

深圳市亚泰国际建设股份有限公司

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：

 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【2018】第 Z
【1509】号 01

分析师

姓名：
王强、赵云飞
电话：
0755-82872611

邮箱：
wangq@pyrating.cn

评级日期：
2018年8月31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

深圳市亚泰国际建设股份有限公司 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-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过4.8亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市亚泰一兆投资有限公司

债券偿还方式：对未转股债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市亚泰国际建设股份有限公司（以下简称“亚泰国际”或“公司”，股票代码：002811.SZ）本次拟公开发行总额不超过4.8亿元（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债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司建筑装饰资质较齐全，旗下设计品牌在高端公共建筑装饰行业内具有较高知名度，在手合同金额较大，短中期收入有一定保障，IPO增强了公司资本和经营实力；同时鹏元也关注到，公司整体资产及收入规模相对较小，收入面临一定的波动风险、毛利率持续下滑，近年应收账款规模持续增长，经营活动现金流整体表现不佳，存在一定的集中偿付压力等风险因素。

正面：

- 公司建筑装饰资质较齐全，施工管理团队经验丰富，旗下设计品牌在高端公共建筑装饰行业内具有较高知名度。截至2018年6月末，公司拥有工程专业承包壹级、工程设计专项甲级等多项资质；近年公司承建项目涵盖高端星级酒店、住宅、写字楼等多个领域、多个大型品牌商，施工管理团队经验丰富，旗下 Cheng Chung Design (CCD) 设计品牌在高端公共建筑装饰行业内具有较高知名度。
- 近年以设计带动的 EPC 项目收入占工程施工收入的比重较高，设计和装饰工程业务新签约规模不断增长，在手合同金额较大，短中期收入有一定保障。2015-2017年及2018年1-6月，公司EPC项目收入占公司工程施工收入的比重分别为59.80%、70.88%、57.82%和51.76%；以设计带动的EPC项目收入占比维持在较高水平。

2015-2017年及2018年1-6月，公司设计业务新增签约规模分别为3.35亿元、4.01亿元、4.14亿元、4.93亿元；装饰工程业务新增签约订单规模分别为15.03亿元、15.83亿元、25.78亿元、11.60亿元。截至2018年6月末，公司设计和装饰工程业务累计已中标未签订单金额分别为1.58亿元、3.59亿元，累计已签约未完工订单金额分别为14.57亿元、25.65亿元，在手合同金额较大，短中期收入有一定保障。

- **IPO 增强了公司资本和经营实力。**2016年8月公司首次公开发行普通股4,500万股，扣除发行费用后募集资金5.62亿元，截至2018年6月末公司归属于母公司的所有者权益为13.24亿元，较2015年末大幅增长124.82%，资本和经营实力均有所增强。

关注：

- **公司整体资产及收入规模相对较小、业务较为单一，核心竞争力仍有待提升。**目前公司整体资产及业务规模相对较小，较行业内主要上市公司仍有差距；设计及施工业务主要集中在高端公共建筑装饰领域，较为单一。
- **公司收入面临一定的波动风险，装饰施工业务毛利率持续下滑。**2015-2017年，公司营业收入分别为18.06亿元、16.64亿元、18.25亿元，公司设计及装饰工程业务受宏观经济及下游房地产市场影响较大，未来收入仍面临一定的波动风险。2015-2017年及2018年1-6月，公司装饰施工业务毛利率分别为15.58%、14.97%、12.31%、12.04%，呈持续下滑态势。
- **近年公司应收账款规模持续增长，对营运资金占用较为明显，经营活动现金流整体表现不佳，近年计提坏账损失较多，对利润侵蚀较大。**近年公司应收账款规模持续增长，2018年6月末应收账款账面价值增至162,864.65万元，占总资产的比重达到61.57%，其中账龄在1年以上的款项占比约42.86%，对公司营运资金形成较大占用。2015-2017年及2018年1-6月经营活动现金净流出规模合计3.31亿元，整体表现不佳；2015-2017年及2018年1-6月，因计提坏账导致的资产减值损失分别为0.56亿元、0.88亿元、0.44亿元、0.55亿元，对公司利润形成了较大侵蚀；未来需持续关注应收账款回收情况。
- **公司有息债务主要为短期借款，存在一定的集中偿付压力。**2018年6月末，公司有息债务5.76亿元，占总负债的43.55%，主要为短期银行借款，公司存在一定的集中偿付压力。

公司主要财务指标:

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	264,511.44	259,374.88	225,296.31	163,662.14
归属于母公司所有者权益(万元)	132,355.78	130,824.38	123,166.78	58,873.07
有息债务(万元)	57,552.06	47,123.31	31,618.31	38,159.90
资产负债率	49.96%	49.56%	45.33%	64.03%
流动比率	1.66	1.88	1.99	1.38
速动比率	1.61	1.85	1.96	1.34
营业收入(万元)	105,518.03	182,503.12	166,385.02	180,566.70
营业利润(万元)	5,284.25	16,254.43	10,456.97	14,666.31
净利润(万元)	4,518.74	10,774.06	8,092.62	10,957.65
综合毛利率	17.00%	17.21%	18.44%	18.42%
总资产回报率	-	7.45%	6.43%	10.79%
EBITDA(万元)	7,094.83	18,980.76	13,231.51	16,736.62
EBITDA 利息保障倍数	7.29	10.75	7.98	11.20
经营活动现金流净额(万元)	-12,820.48	2,634.18	-18,614.60	-4,316.98

