

北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司
2013 年非公开发行公司债券
2017 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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级
结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【326】号 02

增信方式: 保证担保

担保主体: 田家玉夫妇
合法拥有的个人全部财
产

债券剩余规模: 0.5 亿元

债券到期日期: 2018 年
6 月 27 日

债券偿还方式: 到期一
次还本, 附债券存续期
第 3 年末投资者回售选
择权

分析师

姓名:
于一飞 罗力

电话:
010-66216006

邮箱:
yuyf@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

北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司 2013 年非公开发行公司债券 2017 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	2017 年 06 月 14 日	2016 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”) 对北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司 (以下简称“嘉寓股份”或“公司”) 及其 2013 年 06 月 27 日非公开发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 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门窗和幕墙业务收入水平和已签约未完工的订单均有所提高。同时我们也关注到, 公司因会计虚假记载和重大遗漏等行为受到中国证券监督管理委员会处罚, 公司资产流动性一般, 经营活动现金流表现较差, 短期偿债压力较大, 担保资产受限程度较高等风险因素。

正面:

- 公司门窗和幕墙业务收入水平和已签约未完工的订单均有所提高。公司收入水平随业务规模的扩大进一步提高, 2016 年公司实现营业收入 21.52 亿元, 同比增长 2.58%; 2016 年末公司门窗和幕墙已签约未完工的订单同比分别增长 14.18% 和 13.09%, 分别为 95,010.00 万元和 64,242.43 万元。

关注：

- **公司涉及会计虚假记载和重大遗漏等行为，受到中国证券监督管理委员会的处罚。**2016年12月30日，公司收到中国证券监督管理委员会《行政处罚和市场进入事先告知书》，揭示公司存在会计虚假记载和重大遗漏、跨期结转成本调节利润以及账外支付员工薪酬的行为。2017年4月28日，公司及相关当事人收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》和《市场禁入决定书》，对公司和当事人处以罚金和市场禁入措施。
- **公司资产流动性一般。**2016年末，公司应收账款和存货账面价值合计占总资产比重为66.67%；应收账款账龄相对较长，需关注其回款风险；存货以已完工未结算资产为主，公司整体资产流动性一般。
- **公司经营性现金流表现较差。**2016年，主营业务获现能力下降，加之存货对营运资金占用增加，公司经营活动现金净流出4,056.67万元。
- **短期偿债压力较大。**2017年3月末，公司短期有息债务合计133,094.17万元，而流动比率与速动比率分别为1.42和0.54，短期偿债压力较大。
- **担保资产受限程度较高，非受限资产对本期债券本息覆盖程度一般。**田家玉先生（公司实际控制人）及其配偶黄苹女士以合法拥有的个人全部财产对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，主要权属资产中96.74%的股票资产和全部土地及房产因抵质押使用受到限制，受限程度较高。非受限的权属资产为9,261,706股嘉寓股份A股普通股股票，按照2016年12月30日嘉寓股份的收盘价6.63元计算，非受限资产市值为6,140.51万元，对本期债券的本息覆盖程度一般。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	455,260.71	453,817.38	424,169.20	358,717.47
所有者权益合计(万元)	146,339.06	141,555.91	135,318.56	130,659.32
有息债务(万元)	157,000.45	147,197.74	151,006.94	126,722.34
资产负债率	67.86%	68.81%	68.10%	63.58%
流动比率	1.42	1.35	1.35	1.47
速动比率	0.54	0.51	0.60	0.67
营业收入(万元)	34,059.36	215,220.26	209,803.76	183,349.74
营业利润(万元)	1,046.13	6,382.52	3,448.90	2,797.32
利润总额(万元)	1,368.84	8,896.00	8,091.69	5,851.57
综合毛利率	19.44%	14.47%	16.24%	15.77%
总资产回报率	-	3.60%	3.81%	3.18%
EBITDA(万元)	-	19,996.80	18,875.76	13,479.76
EBITDA 利息保障倍数	-	2.87	2.68	2.82
经营活动现金流净额(万元)	-9,658.74	-4,056.67	-1,836.42	-12,278.99

资料来源: 公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司非公开发行公司债券的批复》（证监许【2012】1766号）批准，公司于2013年6月27日非公开发行0.50亿元公司债券。本期债券募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务。

二、发行主体概况

2016年4月26日，公司根据2015年度股东大会决议，以公司2015年底总股本32,580万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增12股，转增后，公司总股本变更为71,676万股，增加股本39,096万股。

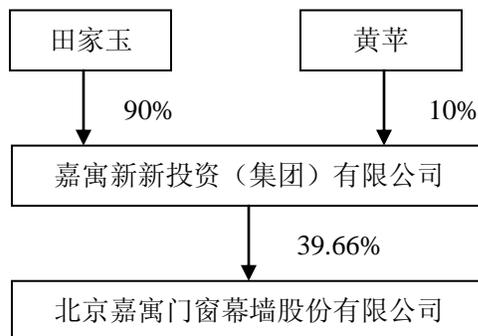
表1 跟踪期内公司注册资本变更情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
注册资本	71,676.00	32,580.00
实收资本	71,676.00	32,580.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司名称、控股股东及其持股比例和实际控制人均未发生变化。截至2016年12月31日，嘉寓新新投资（集团）有限公司（以下简称“嘉寓集团”）持有公司39.66%股权，为公司控股股东，自然人田家玉、黄苹分别持有嘉寓集团90%和10%的股权，田家玉为公司实际控制人。截至2016年12月31日，公司产权及控制关系如图1所示：

图1 截至2016年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

根据业务发展需要，2016年，公司新设嘉寓门窗幕墙河北有限公司和嘉寓门窗幕墙宁夏有限公司，具体情况如表2所示。

表 2 跟踪期内公司纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
嘉寓门窗幕墙河北有限公司	100%	3,000.00	门窗幕墙销售安装	新设
嘉寓门窗幕墙宁夏有限公司	100%	5,000.00	门窗幕墙销售安装	新设

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为45.38亿元，所有者权益为14.16亿元，资产负债率为68.81%；2016年度，公司实现营业收入21.52亿元，利润总额0.89亿元，经营活动现金净流出0.41亿元。

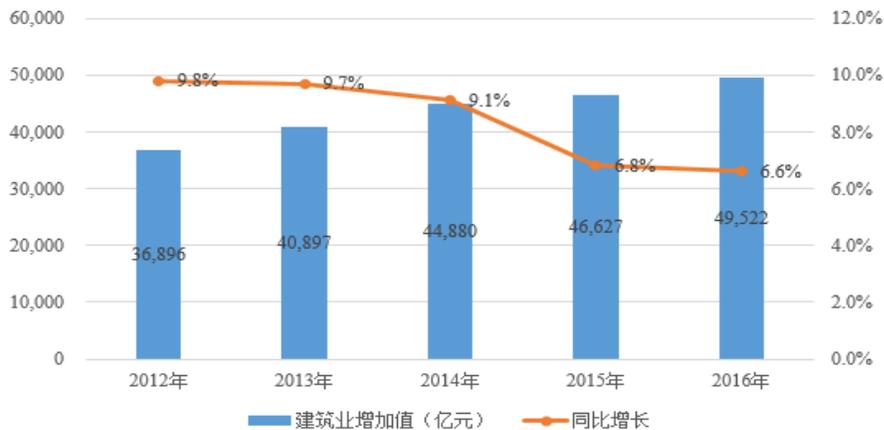
截至2017年3月31日，公司资产总额为45.53亿元，所有者权益为14.63亿元，资产负债率为67.86%；2017年1-3月，公司实现营业收入3.41亿元，利润总额0.14亿元，经营活动现金净流出0.97亿元。

