

深圳市中装建设集团股份有限公司
2017 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



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等级的变化情况。



 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】第 Z
【536】号 01

分析师

姓名：
刘志强 董斌

电话：
0755-82872120

邮箱：
liuzhq@pyrating.cn

评级日期：
2017 年 10 月 19 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司建筑装饰企业主体长期信用评级方法，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

深圳市中装建设集团股份有限公司 2017 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA 发行主体长期信用等级：AA
发行规模：不超过 7.5 亿元（含） 评级展望：稳定
债券期限：6 年
债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“中装建设”或“公司”，股票代码：002822.SZ）本次拟公开发行总额不超过 7.5 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司资质齐全，施工经验丰富，在行业内有一定知名度，在手订单充足，短中期业绩有一定保障，上市后资本实力有所增强；同时我们也关注到公司住宅精装修业务未来可能存在波动，应收账款回款风险加大，存在一定的流动性压力和风险，存在未决诉讼及仲裁，未结清保函等风险因素。

正面：

- 公司建筑装饰资质较齐全，施工经验丰富，在行业内具有一定的知名度。公司拥有工程承包、工程设计类 7 项一级（或甲级）资质，6 项贰级（或乙级）资质，实行跨区域经营，承建项目覆盖办公、酒店、商业、交通基建等领域，荣获奖项众多，施工经验丰富。
- 公司业务扩张较快，在手订单充足，短中期业绩有一定保障。公司主营公共建筑装饰业务，业务规模不断扩大，2016 年实现营业收入 26.92 亿元，三年复合增长率为 4.99%。2017 年 6 月末公司在手合同总额 39.91 亿元，其中前 10 大在手合同总额 13.28 亿元。
- IPO 发行增强了公司资本和经营实力。2016 年 11 月公司首次公开发行普通股 7,500 万股，募集资金 7.67 亿元，截至 2017 年 6 月末所有者权益为 19.42 亿元，较 2015 年末增长 76.73%，资本和经营实力均有所增强。

关注:

- **公司住宅精装修业务未来可能存在波动。**2014-2016年及2017年上半年公司住宅精装修业务收入规模呈现一定波动，新增签约规模持续下降。该业务收入确认及回款受房产销售影响较大，未来仍可能存在波动。
- **公司应收账款规模持续上升，资金回笼风险加大。**建筑装饰行业普遍存在垫款，行业不景气进一步拖慢回款进度，随着公司经营规模扩大，应收账款规模只增不减，经营活动现金流表现不佳。2017年6月末公司应收账款账面价值为21.02亿元，占总资产的55.83%，已计提坏账准备2.57亿元，需持续关注其回收情况。
- **公司有息债务全部为短期借款，存在一定的流动性压力和风险。**2017年6月末公司有息债务10.06亿元，占总负债的55.19%，全部为短期银行借款，公司面临一定的流动性压力和风险。
- **公司存在未决诉讼及仲裁，未结清保函。**截至2017年6月30日，公司存在金额在100万元以上的未决诉讼及未决仲裁共5笔，未结清保函19,544.84万元。

主要财务指标:

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	376,430.72	336,756.59	229,575.30	205,533.54
归属于母公司所有者权益(万元)	194,110.97	193,460.61	109,756.05	94,375.96
有息债务(万元)	100,600.00	66,900.00	47,000.00	44,000.00
资产负债率	48.42%	42.54%	52.15%	54.02%
流动比率	1.95	2.23	1.76	1.67
速动比率	1.88	2.18	1.71	1.62
营业收入(万元)	131,950.30	269,171.41	259,880.60	244,208.93
营业利润(万元)	8,002.74	19,757.22	17,889.70	18,273.79
利润总额(万元)	8,252.84	19,677.93	19,074.70	18,120.54
综合毛利率	15.45%	16.16%	17.13%	17.13%
总资产回报率	-	8.02%	10.18%	10.90%
EBITDA(万元)	-	24,367.96	23,711.59	22,194.73
EBITDA利息保障倍数	-	8.01	7.74	8.69
经营活动现金流净额(万元)	-28,675.18	-11,187.96	2,302.75	-12,853.91

资料来源:公司2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报,鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为深圳市福腾设计装饰公司（以下简称“福腾装饰”），成立于1994年4月，注册资本60万元，是经深圳市建设局批复同意（深建复【1993】176号），由深圳市社会福利总公司申请成立的全民所有制企业，实际由深圳民富实业发展有限公司¹（以下简称“民富实业”）出资并进行经营管理。1995年2月，民富实业对公司增资500万元，公司注册资本增至560万元。1997年6月，福腾装饰改制为有限责任公司，更名为深圳市福腾设计装饰工程有限公司，2001年6月再次更名为深圳市中装饰设计装饰工程有限公司。1997年8月及2001年4月，民富实业分别将持有公司80%、20%股权转让给自然人李越和自然人胡啸南，民富实业不再持有公司股份。2003年1月、2005年7月、2011年6月及8月，公司四次增资后注册资本增至8,000万元。2002年4月至2012年3月，公司股权多次转让。2012年3月，公司召开股东会并作出决议，由股东庄小红、庄展诺、陈一、刘广华、邓会生、深圳鼎润天成投资合伙企业（有限合伙）、江苏国投衡盈创业投资中心（有限合伙）、杭州骥业投资管理有限公司、深圳市华浩投资有限公司作为发起人，以2012年1月31日为基准日，将公司由有限责任公司变更为股份有限公司，以截至2012年1月31日审计净资产36,763.82万元按1:0.27的比例折合为10,000万股股本（每股面值1元，下同），同时公司名称变更为现名。后经两次增资，2012年12月公司股本增至22,500.00万股。

2016年11月4日，经中国证券监督管理委员会证监许可【2016】2351号文核准，公司首次公开发行7,500.00万股普通股，并于2016年11月29日在深圳证券交易所中小企业板挂牌交易（股票代码：002822.SZ），股本变更为30,000.00万股。2017年6月，公司以资本公积向全体股东每10股转增10股，股本增至60,000.00万股。

截至2017年6月30日，公司注册资本和股本总额均为60,000.00万元，控股股东为庄小红，实际控制人为庄重、庄小红夫妇及其子庄展诺，其中庄重为公司董事长，庄展诺为公司董事兼总经理，公司股权结构如表1所示。

表1 截至2017年6月30日公司前10大股东

股东名称	股东性质	持股比例
庄小红	境内自然人	33.07%
庄展诺	境内自然人	12.17%
陈一	境内自然人	9.08%
深圳鼎润天成投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	3.99%

¹ 民营企业，现用名为深圳市佳家豪投资发展有限公司。

昆山中科昆开创业投资有限公司	境内非国有法人	2.81%
刘广华	境内自然人	1.95%
福州中科福海创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.88%
邓会生	境内自然人	1.75%
上海融银股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.50%
江苏国投衡盈创业投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	1.50%

资料来源：公司2017年半年报

公司业务以提供室内外综合装饰为主，主要承接办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和住宅建筑的装饰施工和设计业务。截至2017年7月31日，公司合并范围共有9家子公司，具体如附录五所示。

截至2016年12月31日，公司资产总额为33.68亿元，所有者权益合计为19.35亿元，资产负债率为42.54%；2016年度，公司实现营业收入26.92亿元，利润总额为1.97亿元，经营活动现金净流出1.12亿元。

截至2017年6月30日，公司资产总额为37.64亿元，所有者权益合计为19.42亿元，资产负债率为48.42%；2017年上半年，公司实现营业收入13.20亿元，利润总额为0.83亿元，经营活动现金净流出2.87亿元。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市中装建设集团股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过7.5亿元（含）；

债券期限：6年；

付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券。此外，在本期债券转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原A股股东实行优先配售，原A股股东有权放弃优先配售权。原A股股东优先配售之外和原A股股东放弃优先配售后的部分采用通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过7.50亿元，其中5.25亿元用于装配式建筑产业基地项目建设，2.25亿元用于补充流动资金，明细如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟募集资金	募集资金占项目总投资比例
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	52,500.00	91.98%
补充流动资金	-	22,500.00	-
合计	-	75,000.00	91.98%

资料来源：公司提供

装配式建筑产业基地项目位于广东省惠州市惠阳区，实施主体为公司全资子公司惠州市中装新材料有限公司，建设内容主要包括装配式建筑预制PC构件的设计、生产和加工业务，项目建有装配式建筑预制PC构件生产车间，提供墙板、楼盖、板壳构件、梁柱等PC构件。该项目总投资57,078.69万元，其中拟使用募集资金52,500万元，建设期30个月，预计从第三年²开始生产，至第六年实现满产。根据公司《关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，满产后PC构件预计年产能24.3万立方米，年营业收入59,310.00万元，投资利润率为18.20%，所得税后投资回收期为6.91年（不含建设期）。