注: 2016年数据来自2017年年初数及上年数。

资料来源: 公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2018年6月	2017年	2016年
总资产(万元)	287,819.99	267,936.76	231,061.60
归属于母公司所有者权益(万元)	78,474.95	76,567.45	70,702.11
资产负债率	51.14%	48.43%	44.21%
营业收入(万元)	105,518.03	182,503.12	166,385.02
净利润(万元)	3,550.17	10,772.86	7,694.66
经营活动现金流净额(万元)	-27,610.88	2,505.24	-18,698.92

注: 2016年数据来自2017年年初数及上年数。

资料来源: 亚泰一兆2017年审计报告及2018年半年度财务报告, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司系以深圳市亚泰装饰设计工程有限公司（以下简称“亚泰装饰”）整体变更的方式，由亚泰装饰的原股东深圳市亚泰一兆投资有限公司（以下简称“亚泰一兆”），深圳市亚泰中兆投资管理有限公司（以下简称“亚泰中兆”）和郑忠、邱艾、郑虹、邱卉、林霖等5位自然人作为发起人发起设立，于2012年9月13日在深圳市市场监督管理局完成工商登记，初始注册资本13,500万元。2016年10月28日，公司变更注册资本为18,000万元。2016年7月27日，根据中国证券监督管理委员会证监许可[2016]1711号文《关于核准深圳市亚泰国际建设股份有限公司首次公开发行股票的批复》，同意核准公司公开发行不超过4,500万股新股。公司于2016年8月30日通过深圳证券交易所，采用网下向投资者询价配售和网上按市值申购向投资者定价发行相结合的方式，公开发行4,500万股，共募集资金人民币56,200.60万元（已扣除发行费用），其中新增注册资本人民币4,500.00万元，余额计人民币51,700.60万元转入资本公积。首次公开发行后公司注册资本变更为18,000万元。公司股票代码为002811.SZ，于2016年9月8日在深交所正式挂牌交易。

截至2018年6月30日，公司注册资本为18,000万元，股本为18,000万元，公司股份总数为18,000万股，亚泰一兆直接持有8,503.65万股，占公司股份总数的47.24%，为公司控股股东。亚泰一兆成立于1997年2月26日，注册资本为2,000万元，股东分别为郑忠¹（持股60%）、邱艾（持股40%），郑忠与邱艾为夫妻关系。截至2018年6月30日，郑忠和邱艾夫妇直接持有公司12.13%的股份，并通过亚泰一兆、亚泰中兆间接持有公司53.09%的股份，为公司实际控制人，公司前十大股东明细如表1所示，公司产权及控制关系如图1所示。

表1 截至2018年6月30日公司前十大股东明细

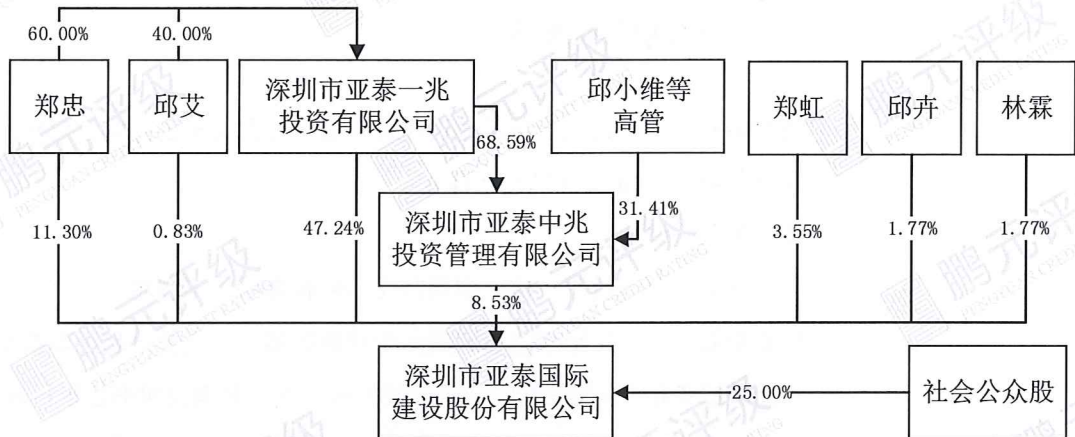
股东名称	股东性质	持股比例
深圳市亚泰一兆投资有限公司	境内非国有法人	47.24%
郑忠	境外自然人	11.30%
深圳市亚泰中兆投资管理有限公司	境内非国有法人	8.53%
郑虹	境内自然人	3.55%
林霖	境内自然人	1.77%
邱卉	境内自然人	1.77%
邱艾	境外自然人	0.83%