三、运营环境

2016年建筑业保持增长，房地产市场回暖，推动建筑装饰市场需求增加，但原材料价格上涨降低了建筑装饰行业盈利能力

建筑装饰行业是建筑业的三大支柱性产业之一，是建筑业和房地产行业的下游产业，与建筑业以及房地产业景气度保持较高的正相关性。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。

图2 2012-2016年中国建筑业增加值情况

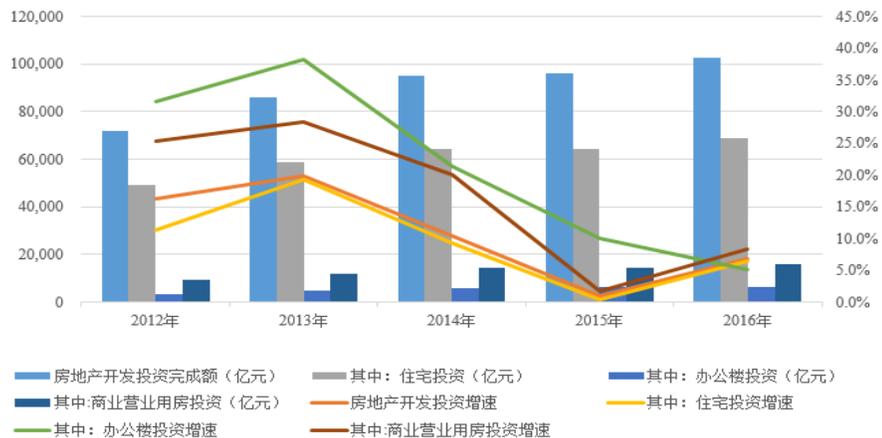


资料来源：中华人民共和国 2016 年国民经济和社会发展统计公报

2016年我国建筑业整体继续保持增长，全社会建筑业增加值49,522亿元，同比增长6.6%。2015年我国房地产投资增速大幅下滑至1.0%，而2015年及2016年商品房销售面积增

速分别为6.5%和22.5%，房地产库存下降，推动2016年全国完成房地产开发投资102,580.61万元，同比增长6.9%，增速较2015年提高5.9个百分点；其中住宅完成投资68,703.87万元，占房地产投资完成额的66.98%，住宅投资增速由2015年的0.4%提升至6.4%，房地产市场有所回暖。

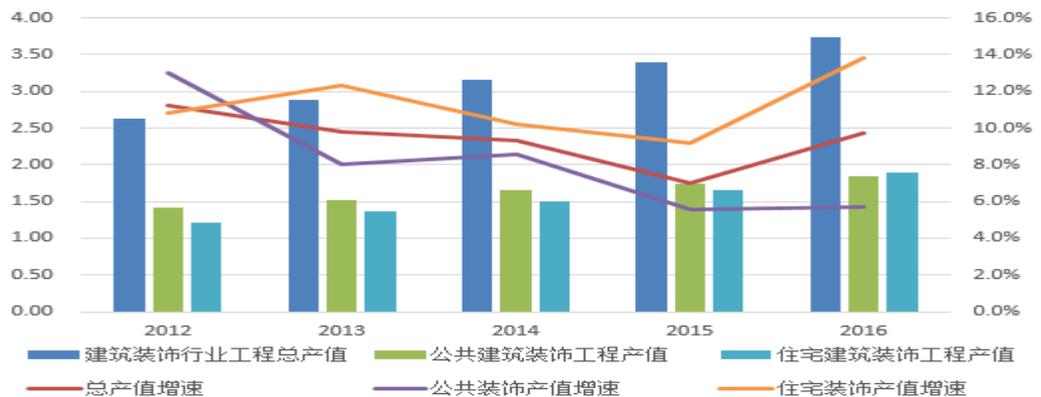
图3 2012-2016年中国房地产开发投资情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

建筑业继续保持增长以及房地产市场回暖推动建筑装饰市场总需求保持增长，增速出现反弹。根据中国建筑装饰协会的数据显示，2016年全国建筑装饰行业完成工程总产值3.73万亿元，同比增长9.7%，增速较上年增加2.1个百分点；其中公共建筑装饰装饰全年完成工程总产值1.84万亿元，同比增长5.7%，增速较上年增加0.25个百分点；住宅装饰装修全年完成工程总产值1.89万亿元，同比增长13.8%，增速较上年增加3.9个百分点。房地产市场投资复苏对促住宅装饰工程产值的提升贡献较大，2016年住宅装饰工程总产值占比为50.67%，较上年增长1.85个百分点。

图4 2012-2016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

根据装修装饰III（申万）指数中的各成份市场表现，剔除2017年3月30日上市的深圳市美芝装饰设计工程股份有限公司，20个有效成份样本企业（以下简称“样本企业”）2016年平均营业收入469,865.39万元，较2015年同期增长6.85%，主要系市场需求回升，已签约未完工订单储备增加所致。

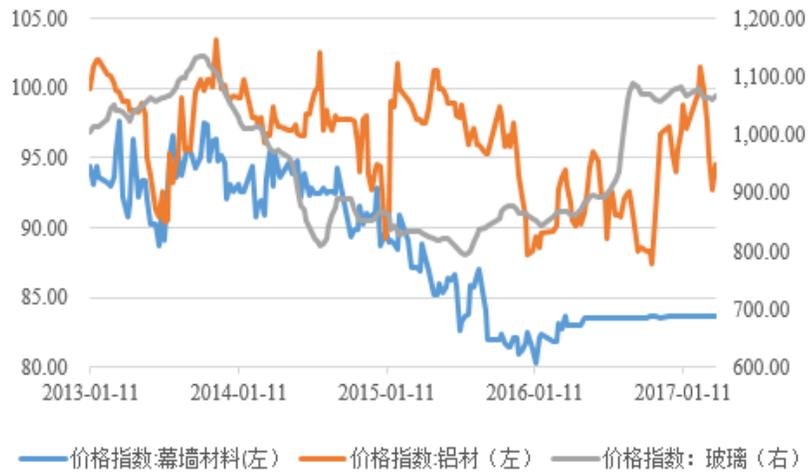
表3 20个有效成本样本企业盈利能力分析（单位：亿元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
样本企业平均营业收入	28.56	37.37	44.54	43.97	46.99
样本企业平均毛利率	22.16%	23.01%	23.99%	21.64%	20.30%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

同时我们关注到，2016年样本企业平均毛利率为20.30%，同比下降1.34个百分点，主要系“营改增”政策以及幕墙材料价格上涨所致。此外，铝材价格波动较大，也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

短期内增量房地产市场可为建筑装饰行业发展形成支撑，长期来看，房地产市场受政策影响存在一定不确定性，改善性需求有利于稳定建筑装饰行业市场需求

由于建筑装饰行业相较于建筑业及房地产行业存在一定滞后性，建筑业增加值保持增长以及房地产市场的回暖对建筑装饰市场的需求拉动作用将逐渐显现，短期内可为建筑装饰市场需求形成一定支撑。但2016年四季度以来，受房价上涨影响，我国房地产调控政策持续加码，多地陆续实行新一轮限购政策，而政策的持续性及其对房地产市场的影响尚待观察，因此长期来看，增量房地产市场对建筑装饰市场的影响存在不确定性。此外，我国现有存量建筑规模较大，随着城市发展进程以及人们生活水平的提高，将产生大量的既有

