

深圳市中装建设集团股份有限公司

2018 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员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

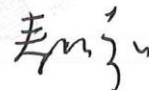
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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

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



鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1630】号 01

分析师

汪永乐
姓名：
汪永乐 梁璇
电话：
0755-8287 9719

邮箱：
wangyl@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 10 月 17 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 2018 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
发行规模：不超过 5.25 亿元（含）
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

发行主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定

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 5.25 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，在手订单充足，中短期业绩有一定保障，上市后资本实力有所增强；同时我们也关注到公司实际控制人所持股份质押比例较高，建筑装饰业务毛利率存在下降风险，住宅精装修业务规模可能下降，业务扩张较快带来应收账款快速增长及其回收风险，存在一定的流动性压力及或有负债风险等风险因素。

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。公司已成立 20 余年，目前实行跨区域经营，拥有工程承包、工程设计类 8 项一级（或甲级）资质，6 项贰级（或乙级）资质，承建项目覆盖办公、酒店、商业、交通基建等领域，施工经验丰富，深圳南山文体中心工程、深圳证券交易所营运中心工程等 6 个项目获鲁班奖。
- 公司业务扩张较快，在手订单充足，中短期业绩有一定保障。公司主营公共建筑装饰业务，近年业务扩张较快，2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司新增单笔合同金额在 1,000 万元以上项目 45 个、60 个、121 个、72 个，全部新增装饰施工合同金额 21.71 亿元、24.85 亿元、41.61 亿元和 32.86 亿元，2017 年营业收入 31.72 亿元，三年复合增长率 10.50%。截至 2018 年 6 月末公司在建项目合同总金额超过

27.82 亿元，中短期业绩有一定保障。

- **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 2018 年 6 月末公司所有者权益为 20.85 亿元，较 2015 年末增长 89.83%，资本和经营实力均有所增强。

关注：

- **公司实际控制人股权质押比例较高，实际控制人存在股票质押风险。**截至 2018 年 8 月 24 日，庄小红女士、庄展诺先生及其一致行动人邓会生先生持股累计被质押 147,700,000 股、61,299,991 股和 10,500,000 股，占其所持股份的 74.43%、83.96% 和 99.91%，占公司总股本的 24.62%、10.22%和 1.75%，若未能按约定到期购回股票，所质押的公司股份可能出现被强制平仓，进而产生股权质押的风险。
- **公司建筑装饰业务毛利率存在下降风险。**建筑装饰行业竞争激烈、人工成本上升，企业盈利空间被压缩，近三年一期公司综合毛利率持续降低。为保证市场份额及业务规模增长，公司未来仍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。
- **公司住宅精装修业务规模未来可能下降。**近三年一期公司住宅精装修收入受房地产市场波动及工程结算进度等影响持续下降，占公司营业收入的比重由 2015 年的 33.26%下降至 2017 年的 18.69%。我们注意到住宅精装修业务主要客户所在的二三线城市房地产市场受政策调控影响大，公司新增签约规模可能存在一定波动。
- **公司应收账款规模持续上升，资金回笼风险加大，经营活动现金净流出持续扩大，营运资金压力加大。**建筑装饰行业普遍存在垫款，行业增速放缓进一步拖慢回款进度，而公司业务规模增长快，应收账款规模持续上升，2015-2017 年复合增长率 28.19%，高于营业收入增速 17.69 个百分点。2018 年 6 月末公司应收账款账面价值 26.20 亿元，占总资产的 56.38%，已计提坏账准备 3.26 亿元，1 年以上款项占比为 33.72%，且部分客户回款及时性较差，需持续关注其回收情况。在业务扩张和回款进度放慢影响下，公司经营活动净流出规模持续扩大，2018 年 1-6 月经营活动现金净流出 2.17 亿元。
- **公司有息债务增长较快，目前规模较大，主要为短期借款，存在一定的流动性风险。**为满足日常运营及投资支出，公司有息债务规模增长较快，2018 年 6 月末达 14.40 亿元，较 2015 年增长 206.38%，占负债总额的 56.24%。公司有息债务主要为短期借款，存在一定的流动性风险。

- 公司存在未决诉讼及仲裁。截至 2018 年 6 月 30 日，公司存在重大未决诉讼及未决仲裁共 3 笔，存在潜在债务合计 2,726.62 万元。

主要财务指标：

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	464,604.48	412,995.23	336,756.59	229,575.30
归属于母公司所有者权益（万元）	208,651.15	203,539.20	193,460.61	109,756.05
有息债务（万元）	144,000.00	107,000.00	66,900.00	47,000.00
资产负债率	55.11%	50.73%	42.54%	52.15%
流动比率	1.69	1.93	2.23	1.76
速动比率	1.61	1.87	2.18	1.71
营业收入（万元）	180,375.08	317,299.63	269,171.41	259,880.60
营业利润（万元）	10,024.49	20,563.93	19,744.19	17,889.70
利润总额（万元）	10,019.30	20,227.88	19,677.93	19,074.70
综合毛利率	14.31%	14.65%	16.16%	17.13%
总资产回报率	-	6.77%	8.02%	10.18%
EBITDA（万元）	14,695.91	27,125.75	24,367.96	23,711.59
EBITDA 利息保障倍数	4.43	5.28	8.01	7.74
经营活动现金流净额（万元）	-21,725.62	-17,829.86	-11,187.96	2,302.75

注：因涉及会计政策调整，2016 年数据采用 2017 年期初数，下同。

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 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【2916】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2018年6月30日，公司注册资本和股本总额均为60,000.00万元，第一大股东为庄小红，实际控制人为庄重、庄小红夫妇及其子庄展诺，邓会生为其一致行动人，其中庄重为公司董事长，庄展诺为公司董事兼总经理，公司前10名股东明细如表1所示。截至2018年8月24日，庄小红女士、庄展诺先生、邓会生先生持股累计被质押147,700,000股、61,299,991股和10,500,000股，占其所持股份的74.43%、83.96%和99.91%，占公司总股本的24.62%、10.22%和1.75%，公司实际控制人质押比例高，若未能按约定到期购回股票，所质押的公司股份可能出现被强制平仓，进而产生股权质押的风险。

¹ 民营企业，现用名为深圳市佳家豪投资发展有限公司。

表1 截至2018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	5.89%
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%
昆山中科昆开创业投资有限公司（以下简称“昆山中科”）	境内非国有法人	2.73%
邓会生	境内自然人	1.75%
福州中科福海创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“福州中科”）	境内非国有法人	1.55%
上海融银股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.48%
刘广华	境内自然人	1.33%
吴睿智	境内自然人	1.16%

注：根据公司公告，庄小红与庄重系夫妻关系，庄展诺是庄小红与庄重的长子，邓会生系庄小红的妹夫，属于一致行动人；昆山中科和福州中科属于一致行动人；除上述情况外，公司未知其他前十名股东之间是否存在关联关系，亦未知是否属于一致行动人。

资料来源：公司2018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，及园林绿化业务。截至2018年9月30日，公司合并范围共有8家子公司，具体如附录五所示。

截至2017年12月31日，公司资产总额为412,995.23万元，归属于母公司的所有者权益合计为203,539.20万元，资产负债率为50.73%；2017年度，公司实现营业收入317,299.63万元，利润总额为20,227.88万元，经营活动现金净流出17,829.86万元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为464,604.48万元，归属于母公司的所有者权益合计为208,651.15万元，资产负债率为55.11%；2018年上半年，公司实现营业收入180,375.08万元，利润总额为10,019.30万元，经营活动现金净流出21,725.62万元。