¹ 郑忠先生，1967年出生，持香港永久性居民身份证，本科学历，亚洲著名室内设计师；1991年毕业于广州美术学院环境艺术设计专业，并留校任教；2001年至今担任香港郑中设计所董事；2004年至今担任亚泰国际董事长。

周奇平	境内自然人	0.55%
石飞宇	境内自然人	0.17%
贺桂生	境内自然人	0.16%

资料来源：公司2018年半年度报告

图1 截至2018年6月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司业务主要涉及建筑装饰设计、装饰工程施工与配套装饰服务，主要承接高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等高端公共建筑装饰工程的设计与施工。截至2017年末，纳入公司合并报表范围的子公司共有10家，具体明细见表2。

表2 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
惠州市亚泰高科设计产业有限公司	人民币20,000,000	100%	-	设计、木制品销售
港新国际设计顾问（香港）有限公司	港币10,000	100%	-	设计
香港郑中设计事务所有限公司	港币10,000	100%	-	室内设计
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	人民币5,000,000	100%	-	设计
郑中室内设计（深圳）有限公司	港币10,000,000	-	100%	室内设计
港新国际设计顾问（深圳）有限公司	港币8,000,000	-	100%	室内设计
ATG（澳门）工程建设股份有限公司	澳门元30,000	-	95%	工程施工
CCD 郑中（澳门）设计一人有限公司	澳门元25,000	-	100%	室内设计
郑中室内设计（美国）有限公司	10,000股股份	-	100%	室内设计
香港亚泰国际建设有限公司	港币10,000	100%	-	工程施工

资料来源：公司2017年审计报告及年度报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为25.94亿元，归属于母公司的所有者权益为13.08亿元，资产负债率为49.56%；2017年度，公司实现营业收入18.25亿元，净利润为1.08亿元，

经营活动现金净流入0.26亿元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为26.45亿元，归属于母公司的所有者权益为13.24亿元，资产负债率为49.96%；2018年1-6月，公司实现营业收入10.55亿元，净利润为0.45亿元，经营活动现金净流出1.28亿元。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市亚泰国际建设股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过4.8亿元（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20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20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交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1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三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。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；若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

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A股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；

若公司本次发行的可转换公司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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。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，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

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；

增信方式：亚泰一兆为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额（含发行费用）不超过4.8亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于如下酒店装修项目，明细如表3所示。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	拟使用募集资金占项目总投资比例
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程	11,851.41	9,679.46	81.67%
西安洲际酒店项目精装修工程	21,343.51	21,295.30	99.77%
遵义喜来登酒店装饰工程项目	17,064.28	17,025.24	99.77%
合计	50,259.19	48,000.00	95.50%

注：合计数据尾数因四舍五入原因，与相关单项数据计算得出的结果略有不同。

资料来源：《深圳市亚泰国际建设股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性研究报告》（修订稿），鹏元整理

1、募投项目建设内容及投资规模

佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程由公司作为总承包方负责项目的设计和施工，该项目施工中拟应用模块化加工拼装的异型造型吊顶施工技术，解决了制作传统木工板制作异形造型基层引发的易开裂、变形等质量通病，同时提高了材料的回收利用率，减少现场施工垃圾，部分材料做到了“零损耗”。项目预计成本总额11,851.41万元，由设计费274.31万元、人工费3,719.98万元、材料费7,304.52万元、项目管理费342.60万元、业务

费45.00万元、其他直接费用165.00万元构成。项目预计成本构成明细如下表所示。

表4 佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程预计成本构成明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	设计费	274.31	
2	人工费	3,719.98	
3	材料费	7,304.52	
4	项目管理费	342.60	9,679.46
5	业务费	45.00	
6	其他直接费用	165.00	
合计		11,851.41	9,679.46

注：上述项目投资金额系根据《佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程施工合同》及设计合同的约定以及实际项目需求进行测算；工程建设价格参照相关供应商报价信息或市场价格估算。测算同时综合考虑项目的建设规模、建设方案及实施进度等基础上估算项目总投资。

资料来源：《深圳市亚泰国际建设股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性研究报告》（修订稿），鹏元整理

西安洲际酒店项目精装修工程位于西安经济开发区的赛高广场，与周围的购物中心、甲级写字楼和高级住宅形成高端城市综合体。西安洲际酒店室内装饰项目是亚泰国际设计、施工的EPC项目。项目预计成本总额21,124.07万元，由设计费219.44万元、人工费4,383.32万元、材料费15,866.75万元、项目管理费577.00万元、业务费42.00万元、其他直接费用255.00万元构成，项目预计成本构成明细如下表所示。

表5 西安洲际酒店项目精装修工程预计成本构成明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	设计费	219.44	
2	人工费	4,383.32	
3	材料费	15,866.75	
4	项目管理费	577.00	21,295.30
5	业务费	42.00	
6	其他直接费用	255.00	
合计		21,124.07	21,295.30