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，在改善性需求方面其有利于稳定建筑装饰行业市场需求。

总的来看，短期内增量房地产市场可为建筑装饰行业发展形成支撑，长期来看，房地产市场受政策影响存在一定不确定性，改善性需求有利于稳定建筑装饰行业市场需求。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，营业收入仍主要来源于节能门窗和幕墙的设计、生产加工和安装。2016年受益于新中标项目的增长，公司门窗和幕墙业务已签约未完工订单和工程总量增加，当年实现营业收入215,220.26万元，同比增长2.58%。受主要原材料价格上涨，加之“营改增”政策的影响，公司门窗和幕墙业务的毛利率均出现下滑，其中门窗业务毛利率同比下滑2.17个百分点至13.79%，幕墙业务毛利率同比下滑0.38个百分点至15.86%。2017年1季度，公司在采购以及管理团队等方面加强内部成本的控制，综合毛利率增至19.44%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
门窗	-	-	127,543.41	13.79%	123,148.67	15.96%
幕墙	-	-	85,961.34	15.86%	83,576.98	16.24%
其他	-	-	1,715.51	-4.07%	3,078.11	27.11%
合计	34,059.36	19.44%	215,220.26	14.47%	209,803.76	16.24%

注：公司未提供 2017 年 1-3 月门窗和幕墙的分类收入和成本明细
 资料来源：公司提供

受益于房地产市场投资的复苏，公司门窗和幕墙业务收入水平和已签约未完工订单均有所提高，未来业务持续性较好；但公司产能利用率不高，产能尚未完全释放

从公司中标和签约项目情况来看，房地产市场复苏以及公司门窗产品售价增长扩大了公司建筑装饰业务的体量，2016年公司门窗和幕墙当年新签约项目金额同比均有较大幅度增长，其中门窗和幕墙新签约金额分别为159,678.71万元和114,884.54万元，同比分别增长48.65%和70.81%，主要的中标项目有丰台科技园东区三期、东旭国际中心项目A楼外立面工程合同、佳木斯万达广场住宅三地块外门窗、空调百叶窗制作安装工程以及大厂创业大厦项目幕墙工程施工合同等。收入水平也随公司业务规模的扩大进一步提高，2016年公司实现营业收入21.52亿元，同比增长2.58%。同时，中标和签约量的增加扩充了公司已签约未完工订单的规模，2016年末公司门窗和幕墙已签约未完工的订单同比分别增长14.18%和

13.09%，分别为95,010.00万元和64,242.43万元。从公司门窗和幕墙业务开展整体情况来看，随着房地产市场短期回暖，公司新签订单金额呈增加趋势，已签约未完工订单充足，未来业务持续性较好。

表5 公司门窗和幕墙业务开展情况

项目		2017年3月	2016年	2015年
门窗	当年新签订单项目金额（万元）	15,908.32	159,678.71	107,419.43
	已中标未签约订单金额（万元）	10,163.96	66,421.26	53,809.16
	已签约未完工订单金额	110,007.46	95,010.00	83,207.67
	当年实现收入金额（万元）	-	127,543.41	123,148.67
幕墙	当年新签订单项目金额（万元）	1,615.71	114,884.54	67,256.81
	已中标未签约订单金额（万元）	18,456.25	33,344.76	20,787.99
	已签约未完工订单金额	39,970.43	64,242.43	56,804.09
	当年实现收入金额（万元）	-	85,961.34	83,576.98

注：已签约未完工订单金额不含未开工项目金额
 资料来源：公司提供

从下游客户情况来看，2016年公司前五名销售客户合计销售金额为7.64亿元，占当年营业收入的35.49%，同比上升3.85个百分点，前五大客户中恒大地产集团有限公司对公司收入贡献较大，2016年收入占比为21.52%，公司对单一客户有一定依赖，另外2016年公司与嘉寓集团下属子公司在建筑装饰业务中存在关联交易，金额为5,238.84万元。

表6 公司前五名客户的销售额情况（单位：万元）

2016年			2015年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
恒大地产集团有限公司	46,314.11	21.52%	恒大地产集团有限公司	46,897.90	22.35%
大连万达集团股份有限公司	10,243.71	4.76%	大连万达集团股份有限公司	6,119.49	2.92%
葛洲坝实业有限公司	10,086.84	4.69%	中建三局集团有限公司	4,506.26	2.15%
嘉寓集团下属子公司	5,238.84	2.43%	MINESCO PTY.LTD	4,439.84	2.12%
华润置地有限公司	4,496.43	2.09%	绿城房地产集团有限公司	4,411.61	2.10%
合计	76,379.93	35.49%	合计	66,375.10	31.64%

资料来源：公司提供

2016年公司门窗和幕墙销量分别为183.81万平方米和86.84万平方米，而平均销售价格分别为693.87元/平方米和989.87元/平方米，增幅分别为4.56%和-0.55%。公司已签约未完工订单较多，短期内收入较有保障。

表7 公司门窗和幕墙产销情况（单位：万平方米/年、万平方米、元/平方米）

项目		2016年	2015年
门窗	产量	182.28	185.74
	销量	183.81	185.57

	平均售价	693.87	663.62
	产销率	100.84%	99.91%
幕墙	产量	86.37	84.78
	销量	86.84	83.97
	平均售价	989.87	995.32
	产销率	100.54%	99.04%

注：平均售价=营业收入/销量

资料来源：公司提供，鹏元整理

从生产情况来看，公司门窗和幕墙产品非标准化生产，一般按照客户需求定制，以销定产，因此产销率始终处于较高水平，2015和2016年门窗和幕墙产品基本达到产销平衡。跟踪期内，为配合“疏解非首都功能、推进京津冀协同发展”政策，公司将北京顺义门窗幕墙生产基地搬迁至河北邢台，未来北京总部将主要承担管理职责；安徽安庆门窗幕墙生产基地已于2016年6月建成投产；黑龙江节能门窗幕墙生产基地尚在建设中，项目投资进度已超过90%，尚需投资金额不大；江苏省沛县门窗幕墙生产基地已转型为光伏建筑一体化产业基地，作为光伏组件边框生产线，目前尚在建设中。

表8 跟踪期内公司主要生产基地变化情况（单位：万平方米/年）

1、跟踪期内新增或在建生产基地

基地名称	所处区域	产品	设计产能	备注
河北邢台门窗幕墙生产基地	华北区域	门窗、幕墙	65	北京基地搬迁至河北邢台，2016年11月投产
安徽安庆门窗幕墙生产基地	华东区域	门窗、幕墙	45	2016年6月已投产
黑龙江节能门窗幕墙生产基地	东北区域	门窗、幕墙	60	在建（宾西二期）

2、跟踪期内转型或出租的生产基地

基地名称	所处区域	产品	设计产能	备注
北京顺义门窗幕墙生产基地	华北地区	门窗、幕墙	93	搬迁至河北邢台
江苏省沛县门窗幕墙生产基地	华东区域	门窗、幕墙	60	已转型为光伏建筑一体化产业基地，作为光伏组件边框生产线

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要原材料采购价格上涨，毛利率水平有所下降

从公司成本情况来看，原材料是生产成本的主要组成部分，占比接近70%，其次是安装劳务，两者合计占营业成本的比重超过90%，因此原材料价格的波动对公司营业成本影响较大。

表9 公司门窗、幕墙生产成本构成情况表（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	128,745.88	69.94%	116,375.25	66.17%

安装劳务	46,040.88	25.01%	49,847.26	28.34%
直接人工	5,521.55	3.00%	6,087.79	3.46%
制造费用	3,766.44	2.05%	3,557.48	2.02%
合计	184,074.75	100.00%	175,867.78	100.00%