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2018年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过5.25亿元（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该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交易均价较高者，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），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5.25亿元，全部用于装配式建筑产业基地项目建设，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%
合计	-	52,500.00	100.00%

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，预计年营业收入59,310.00万元，投资利润率为18.20%，所得税后动态内部收益率为11.69%，所得税后投资回收期为6.91年（不含建设期）。

目前该项目已获得惠阳区发展和改革局出具的《广东省企业投资项目备案证》和惠州市惠阳区环境保护局出具的《关于惠州市中装新材料有限公司装配式建筑产业基地项目环境影响报告表的批复》。截至2018年9月30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，

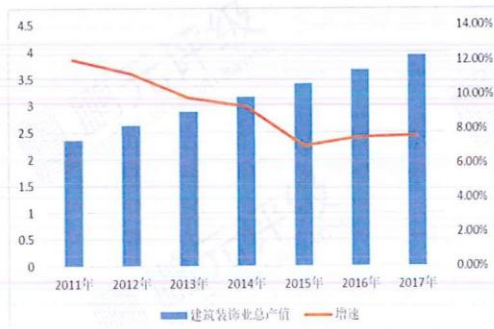
² 自建设初始日起计算。

³ 中国建筑装饰协会将幕墙行业纳入公装行业进行统计。

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，2017年我国建筑装饰业总产值达到3.94万亿元，2012-2017年年均复合增速约8.99%。2012年以来建筑装饰行业增速受宏观经济影响逐年放缓，2016年起增速略有回升，主要系经济侧结构改革、三四线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所致。

图1 2012-2017年我国建筑装饰业产值及增速



资料来源：2012-2017年度中国建筑装饰行业发展报告，鹏元整理

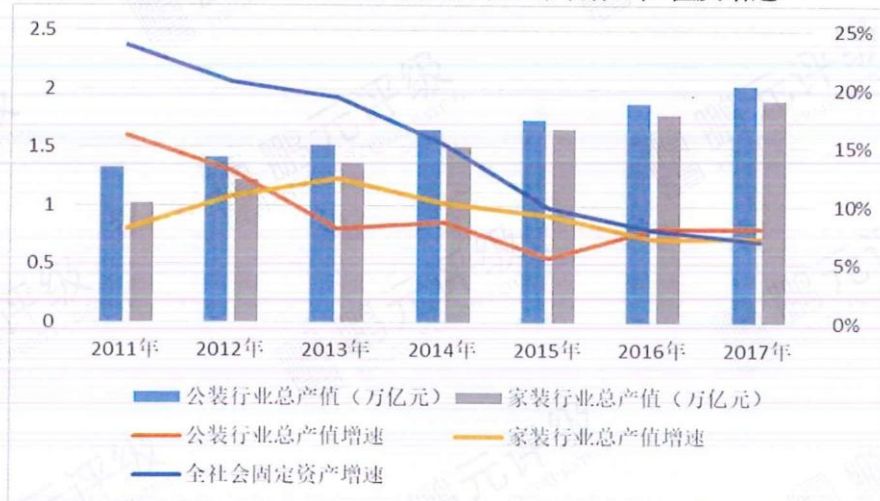
图2 2013-2017年中国房地产开发投资情况



资料来源：Wind，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年我国公装行业总产值增速由16%持续下降至8%，2017年在供给侧结构性改革和城市功能修补、生态修复以及城市中二手房交易活跃的影响和拉动下，改造性装修装饰工程量增长，公装行业总产值增速回升至8.1%。分结构来看，2017年公装行业中建筑幕墙、改造性装修装饰、境外工程产值分别为3,600亿元、9,500亿元和950亿元，同比增幅分别约为2.8%、11.76%和72.73%。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3 2011-2017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

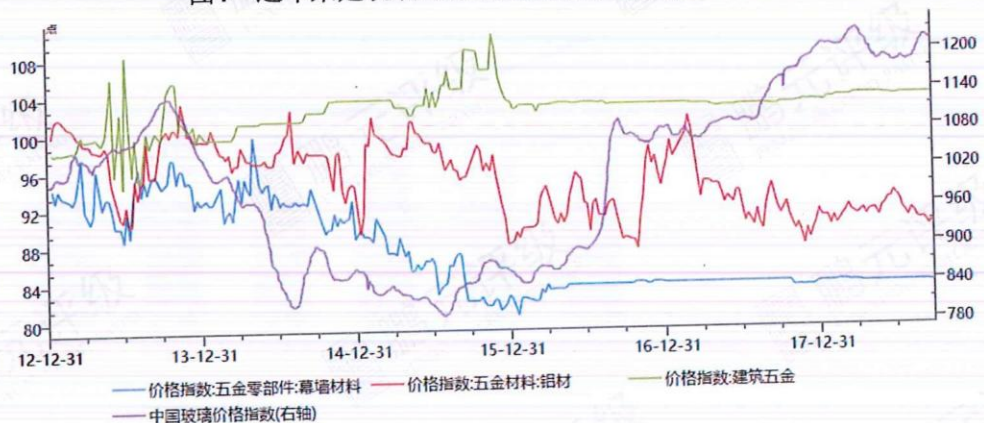
资料来源：2011-2017年中国建筑装饰行业发展报告及国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

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。2017年，住宅装饰装修工程总产值1.78万亿元，同比增长7.3%；家装工程总量中，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、7,600亿元和6,000亿元，增幅分别为0%、8.57%和13.21%。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，但部分原材料价格上涨、甲指甲供材料范围扩大，成本控制难度增加，企业盈利空间被压缩

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4 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

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”) 2017年平均营业收入51.72亿元, 同比增长10.07%, 主要系市场需求回升, 已签约未完工订单储备增加所致。鹏元也关注到, 样本企业平均毛利率由2013年的23.01%下降至2017年的19.74%, 主要系原材料价格上涨增加了企业成本控制难度, 同时由于高档豪华装修项目减少, “甲指” 模式 (即向客户指定供应商采购) 和“甲供” 模式 (即客户提供原材料) 范围扩大, 企业盈利空间进一步压缩。

表3 20个有效成本样本企业盈利能力分析 (单位: 亿元)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
样本企业平均营业收入	37.37	44.54	43.97	46.99	51.72
样本企业平均毛利率	23.01%	23.99%	21.64%	20.30%	19.74%

资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

建筑装饰行业集中度较低, 同质化竞争激烈, 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。行业内企业由2011年的14.5万家下降至2017年的13万家, 但仍保持较大存量。资质方面, 2017年国家建筑业企业资质管理制度进行改革, 当年新增有资质企业9,000家左右, 增幅为50%, 全行业有资质企业达到10万家, 占行业内企业的比例达到76.92%。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，宝鹰股份主要为大型房地产项目、政府机构、大型企业、跨国公司、高档酒店等客户提供装饰装修业务，广田股份在家装领域实力最强。从以公装为主要业态的国内7家上市公司财务表现来看，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。中装建设负债率、毛利率居于中等水平，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4 以公装为主要业态的部分上市公司2017年财务数据（单位：万元）