注：上述项目投资金额系根据《西安洲际酒店项目精装修建设工程施工合同》和《西安经开洲际酒店室内装饰设计顾问合同》的约定以及实际项目需求进行测算；工程建设价格参照相关供应商报价信息或市场价格估算。测算同时综合考虑项目的建设规模、建设方案及实施进度等基础上估算项目总投资。

资料来源：《深圳市亚泰国际建设股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性研究报告》（修订稿），鹏元整理

遵义喜来登酒店装饰工程项目由公司作为总承包单位负责设计和施工，公司在该项目的施工中将施工能源消耗量进行科学设计和规划，以提高施工能源的利用效率。在装饰

装修材料的选择上，优先选择隔热性好、保温性强、有害物质含量低的绿色环保材料。使用施工机械设备时，制定严格的施工机械设备使用和管理制度，以便于保证机械设备随时都处于高性能、低功耗的状态。该项目的设计和施工规划能够满足节能减排的需求，实现环保、节能的绿色施工目标。项目预计成本总额17,064.28万元，由设计费274.31万元、人工费4,851.31万元、材料费11,623.65万元、项目管理费233.00万元、业务费30.00万元、其他直接费用52.00万元构成。项目预计成本构成明细如下表所示。

表 6 遵义喜来登酒店装饰工程项目成本构成明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	设计费	274.31	
2	人工费	4,851.31	
3	材料费	11,623.65	
4	项目管理费	233.00	17,025.24
5	业务费	30.00	
6	其他直接费用	52.00	
合计		17,064.28	17,025.24

注：上述项目投资金额系根据《遵义喜来登酒店建设合作框架合同》的约定以及实际项目需求进行测算；工程建设价格参照相关供应商报价信息或市场价格估算。测算同时综合考虑项目的建设规模、建设方案及实施进度等基础上估算项目总投资。

资料来源：《深圳市亚泰国际建设股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性研究报告》（修订稿），鹏元整理

2、募投项目资金使用进度及工程进度安排

在本期债券募集资金到位之前，公司将根据项目实际情况以自筹资金先行投入本项目建设。募集资金到位后，公司首先将按照相关法规规定的程序置换前期投入的项目投资，剩余募集资金将在施工期间按照业主方与公司的协商约定以及建设实际情况的需要进行支出。根据本次募投项目相关合同约定，工程施工均预计于2019年度完成。截至2018年8月28日，本期债券募投项目投资情况如下表所示。

表 7 截至 2018 年 8 月 28 日本期债券募投项目投资情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	累计已投资	拟使用募集资金
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程	11,851.41	1,620.82	9,679.46
西安洲际酒店项目精装修工程	21,343.51	212.30	21,295.30
遵义喜来登酒店装饰工程项目	17,064.28	1,864.66	17,025.24
合计	50,259.19	3,697.78	48,000.00

资料来源：公司提供

3、募投项目的经营模式及盈利模式

本期债券募投项目均采用装饰设计、装饰工程建设和装饰配套一体化模式，在该模式下，公司通过优质高效的工程建设和完善的装饰配套服务将设计和创意构筑成完整的装饰作品交付客户，形成装饰服务的差异化。此外，该模式还有利于在项目工期内高效推进施工。最后，该模式决定了公司是项目的第一责任人，直接对结果负责。相对于非一体化模式，该模式可以有效地降低业主对不同施工方的管理成本。

在上述项目中，公司主要凭借成熟、高效的业务体系，突出的项目经验和设计、施工能力，在保质保量完成工程项目的基础上，通过收取工程款赚取与工程投入成本的差价实现盈利。

4、募投项目经济效益

本期债券募投项目均通过收取工程款赚取与工程投入成本的差价实现盈利，各募投项目合同总价及毛利等情况如下表所示。

表 8 本期债券募投项目总收入、总成本及毛利情况（单位：万元）

项目名称	设计及装修工程总收入	设计及装修工程总成本	毛利	毛利率
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程	14,450.00	11,851.41	2,598.60	17.98%
西安洲际酒店项目精装修工程	25,360.00	21,343.51	4,016.49	15.84%
遵义喜来登酒店装饰工程项目	20,000.00	17,064.28	2,935.73	14.68%
合计	59,810.00	50,259.19	9,550.81	15.97%

注：合计数据尾数因四舍五入原因，与相关单项数据计算得出的结果略有不同；此处不考虑税费影响。
资料来源：《深圳市亚泰国际建设股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性研究报告》（修订稿）

经测算，在不考虑税费影响的情况下，本期债券募投项目预计可实现收入合计59,810.00万元，能够覆盖本期债券本息。其中，募投项目完成后可产生毛利9,550.81万元，毛利率15.97%。

需要关注的是，募投项目施工进度及成本控制受多重因素影响，各项目能否于2019年度完工、预计收益能否达到预期存在一定的不确定性。

四、运营环境

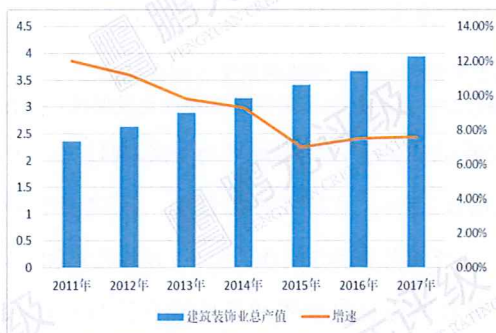
受宏观经济影响，建筑装饰行业增速放缓，公装市场正由粗放型增长向可持续发展模式转变