资料来源：公司提供

为避免原材料价格波动对公司经营的影响，公司实行集团化招标采购，与上游供应商签订年度战略合同，尽可能对项目原材料实行价格锁定，控制原材料价格浮动可能带来的风险。公司的原材料主要为型材、玻璃、五金等，2016年原材料价格处于波动上行的态势，公司采购的型材和玻璃均价同比分别上涨16.78%和23.81%，五金采购价格与2015年持平。2016年，随着公司经营规模扩大，公司相应地增加了型材、玻璃和五金的采购，相关原材料采购量均有增长。前五名供应商合计采购金额为3.37亿元，占2016年总采购金额的27.15%，占比同比下降5.57个百分点。

表 10 公司主要原材料采购价格和采购数量

原材料名称	采购均价		采购数量	
	2016年	2015年	2016年	2015年
型材	23,000 元/吨	19,695 元/吨	约 3.6 万吨	2.70 万吨
玻璃	130 元/平方米	105 元/平方米	约 385.8 万平方米	299.41 万平方米
五金	185 元/套	185 元/套	约 891 万件	809.46 万件

注：公司五金原材料的采购合同按套计算，而入库盘点时按件计，因此采购均价以元/套为单位，而采购数量以件为单位。

资料来源：公司提供

相较于公司门窗、幕墙产品的销售均价变化，公司采购原材料价格增幅更大，加之“营改增”政策的影响，公司门窗和幕墙业务的毛利率均出现下滑，其中门窗业务毛利率同比下滑2.17个百分点至13.79%，幕墙业务毛利率同比下滑0.38个百分点至15.86%，原材料价格上涨压缩了公司的利润空间，也加大了公司成本控制难度。

公司实现全国七大区域布局，业务分布较广

近年来，公司业务范围不断扩大，目前已覆盖国内东北、华北，西南、华东、华中、华南和海南七大区域，形成了围绕区域总部、辐射周边的经营布局。

由于公司战略发展需要，将原归属于华北区域的山东和临邑项目划归至华中区域，故2016年华中、华北两区域收入一增一减。跟踪期内，公司在西南地区 and 东北区域业务开展情况较好，订单数量增加，收入增幅较大。公司业务订单数量、收入规模与地区房地产市场景气度和经济发展水平关联较大，未来需关注不同地区房地产市场和经济发展水平对公司业务开展情况的影响。

公司不同区域的毛利率水平也不尽相同，主要系各地区产品特性、价格和造价不同所

致，例如东北地区的气温较低，门窗对抗风抗寒的特性要求较高，海南地区光照强、气温高，产品以对光的反射、吸收以及隔热能力要求较高。由于门窗业务资质的取消，门窗市场竞争不断加剧，公司所属东北、华南区域毛利率水平有所下滑。

表 11 2016 年公司各区域经营情况（单位：万元）

区域	营业收入	营业收入变化	营业成本	营业成本变化	毛利率	毛利率变化
华北	34,874.50	-48.27%	29,023.83	-48.32%	16.78%	0.07%
华东	36,361.05	-5.51%	31,920.25	-6.00%	12.21%	0.46%
东北	21,048.60	26.08%	16,874.96	31.64%	19.83%	-3.38%
西南	29,738.45	48.79%	26,646.77	47.54%	10.40%	0.76%
华中	45,259.57	118.81%	39,003.86	119.52%	13.82%	-0.28%
海南	5,866.25	117.41%	4,702.96	94.11%	19.83%	9.62%
华南	40,356.32	-0.99%	34,116.81	5.60%	15.46%	-5.27%

资料来源：公司 2016 年年报

公司持续对技术和研发进行较大投入

公司属于国家级高新技术企业，具有较强的研发实力，近年公司持续在技术和研发方面进行较大投入。2016年，公司在原有的高节能铝门窗系统、铝塑复合门窗系统、铝木复合门窗系统、智能门窗系统、太阳能光热窗系统、防盗安全窗系统、防雾霾窗系统、单元式门窗系统、被动式超低能耗建筑门窗和铝合金耐火节能窗的十类产品系统基础上，新增外墙清洁机器人、建筑外窗清洁机器人和门窗幕墙生产线智能装备三大类产品系统的研发。2016年，公司研发投入6,499.65万元，占营业收入的比重为3.02%。

表 12 公司研发投入占营业收入的比重情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
研发投入金额	6,499.65	6,419.99
研发投入占营业收入比例	3.02%	3.06%

资料来源：公司提供

公司进军光伏电站等产业，有利于丰富公司收入来源，同时也将在资金、人员、管理等多方面给公司带来新的挑战

公司光伏EPC施工业务采用总承包交钥匙模式，由公司按照合同约定对光伏工程EPC项目进行设计、采购、施工、试运行等全过程或若干阶段的承包。

根据公司2016年9月8日公告的《关于签订光伏电站系统集成施工的重大合同公告》，公司与润峰电力有限公司（以下简称“润峰电力”）签订了《光伏电站系统集成、施工合作框架协议》，公司作为润峰电力光伏电站建设的战略伙伴，负责润峰电力2016-2017年承接光伏电站的施工建设工程，工程造价总计21亿元，目前该项合作的具体运营模式尚在洽

谈中。

根据公司2016年11月5日公告的《关于公司承揽嘉寓新能源光伏电站建设工程暨关联交易的公告》，公司将承揽北京嘉寓新能源技术开发有限公司（以下简称“嘉寓新能源”）光伏电站的施工建设工程，并与嘉寓新能源签订《光伏电站系统集成、施工合作框架协议》，建设光伏发电工程。根据公司2017年5月3日公告的《关于承揽嘉寓新能源光伏电站建设工程暨关联交易进展的公告》，公司与嘉寓新能源签订《嘉寓新能源光伏发电项目建设工程合同》，由公司负责河北威县12.64MW、江苏徐州沛县10.95MW、山东临邑9.32MW、山东乐陵4MW、哈尔滨宾县8.8MW、河南卫辉2.76MW等14个合计122.54MW屋顶分布式光伏发电项目的建设，工程合计金额74,749.40万元。合同约定，发包人在合同生效后10个工作日支付暂估合同总价款的30%；合同约定承保范围内工程具备验收条件后60天内、已完工程量报告已由发包人确认完毕且承包方完成所有非发包人原因的消缺工作后30个工作日内，发包人支付合同总价的60%，在支付70%款项前，承包人应向发包人提供约定的发票；质量保证金10%，在项目整体质保期（1年）届满后，十个工作日内无息支付给承包方，若相关项目顺利实施，有利于丰富公司的收入来源。

为推动公司转型，提升产品附加值，公司拟与控股股东嘉寓集团共同出资成立北京嘉寓长泰机器人科技有限公司（以下简称“嘉寓机器人公司”），其中公司出资1,000.00万元，围绕公司的主营业务，重点进行门窗清洁机器人、光伏电站清洁机器人、外墙清洁机器人、门窗智能生产装备等系列产品的发展生产销售，为客户提供延伸的增值服务。2016年5月，公司、嘉寓集团与中国轻工业集团全资子公司长沙长泰机器人有限公司（以下简称“长沙长泰”）签订《战略合作框架协议》，委托长沙长泰开发研制幕墙清洁机器人、擦窗机器人等特种机器人系列产品，三方发挥各自的优势，共同申请组建“北京市机器人产业化示范基地”等多项合作。2016年7月，为进一步推动公司进行产业转型升级，发展机器人、智能装备产业及新能源动力锂电池产业，公司与北京奥普科星技术有限公司（以下简称“奥普科星”）及其自然人股东签订了《投资合作框架协议》，2016年12月30日，公司董事会审议通过《关于投资收购北京奥普可行技术有限公司股权的议案》，2017年1月12日，奥普科星完成工商变更，成为公司的控股子公司，公司持股比例为51%。