截至2017年8月31日，该项目尚未开工，我们注意到，后续如果市场需求发生变化，新增产能难以消化，可能存在经济效益不达预期的风险。

四、运营环境

受宏观经济影响，建筑装饰行业增速放缓，公装市场正由粗放型增长向可持续发展模式转变

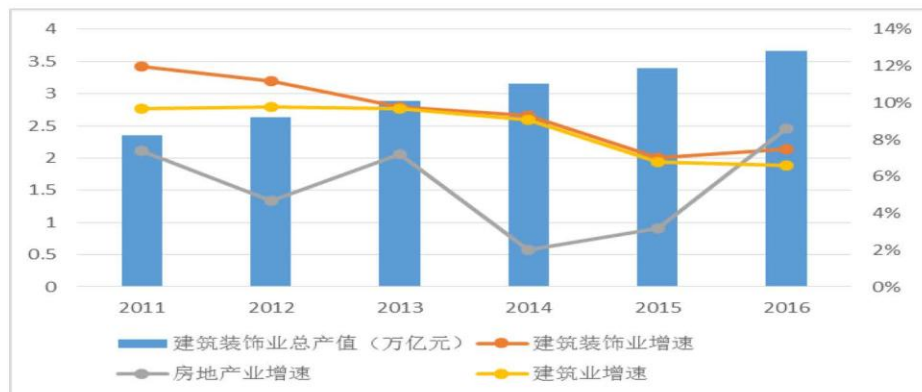
建筑装饰行业是建筑业的三大支柱性产业之一，按照建筑物使用性质，可划分为公共建筑装饰（公装）、住宅装饰装修（家装）和幕墙三个细分行业³，包括房地产、酒店以及政府楼堂馆所建设等装饰装修。公共建筑物在整个使用寿命期内需要进行多次装饰装修，旅游饭店、写字楼的装饰周期一般是6-8年，娱乐场所、商务用房的装饰周期更短，其他建筑一般为10年，因此建筑装饰业的市场需求一是来源于新开发建筑的初始装饰需求，二是由存量建筑改扩建、改变建筑使用性质或初始装饰自然老旧而形成的更新需求。

建筑装饰行业与建筑业、房地产业关联度较高。过去几年，伴随经济增长、固定资产投资规模扩大、城镇化进程加快，我国房地产业、建筑业不断发展，建筑装饰行业持续增长，2016年行业总产值为3.66万亿元，2011-2016年复合增速为24.80%。建筑装饰行业增速受宏观经济影响逐年放缓，2016年增速表现为7.5%，略有回升，主要系经济侧结构性改革、房地产市场交易活跃，二手房带来的改造性装修装饰工程量增长影响。

² 自建设初始日起计算。

³ 中国建筑装饰协会将幕墙行业纳入公装行业进行统计。

图1 2011-2016年我国建筑装饰业产值及增速



注：行业总产值适用于左侧坐标轴，增速适用于右侧坐标轴

资料来源：2011-2016年度中国建筑装饰行业发展报告，wind资讯，鹏元整理

从细分行业来看，受经济结构转型，固定资产投资增速放缓影响，2011-2016年我国公装行业增速由16%持续下降至8%。目前公装行业正从以建筑数量、面积迅速扩张为核心诉求的粗放增长模式向提升单体建筑使用效率、使用质量的可持续发展模式转变。存量市场的定期装饰装修、每年的增量转化、及客户标准不断提高产生的装饰需求亦可为建筑装饰行业提供一定的市场空间。

图2 2011-2016年我国公装、家装行业产值及增速



注：行业总产值适用于左侧坐标轴，增速适用于右侧坐标轴

资料来源：2011-2016年度中国建筑装饰行业发展报告，鹏元整理

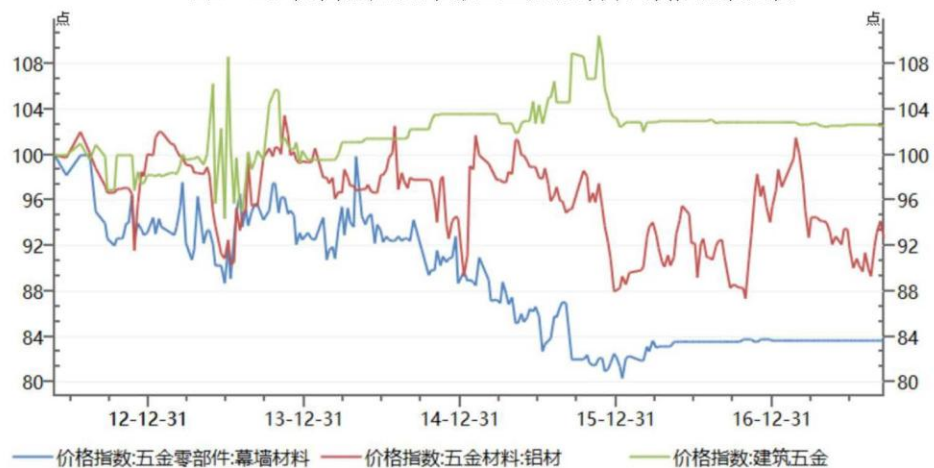
家装市场是地产后市场的重要组成部分，受房地产行业影响较大。2016年住宅装饰装修工程总产值1.78万亿元，其中新建住宅毛坯房、精装修商品房、改造性住宅装饰装修工程总产值分别为5,500亿元、7,000亿元和5,300亿元，增幅分别为1.85%、9.38%和17.78%。

在消费者消费意愿增强和消费观念升级的驱动下，改善型二次装修市场开始加速。此外，全装修是未来住宅装修市场的主要发展趋势，《建筑业发展“十三五”规划》指出，到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。

建筑装饰行业对上游有一定议价能力，但原材料价格波动增加了企业成本控制难度

建筑装饰行业的上游为石材、板材、金属、玻璃等材料行业。建筑装饰工程60%以上产值由材料的价值转化而成，建筑材料价格的波动对建筑装饰企业营业成本和毛利率有直接影响。建筑材料来源较广泛，供应商众多，建筑装饰企业对上游具有一定议价能力，但原材料价格波动仍给企业带来一定的成本控制压力，更多建筑装饰企业选择与材料厂商进行战略合作以合理锁定价格，降低销售成本。

图3 近年来建筑装饰行业主要原材料价格指数走势



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

建筑装饰行业集中度较低，竞争趋于激烈，龙头企业市场份额有望进一步提升

我国建筑装饰行业格局为“大行业、小公司”，竞争激烈，行业集中度较低。2016年行业内共有13.2万家企业，近年企业数量保持稳定，其中具备相关资质企业9.10万家，占比为68.9%。目前我国建筑装饰行业产品和服务同质化严重，企业主要采取低价策略竞争，企业年产值规模大小及行业地位逐渐成为大型、优质工程招标的主要考虑要素。由于项目施工过程中需支付各类保证金及垫付工程款，对企业资金实力要求较高，而垫款规模过大容易导致企业资金链断裂，从而引发经营风险。

在建筑装饰行业增速放缓预期下，更有利于行业龙头企业利用自身资金、品牌、规模优势，提升管理能力、资源整合能力以及寻求行业创新方式以获取市场份额，未来行业集中度有望提升。以金螳螂为代表的公装龙头企业已涉足互联网家装领域，并尝试借助“一带一路”政策优势积极跟随建筑央企获得更多海外订单。

目前建筑装饰行业主要竞争主体包括金螳螂、亚厦股份、洪涛股份和广田股份等。其中金螳螂规模最大、实力雄厚，主营酒店、政务性会堂、公共交通枢纽等装饰装修业务，洪涛股份专注政务性会堂、大型剧院、五星级酒店等高毛利率项目，亚厦股份在大型公共建筑装饰、高端星级酒店、高档住宅精装修和建筑智能化工程领域具有较强优势，广田股份在家装领域实力最强。从样本企业财务数据来看，国内以公装为主要业态的7家上市公司中金螳螂、亚厦股份总资产、营业收入规模均较大，经营实力较强。中装建设负债水平较低、毛利率居于中等偏上，但在资产规模、营业收入方面与上述代表性企业差距较大。

表3 以公装为主要业态的部分上市公司2016年财务数据（单位：万元）

公司名称	主要经营区域	总资产	资产负债率	营业收入	毛利率
金螳螂	华东	2,682,251.54	62.19%	1,960,065.54	16.55%
亚厦股份	华东、中南	1,872,377.63	60.13%	893,685.35	12.89%
洪涛股份	华北、华东、华南	919,529.07	62.31%	287,712.40	24.80%
宝鹰股份	华东、华南	876,233.98	66.15%	681,551.01	17.11%
全筑股份	华东	395,627.46	63.39%	333,588.89	10.24%
瑞和股份	华南、东北、华东	373,069.94	41.33%	243,668.02	12.21%
奇信股份	华南、华东	359,062.92	54.57%	328,966.97	15.75%
中装建设	华南、华东	336,756.59	42.54%	269,271.41	16.16%