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²，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。

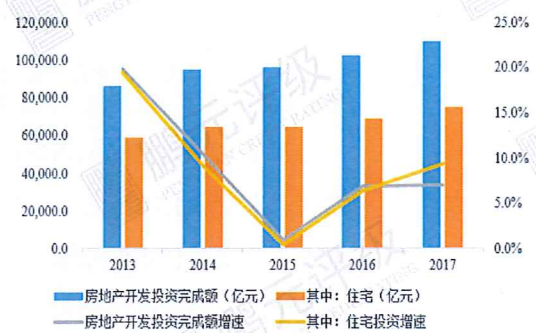
建筑装饰行业与建筑业、房地产业关联度较高。过去几年，伴随经济增长、固定资产投资规模扩大、城镇化进程加快，我国房地产业、建筑业不断发展，建筑装饰行业持续增长，2017年，我国建筑装饰业总产值达到3.94万亿元，2012-2017年年均复合增速约8.99%。2012年来，建筑装饰行业增速受宏观经济影响逐年放缓，2016年起增速开始回升，主要系经济侧结构性改革、三四线房地产市场交易活跃，二手房带来的改造性装修装饰工程量增长影响。房地产方面，2015年我国房地产投资增速大幅下滑至1.0%，而2016年以来房地产销售回暖，房地产库存下降，推动2016年和2017年全国房地产开发投资分别完成102,580.61亿元和109,798.53亿元，同比分别增长6.9%和7.0%，增速较2015年显著提高。

图2 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3 2013-2017年中国房地产开发投资情况



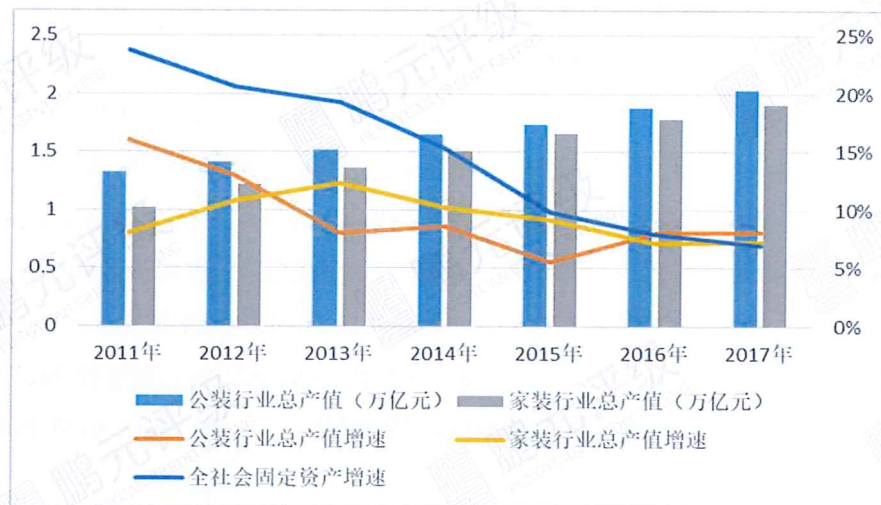
资料来源：Wind，鹏元整理

从细分行业来看，我国固定资产投资增速由2011年的23.8%持续降至2017年的7.0%，受经济结构转型、固定资产投资增速放缓等因素叠加影响，2011-2017年我国公装行业增速由16%下降至8.1%。2017年，我国公装行业总产值为2.03万亿元，公装工程总量中，建筑幕墙全年完成工程总产值为3,600亿元，同比增幅约2.8%；改造性装修装饰工程总产值9,500亿元，同比增长11.76%；境外工程产值950亿元，同比增长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、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。2015年，中国公共建筑装

² 中国建筑装饰协会将幕墙行业纳入公装行业进行统计。

饰的市场规模占中国整个建筑装饰市场逾59.6%，包括办公楼、酒店建筑、政府大楼及交通建筑在内的非住宅建筑的装饰。自2010年起，中国公共建筑装饰的市场规模按复合年增长率14.2%增长，由于政府加大交通（地铁、高速铁路等）的投入、创办新学校、兴建医疗建筑（如医院）以及持续发展商业房地产行业，估计将于2019年达42,069亿元。

图4 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年度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年住宅装修装饰工程总产值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、改造性住宅装修装饰工程总产值分别为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，降低成本。

2016年3月以来，建筑五金及幕墙材料价格相对稳定，铝材价格指数波动幅度在10%以内，而玻璃价格呈大幅上扬趋势。

图5 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，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，较2016年同期增长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。