公司新能源汽车业务拟由公司与嘉寓集团共同出资运作，经营主体为嘉寓新能源汽车宁夏有限公司，公司其15%的股权，具体的合作模式以及运营方式目前尚未完全确定。

公司进军光伏电站等产业的战略规划，一方面有助于丰富公司收入来源；但另一方面，进军全新的产业对公司而言将面临资金、人员、管理等重重挑战。公司是否能充分整合资源、发挥已有的优势、精准进入并占领市场，还存在很大的不确定性。

公司涉及会计虚假记载和重大遗漏等行为，受到中国证券监督管理委员会的处罚；诉讼案件败诉，公司将承担较大赔偿损失

1. 公司受中国证券监督管理委员会立案调查事项

2015年6月12日，因公司涉嫌信息披露违法违规，收到中国证券监督管理委员会立案调查。2016年12月30日，公司收到中国证券监督管理委员会《行政处罚和市场进入事先告知书》（编号：处罚字【2016】115号），揭示公司存在以下三方面重大问题，一是招股说明书、定期报告中资金往来部分存在虚假记载和重大遗漏，二是存在跨期结转成本调节利润的行为，三是账外支付员工薪酬。2017年4月28日，公司及相关当事人收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》（编号：【2017】38号），对相关当事人和公司处以罚金3-60万元不等，根据《市场禁入决定书》（编号：【2017】11号）对主要高管采取5-8年证券市场禁入措施，其不得从事证券业务或担任上市公司董事、监事、高级管理人员职务，上述处罚对公司经营和财务将产生一定不利影响。

2. 关于刘保京案的诉讼事项

2012年9月12日，原告刘保京以保证合同纠纷诉嘉寓集团、以股权转让合同纠纷诉公司，请求法院判定嘉寓集团及公司共同支付原告股份转让款2,372.00万元及违约金7,577.54万元。公司于2016年4月21日收到北京市第二中级人民法院的一审《民事判决书》【（2013）二中民初字第13832号】，判决公司给付原告刘保京股权转让款及违约金，公司遂向北京市高级人民法院提出申诉。2017年4月28日，公司收到北京市高级人民法院民事判决书【（2016）京民终286号】，驳回公司上诉，维持原判。

根据最终判决结果，嘉寓集团承担2,372.00万元股权转让款的连带清偿责任，公司承担违约金约3,200.00万元，该违约金已在2016年度计提非经常性损益1,394.4万元，将对公司2017年非经常性损益影响约1,900万元。

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中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告以及未经审计的公司2017年一季度的合并财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年，公司新设二级子公司2家，公司合并报表范围详见附录五。

2016年12月30日，公司收到中国证券监督管理委员会《行政处罚和市场禁入事先告知书》，告知书中认定本公司在招股说明书、定期报告中资金往来部分存在虚假记载和重大

遗漏，存在跨期结转成本调节利润及帐外支付工资的情况，导致相关财务报表项目列示不准确，公司对上述前期差错事项采用追溯重述法，对2015年具体财务科目调整如下表所示，以下分析2015年数据采用2016年审计报告期初数。

表 13 公司对 2015 年财务科目差错追溯调整情况（单位：万元）

项目	2015 年		
	追溯调整前	追溯调整金额	追溯调整后
存货	194,395.75	-294.51	194,101.24
应交税费	3,534.23	150.48	3,684.71
其他应付款	9,364.52	689.74	10,054.26
未分配利润	44,578.16	-1,134.73	43,443.43
营业成本	175,867.78	-127.89	175,739.89
利润总额	7,963.80	127.89	8,091.69
所得税费用	1,175.42	19.18	1,194.60
利润净额	6,788.39	108.70	6,897.09
年初未分配利润	39,911.51	-1,243.43	38,668.08
未分配利润	44,578.16	-1,134.73	43,443.43

资料来源：公司 2016 年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，但应收账款规模较大，存在回款风险，存货中已完工未结算资产占比较高，资产流动性一般

公司资产规模稳定增长，2016年末总资产规模为45.38亿元，同比增长6.99%，主要系业务规模扩大导致存货增加所致。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2016年末流动资产占比为82.66%，同比上升0.99个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。2016年末，公司货币资金共39,948.28万元，其中使用受限的货币资金合计18,117.13万元，受限资金主要是各类保证金和三个月以上的定期存款。公司应收账款规模和占比较大，对营运资金形成占用，2016年末公司应收账款账面价值为68,771.50万元，占总资产比重为15.15%；从账龄来看，1年内的应收账款余额占比55.89%，1-2年占比为19.70%，2-3年的占比为13.84%，3年以上基本为质保款，占比为10.58%，账龄相对较长；从应收账款集中度来看，2016年末欠款方前五名余额为5,943.04万元，占比为7.12%，集中度不高；2016年公司计提坏账准备金额1,006.31万元，累计计提坏账准备14,732.71万元，随着公司业务规模的扩大，未来需关注公司应收账款的回收风险。公司预付账款主要是提前支付的工程款项，近年随

着中标数量的增加，预付工程款亦有所增加，2017年3月末进一步增至16,599.17万元。公司其他应收款为与其他单位的往来款和支付给总包方的工程保证金，跟踪期内变化不大。存货以建造合同形成的已完工未结算资产为主，2016年末公司存货账面价值为233,806.81万元，同比增加20.46%，主要系工程施工量增加所致，其中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值占比为85.74%，上述资产为公司已根据工程进度确认收入但未与客户结算的资产，结算后结转至应收账款，与同行业企业相比，公司存货规模很大，且主要客户为长期合作伙伴，存货对公司营运资金占用较大。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34,287.29	7.53%	39,948.28	8.80%	42,489.16	10.02%
应收账款	72,310.88	15.88%	68,771.50	15.15%	71,148.70	16.77%
预付款项	16,599.17	3.65%	12,883.76	2.84%	10,382.54	2.45%
其他应收款	16,403.45	3.60%	14,656.58	3.23%	14,999.20	3.54%
存货	230,054.89	50.53%	233,806.81	51.52%	194,101.24	45.76%
流动资产合计	373,519.13	82.05%	375,133.93	82.66%	346,416.10	81.67%
固定资产	45,266.08	9.94%	45,915.05	10.12%	42,858.53	10.10%
在建工程	5,998.58	1.32%	5,942.49	1.31%	6,566.40	1.55%
无形资产	16,300.58	3.58%	15,452.92	3.41%	15,569.34	3.67%
非流动资产合计	81,741.59	17.95%	78,683.45	17.34%	77,753.09	18.33%
资产总计	455,260.71	100.00%	453,817.38	100.00%	424,169.20	100.00%

资料来源：公司2016年审计报告及2017年第一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主。公司固定资产主要是各门窗幕墙生产基地和生产设备，2016年安徽安庆门窗幕墙生产基地由在建工程转入固定资产，固定资产有所增加。公司在建工程为各门窗目前在建基地，近年公司扩张的产能尚未完全释放，在建工程规模不大。无形资产为公司拥有的土地使用权，2016年末账面价值15,452.92万元。跟踪期内，公司将位于北京市顺义区的国有土地使用权和房屋建筑物转让给北京嘉寓机器人科技有限公司，转让资产账面价值143.04万元，评估价值及最终转让价格为3,197.31万元。

总体来看，公司资产以存货和应收账款为主，应收账款账龄相对较长，且规模较大，需关注其回款风险，存货以已完工未结算资产为主，公司存货和应收账款对营运资金的占用较大，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资金周转压力加大，资产运营效率下降