股票代码	公司名称	营业收入	销售毛利率	总资产	资产负债率
002081.SZ	金螳螂	2,091,344.77	16.80%	2,818,436.96	58.31%
002375.SZ	亚厦股份	903,713.47	13.33%	1,993,587.08	60.94%
002325.SZ	洪涛股份	331,489.62	22.88%	1,118,953.50	66.25%
002047.SZ	宝鹰股份	714,432.26	15.44%	837,704.66	54.09%
603030.SH	全筑股份	461,365.64	13.49%	530,737.54	67.84%
002620.SZ	瑞和股份	299,717.79	12.93%	415,716.72	44.32%
002781.SZ	奇信股份	388,913.61	14.20%	434,094.81	57.97%
002822.SZ	中装建设	317,299.63	14.65%	412,995.23	50.73%

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2018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%、5.89%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，庄重庄小红夫妇、庄展诺及邓会生为一致行动人。

公司目前为第三届董事会，由7名董事组成，其中非独立董事4人，分别为庄重、庄展

诺、何斌、林伟健；独立董事3名，分别为高刚、王庆刚、朱岩，其中高刚先生现任深圳市装饰行业协会会长、首都师范大学客座教授及广田股份等多家上市公司独立董事；王庆刚先生现任天衡会计师事务所（特殊普通合伙）管理合伙人、深圳市注册会计师协会调查委员会副主任；朱岩先生现任中国人民大学法学院教授、同兴达等上市公司独立董事。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，公司设立了业务管理中心、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。公司设副总经理8人，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年末公司员工共816人，其中销售人员、技术和设计研发人员分别为278人、427人，分别占员工总数的34.07%、52.33%，大专以上学历员工占比为86.15%。截至2018年6月末，拥有97名一级建造师、20名二级建造师，在职员工中高级职称42人，中级职称121人，人员素质较好。但鹏元注意到，公司为家族式企业，我们将持续关注其内部管理的规范性。

公司经营过程中出现过1起安全事故，具体为：2013年11月8日甘肃昊鑫市场开发股份有限公司庆阳CBD商务中心二期工程外装修过程中，现场管理人员违章指挥工人作业，导致脚手架整体失稳坍塌，造成2人死亡，4人受伤，直接经济损失为163万元。2014年1月17日，庆阳市西峰区人民政府作出《庆阳市西峰区人民政府关于庆阳 CBD 商务中心“11.8”脚手架坍塌事故调查报告的批复》（区政府函字[2014]5号），认定该起建筑施工事故是一起一般安全生产责任事故。2014年3月4日，庆阳市西峰区安全生产监督管理局对公司及公司法定代表人庄重予以20万元及48,720元罚款的行政处罚。此外，2017年9月5日济南市长清区城市管理行政执法局（以下简称“长清区城市执法局”）向公司下发《行政处罚决定书》，指出公司在长清区天一路中段山东高速·绿城·兰园项目一期工程施工中，楼内地

面落地灰未清理、扬尘污染重、散装材料未覆盖的行为，违反了《山东省大气污染防治条例》第四十六条规定，对公司处以1.98万元罚款，2018年9月21日长清区行政执法局认定该行政处罚不属于重大违法违规行为。针对事故中暴露出的管理漏洞，公司进行了一系列的排查和整改，但我们仍将关注公司内部管理及施工管理的规范性。

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EPC业务、以投代建业务、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公司向上游部品部件生产装配业务整合的举措之一。

六、经营与竞争

公司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，施工经验丰富，项目承揽能力较强，近年业务规模持续扩大。装饰施工业务是公司主要收入来源，近三年一期均占营业收入的95%左右，其中公共建筑装饰收入占营业收入的比重由2015年的63.33%上升至2017年的77.00%；住宅精装修业务所需垫资规模较大，公司对其业务规模进行适当控制，2017年其收入占营业收入的18.69%，占比较2015年下降14.58个百分点。受建筑装饰行业竞争激烈及人工成本上升等因素影响，公司主业毛利率持续下滑。

表5 近三年一期公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月		2017年		2016年		2015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	171,432.18	14.15%	303,599.11	14.34%	253,942.20	15.68%	251,016.13	16.81%
其中：								
公共建筑装饰	133,221.71	14.52%	244,309.96	14.08%	185,468.31	15.79%	164,574.58	16.93%
住宅精装修	38,210.47	12.88%	59,289.15	15.41%	68,473.89	15.38%	86,441.55	16.60%
园林业务	8,281.96	16.49%	8,560.71	17.94%	7,173.32	20.76%	1,114.88	19.57%
设计业务	660.94	27.88%	5,139.81	27.25%	8,055.89	27.28%	7,749.59	27.15%
合计	180,375.08	14.31%	317,299.63	14.65%	269,171.41	16.16%	259,880.60	17.13%

资料来源：公司提供

公司业务范围较广，建筑装饰资质较齐全，施工经验丰富，与政府部门和大型房地产商合作关系良好，项目承揽能力较强，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，公司和公装项目所在地的政府部门，及海南葛洲坝实业有限公司、保利广州房地产开发有限公司、深圳市建业建筑装饰工程有限公司等地产开发商建立了良好的合作关系。从施工专业性来看，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8项一级（或甲级）资质，6项贰级（或乙级）资质，资质较为齐全。

表6 截至2018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			
A144002493	建筑幕墙工程专业承包壹级	工程设计	国家住建部	2019.02.27
C20171457	建筑装饰工程设计专项甲级	-	中国展览馆协会	2020.11.27
Q20171737	中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化资质等级证书一级	-	中国展览馆协会	2020.5.19
	展览工程企业壹级资质	-	中国展览馆协会	

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6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4项，全国建筑装饰行业科技示范工程奖5项，在业内具有一定的知名度，项目承揽能力较强，公司所获主要奖项如附录六所示。

表7 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：列示项目的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，公司还与江苏中南建设集团股份有限公司、维也纳酒店有限公司等客户就区域、业务量等方面确定战略合作关系。从收入区域分布来看，华南区域收入占比超过40%且逐年递增，华东区域收入占比接近20%，收入规模方面，西南、西北地区收入受工程进度、市场需求等影响有所下降。

表8 2015-2017年公司区域营业收入规模及占比（单位：万元）

区域	2017年		2016年		2015年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华南	152,557.66	48.08%	113,103.66	42.03%	105,272.12	40.52%
华东	62,857.06	19.81%	51,781.57	19.24%	51,772.26	19.92%
西南	26,157.94	8.24%	30,562.44	11.35%	30,526.14	11.75%
华中	26,272.41	8.28%	25,857.04	9.61%	26,063.45	10.03%
华北	23,670.55	7.46%	22,654.32	8.42%	22,363.43	8.61%
西北	12,869.92	4.06%	16,412.03	6.10%	16,049.88	6.18%
东北	12,914.09	4.07%	8,800.35	3.27%	7,833.32	3.01%
合计	317,299.63	100.00%	269,171.41	100%	259,880.60	100%

资料来源：公司提供

公司近年公装业务收入逐年增长，目前在手合同金额较大，中短期业绩有一定保障；住宅精装修业务主要客户所在的二三线城市房地产市场受政策调控影响大，公司新签约规模存在一定波动

2015-2017年及2018年上半年公司施工装饰收入分别为25.10亿元、25.39亿元和30.36亿元和17.14亿元，三年复合增速为9.98%。公司以公共建筑装饰业务起家，客户资源和项目经验丰富，并与政府部门和大型地产开发商建立了良性合作关系，伴随建筑装饰行业需求增加及公司市场开拓力度加大，2015-2017年及2018年上半年公司实现公共建筑装饰收入16.46亿元、18.55亿元、24.43亿元和13.32亿元，收入规模持续增长。公司住宅精装修业务主要为住宅楼盘整体装修，主要分布在二三线城市，客户为大型房产商。2015-2017年及2018年上半年公司住宅精装修收入分别为8.64亿元、6.85亿元、5.93亿元和3.82亿元，住宅精装修业务的下游房地产商议价能力强，公司垫资规模较大，一定程度上影响了住宅精