表9 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%

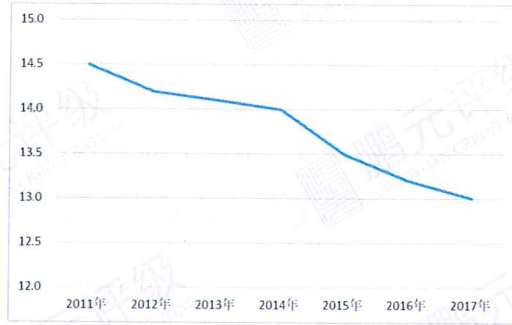
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

同时鹏元关注到，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，压缩了行业盈利空间。

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。行业内企业由2011年的14.5万家下降至2017年的13万家，近年建筑企业数量有所减少但仍保持较大存量。2016年具备相关资质企业9.10万家，占比为68.9%。同时，建筑装饰行业企业年平均产值逐年提升，2016年企业平均年产值已达到2,826万元。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。

图6 建筑装饰行业企业数量（单位：万家）



资料来源：中国建筑装饰协会，鹏元整理

图7 建筑装饰企业平均年产值（单位：万元）



资料来源：奥维云网，鹏元整理

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，近年龙头企业的上市形成规模优势，将会进一步导致小企业逐渐退出。未来建筑装饰行业市场逐渐以大型企业为主导，主要市场份额由龙头企业占有，市场集中度将逐步增加。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、江河集团、广田股份、亚厦股份和洪涛股份等。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，江河集团主要承接高档写字楼、酒店、会所、住宅等的建筑幕墙及室内装潢工程服务，广田股份在家装领域实力最强，亚厦股份在大型公共建筑装修、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，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。从样本企业财务数据来看，国内以公装为主要业态上市公司中金螳螂、江河集团、亚厦股份资产规模及营业收入经营实力较强。亚泰国际负债水平较低、毛利率居于中等偏上，但在资产及营业收入规模方面与上述代表性企业差距较大。

表 10 建筑装饰行业部分主要上市公司 2017 年财务数据（单位：万元）

股票代码	证券简称	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	16.47%	2,818,436.96	58.31%
601886.SH	江河集团	1,525,719.06	14.90%	2,410,591.85	68.38%
002482.SZ	广田集团	1,248,034.08	11.17%	1,586,437.49	56.64%
002375.SZ	亚厦股份	903,713.47	13.03%	1,993,587.08	60.94%
002047.SZ	宝鹰股份	714,432.26	15.20%	837,704.66	54.09%
603030.SH	全筑股份	461,365.64	13.27%	530,737.54	67.84%
002325.SZ	洪涛股份	331,489.62	22.51%	1,118,953.50	66.25%
002781.SZ	奇信股份	388,913.61	13.61%	434,094.81	57.97%

002620.SZ	瑞和股份	299,717.79	12.66%	415,716.72	44.32%
002811.SZ	亚泰国际	182,503.12	17.21%	259,374.88	49.56%

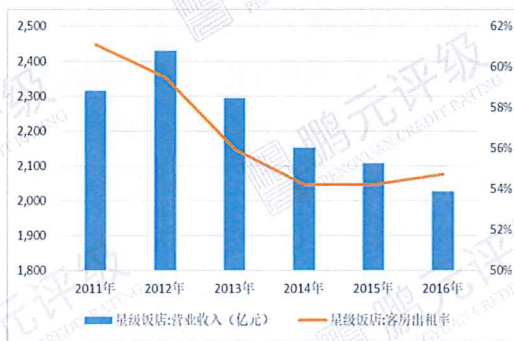
资料来源：Wind，鹏元整理

随着居民收入增长、消费升级、旅游业发展、地方政府政策支持力度加大，2017年酒店行业有所回暖，高端星级酒店装修市场整体较为稳定

公司定位于高端公共建筑装饰市场，以高端星级酒店为核心细分市场并逐步拓展、延伸至高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等其他细分市场。其中，高端星级酒店与居民收入水平、消费理念、旅游业发展、政策支持等因素存在较大关联。

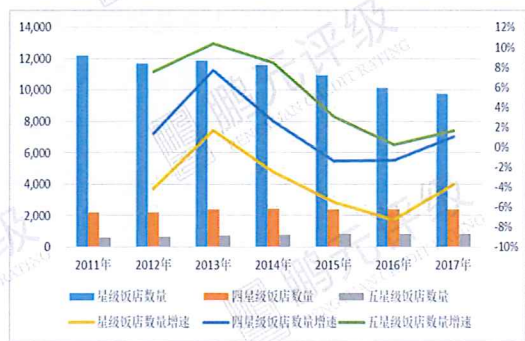
经过十几年的迅猛发展后，近年星级酒店发展呈现颓势，营业收入和酒店数量持续下滑。根据国家旅游局数据显示，国内星级酒店营业收入由2012年的2,430.22亿元下滑至2016年的2,027.26亿元，降幅为12.42%；根据国家统计局数据显示，国内星级酒店数量由2011年的12,220家减少至2017年的9,775家，降幅达20.01%。部分原因在于，自中央“八项规定”和“六项禁令”出台以来，三公消费抑制明显，部分高端酒店为灵活经营、迎合大众消费，出现了降级甚至放弃星级现象；其次，近年星级酒店的审查标准和评判越发标准化和严格化，且民宿等类型酒店不断兴起，经营成本上升和市场竞争加剧导致部分星级酒店选择转型或面临淘汰。虽然近年星级酒店数量加速减少、五星级酒店增速下滑，但五星级酒店增长趋势维持不变，且2017年酒店行业整体有所回暖，星级酒店客房出租率回升、数量降幅下降、四星及五星级酒店数量增速提高。