2016年公司应收账款规模有所增长，应收账款天数增至117.02天。随着公司承接工程的增加，公司存货中已完工未结算资产和应付货款亦有所增长，存货规模的扩大降低了公司存货周转的效率，存货周转天数升至418.44天；而应付货款的增加则延长了公司的支付周期，缓冲了其对经营现金的占用。主要受存货周转效率下降影响，公司净营业周期同比增加40.8天至364.45天。

公司存货周转效率的下降，流动资产周转天数也增至603.47天。近年由于江西、安徽等生产基地转为固定资产，固定资产周转效率相应下降。流动资产和固定资产周转天数同时增长，公司总资产周转效率呈下降趋势，整体运营效率下降，营运压力加大。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	117.02	110.69
存货周转天数	418.44	357.73
应付账款周转天数	171.01	144.77
净营业周期	364.45	323.65
流动资产周转天数	603.47	540.66
固定资产周转天数	74.25	71.55
总资产周转天数	734.31	671.67

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及盈利水平有所提高，已签约未完工订单充足可为未来业绩提供一定支撑，光伏项目完工并网有望丰富公司收入来源，但公司盈利能力有所下降，同时光伏项目能否实现预期收益尚待观察

公司的主营业务收入主要来源于节能门窗、幕墙的设计、生产加工和安装。受益于2016年新中标项目的增长，公司门窗和幕墙业务总量略有增加，当年实现主营业务收入215,220.26万元，同比增长2.58%。相较于公司门窗、幕墙产品的销售均价增幅，公司采购原材料价格增幅较大，加之“营改增”政策的影响，公司门窗和幕墙业务的毛利率均出现下滑，其中门窗业务毛利率同比下滑2.17个百分点至13.79%，幕墙业务毛利率同比下滑0.38个百分点至15.86%。公司期间费用总额有所下降，期间费用率降至10.18%。2016年公司资产减值损失为1,316.75万元，较上年明显减少。

公司收入水平的增长、期间费用的下降以及坏账损失的减少共同导致公司营业利润同比增长85.06%至6,382.52万元，公司整体盈利水平有所提高。2016年公司实现非流动资产处置利得收益2,919.93万元，主要系将位于北京市顺义区的国有土地使用权和房屋建筑物转让给北京嘉寓机器人科技有限公司取得的收益，此外当期确认诉讼赔偿费用1,461.78万元，主要系刘保京案件计提的预计负债。剔除非经营性因素对利润水平的影响后，公司利润水平仍有小幅增长，2016年公司实现利润总额8,896.00万元，同比增长9.94%。

整体来看，公司营业收入及盈利水平均有所提高，已签约未完工订单充足可为未来业绩提供一定支撑，光伏项目完工并网有望丰富公司收入来源，但公司盈利能力有所下降，同时光伏项目能否实现预期收益尚待观察。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
营业收入	34,059.36	215,220.26	209,803.76
资产减值损失	-503.37	1,316.75	3,982.47
营业利润	1,046.13	6,382.52	3,448.90
利润总额	1,368.84	8,896.00	8,091.69
净利润	1,185.08	7,627.17	6,897.09
综合毛利率	19.44%	14.47%	16.24%
期间费用率	17.21%	10.18%	11.85%
总资产回报率	-	3.60%	3.81%

资料来源：公司2016年审计报告及2017年第一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营性现金流表现较差，随着承接工程和光伏项目投入的增加，公司依然面临一定的资金压力

虽然2016年公司净利润有所增长，但部分利润增长得益于资产减值的下降以及固定资产的处置收益，扣除非付现费用和非经营损益的影响后，公司FFO为16,458.79万元，同比减少19.48%，主营业务现金获现能力下降。另一方面，随着公司经营规模扩大，承接工程量增加，公司存货中未结算工程规模增长，对营运资本的占用进一步增加。主营业务现金获现能力下降以及存货对营运资本占用增加导致公司经营活动现金净流出-4,056.67万元，经营性现金流表现较差。

公司投资活动现金流规模不大，2016年公司收到出售房产土地款以及上年出售湖北在建工程款项，同时公司前期生产基地的产能未完全释放，当年新建的生产基地较少，投资活动流出规模不大，2016年投资活动净流入932.24万元。

筹资活动方面，2016年公司取得借款收到的现金同上年相比变化不大；偿还债务支付的现金同比增加31.05%，现金分红716.76万元，2016年筹资活动现金净流出9,007.71万元。

总体来看，公司主营业务现金获现能力有所下降，存货对营运资本占用进一步增加，经营性现金流表现较差；考虑到公司建筑装饰业务体量的扩大、进军光伏工程、特种机器人领域，未来公司仍面临一定的资金压力。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
净利润	7,627.17	6,897.09
非付现费用	5,519.28	7,963.80
非经营损益	3,312.34	5,579.94
FFO	16,458.79	20,440.83
营运资本变化	-20,515.45	-22,277.25
其中：存货减少（减：增加）	-39,699.33	-38,966.09
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,787.39	-6,907.36
经营性应付项目增加（减：减少）	11,396.49	23,596.21
经营活动现金流量净额	-4,056.67	-1,836.42
投资活动的现金流量净额	932.24	-6,543.46
筹资活动的现金流量净额	-9,007.71	23,773.07
现金及现金等价物净增加额	-12,132.14	15,393.19

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿付压力较大

跟踪期内，由于公司扩大经营，应付货款和预收工程款有所增加，2016年负债总额同比增长8.10%至31.23亿元，其中流动负债占比88.87%；2017年3月，公司支付部分工程货款，流动负债和负债总额较2016年末小幅下降。得益于利润累积，2016年末公司所有者权益同比增长4.61%。整体来看，2016年末公司产权比例比率提高至220.59%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	308,921.66	312,261.47	288,850.64
其中：流动负债	263,539.75	277,511.57	255,836.57
非流动负债	45,381.91	34,749.90	33,014.07
所有者权益	146,339.06	141,555.91	135,318.56

产权比率	211.10%	220.59%	213.46%
-------------	----------------	----------------	----------------

资料来源：公司 2016 年审计报告及 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016年末公司短期借款余额为89,998.94万元，同比减少8.30%，主要包括保证借款62,010.00万元和信用借款23,100.00万元。2016年末公司应付票据账面余额为34,979.67万元，其中银行承兑汇票28,842.30万元，商业承兑汇票6,137.37万元。公司应付账款包含应付货款、劳务款和工程设备款，随着公司承接业务的增加，应付原材料货款金额增加，2016年末应付账款同比增长21.06%至95,770.34万元，2017年3月公司支付部分应付货款，应付账款有所下降。预收账款为预收的工程款，随业务增长有所增加。其他应付款包含下游客户支付的押金、保证金和与其他单位的往来款，2017年3月末账面余额16,134.83万元，较2015年末增加60.48%。2016年末，公司一年内到期的非流动负债包含一年内到期的长期借款6,500.00万元和一年内到期的长期应付款1,080.92万元。