装修业务发展，公司也适当对业务规模进行控制。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，但由于建筑装饰行业同质化竞争激烈，及原材料、人工成本上升，公司装饰施工业务毛利率持续下降。

受益于市场开拓及IPO成功后资本实力增强、知名度提高，2015-2017年及2018年1-6月公司新增单笔合同金额在1,000万元以上项目45个、60个、121个、72个，其中单笔合同金额在5,000万元以上项目分别为3个、0个、10个、10个；2015-2017年公司新增装饰施工合同金额分别为21.71亿元、24.85亿元、41.61亿元，复合增速38.43%，2018年上半年新增合同规模32.86亿元，为2017年全年新增合同额的71.86%，近三年一期公共建筑装饰新增合同占比均超过65%。2015-2017年及2018年上半年公司住宅精装修业务新增签约规模存在一定波动，且考虑二三线城市房地产受政策调控影响较大，且其毛利率低于公共建筑装饰业务，未来该业务规模仍存在下降可能。

表9 2015-2017年及2018年上半年公司新增签约规模（单位：万元）

业务类型	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
装饰施工业务	313,201.21	416,087.15	248,520.58	217,129.39
其中：公共建筑装饰	249,759.72	346,307.84	210,992.70	146,758.31
住宅精装修	63,441.49	69,779.31	37,527.88	70,371.08
园林业务	8,273.14	32,292.94	7,136.50	2,671.17
设计业务	7,172.42	8,961.20	8,645.67	4,071.73
合计	328,646.77	457,341.29	264,302.76	223,872.29

资料来源：公司提供

截至2018年6月末，公司主要在手装饰施工项目（单笔合同金额在2,000万元以上）64个，合同总金额27.82亿元，其中合同金额前十大在手项目明细如下表所示，项目业态包括旅游综合开发、教育建筑装修、住宅精装修、酒店精装修等，合同总金额9.75亿元，已结算收入1.09亿元，已回款0.29亿元。总体来看，公司业务扩张较快，在手合同规模较大，中短期内业绩有一定保障，但收入仍可能受工程进度影响存在波动。为开拓市场、保持与优质客户的长期合作，公司未来仍可能采取低毛利率营销策略，主营业务盈利水平仍有可能下降。

表10 截至2018年6月末按合同金额排序的公司前十大在手装饰施工项目（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同造价	投资进度	已结算收入	已回款	预计完工时间
亚马逊项目二期主体及配套工程建筑施工总承包工程	湖南原本山水旅游开发管理有限公司	20,000.00	17%	3,077.81	0.00	2020/12
嘉禾县文化演艺中心装饰及设施设备	嘉禾县城乡建设与发展有限公司	11,070.27	28%	2,801.57	860.00	2018/11

建设工程

乐金显示光电科技（中国）有限公司显示器件建设项目（FAB 栋 一般建筑）--外墙板/玻璃幕墙工程	乐金显示光电科技（中国）有限公司	9,542.70	5%	433.76	0.00	2019/2
贵州荷金现代高效农业温室大棚安装工程	贵州荷金现代高效农业有限公司	9,455.01	0	0	0	2019/12
教学服务楼群（北京外国语大学教学服务楼群）工程机电安装专业分包	北京外国语大学	8,407.75	16%	1,216.06	847.08	2020/6
神福农产品批发大市场	海南南疆万春建筑工程有限公司醴陵分公司	8,000.00	0	0	0	2019/4
2018 年教育费附加修缮改造工程设计施工总承包	深圳市罗湖区建筑工程局	7,996.29	5%	362.81	0.00	2018/8
郑州航空港经济综合实验区双鹤湖中央公园覆土建筑装修展示工程	河南富港投资控股有限公司	7,781.83	75%	2,325.00	422.73	2018/8
悦来新城会展公园（悦来会展公园配套服务用房）展陈工程 EPC 总承包	重庆悦来投资集团有限公司	7,646.85	7%	485.37	658.03	2018/10
天鹅堡四期 9#楼 2-32 层住宅精装修工程	西安曲江华侨城投资发展有限公司	7,616.09	3%	205.84	113.29	2018/7
合计		97,516.79		10,908.22	2,901.13	

注：上表统计口径为2017年以来新签合同中的前十大项目，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，公司应收账款规模较大且增长较快，面临一定的坏账风险

受益于公司项目承揽能力提升，承接的项目及对应客户数量增多，2015-2017年公司前五名客户营业收入占当期营业收入之比分别为16.43%、9.89%和8.70%，客户集中度及对单一客户的依赖程度均下降。

表11 2015-2017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
2017 年	1	上海宝冶集团有限公司	6,447.34	2.03%
	2	中国能源建设股份有限公司	5,910.66	1.86%
	3	奥园集团有限公司	5,585.29	1.76%

2016年	4	浙江省一建建设集团有限公司	4,939.18	1.56%
	5	福建径坊建设工程有限公司	4,711.53	1.48%
	合计		27,594.00	8.70%
	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%
2015年	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%
	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%
2015年	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%

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%，决算后累计收款达到合同总额的95%-97%，剩余为质保金，质保期通常为竣工验收后的2年。通常工程未完工时，未收取的工程款占按合同额确认的施工进度款的15%-40%，工程竣工后，未收取的工程款占合同额的15%-30%，审计结算后质保期满之前尚余3%-5%的工程款未收取。

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，近年建筑行业增速放缓，部分项目业主资金紧张，未按约定支付工程进度款，并推迟了结算时间，导致公司应收账款回款难度加大，已计提较多坏账损失。2015-2017年末公司应收账款分别为14.23亿元、17.53亿元、23.38亿元，分别占当期营业收入的54.75%、65.13%和73.69%，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7.94亿元增至2018年6月末的14.99亿元。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，如果未来宏观经济、客户信用发生不利变化导致公司应收账款不能及时回收，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

⁴ 部分政府工程存在预收款项，其他类型工程涉及较少。

公司原材料来源充足，可较好地控制采购成本，但人工成本上涨仍可能对公司经营较为不利；资本性项目进展较缓慢，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，2015-2017年公司前五大劳务采购额分别为3.59亿元、3.94亿元和6.03亿元，占劳务采购总额的67.76%、68.23%和71.64%。

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、甲指、甲供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，幕墙所需材料由公司提供原材料交由第三方代加工。结算方面，标准化产品一般为采购当月25日对账，从对账当月末起顺延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，2015-2017年公司原材料采购总额分别为13.49亿元、13.75亿元和16.74亿元。2017年人工成本上升较多，公司主营业务成本中直接人工占装饰施工业务营业成本的比重由2016年的26.83%上升至29.97%，同时由于行业增速下降导致市场竞争激烈，对公司当年主营业务毛利率产生一定影响。未来如遇原材料价格上涨、人工成本持续上升，公司经营成本不能有效转嫁，仍可能对公司盈利水平造成不利影响。

表12 2015-2017年公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2017年		2016年		2015年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
石材类	41,726.22	24.92%	34,527.81	25.12%	34,031.02	25.22%
板材类	28,967.24	17.30%	23,985.28	17.45%	26,015.79	19.28%
金属类	30,507.69	18.22%	23,957.79	17.43%	22,993.21	17.04%
其他	66,239.54	39.56%	54,980.60	40.00%	51,896.63	38.46%
合计	167,440.69	100.00%	137,451.48	100.00%	134,936.65	100.00%