注：以公装为主要业态指公装业务营业收入占比超过50%。

资料来源：wind资讯，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会有关法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，形成了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

公司股权结构相对集中，截至2017年6月30日，公司前三大股东庄小红、庄展诺、陈一分别持有公司33.07%、12.17%、9.08%的股份，其中庄小红为公司控股股东，庄重、庄小红夫妇及其子庄展诺为公司实际控制人。

公司目前为第二届董事会，由7名董事组成，其中独立董事3名，分别为肖幼美、袁易明、高刚，职业背景分别为国信证券股份有限公司及深圳市金证科技股份有限公司独立董事、深圳大学中国经济特区研究中心副主任、深圳市装饰行业协会会长。公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事会下设提名委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会。根据业务发展需要，公司设立业务管理中心、营运管理中心、工程管理中心、成

本控制中心、行政管理中心、财务管理中心、设计研发中心和业务大区。

公司的经营独立性较好，不存在对控股股东或其它经营实体的依赖。内部控制方面，公司建立了较完整的内部控制制度并保证其有效执行，主要体现在公司法人治理、组织结构、业务管理、绩效考核、财务管理、预决算管理、采购管理等方面。信息披露方面，公司建立了《信息披露管理制度》、《外部信息使用人管理制度》等制度，基本能够及时、真实、准确地对公司定期报告及重大事项履行必要的传递、审核和披露流程。上市以来，公司能够按照相关法律的要求进行信息披露，未受到监管部门处罚。

管理人员素质方面，公司董事长庄重，EMBA在读，曾任深圳市中装设计装饰工程有限公司执行董事、总经理、公司总经理。公司董事兼总经理庄展诺，研究生学历，先后担任深圳市润柏建设工程有限公司总经理助理，深圳市中装园林建设工程有限公司总经理助理等职务。公司设常务副总经理1人，副总经理6人，副总经理分别主持公司财务、运营管理、工程管理、市场管理等工作。人员专业结构方面，截至2017年6月末公司员工共693人，其中销售人员、工程管理人员和设计研发人员分别为133人、275人、67人，分别占员工总数的19.19%、39.68%和9.67%，大专以上学历员工占比为85.71%，员工专业素质较好。

战略方面，公司主张以建筑装饰设计和施工为主业，向行业上下游整合，逐步从专业的工程承包商向城市建设综合服务提供商转型。具体包括：传统业务以“大客户、大项目”为导向，发展家装板块，完善业务资质，积极探索PPP业务、新能源业务及海外业务。本期债券募投项目装配式建筑产业基地项目亦是提升公司部品部件加工生产能力，向上游整合的举措之一。

六、经营与竞争

公司目前主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及少量园林工程施工，近年业务规模不断扩大。装饰施工业务是公司主要收入来源，2014-2016年占比分别为97.27%、96.59%、94.34%，其中公共建筑装饰和住宅精装修收入占比分别保持在65%和25%以上。受经济增速放缓、建筑装饰行业竞争激烈及“营改增”政策影响，公司主业毛利率有所下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰施工业务	127,521.68	15.23%	253,942.20	15.68%	251,016.13	16.81%	237,541.78	16.89%
其中：公共建筑装饰	106,809.28	15.32%	185,468.31	15.79%	164,574.58	16.93%	176,252.19	17.06%

住宅精装修	20,712.40	14.75%	68,473.89	15.38%	86,441.55	16.60%	61,289.59	16.41%
设计业务	1,580.66	27.38%	8,055.89	27.28%	7,749.59	27.15%	4,363.53	26.94%
园林业务	2,847.97	18.61%	7,173.32	20.76%	1,114.88	19.57%	2,303.63	22.99%
营业收入合计	131,950.30	15.45%	269,171.41	16.16%	259,880.60	17.13%	244,208.93	17.13%

资料来源：公司提供

公司设计业务规模相对较小，受当年承接设计项目数量较多影响，2015-2016年收入增幅较大，但业务持续性一般。受益于高端设计人才引进，公司设计能力持续提升，毛利率逐年上升。园林业务由全资子公司深圳市中装园林建设工程有限公司负责，具体包括园林的绿化和施工。公司园林业务单笔合同金额多在1,000万元以下，收入占比较低。2016年公司园林业务收入规模较往年大幅上升，主要源于当年承接单个项目合同金额较大，其中清湖转型升级示范园周边环境升级改造工程（绿化）、海南华润石梅湾西岭公园I标段园林景观工程合同金额分别为2,093万元、1,345万元，前五大园林项目共确认收入5,887万元，占当年园林收入的82.07%。公司着力于发展PPP园林业务，随着国内建设绿色生态城市意识的提升，未来园林收入规模有望增长。

公司实行跨区域经营，建筑装饰资质较齐全，施工经验丰富，在行业内具有一定的知名度

公司承接的建筑装饰施工项目分为公共建筑装饰和住宅精装修项目。公共建筑装饰项目涉及办公、商业、科教文卫等领域，客户为政府部门、酒店和商业地产开发商；住宅精装修项目主要为普通住宅、别墅的内外装修，客户为住宅地产开发商和个体消费者。从施工专业性来讲，公共建筑施工项目涉及消防、空调、排水和电气系统等，对公司的项目管理水平、资质要求高于住宅精装修项目。

公司在工程承包、工程设计类业务领域拥有7项一级（或甲级）资质，6项贰级（或乙级）资质，资质较为齐全。截至2017年6月末，公司在职工693人，其中60名一级建造师、24名二级建造师，在职工中高级职称34人，中级职称119人，人才储备较好。

表5 截至2017年6月30日公司拥有的一级（或甲级）资质明细

证书编号	资质名称	业务性质	发证单位	有效期至
D244023230	防水防腐保温工程专业承包壹级	工程承包	广东省住房和城乡建设厅	2021.01.13
	电子与智能化工程专业承包壹级			
	建筑机电安装工程专业承包壹级			
	建筑装修装饰工程专业承包壹级			
	建筑幕墙工程专业承包壹级			
A144002493	工程设计建筑装饰工程专项甲级	工程设计	住房和城乡建设部	2019.02.27
Q20171737	展览工程企业壹级资质	-	中国展览馆协会	2020.5.19

资料来源：公司提供

依托较好的资质水平和施工能力，公司先后参与承建了深圳卓越皇岗世纪中心、深圳蔡屋围京基金融中心、深圳地铁2号线及4号线等项目部分标段，覆盖办公、酒店、商业、交通基建等领域，积累了丰富的项目经验。公司成立以来荣获奖项众多，其中中国建筑工程鲁班奖4项，全国建筑工程装饰奖3项，全国建筑装饰行业科技创新成果奖3项，全国建筑装饰行业科技示范工程奖4项，在业内具有一定的知名度。

表6 近年公司完成的代表性项目

所属业态	项目名称
办公楼	深圳卓越皇岗世纪中心、天津出入境检验检疫局综合试验楼、劲嘉科技大厦写字楼、国泰君安证券办公楼
商业建筑	深圳蔡屋围京基金融中心、沃尔玛商业零售有限公司、重庆西部奥特莱斯购物广场、河北廊坊万达广场万千百货
高级酒店	维雅德酒店、深圳东部华侨城“茶溪谷”花园酒店、江苏扬州皇冠假日酒店、天津帝旺凯悦酒店
文教体卫设施	惠州会展中心、深圳市大运会游泳跳水馆、新疆国际会展中心、中国国际广播大楼
交通基础设施	郑州新郑国际机场候机楼、深圳地铁2号线及4号线、惠阳汽车客运总站、长春龙嘉国际机场航站楼
普通住宅、别墅	东莞万科松山湖、广东东江华府会所及别墅、保利·海上罗兰项目别墅、招商·鲸山别墅

注：表中项目部分标段系公司参与承建，并非按公司与项目业主签订合同的金额大小列示。

资料来源：公司提供

公司营销网络覆盖全国，承接项目主要通过公开招标和战略合作模式，已完成30多个省市的备案及准入，可参与多个城市公开市场招标；战略合作方面，2016年公司被确定为江苏中南建设集团股份有限公司2016年山东、江苏区域精装修工程施工合格单位，2015-2017年维也纳酒店有限公司计划与公司合作的装饰工程业务量为10亿元，并将按每年20%的比率递增合作业务量。从收入区域分布来看，公司40%以上营业收入来自于华南，其次为华东和西南，西北、东北地区业务规模受市场需求及天气因素影响有所下降。