公司非流动负债以长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益以及其他非流动负债为主。公司长期借款规模不大，2016年末，除一年内到期的6,500.00万元长期借款外，公司仍有7,000.00万元长期借款集中于2018年到期。应付债券为本期债券。长期应付账款主要为公司融资租入的固定资产，2017年3月账面余额8,761.82万元。公司递延收益为政府预支补助款和未实现售后租回损益，其中2016年无新增政府补助，当年确认营业外收入1,188.18万元，年末余额降至8,307.27万元；2016年11月10日，公司与远东国际租赁有限公司签订售后回租合同，将机械设备出售给远东国际租赁有限公司，协议转让价款合计3,800.00万元；截至2016年12月31日机械设备账面原值3,803.50万元，净值1,469.70万元，确认未实现售后租回收益2,330.30万元，计入递延收益。公司其他非流动负债为非金融机构的长期无息借款，2016年末相关款项账面余额8,079.71万元。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	91,506.20	29.62%	89,998.94	28.82%	98,139.77	33.98%
应付票据	35,363.53	11.45%	34,979.67	11.20%	37,428.25	12.96%
应付账款	74,050.67	23.97%	95,770.34	30.67%	79,106.82	27.39%
预收款项	34,331.83	11.11%	30,500.45	9.77%	25,398.99	8.79%
其他应付款	16,134.83	5.22%	11,825.11	3.79%	10,054.26	3.48%
一年内到期的非流动负债	6,224.44	2.01%	7,580.92	2.43%	-	-
流动负债合计	263,539.75	85.31%	277,511.57	88.87%	255,836.57	88.57%
长期借款	10,175.00	3.29%	7,000.00	2.24%	10,500.00	3.64%

应付债券	4,969.46	1.61%	4,963.35	1.59%	4,938.92	1.71%
长期应付款	8,761.82	2.84%	2,674.86	0.86%	-	-
递延收益	12,180.69	3.94%	10,637.57	3.41%	9,495.45	3.29%
其他非流动负债	7,719.71	2.50%	8,079.71	2.59%	8,079.71	2.80%
非流动负债合计	45,381.91	14.69%	34,749.90	11.13%	33,014.07	11.43%
负债合计	308,921.66	100.00%	312,261.47	100.00%	288,850.64	100.00%
其中：有息债务	157,000.45	50.82%	147,197.74	47.14%	151,006.94	52.28%

资料来源：公司 2016 年审计报告及 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

2017年3月末，公司有息债务余额157,000.45万元，较2015年末增长3.97%，其中包含短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债在内的短期有息债务合计133,094.17万元。从偿债指标来看，公司资产负债率仍保持较高水平，2017年3月末为67.86%。公司流动比率和速动比率较低，2017年3月分别为1.42和0.54，且资产以存货中已完工未结算资产为主，流动性一般。2016年公司EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为19,996.80万元和2.87，较上年均有所改善。整体来看，公司有息债务规模仍较大且以短期为主，短期偿债压力较大。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	67.86%	68.81%	68.10%
流动比率	1.42	1.35	1.35
速动比率	0.54	0.51	0.60
EBITDA（万元）	-	19,996.80	18,875.76
EBITDA 利息保障倍数	-	2.87	2.68
总债务/EBITDA	-	7.36	8.00

资料来源：公司 2016 年审计报告及 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

田家玉先生（公司实际控制人）及其配偶黄苹女士以合法拥有的个人全部财产对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，但担保资产受限程度较高，对本期债券的本息覆盖程度一般

田家玉先生（公司实际控制人）及其配偶黄苹女士作为一致行动人以合法拥有的个人全部财产对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2016年12月31日，担保人主要权属资产中96.74%的股票资产和全部土地及房产因抵质押使用受到限制，受限程度较高。非受限的权属资产为9,261,706股嘉寓股份A股普通股股票，按照2016年12月30日嘉寓股份的收盘价6.63元计算，非受限资产市值为6,140.51

万元，对本期债券的本息覆盖程度一般。

表 21 截至 2016 年 12 月 31 日担保人主要权属资产情况

所有权人	资产概况	数量/面积	最新估值	资产受限情况
自然人田家玉、黄苹	嘉寓股份（300117）无限售条件A股普通股	284,297,706 股	按照截至2016年12月30日的收盘价（6.63元/股）计算，市值为18.85亿元	截至2016年12月31日，已有275,036,000股股票被质押
自然人田家玉、黄苹	北京市顺义区向阳南路8号（第50幢）。房产证号“京房权证市顺私字第0200209号”、土地证号“京市顺私国用（2002出）字第0200209”	建筑面积354.14平方米，土地使用面积696.45平方米。	按照截至2016年12月31日的市价（3万元/平方米）计算，市值为1,062.42万元。	抵押给第三方

资料来源：公司提供

七、或有事项分析

截至2016年12月31日，公司为深圳市中合银融资担保有限公司提供连带责任保证担保，担保金额为593.80万元，对外担保金额不大。

八、评级结论

受益于房地产市场投资的复苏，公司门窗和幕墙业务收入水平和已签约未完工订单均有所提高。

同时我们也关注到，公司涉及会计虚假记载和重大遗漏等行为，受到中国证券监督管理委员会的处罚；存货和应收账款对营运资金的占用较大，公司资产流动性一般；经营活动现金持续净流出，表现较差；短期有息债务规模较大，短期偿债压力大；担保资产受限程度高，对本期债券本息覆盖程度较弱。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	34,287.29	39,948.28	42,489.16	28,854.71
应收票据	2,966.94	3,649.64	12,494.63	22,974.72
应收账款	72,310.88	68,771.50	71,148.70	57,869.55
预付款项	16,599.17	12,883.76	10,382.54	8,706.58
应收利息	40.83	99.71	146.92	37.36
其他应收款	16,403.45	14,656.58	14,999.20	9,359.10
存货	230,054.89	233,806.81	194,101.24	155,157.74
其他流动资产	855.69	1,317.66	653.71	801.26
流动资产合计	373,519.13	375,133.93	346,416.10	283,761.01
非流动资产：				
可供出售金融资产	1,500.00	1,150.00	-	-
投资性房地产	4,764.84	4,840.22	5,411.72	5,770.96
固定资产	45,266.08	45,915.05	42,858.53	40,542.84
在建工程	5,998.58	5,942.49	6,566.40	4,573.01
固定资产清理	1.19	-	-	-
无形资产	16,300.58	15,452.92	15,569.34	15,384.10
商誉	2,289.17	-	-	-
长期待摊费用	260.66	263.43	194.02	147.02
递延所得税资产	4,603.81	4,506.37	3,550.15	2,399.66
其他非流动资产	756.67	612.97	3,602.94	6,138.85
非流动资产合计	81,741.59	78,683.45	77,753.09	74,956.46
资产总计	455,260.71	453,817.38	424,169.20	358,717.47
流动负债：				
短期借款	91,506.20	89,998.94	98,139.77	65,836.30
应付票据	35,363.53	34,979.67	37,428.25	44,371.56
应付账款	74,050.67	95,770.34	79,106.82	62,235.73
预收款项	34,331.83	30,500.45	25,398.99	12,086.96
应付职工薪酬	1,428.33	1,469.62	1,679.78	1,179.08
应交税费	3,550.08	4,721.17	3,684.71	1,449.15
应付利息	949.84	665.36	343.99	349.53
其他应付款	16,134.83	11,825.11	10,054.26	5,825.14
一年内到期的非流动负债	6,224.44	7,580.92	0	
流动负债合计	263,539.75	277,511.57	255,836.57	193,333.45

非流动负债：				
长期借款	10,175.00	7,000.00	10,500.00	11,600.00
应付债券	4,969.46	4,963.35	4,938.92	4,914.48
长期应付款	8,761.82	2,674.86	-	-
预计负债	1,394.40	1,394.40	-	-
递延所得税负债	180.83	-	-	-
递延收益	12,180.69	10,637.57	9,495.45	10,270.51
其他非流动负债	7,719.71	8,079.71	8,079.71	7,939.71
非流动负债合计	45,381.91	34,749.90	33,014.07	34,724.70
负债合计	308,921.66	312,261.47	288,850.64	228,058.15
所有者权益：				
股本	71,676.00	71,676.00	32,580.00	32,580.00
资本公积	14,981.14	14,981.14	54,866.92	54,350.00
其他综合收益	74.32	41.57	-9.99	-50.60
盈余公积	5,309.92	5,309.92	4,438.19	3,868.40
未分配利润	50,636.79	49,547.28	43,443.43	39,911.51
归属于母公司所有者权益合计	142,678.17	141,555.91	135,318.56	130,659.32
少数股东权益	3,660.88	-	-	-
所有者权益合计	146,339.06	141,555.91	135,318.56	130,659.32
负债和所有者权益总计	455,260.71	453,817.38	424,169.20	358,717.47