注：其他包括玻璃类、铝材类、电气类、五金耗材类、油漆类等。

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4%以下，2015-2017年公司前五大原材料供应商采购总额占当期采购金额占比分别为8.99%、10.86%和7.48%，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13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。但该等项目实际投资进度与原定计划投入进度存在一定差异，其中：1）公司对部品部件工厂化生产项目工程规划的实施方案进行了重新论证和设计，于2017年12月重新提交项目的报建手续，2018年4月取得建设工程规划许可证，截至2018年6月30日施工许可申请程序正在办理中；2）公司结合业务的发展及房地产市场的环境变化，需要对营销中心的具体选址论证进行动态调整，所需的时间较长；3）公司从项目实际实施情况及资金使用效率角度出发，软件设备投资及人员引进、培训工作有所放缓；4）项目实施过程中，信息系统部分功能开发时间较长，公司正积极推进各功能模块的上线实施。公司在建项目总体进展较慢，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13 截至2018年6月30日公司资本性项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	计划投入募集资金	截至该时点计划投资	实际已投资	实际完工进度
部品部件工厂化生产项目	29,730.70	29,730.70	29,730.70	6,259.12	21.05%
营销中心建设项目	9,608.97	9,608.97	9,608.97	4,447.36	46.28%
设计研发中心建设项目	8,012.15	8,012.15	8,012.15	3,819.79	47.67%
信息化系统建设项目	2,283.15	2,283.15	2,283.15	631.13	27.64%
装配式建筑产业基地项目 (本期债券募投项目)	57,078.69	52,500.00	-	0.00	0.00%
合计	106,713.66	102,134.97	49,634.97	15,157.40	

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司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，目前以EPC模式为主，具体包括园林的绿化和施工。2015年及以前年度，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年以来，随着国内建设绿色、生态城市意识的提升，公司逐步开始探索园林PPP业务，市场开拓力度不断加大，承接的单笔业务合同金额逐步增长。2016-2017年及2018年1-6月，公司分别新签合同额7,136.50万元、32,292.94万元⁵和8,273.14万元，分别确认收入7,173.32万元、8,560.71万元和8,281.96万元。目前公司园林业务竞争力较弱，但它是公司完善产业链，打造包括公装、家装、幕墙、园林等一体化服务的大装饰平台的重要环节，且随着国内建设绿色生态城市意识的提升，该业务规模有望扩

⁵ 2017年新签合同额规模较大，主要是公司与中铁十六局集团有限公司签订的1笔订单规模较大（合同总金额1.5亿元）。

大。

公司设计业务主要由北京装饰工程设计分公司负责。公司积极引进高端设计人才，并利用国内科研机构、高等院校等外部资源以提升设计能力，但目前该业务规模相对较小，且受承接项目的数量影响，收入规模存在一定的波动。

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、2017年审计报告及未经审计的2018年1-6月财务报表，因涉及会计政策调整，2016年数据采用2017年期初数，报告均采用新会计准则编制。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，注销子公司深圳市中装光伏建筑科技有限公司，上述合并范围变动对公司财务指标不产生重大影响。截至2018年9月30日，公司合并范围内共有8家子公司，具体明细附录五所示。

资产结构与质量

公司总资产受IPO及业务扩张影响增长较快，但应收账款逐年攀升且占比高，其回收情况值得关注

受益于业务规模扩大及IPO带来股东权益增长，公司总资产增长较快，2015-2017年复合增速为34.13%，2018年6月末总资产为46.46亿元，较上年末增长12.50%。公司资产以应收账款为主，近三年一期流动资产占比均在90%左右。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	118,836.69	25.58%	128,018.58	31.00%	129,209.58	38.37%	56,209.15	24.48%
应收账款	261,953.48	56.38%	233,803.07	56.61%	175,302.97	52.06%	142,279.41	61.98%
其他应收款	9,223.39	1.99%	6,859.72	1.66%	4,532.82	1.35%	3,844.78	1.67%
存货	19,799.40	4.26%	12,398.22	3.00%	7,658.43	2.27%	6,536.32	2.85%
流动资产合计	414,811.54	89.28%	383,937.74	92.96%	318,744.35	94.65%	210,716.79	91.79%
长期股权投资	5,966.89	1.28%	5,037.79	1.22%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

固定资产	15,463.41	3.33%	16,063.57	3.89%	12,557.97	3.73%	13,337.31	5.81%
无形资产	27,046.57	5.82%	7,383.55	1.79%	5,193.94	1.54%	5,082.05	2.21%
非流动资产合计	49,792.94	10.72%	29,057.49	7.04%	18,012.25	5.35%	18,858.51	8.21%
资产总计	464,604.48	100.00%	412,995.23	100.00%	336,756.59	100.00%	229,575.30	100.00%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 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。2017年末公司货币资金为12.80亿元，其中有0.26亿元资金使用受限，IPO募投项目专项资金3.64亿元。2016年末公司货币资金较往年大幅增长，主要为IPO发行募集资金到位所致。装饰施工项目结算流程较长的特点导致公司应收账款规模居高不下，伴随近年来业务规模扩张，及部分业主未及时付款和结算，应收账款迅速增长。近三年一期公司应收账款均占总资产的52.00%以上，2015-2017年复合增长率28.19%，大于营业收入增速，2018年6月末公司应收账款账面价值26.20亿元，计提坏账准备3.26亿元，1年以上的应收账款占比为33.72%。公司应收账款规模较大，账龄较长，对资金形成较大占用，且已计提较多坏账准备，需持续关注其回收情况。前五大应收对象方面，2017年末前5名客户应收账款余额为2.42亿元，占应收账款总额的9.22%，坏账准备余额2,074.78万元，应收对象除葛洲坝集团有限公司、镇江东尼置业有限公司为国企外，其他均为民企；应收奥园集团有限公司、葛洲坝集团有限公司的部分款项账龄较长；对广州市东迅房地产发展有限公司（以下简称“东迅地产”）的应收账款余额由2016年末的2.42亿元下降为0.39亿元，主要为2014-2015年海珠半岛花园三期项目装饰施工工程款在2017年回款较多，东迅地产的回款及时性较差。

公司其他应收款主要为投标、履约及农民工保证金，存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，持续增长系新增订单规模及数量增加所致。2018年6月末公司存货账面价值为1.98亿元，其中建造合同形成的已完工未结算资产1.97亿元，占比99.51%。

表15 2017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
奥园集团有限公司	7,358.87	2.81%	4 年以内	706.96
葛洲坝集团有限公司	4,817.98	1.84%	5 年以内	701.50
江门美吉特置业有限公司	4,239.47	1.62%	2 年以内	227.81
镇江东尼置业有限公司	3,879.92	1.48%	1 年以内	194.00
广州市东迅房地产发展有限公司	3,861.06	1.47%	2 年以内	244.51
合计	24,157.30	9.22%		2,074.78

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要为固定资产和无形资产。长期股权投资是公司2017年购进的深圳市赛格物业管理有限公司25.00%股权和深圳市引爆互联网金融服务有限公司（以下简称