表7 2014-2016年公司区域营业收入规模及占比（单位：万元）

区域	2016年		2015年		2014年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华南	113,103.66	42.03%	105,272.12	40.52%	101,267.74	41.47%
华东	51,781.57	19.24%	51,772.26	19.92%	45,675.95	18.70%
西南	30,562.44	11.35%	30,526.14	11.75%	17,929.79	7.34%
华中	25,857.04	9.61%	26,063.45	10.03%	26,396.37	10.81%
华北	22,654.32	8.42%	22,363.43	8.61%	20,475.00	8.38%
西北	16,412.03	6.10%	16,049.88	6.18%	19,612.81	8.03%
东北	8,800.35	3.27%	7,833.32	3.01%	12,835.45	5.26%
港澳台	0.00	0.00%	0.00	0.00%	15.82	0.01%

合计	269,171.41	100%	259,880.60	100%	244,208.93	100.00%
----	------------	------	------------	------	------------	---------

资料来源：公司提供

公司项目承揽能力较强，在手合同金额较大，短中期业绩有一定保障，住宅精装修业务未来可能存在波动

2014-2016年及2017年上半年公司装饰施工收入分别为23.75亿元、25.10亿元、25.39亿元和12.75亿元，三年复合增速为3.39%，合同金额较大的项目2014-2016年产值如附录六所示。公司以公共建筑装饰业务起家，客户资源和项目经验丰富，并与政府和大型地产开发商建立了良性合作关系。2014-2016年及2017年上半年公司公共建筑装饰收入分别为17.63亿元、16.46亿元、18.55亿元和10.68亿元，2015年收入略下降，主要原因为：2014年末部分合同金额较大的项目已完工结算，2015年几个规模较大的新增项目在下半年签订合同，较多的工程量在2016年确认。公司住宅精装修业务70%以上分布在新一线城市，公司主要负责住宅楼盘整体装修，客户为大型房产商。2014-2016年及2017年上半年公司住宅精装修收入分别为6.13亿元、8.64亿元、6.85亿元和2.07亿元，呈现一定波动，主要为房地产市场波动及工程结算进度导致。由于工程量及工程难度差异，公共建筑装饰毛利率略高于住宅精装修，但在经济增速放缓背景下市场需求减少，建筑装饰行业竞争更为激烈，加上“营改增”影响，公司装饰施工业务毛利率整体下降。为开拓市场、保持与优质客户的长期合作，公司未来可能采取低毛利率营销策略，主营业务盈利水平仍可能下降。

2014-2016年及2017年上半年，公司新增装饰施工合同金额分别为33.29亿元、21.71亿元、24.85亿元和18.53亿元。2014年新增合同规模较大，主要为海珠半岛花园三期B/C栋住宅室内精装修项目合同金额合计为9.24亿元。除此之外，公司新增合同均以公共建筑装饰业务为主。受益于IPO成功后资本实力增强、知名度提高，公司项目承揽能力进一步增强，2017年上半年公司新增合同规模19.20亿元，为2016年全年新增合同额的72.65%，其中公共建筑装饰新增合同16.57亿元，占比为89.43%。2014-2016年及2017年上半年公司住宅精装修业务新增签约规模为15.42亿元、7.04亿元、3.75亿元和1.96亿元，持续下降，主要为受新一线城市房地产市场限购政策影响，新建楼盘数量有所下降，公司住宅精装修业务量随之下降较多。未来该业务仍可能受房地产市场、政府调控政策影响存在波动。

表8 2014-2016年及2017年上半年公司新增签约规模（单位：万元）

业务类型	2017年 1-6月	2016年	2015年	2014年
装饰施工业务	185,327.71	248,520.58	217,129.39	332,944.33
其中：公共建筑装饰	165,745.34	210,992.70	146,758.31	178,774.09
住宅精装修	19,582.37	37,527.88	70,371.08	154,170.24
园林业务	2,182.95	7,136.50	2,671.17	683.86

设计业务	4,514.89	8,645.67	4,071.73	9,351.07
合计	192,025.55	264,302.76	223,872.29	342,979.26

资料来源：公司提供

截至2017年6月末，公司在手装饰施工项目合同总额为39.91亿元，大部分在2017-2018年完工，按项目业态划分的主要在手项目明细如下表所示。公司在手合同规模较大，短中期内业绩有一定保障。但我们注意到，海珠半岛花园三期项目合同总金额9.24亿元，占公司合同总额的23.15%，截至2017年6月末已结算收入3.24亿元，公司仅回款0.96亿元，主要由于该项目预售许可证尚在办理，楼盘未能如期销售，目前该项目施工进度放缓，但仍给公司带来一定的资金压力。

表9 截至2017年6月末按项目业态划分的公司主要在手装饰施工项目（单位：万元）

项目业态	项目名称	业主单位	合同造价	投资进度	已结算收入	已回款
住宅精装修	海珠半岛花园三期 C 栋住宅高区（22-27、29-43 层）室内精装修工程	广州市东迅房地产发展有限公司（以下简称“东迅地产”）	25,464.99	32%	8,158.01	2,624.41
	海珠半岛花园三期 B 栋住宅高区（22-27、29-43 层）室内装修工程		25,437.12	35%	8,994.25	3,031.55
	海珠半岛花园三期 C 栋住宅低区（3-11、13-21 层）室内精装修工程		21,083.51	34%	7,144.32	3,206.30
	海珠半岛花园三期 B 栋住宅低区（3-11、13-21 层）室内精装修工程		20,373.99	40%	8,114.55	715.17
	海珠半岛花园三期会所售楼部、公共空间室内装修工程		6,580.67	56%	3,673.17	590.40
	西湖湿地国际花园一期工程(1-01、1-02 地块)外墙装饰工程	广东省建筑工程集团有限公司	6,745.13	0%	0.00	0.00
	厦门海沧生态花园 1#-10#楼塔楼住宅套内精装修工程 3#楼、4#楼、5#楼标段	福建径坊建设工程有限公司	5,057.71	20%	1,011.54	0.00
酒店装修	深圳湾科技生态园深圳湾万怡酒店精装修工程	深圳市投资控股有限公司	5,791.00	7%	405.37	203.59
	平潭综合试验区金井湾酒店装修工程	平潭嘉源置业开发有限公司	5,307.24	35%	1,857.53	0.00
	桂林市临桂新区新城商务酒店装修工程	桂林新城投资开发集团有限公司	11,003.80	15%	1,650.57	0.00
商业建筑装饰	青岛万达电影乐园 3D 动感剧场影音特效灯光工程	上海现代建筑设计（集团）有限公司现代都市建筑设计院	4300.00	55%	2,365.00	630.00
	万博国际中心一、二期幕墙、铝合金门窗工程施工	广州市万贝投资管理有限公司	4,110.03	99.00%	4,068.92	3,624.86
	江门美吉特广场 CC Mall 项目 B 区生活馆商业公共部位精装修工程	江门美吉特置业有限公司	2,039.84	97.00%	1,978.65	763.00
办公楼装修	宁波报业传媒大厦项目 2#楼装修工程	宁波新思维投资发展有限公司	3,980.99	90.00%	3,582.89	1,943.86
	葛洲坝·玖珑府商业办公楼幕墙工程施工合同	合肥葛洲坝置业有限公司	2,350.00	40.00%	940.00	0.00

科教文 卫建筑 装修	望海学校装饰装修工程	浙江省一建建设集团 有限公司	3,985.02	68.00%	2,709.81	1,399.65
	深圳市新明医院项目精装修工程 I 标施工合同	深圳市建筑工务署工 程管理中心	3,314.30	95.00%	3,148.59	2,494.98
合计	-	-	156,925.34	-	59,803.17	21,227.77

注：已结算收入含税。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司客户较分散，受工程款结算方式及部分业主推迟结算影响，应收账款规模较大且增长较快，面临一定的坏账风险

2014-2016年公司前五名客户营业收入占当期营业收入之比分别为17.15%、16.43%和9.89%，客户集中度逐年下降，营业收入对单一客户的依赖程度亦下降。

表10 2014-2016年公司前五名客户确认收入明细（单位：万元）

时间	序号	名称	营业收入	占当期总收入比重
2016年	1	中国葛洲坝集团房地产开发有限公司	9,560.69	3.55%
	2	招商银行股份有限公司	4,696.61	1.74%
	3	莱华泰盛有限公司	4,344.78	1.61%
	4	保利房地产（集团）股份有限公司	4,303.02	1.60%
	5	中国新兴建设开发总公司	3,724.46	1.38%
	合计		26,629.56	9.89%
2015年	1	大连万达商业地产股份有限公司	12,959.43	4.99%
	2	广州奥园商业发展有限公司	10,225.04	3.93%
	3	广州市东迅房地产发展有限公司	8,576.70	3.30%
	4	保利房地产（集团）股份有限公司	6,904.17	2.66%
	5	金地（集团）股份有限公司	4,036.03	1.55%
	合计		42,701.37	16.43%
2014年	1	广州市东迅房地产发展有限公司	22,415.02	9.18%
	2	佛山市汇星酒店有限公司	5,740.66	2.35%
	3	深圳市中兴合众管理有限公司	5,208.17	2.13%
	4	金地（集团）股份有限公司	4,418.08	1.81%
	5	保利房地产（集团）股份有限公司	4,096.82	1.68%
	合计		41,878.75	17.15%