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	34,059.36	215,220.26	209,803.76	183,349.74
其中：营业收入	34,059.36	215,220.26	209,803.76	183,349.74
二、营业总成本	33,013.23	208,837.74	206,497.29	180,552.41
其中：营业成本	27,439.82	184,074.75	175,739.89	154,440.57
税金及附加	213.79	1,541.87	1,906.76	1,564.23
销售费用	1,035.30	4,200.99	6,151.62	6,008.07
管理费用	2,654.00	11,040.29	12,277.16	11,016.76
财务费用	2,173.69	6,663.10	6,439.39	4,326.21
资产减值损失	-503.37	1,316.75	3,982.47	3,196.58
三、营业利润	1,046.13	6,382.52	3,448.90	2,797.32
加：营业外收入	333.62	4,291.27	4,694.40	3,075.36
减：营业外支出	10.90	1,777.79	51.61	21.12
四、利润总额	1,368.84	8,896.00	8,091.69	5,851.57
减：所得税费用	183.76	1,268.83	1,194.60	1,102.86
五、净利润	1,185.08	7,627.17	6,897.09	4,748.71
少数股东损益	95.58		-	-
归属于母公司所有者的净利润	1,089.50	7,627.17	6,897.09	4,748.71

资料来源：公司 2014、2016 年年审计报告及 2017 年第一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014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	52,591.58	191,986.44	188,268.33	151,030.76
收到的税费返还	142.26	328.05	511.96	320.76
收到其他与经营活动有关的现金	11,856.03	41,055.90	33,120.51	20,649.33
经营活动现金流入小计	64,589.86	233,370.39	221,900.79	172,000.85
购买商品、接受劳务支付的现金	55,339.61	180,742.18	174,984.92	143,492.44
支付给职工以及为职工支付的现金	3,376.82	13,740.25	16,030.74	15,344.25
支付的各项税费	2,303.99	6,730.03	5,337.08	5,199.72
支付其他与经营活动有关的现金	13,228.18	36,214.60	27,384.47	20,243.42
经营活动现金流出小计	74,248.60	237,427.06	223,737.21	184,279.84
经营活动产生的现金流量净额	-9,658.74	-4,056.67	-1,836.42	-12,278.99
二、投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	4,319.63	501.55	0.50
投资活动现金流入小计	-	4,319.63	501.55	0.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	301.41	2,237.39	6,948.92	19,199.52
投资支付的现金	950.00	1,150.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	96.09	-
投资活动现金流出小计	1,251.41	3,387.39	7,045.01	19,199.52
投资活动产生的现金流量净额	-1,251.41	932.24	-6,543.46	-19,199.02
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	41,433.08	134,764.25	134,875.27	83,997.37
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	500.00	7,939.71
筹资活动现金流入小计	41,433.08	134,764.25	135,375.27	91,937.08
偿还债务支付的现金	33,007.58	136,170.14	103,906.78	59,868.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,638.78	7,337.73	7,693.44	5,632.49
支付其他与筹资活动有关的现金	838.16	264.10	1.97	13.07
筹资活动现金流出小计	35,484.52	143,771.96	111,602.20	65,514.55
筹资活动产生的现金流量净额	5,948.56	-9,007.71	23,773.07	26,422.53
四、汇率变动对现金及现金等价物的	1.15	0.30	-10.01	21.02
五、现金及现金等价物净增加额	-4,960.43	-12,131.84	15,383.19	-5,034.46
加：期初现金及现金等价物余额	25,268.13	37,362.82	21,979.63	27,014.09
六、期末现金及现金等价物余额	20,307.70	25,230.98	37,362.82	21,979.63

资料来源：公司 2014、2016 年年审计报告及 2017 年第一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	7,627.17	6,897.09	4,748.71
加：资产减值准备	1,316.75	3,982.47	3,196.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,744.76	3,548.02	2,933.19
无形资产摊销	407.99	397.66	320.97
长期待摊费用摊销	49.78	35.65	14.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,788.79	-20.93	-0.22
财务费用	7,057.35	6,709.70	4,338.27
投资损失	-	-142.43	-
递延所得税资产减少	-956.22	-966.40	-552.43
存货的减少	-39,699.33	-38,966.09	-36,403.05
经营性应收项目的减少	7,787.39	-6,907.36	-32,034.51
经营性应付项目的增加	11,396.49	23,596.21	41,158.76
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-4,056.67	-1,836.42	-12,278.99

资料来源：公司 2014、2016 年年审计报告及 2017 年第一季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数	-	117.02	110.69	56.81
存货周转天数	-	418.44	357.73	180.84
应付账款周转天数	-	171.01	144.77	72.54
净营业周期	-	364.45	323.65	165.11
流动资产周转天数	-	603.47	540.66	278.58
固定资产周转天数	-	74.25	71.55	39.80
总资产周转天数	-	734.31	671.67	629.97
有息债务（万元）	157,000.45	147,197.74	151,006.94	126,722.34
资产负债率	67.86%	68.81%	68.10%	63.58%
流动比率	1.42	1.35	1.35	1.47
速动比率	0.54	0.51	0.60	0.67
产权比率	211.10%	220.59%	213.46%	174.54%
期间费用率	17.21%	10.18%	11.85%	11.64%
综合毛利率	19.44%	14.47%	16.24%	15.77%
总资产回报率	-	3.60%	3.81%	3.18%
EBITDA（万元）	-	19,996.80	18,875.76	13,479.76
EBITDA 利息保障倍数	-	2.87	2.68	2.82
有息债务/EBITDA	-	7.36	8.00	9.40

资料来源：公司 2014、2016 年年审计报告及 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
重庆嘉寓门窗幕墙工程有限公司	6,000 万元	100%	建筑安装
四川嘉寓门窗幕墙有限公司	12,100 万元	100%	门窗幕墙销售安装
黑龙江嘉寓门窗幕墙有限公司	8,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
广东嘉寓门窗幕墙有限公司	3,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
辽宁嘉寓门窗幕墙有限公司	1,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
山东嘉寓门窗幕墙有限公司	1,080 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙节能科技（上海）有限公司	9,800 万元	100%	门窗幕墙销售安装
河南嘉寓门窗幕墙有限公司	5,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓股份（新加坡）有限公司	50 万美元	100%	门窗幕墙销售安装
江西嘉寓门窗幕墙有限公司	2,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙湖北有限公司	2,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙徐州有限公司	1,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙安徽有限公司	3,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙（临邑）有限公司	2,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
北京嘉寓园投资管理有限公司	-	100%	投资咨询、物业管理
海南嘉寓节能科技有限公司	2,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙河北有限公司	3,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装
嘉寓门窗幕墙宁夏有限公司	5,000 万元	100%	门窗幕墙销售安装

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数（天）	$180 * (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 * (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 * (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数（天）	$180 * (\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	总资产周转天数（天）	$180 * (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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
资本结构及财务安全性	产权比率	负债总额 / 所有者权益 $\times 100\%$
	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	长期有息债务 + 短期有息债务
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
	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)

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。