图8 近年星级酒店营业收入及客房出租率



资料来源：Wind、国家旅游局，鹏元整理

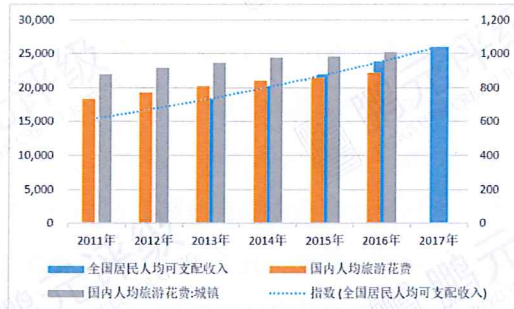
图9 近年星级酒店数量（单位：家）



资料来源：Wind、国家统计局；鹏元整理

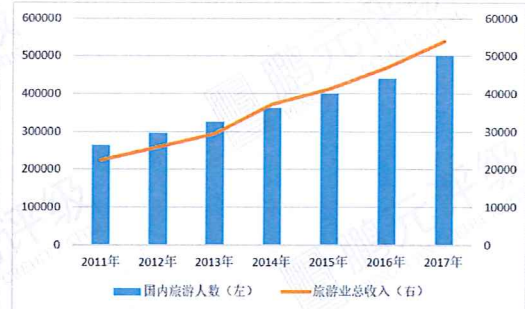
2013-2017年，我国居民人均可支配收入平均增速为7.42%，2017年四季度累计值达到25,973.80元，得益于可支配收入的增长及消费升级，国内旅游人数、人均旅游花费逐年增长。2017年，国内人均每次旅游花费数额达到914元，国内旅游人数于2017年突破50亿人次，人均花费及旅游人数的持续性增长，带动旅游业收入由2011年的2.25万亿元增长至2017年的5.40万亿元，年均复合增长率达到15.71%。

图10 全国居民人均可支配收入及旅游花费情况表（单位：元）



资料来源：Wind，鹏元整理

图11 近年国内旅游人数和旅游收入情况表（单位：万人次、亿元）



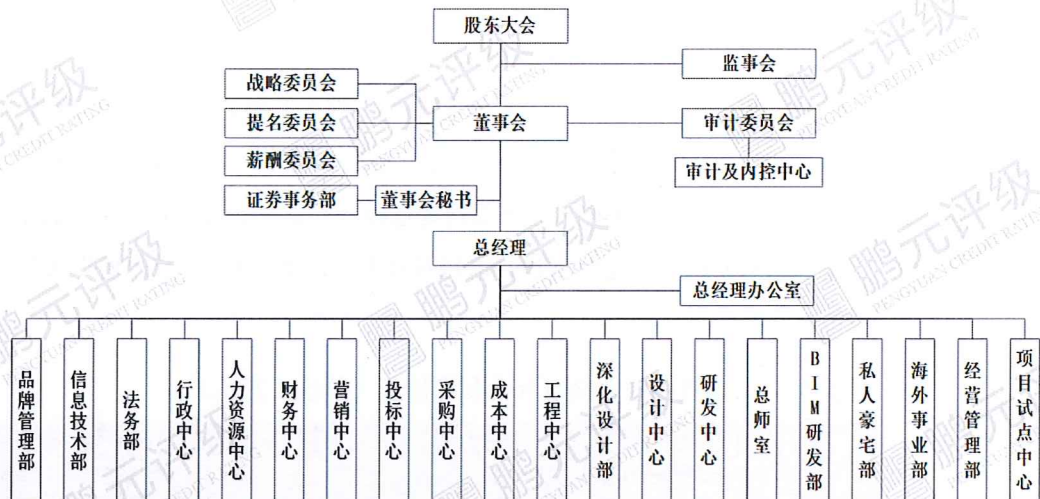
资料来源：Wind，鹏元整理

根据酒店招标网数据显示，2016年末在建星级酒店仍呈大幅下降，2017年新建酒店数量显著反弹，截至2017年末在建星级酒店546家，同比增长38.93%。目前高端星级酒店集中在经济较为发达的沿海、东部地区，随着居民收入增长、消费升级、旅游业发展、地方政府政策支持力度加大，中西部二三线城市、旅游风景名胜区的高端星级酒店数量有望增长，高端星级酒店装修市场整体较为稳定。