资料来源：公司提供

建筑装饰施工结算价款通常包括预收款、工程进度款、竣工决算款及工程质保金，公司一般根据与客户约定预收合同总金额10%-25%的款项⁴，施工阶段每月按照完工进度的60%-85%收取工程进度款，工程竣工至决算阶段累计收款达到合同总额的70%-85%，决算

⁴ 部分政府工程存在预收款项，其他类型工程涉及较少。

后累计收款达到合同总额的95%-97%，剩余为质保金。

现阶段公司承接项目工期一般在3-12个月，竣工决算周期一般为1-18个月，签证及设计变更的工程量及价款一般需竣工决算后确认，也影响了工程回款进度。另外，近年建筑行业投资增速回落，项目业主资金紧张，推迟了部分已完工项目的结算，导致公司应收账款回款难度加大，已计提较多坏账损失。2014-2016年末公司应收账款分别为12.14亿元、14.23亿元和17.53亿元，分别占当期营业收入的49.71%、54.75%和65.13%，其中因确认收入款与客户结算款之差形成的项目进度款余额由2014年末的6.88亿元增至2016年末的8.93亿元。预计随着业务规模的扩大，公司应收账款仍将维持在较高水平，并面临一定的坏账风险。

公司原材料来源充足，可较好的控制采购成本，但未来原材料价格上涨等仍可能对公司经营较为不利，公司在建项目存在收益不达预期的风险

公司营业成本主要包括原材料成本和劳务成本，近三年两者占比分别约为62%和25%。公司劳务均采用外包方式，近年合作劳务公司较稳定，2014-2016年公司前五大劳务采购额分别为3.03亿元、3.59亿元和3.94亿元，占劳务采购总额的58.37%、67.76%和68.23%。

公司主要原材料可按大类划分为石材、板材、金属等。原材料供应上，主料根据合同约定分为公司自主采购、向客户指定供应商采购（即“甲指”模式）、客户提供原材料（即“甲供”模式）3种模式，占比分别约为80%、3%和17%。零星原材料（如铁钉、锯片、螺丝等）一般由公司自主采购。结算方面，标准化产品一般为采购当月25日对账，从对账当月起顺延30天或45天付款；订制类产品需预付报价总额的15%，公司在验收完毕后30日内支付至总价款的95%，余5%作为保证金。

为降低采购成本、保证供应的稳定性，公司与北新建材、雷士照明、欧派家居、日丰集团等供应商签订战略合作协议，协议一般为1年期，均约定同类产品最低报价，如遇材料价格上涨供应商需提前告知。从实际采购情况来看，公司石材、板材和金属采购金额占比在60%以上，单项原材料采购金额根据施工类型不同各年呈现小幅波动。2014-2016年公司原材料采购总额分别为12.76亿元、13.49亿元和13.75亿元，增长主要系原材料价格上涨、业务规模扩大所致，增速小于销售收入增速，采购成本控制较好，但不排除未来因建筑材料价格上涨、供应短缺等因素导致公司材料及经营成本增加且不能向客户转嫁，对公司盈利水平造成不利影响。

表11 2014-2016年公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例

石材类	34,527.81	25.12%	34,031.02	25.22%	32,024.54	25.09%
板材类	23,985.28	17.45%	26,015.79	19.28%	24,366.22	19.09%
金属类	23,957.79	17.43%	22,993.21	17.04%	23,842.90	18.68%
其他	54,980.60	40.00%	51,896.63	38.46%	47,404.99	37.14%
合计	137,451.48	100.00%	134,936.65	100.00%	127,638.65	100.00%

资料来源：公司提供

公司生产所需原材料在建筑装饰行业广泛使用，供应商数量众多，近年单一供应商采购占比均在3%以下，2014-2016年公司前五大原材料供应商采购总额占当期采购金额比分别为9.25%、8.99%和10.86%，供应商采购集中度较低。

为提高公司部品部件生产设计和营销能力，整合上游产业链，2016年11月17日，公司公开发行股票7,500万股，募集资金总额7.67亿元，其中4.96亿元用于部品部件工厂化生产项目（以下简称“部品部件项目”）等4个项目的建设，具体明细如表12所示。部品部件生产项目用于建设木制品、幕墙及门窗生产车间，达产后预计年产值为7.53亿元，年净利润为0.77亿元。目前部品部件项目正处于工程规划许可公示期，营销中心建设项目和信息化系统建设项目前期工作基本完成，后续若行业景气度及市场需求变动，项目面临收益不达预期的风险。

表12 截至2017年6月30日公司在建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	计划投入募集资金	已投资	投资进度	预计建成日期
部品部件工厂化生产项目	29,730.70	29,730.70	5,756.16	19.36%	2019.12.31
营销中心建设项目	9,608.97	9,608.97	91.83	0.96%	2018.12.31
设计研发中心建设项目	8,012.15	8,012.15	3,647.68	45.53%	2018.12.31
信息化系统建设项目	2,283.15	2,283.15	122.12	5.35%	2018.12.31
合计	49,634.97	49,634.97	9,617.79	-	-

资料来源：公司2017年半年报，鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告及未经审计的2017年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2014-2015年公司合并报表范围未发生变动，2016年公司注销子公司芜湖中装润柏设计建筑装饰工程有限公司，2017年3月及7月公司分别投资设立子公司深圳市中装城市建设发展有限公司和深圳市中装新能源科技有限公司，上述

合并范围变动对公司财务指标不产生重大影响。截至2017年7月31日，公司合并范围内共有9家子公司，具体明细附录五所示。

资产结构与质量

受IPO及业务规模扩大影响，公司总资产增长较快，应收账款对资金占用较多，需持续关注其回收情况

受益于业务规模扩大及IPO发行上市，公司总资产增长较快，2014-2016年复合增速为28.00%，2017年6月末总资产为37.64亿元，较上年末增长11.78%。公司资产中流动资产占比均在90%以上。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年6月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	119,576.73	31.77%	129,209.58	38.37%	56,209.15	24.48%	52,814.71	25.70%
应收账款	210,166.54	55.83%	175,302.97	52.06%	142,279.41	61.98%	121,386.76	59.06%
其他应收款	8,388.77	2.23%	4,532.82	1.35%	3,844.78	1.67%	3,700.32	1.80%
存货	12,292.84	3.27%	7,658.43	2.27%	6,536.32	2.85%	5,618.08	2.73%
流动资产合计	354,195.54	94.09%	318,744.35	94.65%	210,716.79	91.79%	185,198.70	90.11%
固定资产	12,017.08	3.19%	12,557.97	3.73%	13,337.31	5.81%	14,559.85	7.08%
非流动资产合计	22,235.18	5.91%	18,012.25	5.35%	18,858.51	8.21%	20,334.84	9.89%
资产总计	376,430.72	100.00%	336,756.59	100.00%	229,575.30	100.00%	205,533.54	100.00%

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款构成。2016年末公司货币资金为12.92亿元，较往年大幅增长，主要为IPO发行募集资金到位所致，其中使用受限资金0.26亿元，主要系因开具保函与银行承兑汇票而支付的保证金。受业务规模扩张、结算流程较长及部分客户拖延结算影响，公司应收账款规模增长较快，三年复合增长率达20.17%，大于营业收入增速。2014-2016年应收账款均占总资产的52.00%以上，对资金形成较大占用。2016年末前5名客户应收账款余额为3.92亿元，其中对东迅地产应收账款余额2.42亿元，主要为应收2014-2015年海珠半岛花园三期项目装饰施工工程款，其中1年以内应收款余额0.36亿元，1-2年应收款余额0.33亿元，2-3年应收款余额1.41亿元，2-3年以上款项占比58.26%，公司已计提坏账准备0.47亿元，如该楼盘仍未能顺利销售将导致上述款项难以回收，将对公司正常经营造成重大不利影响；应收扬州昌和工程开发有限公司工程款余额0.35亿元，3-4

年、4-5年及5年以上应收款占比分别为41.20%、52.87%和5.92%，已计提坏账准备0.20亿元，回款较差系客户拖欠所致，未来回收困难仍较大。2017年6月末公司应收账款账面价值为21.02亿元，较2016年末增长19.89%，坏账准备余额2.57亿元，需持续关注其回收情况。公司其他应收款主要为投标、履约及农民工保证金，存货主要为未结算工程施工成本，2017年上半年公司新增订单规模及数量均较大，投标、履约保证金及施工成本大幅增加，导致2017年6月末公司其他应收款和存货分别较2016年末增长85.07%和60.51%。