“引爆互联网公司”)10%股权,按权益法核算,2017年末其账面价值分别为0.40亿元和0.10亿元。2018年上半年公司0.15亿元购进深圳南亿科技股份有限公司15%股权,同时撤出对引爆互联网公司的投资,截至2018年6月末长期股权投资账面价值为0.60亿元。固定资产主要为办公楼等房屋建筑物,2017年末固定资产较上年增长,主要系当期购置广州市天河区富力盈隆广场的部分办公用房屋所致,购置资产入账价值0.47亿元。2017年末公司无形资产0.74亿元,主要是公司子公司惠州中装持有的2宗工业用地,主要用于建设部品部件工厂化生产项目及本期债券募投项目。2018年2月公司与周大生珠宝股份有限公司、深圳市科源建设集团有限公司通过联合竞买的方式摘得1宗工业用地(新型产业用地),成交总价5.60亿元,其中公司出资1.96亿元,规划用于建设公司总部经济大厦。2018年6月末公司无形资产账面价值2.70亿元,较上年末增长266.31%。

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,运营压力加大

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,结算周期进一步延长。同时部分项目业主资金紧张,普遍延迟了付款进度和结算时间,2015-2017年公司应收账款周转天数分别为182.86天、213.03天和233.26天,周转效率逐年下降。应收账款及垫款规模的增加使得公司必须保持较大规模的货币资金以满足工程项目资金需求,资金运营效率一般。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。2016-2017年应付账款增速慢于业务规模增速,应付账款周转天数小幅缩短。

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,2015-2017年分别为95.19天、126.88天和156.85天,使得流动资产周转天数和总资产周转天数均上升,运营压力加大。

表16 公司主要运营效率指标(单位:天)

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(含应收票据)	233.26	213.03	182.86
存货周转天数	13.33	11.32	10.16
应付账款周转天数(含应付票据)	89.73	97.46	97.83
净营业周期	156.85	126.88	95.19
流动资产周转天数	398.62	354.06	274.22
固定资产周转天数	16.24	17.32	19.32
总资产周转天数	425.32	378.72	301.37

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

盈利能力

近年公司业务扩张较快，营业收入持续增长，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。公司业务扩张较快，2017年实现营业收入31.72亿元，三年复合增长率为10.50%。目前公司在手订单以公共建筑装饰业务为主，规模较大，中短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。近年行业竞争激烈、成本上升压缩了公司利润，未来为保证及扩大市场份额，公司主营业务毛利率仍可能下降。2016年以来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，规模较大，也侵蚀了公司利润，未来需持续关注。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
营业收入	180,375.08	317,299.63	269,171.41	259,880.60
税金及附加	1,328.80	3,113.71	3,879.68	8,809.96
资产减值损失	4,634.65	6,265.11	6,389.14	4,932.52
营业利润	10,024.49	20,563.93	19,744.19	17,889.70
利润总额	10,019.30	20,227.88	19,677.93	19,074.70
净利润	8,047.94	16,021.79	15,571.89	15,361.66
综合毛利率	14.31%	14.65%	16.16%	17.13%
期间费用率	5.86%	5.43%	5.01%	4.96%
总资产回报率	-	6.77%	8.02%	10.18%
净资产收益率	-	8.07%	10.27%	27.97%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，资本性支出较大，公司面临一定的资金压力

2015-2017年及2018年上半年公司资金回款情况尚可，FFO亦表现为稳步增长。但公司垫资金额随着订单量持续增加，而部分业主资金偏紧收付款时间差异拉大也影响了公司资金流动性，公司经营性应收项目持续增加，各年营运资本增量需求均较大。最近三年及一期公司经营活动净现金流分别为0.23亿元、-1.12亿元、-1.78亿元和-2.17亿元，经营现金流表现较差。

2017年公司投资活动现金净流出1.16亿元，主要为新增对赛格物业及引爆互联网的0.38亿元和0.10亿元长期股权投资、购买办公用房0.47亿元。2018年1-6月公司投资活动现金流出2.14亿元，主要系通过联合竞买购入的1宗工业用地以及对南亿科技股权投资所致。未来公司主要投资支出为IPO募投项目（部品部件工厂化生产项目等4个项目）及本期债券募投项目建设，预计总投资10.67亿元，目前已投入1.52亿元，其中装配式建筑产业基地项目总投资5.71亿元，计划投入募集资金5.25亿元，其余0.46亿元通过其他筹资方式筹集，公司面临一定的资金压力。公司主要通过股权、债权等方式筹集日常运营及投资所需资金，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18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
净利润	8,047.94	16,021.79	15,571.89	15,361.66
FFO	16,675.71	28,787.72	26,651.13	24,941.27
营运资本变化	-38,401.32	-46,617.57	-37,839.08	-22,638.52
其中：存货减少（减：增加）	-7,401.18	-4,739.79	-1,122.11	-986.23
经营性应收项目的减少（减：增加）	-38,576.22	-67,080.13	-43,645.31	-26,145.42
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,576.08	25,202.35	6,928.34	4,493.13
经营活动产生的现金流量净额	-21,725.61	-17,829.86	-11,187.96	2,302.75
投资活动产生的现金流量净额	-21,434.87	-11,607.83	-664.00	-5.21
筹资活动产生的现金流量净额	33,686.20	28,254.58	85,581.39	-139.32
收现比	0.93	0.87	0.88	0.91

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务占比较高且以短期债务为主，公司面临一定的流动性压力

公司日常经营所需资金大部分需通过银行借款补足，因此负债规模较大，所有者权益对负债的保障程度一般。为满足业务规模扩大带来的工程施工资金需求，2017年以来公司新增较多短期借款，产权比率上升较多。公司流动负债占总负债的比重均在95%以上。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
负债总额	256,065.86	209,503.85	143,245.22	119,719.72
所有者权益	208,538.62	203,491.38	193,511.37	109,855.58
产权比率	122.79%	102.95%	74.02%	108.98%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

公司有息债务主要为短期借款和长期借款，截至2018年6月公司短期借款为13.40亿

元，较2015年增长185.11%，全部为保证借款。长期借款1.00亿元，主要用于竞买拟用于建设公司总部大厦的土地。2018年6月末公司有息债务14.40亿元，较2015年增长206.38%，占负债总额的56.24%，公司有息债务结构相对单一，面临一定的流动性压力。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	134,000.00	52.33%	97,000.00	46.30%	66,900.00	46.70%	47,000.00	39.26%
应付票据	6,104.70	2.38%	1,305.78	0.62%	2,268.88	1.58%	7,382.15	6.17%
应付账款	70,577.42	27.56%	73,741.63	35.20%	57,696.29	40.28%	54,844.91	45.81%
流动负债合计	245,646.39	95.93%	199,070.32	95.02%	142,781.57	99.68%	119,388.28	99.72%
长期借款	10,000.00	3.91%	10,000.00	4.77%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	10,419.47	4.07%	10,433.53	4.98%	463.65	0.32%	331.44	0.28%
负债合计	256,065.86	100.00%	209,503.85	100.00%	143,245.22	100.00%	119,719.72	100.00%
有息债务	144,000.00	56.24%	107,000.00	51.07%	66,900.00	46.70%	47,000.00	39.26%

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2017年审计报告及未经审计的2018年半年报，鹏元整理

偿债能力指标方面，受IPO发行上市影响，2016年公司资产负债率下降至42.54%，但2017年以来受银行借款增加影响，负债水平整体上升。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。在公司业绩增长带动下，2015-2017年公司EBITDA持续增加，息税前折旧摊销利润对于利息的保障程度尚可，但经营活动现金流对有息债务的保障能力较差，2016-2017年及2018年上半年持续为负。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	55.11%	50.73%	42.54%	52.15%
流动比率	1.69	1.93	2.23	1.76
速动比率	1.61	1.87	2.18	1.71
EBITDA（万元）	14,695.91	27,125.75	24,367.96	23,711.59
EBITDA 利息保障倍数	4.43	5.28	8.01	7.74
有息债务/EBITDA	-	3.94	2.75	1.98
债务总额/EBITDA	-	7.72	5.88	5.05

