形；2018 年 3 月 28 日，公司已就监管措施决定书发布整改报告，后续相关整改措施的落实情况及工程项目收入结转的规范性仍需予以关注。

图 9：2015~2018.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 15.44%，同比小幅下降 1.67 个百分点，处于同行业中等水平。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 16.89%。

表 8：2017 年建筑装饰行业主要上市公司盈利能力指标比较

单位：亿元、%

公司名称	营业总收入	营业毛利率
宝鹰股份	71.64	15.44
亚厦股份	90.69	13.33
广田集团	125.35	11.56
洪涛股份	33.31	22.88
金螳螂	209.96	16.80

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 4.57 亿元，同比增长 22.87%。当年职工薪酬的增加使得公司管理费用上升，2017 年管理费用为 2.47 亿元，同比增长 4.31%；销售费用为 0.32 亿元，同比增长 11.42%，主要由于广告宣传费、招待费和保函手续费等费用的增加；2017 年公司新增债务融资，使得财务费用同比增长 67.63%至 1.77 亿元。当年公司三费收入占比为 6.37%，同比提高 0.92 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 0.89 亿元，三费收入占比进一步增至 7.48%，期间费用控制能力有待提升。

表 9：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

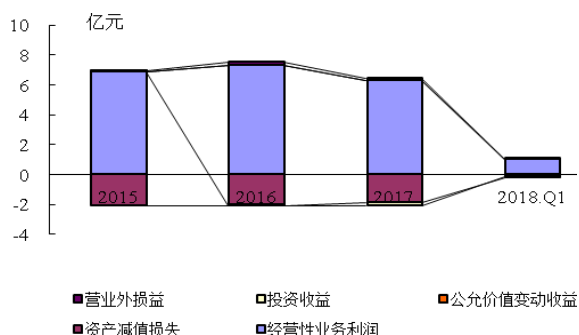
单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.27	0.29	0.32	0.07
管理费用	1.77	2.37	2.47	0.46
财务费用	0.85	1.06	1.77	0.37
三费合计	2.88	3.72	4.57	0.89
营业总收入	68.54	68.16	71.64	11.89
三费收入占比	4.21%	5.45%	6.37%	7.48%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和资产减值损失构成。2017 年，受毛利率水平小幅下降的影响，全年经营性业务利润为 6.29 亿元，同比减少 14.24%。当年公司资产减值损失为 1.87 亿元，同比减少 7.48%，系坏账损失（1.80 亿元）和商誉减值损失（0.06 亿元）。2017 年，公司利润总额为 4.55 亿元，同比减少 17.43%；全年实现净利润 3.84 亿元，同比减少 8.67%，整体盈利水平有所下降。

图 10：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

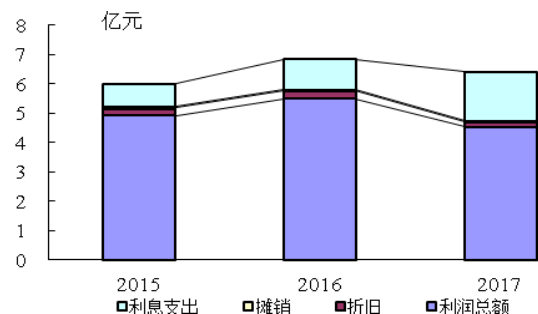
2017 年，公司建筑装饰主营业务稳步发展，收入规模保持增长，但当年盈利水平有所下降，且转让中建南方股权或对未来收入形成一定影响，后续工程项目收入结转的规范性问题仍需予以关注。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。2017 年公司新增的债务融资利息支出增加，当年利息支出为 1.66 亿元，同比增加 60.42%；受经营性业务利润减少的影响，当年利润总额为同比减少 17.43%至 4.55 亿元，当年公司 EBITDA 为 6.41 亿元，同比减少 6.31%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年公司总

债务/EBITDA 指标为 4.16 倍，基本较上年持平，EBITDA 利息保障倍数为 3.86 倍，同比减少 2.75 倍。整体看，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度较上年有所下降，但仍能对债务利息的偿还形成良好保障。

图 11：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，由于新签业务订单减少，2017 年公司业务承揽垫资规模相应缩减，当年公司经营活动现金流为 -3.97 亿元，净流出金额较上年减少 1.73 亿元，但经营活动净现金流仍无法对债务利息形成保障。2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 -7.00 亿元，净流出规模进一步扩大。

表 10：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
EBITDA（亿元）	6.02	6.85	6.41	-
经营活动净现金流（亿元）	3.44	-5.69	-3.97	-7.00
资产负债率（%）	62.42	66.15	54.09	53.57
总资本化比率（%）	39.05	48.95	40.95	44.00
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.32	-5.49	-2.38	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.21	-0.20	-0.15	-0.91
EBITDA 利息倍数（X）	7.55	6.60	3.86	-
总债务/EBITDA（X）	2.76	4.15	4.16	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保。截至 2018 年 3 月末，公司尚有 3 起未决诉讼、仲裁形成的或有负债合计 0.54 亿元，主要由建设工程合同纠纷引起，相关案件目前尚在审理中，后续进展情况值得关注。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产合计 1.48 亿元，占总资产的比重为 1.76%，包括受限的货币资金 1.21 亿元（保证金担保及法院冻结资金）、用于借款抵押担保的固定资产 0.26 亿元和