表14 2016年末公司应收账款前5名明细（单位：万元）

客户名称	应收账款余额	占应收账款总额的比例	账龄	坏账准备余额
广州市东迅房地产发展有限公司	24,150.94	12.23%	3年以内	4,698.18
广东奥园置业有限公司	4,251.00	2.15%	4年以内	358.59
中国新兴建设开发总公司	3,885.60	1.97%	3年以内	239.39
扬州昌和工程开发有限公司	3,493.74	1.77%	5年以内	2,003.35
保利房地产（集团）股份有限公司	3,387.42	1.71%	3年以内	259.97
合计	39,168.70	19.83%		7,559.48

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要为固定资产构成。固定资产主要为办公楼等房屋建筑物，近三年账面价值下降系计提折旧所致。

资产运营效率

公司应收账款周转效率不断降低，净营业周期延长，资产运营效率一般

建筑装饰施工行业结算流程较长，行业普遍存在垫款现象，较多合同涉及签证及设计变更，使得结算周期进一步延长。同时在建筑业、房地产业投资增速放缓背景下，部分项目业主资金紧张，普遍延迟了付款进度，2014-2016年公司应收账款周转天数分别为157.00天、182.86天和213.03天，周转效率逐年下降。公司承接项目工期一般在12个月以内，公司具备一定的项目管理经验，一般根据用料需求分批采购，存货周转效率较高。近年公司应付账款随业务规模同步增长，但结算政策未有明显变化，应付账款周转天数变动不大。

总体来看，受应收账款周转效率下降影响，公司净营业周期进一步延长，2014-2016年分别为70.50天、95.19天和126.88天，使得流动资产周转天数和总资产周转天数均上升。

表15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数（含应收票据）	213.03	182.86	157.00
存货周转天数	11.32	10.16	9.57

应付账款周转天数（含应付票据）	97.46	97.83	96.07
净营业周期	126.88	95.19	70.50
流动资产周转天数	354.06	274.22	249.56
固定资产周转天数	17.32	19.32	21.58
总资产周转天数	378.72	301.37	279.72

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳定增长，盈利表现尚可；应收账款计提坏账损失较多，对利润侵蚀较大，未来需持续关注

公司90%以上营业收入来源于装饰施工业务。公司业务规模不断扩大，2016年实现营业收入26.92亿元，三年复合增长率为4.99%。目前公司在手订单以公共建筑装饰业务为主，规模较大，短中期内可为公司带来一定的收入，但住宅精装修业务逐渐缩减，未来发展不确定。近年受行业需求下降、竞争激烈等因素影响，公司利润水平小幅下降，未来为保证市场份额，公司主营业务毛利率仍可能下降。2016年公司税金及附加规模下降较多，主要原因为受“营改增”影响。资产减值损失大部分为计提的应收账款坏账准备，规模逐年上升，侵蚀了公司利润，未来需持续关注。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
营业收入	131,950.30	269,171.41	259,880.60	244,208.93
税金及附加	1,148.88	3,879.68	8,809.96	8,180.64
资产减值损失	3,704.61	6,389.14	4,932.52	3,086.99
营业利润	8,002.74	19,757.22	17,889.70	18,273.79
利润总额	8,252.84	19,677.93	19,074.70	18,120.54
净利润	6,636.72	15,571.89	15,361.66	12,711.08
综合毛利率	15.45%	16.16%	17.13%	17.13%
期间费用率	5.68%	5.01%	4.96%	5.03%
营业利润率	6.06%	7.34%	6.88%	7.48%
总资产回报率	-	8.02%	10.18%	10.90%
净资产收益率	-	10.27%	15.03%	14.42%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

现金流

公司经营性应收项目增加较多，经营活动现金流表现不佳，日常运营较依赖筹资

2014-2016年及2017年上半年公司资金回款情况尚可，收现比分别为0.85、0.91、0.88

和0.78，FFO亦表现为稳步增长。公司经营性应收项目随业务规模持续增加，且增幅远大于存货和应付账款，各年所需营运资本规模均较大。最近三年及一期公司经营活动净现金流分别为-1.29亿元、0.23亿元、-1.12亿元和-2.87亿元，整体表现不佳。

2017年上半年公司投资活动现金净流出0.51亿元，主要为公司新增对深圳市赛格物业管理有限公司和深圳市引爆互联网金融服务有限公司0.38亿元和0.10亿元投资，公司持股比例分别为24.99%和10%。公司主要通过筹集银行短期借款来满足日常经营所需资金，2016年筹资活动流入8.56亿元，主要系IPO发行上市募集资金规模较大所致。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
净利润	6,636.72	15,571.89	15,361.66	12,711.08
FFO	13,174.35	26,651.13	24,941.27	19,855.26
营运资本变化	-41,849.53	-37,839.08	-22,638.52	-32,709.17
其中：存货减少（减：增加）	-4,634.41	-1,122.11	-986.23	-547.80
经营性应收项目的减少（减：增加）	-44,154.25	-43,645.31	-26,145.42	-33,473.86
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,939.13	6,928.34	4,493.13	1,312.48
经营活动产生的现金流量净额	-28,675.18	-11,187.96	2,302.75	-12,853.91
投资活动产生的现金流量净额	-5,067.43	-664.00	-5.21	-1,132.43
筹资活动产生的现金流量净额	25,679.92	85,581.39	-139.32	13,171.29
现金及现金等价物净增加额	-8,062.84	73,724.65	2,156.20	-815.06
收现比	0.78	0.88	0.91	0.85

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务全部为短期借款，流动性压力及风险较大

2014-2016年公司所有者权益大幅增长主要源于自身经营积累及IPO发行上市，且增速快于负债增速，所有者权益对负债的保障程度有所上升。为满足工程施工资金需求，2017年上半年公司新增3.37亿元短期借款，产权比率上升较多。公司流动负债占总负债的比重均在99%以上。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年6月	2016年	2015年	2014年
负债总额	182,279.40	143,245.22	119,719.72	111,037.59
所有者权益	194,151.32	193,511.37	109,855.58	94,495.95
产权比率	93.89%	74.02%	108.98%	117.51%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

公司应付账款主要为材料采购款，随业务规模不断扩大。应交税费主要为应交增值税

和营业税（“营改增”政策实施前）。公司有息债务均为短期借款，2016年末公司短期借款为6.69亿元，三年复合增长率为23.31%。2017年上半年公司新增订单较多使得资金需求加大，2017年6月末短期借款较2016年末增长50.37%，均为保证借款。2017年6月末公司有息债务为10.06亿元，占总负债的55.19%，公司债务结构单一，流动性压力和风险较大。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年6月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,600.00	55.19%	66,900.00	46.70%	47,000.00	39.26%	44,000.00	39.63%
应付账款	62,001.27	34.01%	57,696.29	40.28%	54,844.91	45.81%	51,073.80	46.00%
预收款项	3,449.85	1.89%	2,152.13	1.50%	1,465.21	1.22%	1,800.95	1.62%
应交税费	15,028.77	8.24%	12,223.10	8.53%	7,947.43	6.64%	9,332.07	8.40%
流动负债合计	181,829.81	99.75%	142,781.57	99.68%	119,388.28	99.72%	110,685.14	99.68%
负债合计	182,279.40	100.00%	143,245.22	100.00%	119,719.72	100.00%	111,037.59	100.00%
有息债务	100,600.00	55.19%	66,900.00	46.70%	47,000.00	39.26%	44,000.00	39.63%

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

偿债能力指标方面，受IPO发行上市影响，公司总资产规模增长较快，资产负债率整体下行，负债水平一般。公司主要通过短期借款以及占用上游供应商材料款等方式满足施工项目资金需求，近年公司流动负债规模持续增长，流动比率和速动比率表现一般。在公司营业收入增长带动下，2014-2016年公司EBITDA持续增加，息税前折旧摊销利润对于公司有息债务的保障程度尚可。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2017年6月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	48.42%	42.54%	52.15%	54.02%
流动比率	1.95	2.23	1.76	1.67
速动比率	1.88	2.18	1.71	1.62
EBITDA（万元）	-	24,367.96	23,711.59	22,194.73
EBITDA 利息保障倍数	-	8.01	7.74	8.69
有息债务/EBITDA	-	2.75	1.98	1.98

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金主要来源于公司日常经营所产生的现金流。公司营业收入随业务规

模扩大持续增长，2014-2016年及2017年上半年分别实现营业收入24.42亿元、25.99亿元、26.92亿元和13.20亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为20.80亿元、23.55亿元、23.71亿元和10.30亿元，现金生成能力尚可。目前公司仍有较大规模的在手订单，短中期业绩有一定保障，未来经营活动产生的现金流可为本期债券能偿付提供保障。但我们也注意到公司住宅精装修业务规模逐年下降，未来该业务发展受房地产市场影响较大，存在不确定性。