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2017年审计报告及未经审计的2018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，2015-2017年及2018年上半年分别实现营业收入25.99亿元、26.92亿元、31.73亿元和18.04亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为23.55亿元、23.71亿元、27.76亿元和16.84亿元。目前公司仍有较大规模的在手订单，中短期业绩有一定保障，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，2018年6月末账面价值为26.20亿元，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，项目建成后预计年营业收入59,310.00万元，投资利润率为18.20%，所得税后动态内部收益率为11.69%，所得税后投资回收期为6.91年（不含建设期）。但项目建设进度缓慢，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2018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重大未决诉讼或仲裁3笔，存在潜在债务2,726.62万元，具体为：1) 2018年6月19日，广州市从化区人民法院作出判决，要求广州淳汇酒店管理有限公司（以下简称“淳汇酒店”）向公司返还、支付所欠工程款1,414.39万元并支付相关利息；公司向淳汇酒店支付工期延误损失270.00万元。目前公司及淳汇酒店均已上诉，于2018年10月15日开庭审理。2) 广东荣和康园旅游投资管理有限公司（以下简称“荣和康园”）向深圳仲裁委员会申请仲裁，要求公司支付逾期完工损失、返还物业垃圾清运费及水电费、逾期完工违约金、律师费合计1,103.53万元。公司提交《仲裁反请求申请书》，要求荣和康园支付违约金、滞纳金、律师费共计1,561.43万元。3) 郑州工业应用技术学院诉请公司返还合同款、支付损失赔偿金、违约金共计1,353.09万元，公司反诉郑州工业应用技术学院支付工程结算尾款（不含质保金）、付款违约金共计1,641.25万元。此外，截至2018年6月30日，公司存在未结清保函金额21,728.84万元，明细如下表所示。

表22 截至2018年6月30日公司未结清保函明细（单位：万元）

保函种类	开户行	保函金额
对外承接工程缴纳备用金保函	汇丰银行	300.00

履约保函	中国工商银行	612.02
	中国建设银行	9,603.34
	浦发银行	1,525.87
履约担保书	浦发银行	237.48
	宁波银行	100.00
人工工资支付保函	中国建设银行	839.00
投标保函	中国工商银行	58.19
	中国建设银行	7,778.44
预付款保函	中国建设银行	674.51
	浦发银行	674.51
合计		21,728.84

资料来源：公司2018年半年报

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
货币资金	118,836.69	128,018.58	129,209.58	56,209.15
应收票据	2,591.80	1,272.59	800.00	177.93
应收账款	261,953.48	233,803.07	175,302.97	142,279.41
预付款项	2,400.18	1,582.01	1,240.34	1,669.01
其他应收款	9,223.39	6,859.72	4,532.82	3,844.78
存货	19,799.40	12,398.22	7,658.43	6,536.32
其他流动资产	6.60	3.56	0.20	0.20
流动资产合计	414,811.54	383,937.74	318,744.35	210,716.79
长期股权投资	5,966.89	5,037.79	0.00	0.00
固定资产	15,463.41	16,063.57	12,557.97	13,337.31
在建工程	392.99	76.12	0.00	0.00
无形资产	27,046.57	7,383.55	5,193.94	5,082.05
商誉	14.49	14.49	14.49	14.49
长期待摊费用	584.29	171.81	205.05	383.86
递延所得税资产	40.80	40.80	40.80	40.80
其他非流动资产	283.50	269.35	0.00	0.00
非流动资产合计	49,792.94	29,057.49	18,012.25	18,858.51
资产总计	464,604.48	412,995.23	336,756.59	229,575.30
短期借款	134,000.00	97,000.00	66,900.00	47,000.00
应付票据	6,104.70	1,305.78	2,268.88	7,382.15
应付账款	70,577.42	73,741.63	57,696.29	54,844.91
预收款项	8,351.01	5,468.49	2,152.13	1,465.21
应付职工薪酬	586.85	1,190.26	568.17	503.98
应交税费	21,016.06	18,612.22	12,223.10	7,947.43
应付股利	3,000.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	2,010.36	1,751.95	973.01	244.61
流动负债合计	245,646.39	199,070.32	142,781.57	119,388.28
长期借款	10,000.00	10,000.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	2.00	0.00
递延收益	419.47	433.53	461.65	331.44
非流动负债合计	10,419.47	10,433.53	463.65	331.44
负债合计	256,065.86	209,503.85	143,245.22	119,719.72
股本	60,000.00	60,000.00	30,000.00	22,500.00
资本公积	66,066.04	66,066.04	96,066.04	35,477.35

其他综合收益	-0.24	0.12	-3.47	-1.03
盈余公积	8,296.48	8,296.48	6,710.53	5,170.29
未分配利润	74,288.87	69,176.56	60,687.51	46,609.43
归属于母公司所有者权益合计	208,651.15	203,539.20	193,460.61	109,756.05
少数股东权益	-112.53	-47.81	50.76	99.53
所有者权益合计	208,538.62	203,491.38	193,511.37	109,855.58
负债和所有者权益总计	464,604.48	412,995.23	336,756.59	229,575.30

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	180,375.08	317,299.63	269,171.41	259,880.60
其中：营业收入	180,375.08	317,299.63	269,171.41	259,880.60
二、营业总成本	171,101.21	297,435.26	249,414.19	241,990.90
其中：营业成本	154,563.01	270,822.81	225,666.89	215,352.06
税金及附加	1,328.80	3,113.71	3,879.68	8,809.96
销售费用	1,694.70	3,251.08	2,629.06	2,459.08
管理费用	5,668.41	9,665.67	7,866.10	7,454.75
财务费用	3,211.65	4,316.88	2,983.33	2,982.53
资产减值损失	4,634.65	6,265.11	6,389.14	4,932.52
投资收益	682.44	398.53	0.00	0.00
资产处置收益（亏损以“-”号填列）	0.00	-1.48	-13.03	0.00
其他收益	68.17	302.51	0.00	0.00
三、营业利润	10,024.49	20,563.93	19,744.19	17,889.70
加：营业外收入	4.00	57.44	398.96	1,189.26
减：营业外支出	9.19	393.49	465.23	4.26
四、利润总额	10,019.30	20,227.88	19,677.93	19,074.70
减：所得税费用	1,971.36	4,206.09	4,106.04	3,713.04
五、净利润	8,047.94	16,021.79	15,571.89	15,361.66