用于借款抵押担保的投资性房地产 0.01 亿元。此外，截至 2018 年 5 月 17 日，公司实际控制人古少明先生持有公司股票 328,356,191 股，占公司股份总数 24.48%，古少明先生累计质押公司股票 223,733,211 股，占其所持有公司股份总数的 68.14%，占公司股份总数的 16.68%。中诚信证评对实际控制人所持有公司的股份质押情况予以关注。

财务弹性方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有的银行授信总额为人民币 65.15 亿元，其中尚有 48.87 亿元人民币额度未使用，占总人民币授信额度的 75.01%；获得 1,150.00 万美元授信额度，剩余尚有 26 万美元额度未使用，具备一定的备用流动性。此外，作为 A 股上市公司，公司资本市场融资渠道较为通畅，具备较好的财务弹性。

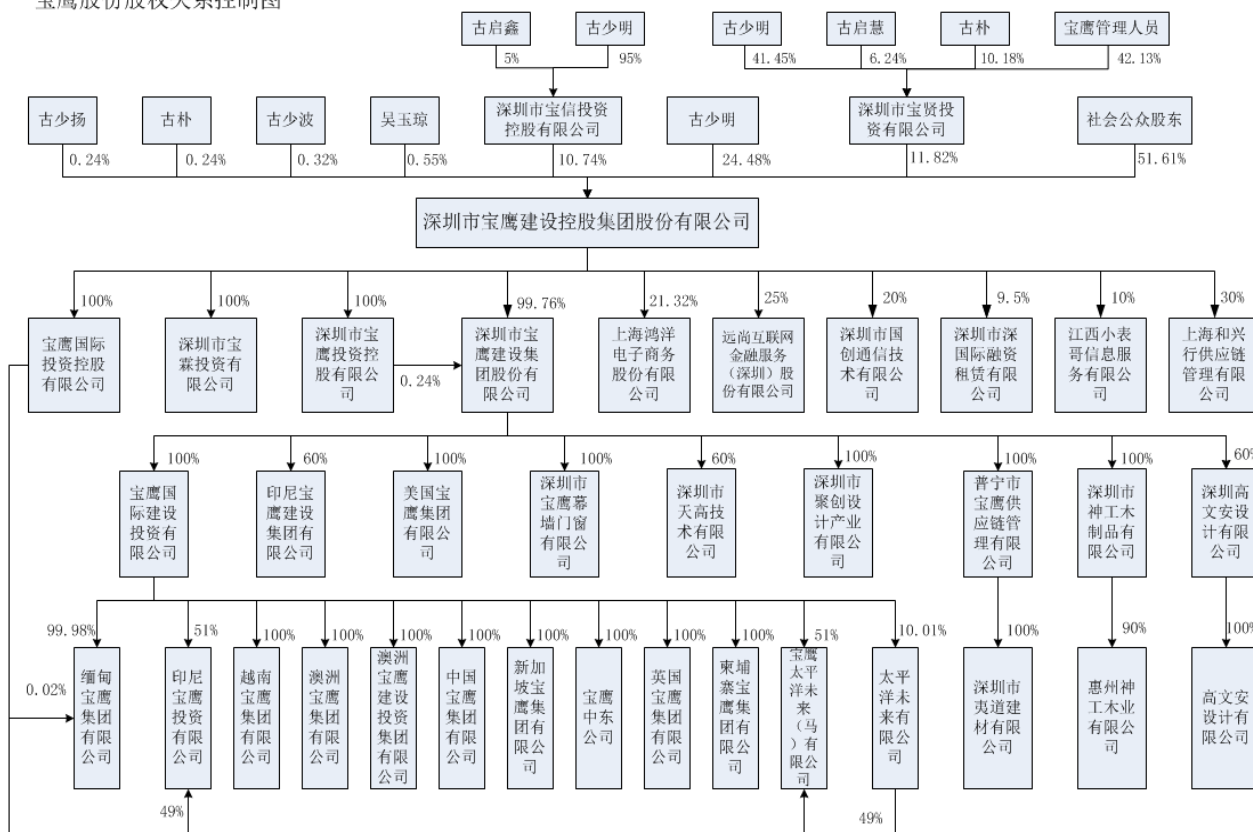
综合来看，2017 年受益于股票的溢价发行及盈利经营，公司净资产规模保持增长，财务杠杆比率明显回落，财务结构趋于稳健，且公司当年继续夯实主业发展，业务规模稳步提升，EBITDA 对债务利息能够形成良好保障，整体偿债能力仍很强。但同时需关注公司债务期限结构仍不甚合理、应收账款面临回收风险、现金流恶化及财务处理规范性不足等因素对公司经营及信用状况产生的影响。