公司应收账款催收可为本期债券偿债资金提供重要保障。公司主要开展建筑装饰施工业务，应收账款维持在较高水平，2017年6月末账面价值为21.02亿元，规模较大，届时若公司无法偿付到期的债券本息，可以通过加强应收款项催收，实现款项的变现，但我们注意到，近年建筑行业投资增速下降，业主资金紧张，应收账款的回收存在不确定性。

本期债券募投项目投产后将有助于公司向上游整合，提升公司装配式建筑生产能力，并带来一定的经济效益，但后续新增产能能否完全消化并实现预期经济效益存在较大的不确定性。

九、或有事项

截至2017年6月30日，公司存在因工程施工款或材料采购款纠纷而产生的、金额在100万元以上的未决诉讼和未决仲裁共5笔，其中公司（被告）与广州淳汇酒店管理有限公司（原告）未决诉讼涉及金额1,000.97万元，公司（被告）与北京正义网络传媒有限公司（原告）未决诉讼涉及金额131.00万元，公司（被告）与郑州工业应用技术学院（原告）未决诉讼涉及金额1,353.09万元，公司（原告）与广东诺厦建设集团有限公司（被告）未决诉讼涉及金额406.53万元，公司（被申请人）与广东荣和康园旅游投资管理有限公司（申请人）未决仲裁涉及金额1,103.53万元。截至2017年6月30日，公司存在未结清保函金额19,544.84万元，明细如下表所示。

表21 截至2017年6月30日公司未结清保函明细（单位：万元）

保函种类	保函金额	开户行
履约保函	8,446.24	上海浦东发展银行
履约保函	2,151.48	中国建设银行
履约保函	516.17	中国工商银行
履约保函	417.66	中信银行
履约保函	1,079.25	交通银行
人工工资支付保函	100.00	宁波银行
人工工资支付保函	50.00	浙江民泰商业银行

投标保函	273.80	中国建设银行
投标保函	210.00	珠海南屏村镇银行
投标保函	90.00	深圳坪山珠江村镇银行
预付款保函	5,540.16	上海浦东发展银行
预付款保函	561.49	中国建设银行
预付款保函	108.57	交通银行
合计	19,544.84	-

资料来源：公司2017年半年报

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
货币资金	119,576.73	129,209.58	56,209.15	52,814.71
应收票据	570.00	800.00	177.93	168.28
应收账款	210,166.54	175,302.97	142,279.41	121,386.76
预付款项	3,200.46	1,240.34	1,669.01	1,510.53
其他应收款	8,388.77	4,532.82	3,844.78	3,700.32
存货	12,292.84	7,658.43	6,536.32	5,618.08
其他流动资产	0.20	0.20	0.20	0.00
流动资产合计	354,195.54	318,744.35	210,716.79	185,198.70
长期股权投资	4,789.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12,017.08	12,557.97	13,337.31	14,559.85
在建工程	7.01	0.00	0.00	0.00
无形资产	5,098.82	5,193.94	5,082.05	5,215.17
商誉	14.49	14.49	14.49	14.49
长期待摊费用	267.99	205.05	383.86	494.34
递延所得税资产	40.80	40.80	40.80	51.00
非流动资产合计	22,235.18	18,012.25	18,858.51	20,334.84
资产总计	376,430.72	336,756.59	229,575.30	205,533.54
短期借款	100,600.00	66,900.00	47,000.00	44,000.00
应付票据	3.00	2,268.88	7,382.15	3,740.00
应付账款	62,001.27	57,696.29	54,844.91	51,073.80
预收款项	3,449.85	2,152.13	1,465.21	1,800.95
应付职工薪酬	485.99	568.17	503.98	471.1
应交税费	15,028.77	12,223.10	7,947.43	9,332.07
其他应付款	260.93	973.01	244.61	267.21
流动负债合计	181,829.81	142,781.57	119,388.28	110,685.14
预计负债	2.00	2.00	0.00	153.35
递延收益	447.59	461.65	331.44	199.10
非流动负债合计	449.59	463.65	331.44	352.45
负债合计	182,279.40	143,245.22	119,719.72	111,037.59
股本	60,000.00	30,000.00	22,500.00	22,500.00
资本公积	66,066.04	96,066.04	35,477.35	35,477.35
其他综合收益	-1.82	-3.47	-1.03	0.00
盈余公积	7,373.57	6,710.53	5,170.29	3,584.84
未分配利润	60,673.18	60,687.51	46,609.43	32,813.76

归属于母公司所有者权益合计	194,110.97	193,460.61	109,756.05	94,375.96
少数股东权益	40.35	50.76	99.53	119.98
所有者权益合计	194,151.32	193,511.37	109,855.58	94,495.95
负债和所有者权益总计	376,430.72	336,756.59	229,575.30	205,533.54

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	131,950.30	269,171.41	259,880.60	244,208.93
其中：营业收入	131,950.30	269,171.41	259,880.60	244,208.93
二、营业总成本	123,916.01	249,414.19	241,990.90	225,935.14
其中：营业成本	111,567.26	225,666.89	215,352.06	202,386.89
税金及附加	1,148.88	3,879.68	8,809.96	8,180.64
销售费用	1,399.46	2,629.06	2,459.08	2,489.03
管理费用	4,194.55	7,866.10	7,454.75	7,263.01
财务费用	1,901.26	2,983.33	2,982.53	2,528.58
资产减值损失	3,704.61	6,389.14	4,932.52	3,086.99
投资收益	-31.55	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	8,002.74	19,757.22	17,889.70	18,273.79
加：营业外收入	256.26	398.96	1,189.26	124.16
减：营业外支出	6.16	478.26	4.26	277.41
四、利润总额	8,252.84	19,677.93	19,074.70	18,120.54
减：所得税费用	1,616.12	4,106.04	3,713.04	5,409.46
五、净利润	6,636.72	15,571.89	15,361.66	12,711.08

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-6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	102,967.45	237,085.02	235,512.45	207,952.78
收到其他与经营活动有关的现金	1,761.43	1,101.26	1,069.17	511.35
经营活动现金流入小计	104,728.88	238,186.28	236,581.62	208,464.12
购买商品、接受劳务支付的现金	119,549.22	225,820.27	207,393.43	196,751.44
支付给职工以及为职工支付的现金	3,260.37	6,202.13	6,359.03	5,815.55
支付的各项税费	6,143.39	11,328.80	14,484.52	12,276.25
支付其他与经营活动有关的现金	4,451.08	6,023.03	6,041.89	6,474.79
经营活动现金流出小计	133,404.06	249,374.23	234,278.87	221,318.04
经营活动产生的现金流量净额	-28,675.18	-11,187.96	2,302.75	-12,853.91
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	10,000.00	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	2.35	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	150.00	150.00	200
投资活动现金流入小计	10,000.00	152.35	150.00	200
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.00	816.34	155.21	1,332.43
投资支付的现金	14,789.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	31.55	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	15,067.43	816.34	155.21	1,332.43
投资活动产生的现金流量净额	-5,067.43	-664.00	-5.21	-1,132.43
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	76,725.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	72,000.00	124,400.00	58,000.00	50,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	266.27	12.97	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	72,266.27	201,137.97	58,000.00	50,000.00
偿还债务支付的现金	38,300.00	104,500.00	55,000.00	34,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,286.35	3,042.94	3,063.84	2,555.51
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	8,013.65	75.47	73.21
筹资活动现金流出小计	46,586.35	115,556.59	58,139.32	36,828.71
筹资活动产生的现金流量净额	25,679.92	85,581.39	-139.32	13,171.29
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.16	-4.79	-2.02	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-8,062.84	73,724.65	2,156.20	-815.06
加：期初现金及现金等价物余额	126,620.22	52,895.57	50,739.37	51,554.43

六、期末现金及现金等价物余额	118,557.38	126,620.22	52,895.57	50,739.37
----------------	------------	------------	-----------	-----------

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
净利润	6,636.72	15,571.89	15,361.66	12,711.08
加：资产减值准备	3,704.61	6,389.14	4,932.52	3,086.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	634.51	1,285.88	1,287.49	1,277.29
无形资产摊销	95.84	168.92	143.51	140.01
长期待摊费用摊销	82.86	192.29	142.05	101.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	13.03	0.00	0.00
财务费用	2,019.81	3,029.98	3,063.84	2,555.51
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	0.00	0.00	10.20	-17.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-4,634.41	-1,122.11	-986.23	-547.80
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-44,154.25	-43,645.31	-26,145.42	-33,473.86
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	6,939.13	6,928.34	4,493.13	1,312.48
经营活动产生的现金流量净额	-28,675.18	-11,187.96	2,302.75	-12,853.91