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015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	168,437.92	277,635.29	237,085.02	235,512.45
收到其他与经营活动有关的现金	402.34	1,341.72	1,101.26	1,069.17
经营活动现金流入小计	168,840.26	278,977.01	238,186.28	236,581.62
购买商品、接受劳务支付的现金	171,415.03	267,845.51	225,820.27	207,393.43
支付给职工以及为职工支付的现金	4,724.87	7,245.00	6,202.13	6,359.03
支付的各项税费	10,343.61	13,056.73	11,328.80	14,484.52
支付其他与经营活动有关的现金	4,082.37	8,659.63	6,023.03	6,041.89
经营活动现金流出小计	190,565.88	296,806.86	249,374.23	234,278.87
经营活动产生的现金流量净额	-21,725.62	-17,829.86	-11,187.96	2,302.75
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	44,992.29	9,968.45	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	261.05	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	0.00	2.35	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	48,181.29	150.00	150.00
投资活动现金流入小计	45,253.35	58,149.74	152.35	150.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	21,188.21	6,368.57	816.34	155.21
投资支付的现金	45,500.00	14,789.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	48,600.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	66,688.21	69,757.57	816.34	155.21
投资活动产生的现金流量净额	-21,434.87	-11,607.83	-664.00	-5.21
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	76,725.00	0.00
取得借款收到的现金	77,000.00	169,000.00	124,400.00	58,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	12.97	0.00
筹资活动现金流入小计	77,000.00	169,000.00	201,137.97	58,000.00
偿还债务支付的现金	40,000.00	128,900.00	104,500.00	55,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,313.80	11,138.23	3,042.94	3,063.84
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	707.20	8,013.65	75.47
筹资活动现金流出小计	43,313.80	140,745.42	115,556.59	58,139.32
筹资活动产生的现金流量净额	33,686.20	28,254.58	85,581.39	-139.32
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.02	-0.00	-4.79	-2.02

五、现金及现金等价物净增加额	-9,474.27	-1,183.11	73,724.65	2,156.20
加：期初现金及现金等价物余额	125,437.11	126,620.22	52,895.57	50,739.37
六、期末现金及现金等价物余额	115,962.84	125,437.11	126,620.22	52,895.57

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 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	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
净利润	8,047.94	16,021.79	15,571.89	15,361.66
加: 资产减值准备	4,634.65	6,265.11	6,389.14	4,932.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	724.37	1,362.71	1,285.88	1,287.49
无形资产摊销	534.78	227.75	168.92	143.51
长期待摊费用摊销	103.66	169.18	192.29	142.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.05	1.48	13.03	0.00
财务费用	3,313.80	5,138.23	3,029.98	3,063.84
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-682.44	-398.53	0.00	10.20
存货的减少(增加以“-”号填列)	-7,401.18	-4,739.79	-1,122.11	-986.23
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-38,576.22	-67,080.13	-43,645.31	-26,145.42
经营性应付项目的增加	7,576.08	25,202.35	6,928.34	4,493.13
经营活动产生的现金流量净额	-21,725.61	-17,829.86	-11,187.96	2,302.75

资料来源: 公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报

附录四 主要财务指标表

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
有息债务(万元)	144,000.00	107,000.00	66,900.00	47,000.00
资产负债率	55.11%	50.73%	42.54%	52.15%
流动比率	1.69	1.93	2.23	1.76
速动比率	1.61	1.87	2.18	1.71
综合毛利率	14.31%	14.65%	16.16%	17.13%
总资产回报率	-	6.77%	8.02%	10.18%
EBITDA(万元)	14,695.91	27,125.75	24,367.96	23,711.59
EBITDA 利息保障倍数	4.43	5.28	8.01	7.74
产权比率	122.79%	102.95%	74.02%	108.98%
收现比	0.93	0.87	0.88	0.91

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

附录五 截至 2018 年 9 月 30 日纳入公司合并范围的子公司明细

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
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	设立
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 万元澳币	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：公司 2018 年 8 月 23 日公告称，为优化资源配置，降低经营管理成本，提高管理效率和管控能力，公司决定解散并注销吉林省中装装饰工程有限公司和中装利丰建筑工程有限公司，截至本报告出具日，上述 2 家公司未完成工商变更手续。

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 近年公司所获主要奖项明细

获奖年份	项目名称	奖项	颁奖单位
2017	太平金融大厦	鲁班奖	中国建筑业协会
2017	和平里花园Ⅱ期1栋、2A栋、2B栋2C栋及地下室	鲁班奖	中国建筑业协会
2017	帝璟东方31-32栋商住楼幕墙	2017年全国建筑装饰行业科技示范工程奖	中国建筑装饰协会
2017	一种轻质建筑装饰板	2017年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	中国建筑装饰协会
2017	中山市龙山华府商业一“商业楼”幕墙工程	2016年全国建筑装饰行业科技示范工程奖	中国建筑装饰协会
2017	佛山市西樵梦工场国艺酒店装饰工程	2016年全国建筑装饰行业科技示范工程奖	中国建筑装饰协会
2017	智能建筑电缆井电气火灾监控系统	2016年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	中国建筑装饰协会
2017	一种陶瓷建筑装饰板地面安装施工技术	2016年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	中国建筑装饰协会
2017	一种玻璃幕墙自动卡接机构施工技术	2016年全国建筑装饰行业科技创新成果奖	中国建筑装饰协会
2015	深圳南山文体中心工程	鲁班奖	中国建筑业协会
2015	深圳证券交易所营运中心工程	鲁班奖	中国建筑业协会
2015	中洲华府工程	鲁班奖	中国建筑业协会
2015	深圳市恒和大楼幕墙	全国建筑装饰行业科技示范工程奖	中国建筑业协会
2015	深圳丽雅查尔顿酒店装修	全国建筑装饰行业科技示范工程奖	中国建筑业协会
2014	劲嘉科技大厦装饰（一期）	全国建筑工程装饰奖	中国建筑业协会
2014	深圳综合热工水力与安全实验室项目幕墙	全国建筑工程装饰奖	中国建筑业协会
2014	维雅德酒店幕墙工程	全国建筑工程装饰奖	中国建筑业协会
2013	卓越皇岗世纪中心项目2号楼及裙楼配套	鲁班奖	中国建筑业协会
2017	深圳市帝璟东方31-32栋商住楼幕墙工程	2017年广东省优秀建筑装饰工程奖证书	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2017	深圳市新沙天虹购物中心装饰工程	2017年广东省优秀建筑装饰工程奖证书	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2017	深圳市环球都会广场项目室内装修工程	2017年广东省优秀建筑装饰工程奖证书	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	中山市龙山华府商业一“商业楼”幕墙工程	2016年广东省建筑装饰行业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	佛山市西樵梦工场国艺酒店装饰工程	2016年广东省建筑装饰行业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	深圳市新世界倚山花园三期外墙石材安装工程	2016年广东省建筑装饰行业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	投行大厦“第一创业大厦”项目精装修工程	2016年广东省建筑装饰行业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会

2016	一种玻璃幕墙自动卡接机构施工技术	2016年广东省建筑装饰行业科技创新成果奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	智能建筑电缆井电气火灾监控系统	2016年广东省建筑装饰行业科技创新成果奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2016	一种陶瓷建筑装饰板地面安装施工	2016年广东省建筑装饰行业科技创新成果奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳市形色城负二至六层内装饰及安装工程	2015年度广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳丽雅查尔顿酒店室内精装修工程	2015年度广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	中山市东凤镇文体艺术中心外墙装饰工程	2015年度广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳市鸿隆世纪大厦 4F-5F 装饰工程	2015年度广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳南山文体中心工程	广东省建设工程优质奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳南山文体中心工程	广东省建设工程金匠奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	中洲华府工程	广东省建设工程优质奖	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	赤山集团办公大楼	2014年度山东省建筑工程质量泰山杯	山东省住房和城乡建设厅
2015	深圳市恒和大厦幕墙工程	2015年广东省建筑装饰业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2015	深圳市丽雅查尔顿酒店装修工程	2015年广东省建筑装饰业科技示范工程	广东省建筑业协会建筑装饰分会
2014	维雅德酒店幕墙工程	广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会
2014	劲嘉科技大厦装修工程（二期）	广东省优秀建筑装饰工程奖	广东省建筑业协会

资料来源：公司提供，鹏元整理

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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 + 长期借款
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。