结 论

综上，中诚信证评维持深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；维持“深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

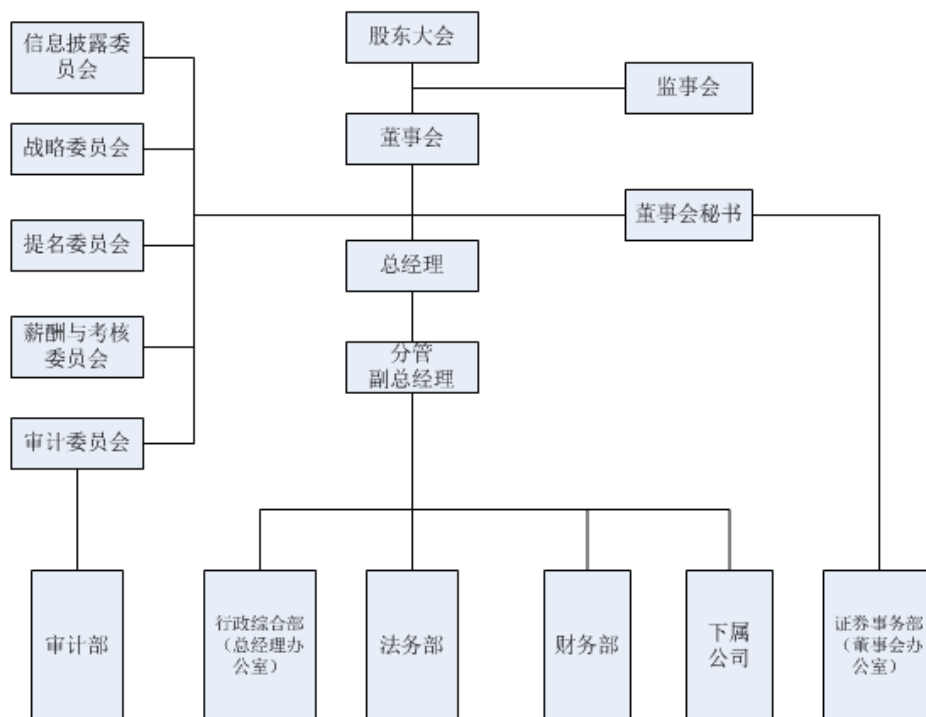
附一：深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司股权结构图（截至2018年3月31日）

宝鹰股份股权关系控制图



资料来源：公司提供

附二：深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司组织架构图（截至2018年3月31日）



资料来源：公司提供

附三：深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	85,431.60	128,487.60	166,188.15	113,955.39
应收账款净额	425,804.73	549,587.26	512,833.64	504,303.50
存货净额	39,563.79	58,328.11	30,427.75	53,406.22
流动资产	591,982.22	778,876.45	775,517.01	783,045.97
长期投资	24,944.82	29,104.85	25,962.89	27,671.82
固定资产合计	20,346.72	19,220.73	5,917.62	5,708.14
总资产	689,563.66	876,233.98	837,704.66	846,497.11
短期债务	165,146.57	229,181.88	151,254.37	193,360.62
长期债务	896.50	55,192.74	115,449.18	115,515.45
总债务（短期债务+长期债务）	166,043.08	284,374.62	266,703.56	308,876.07
总负债	430,422.31	579,612.25	453,117.26	453,440.37
所有者权益（含少数股东权益）	259,141.36	296,621.73	384,587.40	393,056.75
营业总收入	685,366.13	681,551.01	716,445.14	118,939.48
三费前利润	97,546.90	110,521.75	108,574.51	19,570.76
投资收益	306.05	-171.68	-1,783.42	-163.05
净利润	37,680.86	42,079.66	38,431.44	7,736.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,205.16	68,459.23	64,136.53	-
经营活动产生现金净流量	34,437.09	-56,934.35	-39,671.66	-69,961.32
投资活动产生现金净流量	-26,761.57	-5,729.10	-4,080.96	-1,944.49
筹资活动产生现金净流量	20,014.71	96,425.53	88,158.94	25,077.26
现金及现金等价物净增加额	27,628.16	34,459.90	43,222.01	-47,447.47
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	17.39	17.11	15.44	16.89
所有者权益收益率（%）	14.54	14.19	9.99	7.87
EBITDA/营业总收入（%）	8.78	10.04	8.95	-
速动比率（X）	1.29	1.37	2.21	2.16
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	-0.20	-0.15	-0.91
经营活动净现金/短期债务（X）	0.21	-0.25	-0.26	-1.45
经营活动净现金/利息支出（X）	4.32	-5.49	-2.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.55	6.60	3.86	-
总债务/EBITDA（X）	2.76	4.15	4.16	-
资产负债率（%）	62.42	66.15	54.09	53.57
总资本化比率（%）	39.05	48.95	40.95	44.00
长期资本化比率（%）	0.34	15.69	23.09	22.71

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。