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录四 主要财务指标表

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	100,600.00	66,900.00	47,000.00	44,000.00
资产负债率	48.42%	42.54%	52.15%	54.02%
流动比率	1.95	2.23	1.76	1.67
速动比率	1.88	2.18	1.71	1.62
综合毛利率	15.45%	16.16%	17.13%	17.13%
总资产回报率	-	8.02%	10.18%	10.90%
EBITDA（万元）	-	24,367.96	23,711.59	22,194.73
EBITDA 利息保障倍数	-	8.01	7.74	8.69
应收账款周转天数（含应收票据）	-	213.03	182.86	157.00
存货周转天数	-	11.32	10.16	9.57
应付账款周转天数（含应付票据）	-	97.46	97.83	96.07
净营业周期	-	126.88	95.19	70.50
流动资产周转天数	-	354.06	274.22	249.56
固定资产周转天数	-	17.32	19.32	21.58
总资产周转天数	-	378.72	301.37	279.72
期间费用率	5.68%	5.01%	4.96%	5.03%
营业利润率	6.06%	7.34%	6.88%	7.48%
净资产收益率	-	10.27%	15.03%	14.42%
产权比率	93.89%	74.02%	108.98%	117.51%
有息债务/EBITDA	-	2.75	1.98	1.98
收现比	0.78	0.88	0.91	0.85

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 7 月 31 日纳入公司合并范围内子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并年份	取得方式
深圳市中装光伏建筑科技有限公司(以下简称“中装光伏”)	500 万元	80.00%	光伏建筑一体化、新能源技术研发	2011 年	设立
吉林省中装装饰工程有限公司	50 万元	100.00%	建筑装饰工程设计与施工	2012 年	
惠州市中装新材料有限公司	5,000 万元	100.00%	新材料、节能产品开发	2012 年	
中装利丰建筑工程有限公司	10 万元港币	51.00%	建筑装饰工程设计与施工	2013 年	
深圳市中装园林建设工程有限公司	10,080 万元	100.00%	园林绿化	2012 年	非同一控制下企业合并
南京卓佰年建筑设计有限公司	100 万元	100.00%	建筑装饰工程设计	2010 年	
深圳市中装智能建筑顾问有限公司	80 万元	52.00%	光伏建筑一体化、新能源等研发	2012 年	
深圳市中装城市建设发展有限公司	10,000 万元	100.00%	投资兴办实业等	2017 年	设立
深圳市中装新能源科技有限公司	1,000 万元	60.00%	新能源、新材料、环保技术研发	2017 年	

注：2017 年 3 月 14 日公司发布公告称，因子公司中装光伏自成立以来未取得预期经营成果，公司决定解散并注销中装光伏，截至本报告出具日，中装光伏尚未完成注销登记。

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 公司合同金额较大的项目 2014-2016 年产值明细（单位：万元）

项目名称	客户名称	合同金额	2014年	2015年	2016年	累计产值	工程状态
西樵梦工场国艺酒店装饰工程施工合同	佛山市汇星酒店有限公司	8,728.36	2,810.72	1,099.19	0.00	9,159.91	100.00%
内蒙古乌兰察布市集宁商务科技文化中心	乌兰察布市集宁区住建局	10,000.00	3,564.04	1,100.00	0.00	9,600.00	96.00%
力天保时捷 4S 店（精装修工程）	温州市力捷汽车销售服务有限公司	4,000.00	3,000.00	800.00	0.00	4,000.00	100.00%
昆明航天疗养院升级改造项目室内精装修（一标段）工程	广西建工集团第五建筑工程有限责任公司	5,038.28	3,526.80	1,511.48	0.00	5,038.28	100.00%
库尔勒市综合创意展示中心---规划展览馆装饰装修和布展工程	库尔勒市城乡规划局	2,818.16	2,818.16	0.00	0.00	2,818.16	100.00%
海珠半岛花园三期 B 栋住宅低区（3-11、13-21 层）室内精装修工程	广州市东迅房地产发展有限公司	20,373.99	4,889.76	2,204.29	645.90	7,739.95	38.00%
海珠半岛花园三期 B 栋住宅高区（22-27、29-43 层）室内装修工程	广州市东迅房地产发展有限公司	25,437.12	6,104.91	1,870.43	644.96	8,620.30	34.00%
海珠半岛花园三期 C 栋住宅低区（3-11、13-21 层）室内精装修工程	广州市东迅房地产发展有限公司	21,083.51	4,427.54	1,696.97	645.84	6,770.35	32.00%
海珠半岛花园三期 C 栋住宅高区（22-27、29-43 层）室内精装修工程	广州市东迅房地产发展有限公司	25,464.99	5,347.65	1,791.24	645.17	7,784.06	31.00%
金融集聚维护车间 A、金融集聚维护车间 B 和连廊 L02 工程	中国银行股份有限公司南京江宁支行	3,594.19	3,306.66	287.54	0.00	3,594.19	100.00%
许昌市第二人民医院迁扩建项目幕墙工程	深圳市尚荣医疗股份有限公司	5,200.00	0.00	3,276.00	100.97	5,196.97	100.00%
中航技易发投资有限公司研发办公楼 D 座等 16 项（中航技研发展示中心项目）2 标段写字楼 B1	中国新兴建设开发总公司	5,678.70	0.00	3,350.43	55.13	5,677.04	100.00%
奥园都会广场幕墙工程	广州奥园商业发展有限公司	7,961.93	0.00	6,369.55	0.00	7,961.93	100.00%
环球都会广场项目室内装修工程	广州市万洲房地产有限公司	3,481.86	0.00	2,785.48	515.18	3,474.76	100.00%
洱海天域-主体酒店（深航酒店）建设项目装修工程（一标段）	中建穗丰置业有限公司	5,260.51	0.00	2,726.66	1,550.51	5,260.51	100.00%
贵州茅台多功能会议中心项目装饰装修工程	中铁建工集团贵州茅台多功能会议中心工程项目经理部	2,234.27	0.00	3,321.08	22.34	3,343.42	100.00%

云南恒安电力工程有限公司办公楼装饰工程	云南恒安电力工程有限公司	2,980.00	0.00	2,682.00	298.00	2,980.00	100.00%
保利白云新城项目西区T1-T3栋标准装修工程	保利广州房地产开发有限公司	4,700.01	0.00	2,820.01	1,870.03	4,690.03	100.00%
汕头东保保时捷中心装修工程	汕头市东保汽车销售服务有限公司	2,860.00	0.00	2,860.00	0.00	2,860.00	100.00%
群邑(上海)广告有限公司上海办公室装修工程	群邑(上海)广告有限公司	3,041.22	0.00	3,087.70	0.00	3,087.70	100.00%
葛洲坝海棠福湾项目(北区低层别墅)外墙装饰工程(I标段)	海南葛洲坝实业有限公司	5,258.89	0.00	0.00	3,808.79	4,408.79	84.00%
葛洲坝海棠福湾项目(北区低层别墅)外墙装饰工程(II标段)	海南葛洲坝实业有限公司	4,482.51	0.00	0.00	3,562.55	4,062.55	91.00%
宝能世纪城东区1-20栋住宅及裙楼铝合金门窗、幕墙、栏杆制作安装工程二标段	宝能泰盛有限公司	3,887.41	0.00	0.00	3,785.51	3,785.51	100.00%
乌鲁木齐万达广场SOHO公寓室内精装修工程	乌鲁木齐万达广场投资有限公司	5,571.40	0.00	0.00	3,273.75	5,502.31	100.00%
武汉未来科技城起步区一期A3、C3、C4、A5北4#楼、A9-1#楼、3#楼、B楼部分室内精装修工程	武汉未来科技城投资建设有限公司	8,200.96	0.00	0.00	3,642.30	6,102.59	74.00%
花桥经济开发区C5地块商业酒店-外装饰工程	宁沪置业(昆山)有限公司	4,334.31	0.00	0.00	3,967.97	4,367.97	100.00%
维也纳酒店(杭州东站店)装饰工程施工总包	杭州维也纳酒店管理有限公司	4,160.49	0.00	0.00	4,039.31	4,039.31	100.00%
北京月坛南街4号办公楼项目装修1标段	招商银行股份有限公司	4,856.94	0.00	0.00	4,696.61	4,696.61	97.00%
万博国际中心一、二期幕墙、铝合金门窗工程施工	广州市万贝投资管理有限公司	4,110.03	0.00	0.00	3,391.77	3,391.77	83.00%
文渊狮城旅游综合体项目商业街、戏楼、粮仓装修工程施工合同	杭州千岛湖新天地文化发展有限公司	3,530.00	0.00	0.00	3,125.59	3,125.59	89.00%

注：工程状态为截至2016年12月31日，2016年产值为不含税。

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数(含应收票据)	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] + (\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数(含应付票据)	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] + (\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
FFO	净利润 + 资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 递延所得税资产减少

附录八 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。