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健全的法人治理结构。公司设立了股东大会、董事会、监事会和经理层。股东大会是公司的最高权力机构，依法行使公司经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项的决议权；董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权；监事会是公司的内部监督机构；经理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业的生产经营管理工作。公司董事会由7名董事组成，设董事长1人、董事2人、独立董事4人，监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，监事2人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬委员会、审计委员会。为进一步强化和规范公司管理，提高公司运营效率，公司于2018年4月对公司组织架构进行调整，调整后公司设立行政中心、人力资源中心、财务中心、营销中心、采购中心、成本中心、工程中心、深化设计部等部门，各职能部门均对总经理负责。截至2018年6月30日，公司组织结构情况如下图所示。

图12 截至2018年6月30日公司组织结构图



资料来源：公司提供

公司严格按照《公司法》、《证券法》等法律、法规的要求，与控股股东在业务、人员、资产、机构、财务等方面相互独立。公司上市以来，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。

截至2018年6月末，公司及下属子公司在册职工总数为1,531人，从专业构成看，公司员工主要为设计师，占员工总数的43.89%；从教育程度看，大专、本科、研究生及以上学历员工合计占比80.34%，员工构成符合公司经营特征。

表11 截至2018年6月末公司员工构成情况（单位：人）

专业构成	人数	占员工总数的比例
设计师	673	43.89%
工程人员	375	24.49%
财务	44	2.87%
营销发展	74	4.83%
行政	84	5.49%
其他	281	18.48%
合计	1,531	100.00%
教育程度	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	48	3.14%
本科	514	33.57%
大专	668	43.63%
中专、高中及以下	301	19.66%
合计	1,531	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司目前主要从事高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等高端公共建筑装饰工程的设计与施工。装饰工程业务是公司主要收入来源，2015-2017年及2018年1-6月未抵销前收入占比分别为85.40%、84.14%、82.23%、80.80%。受装饰工程业务承接量变动影响，近年公司营业收入呈现一定波动；公司综合毛利率整体下滑，主要系建筑装饰行业竞争激烈、原材料及人工成本上涨、“营改增”政策实施等因素影响所致。

表 12 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
装饰工程业务	86,244.91	12.04%	151,525.61	12.31%	141,410.52	14.97%	157,574.25	15.58%
设计业务	20,499.05	36.85%	32,735.17	38.96%	26,646.39	35.68%	26,943.26	32.33%
小计	106,743.96	16.80%	184,260.78	17.04%	168,056.91	18.25%	184,517.51	18.03%
减：内部抵销	1,225.93	0.00%	1,757.66	0.00%	1,671.89	0.00%	3,950.81	0.00%
合计	105,518.03	17.00%	182,503.12	17.21%	166,385.02	18.44%	180,566.70	18.42%

注：2016年数据来自2017年上半年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及公司提供，鹏元整理

公司建筑装饰资质较齐全，旗下设计品牌在高端公共建筑装饰行业内具有较高知名度，同时CCD和ATG³施工双品牌融合构成的EPC⁴项目团队在高端公共建筑装饰领域具有较强的业务承揽能力，但整体资产及收入规模较小、业务较为单一，核心竞争力仍有待提升

亚泰国际在国内高端星级酒店特别是国际品牌酒店装饰领域竞争力较强。截至2018年6月末，公司已获得包括《建筑装修装饰工程专业承包壹级》和《建筑装饰工程设计专项甲级》在内的各项资质，已通过GB/T19001-2008 / ISO9001:2008质量管理体系认证、GB/T24001-2004 / ISO14001:2004环境管理体系认证和GB/T28001-2011职业健康安全管理体系认证，制定了相应的质量控制标准、措施和质量纠纷解决预案。

3 ASIAN TIME GROUP（亚泰国际）简称。

4 Engineering-Procurement-Construction，中文通常称为“设计采购和施工”模式，又称“交钥匙工程”模式。业主与工程总承包商签定工程总承包合同，把建设项目的设计、采购、施工和调试服务工作全部委托给工程总承包商负责组织实施，业主只负责整体的、原则的、目标的管理和控制。EPC模式起源于20世纪60年代的美国，随后这种模式逐渐发展为国际工程总承包的主流。

表 13 截至 2018 年 6 月末公司拥有的主要资质

证书编号	资质名称	资质类别	发证机关	有效期至
D244043182	建筑装修装饰工程专业承包壹级	工程承包	广东省住房和城乡建设厅	2021 年 2 月 12 日
D344169286	建筑工程施工总承包叁级	工程承包	深圳市福田区住房和建设局	2022 年 8 月 31 日
	钢结构工程专业承包叁级			
	环保工程专业承包叁级			
	建筑幕墙工程专业承包贰级			
	消防设施工程专业承包贰级			
A144002645	建筑装饰工程设计专项甲级	工程设计	中华人民共和国住房和城乡建设部	2018 年 10 月 18 日 ⁵

资料来源：公司提供

目前公司业务涉及领域主要为高端星级酒店等高端公共建筑装饰，设计及装饰施工配套综合实力对业务承接及拓展尤为重要。公司旗下 Cheng Chung Design (CCD) 设计品牌由公司董事长、著名室内装饰设计师郑忠先生创立。郑忠先生曾在广州美术学院室内设计专业任教，曾在 2015 年中国设计年度人物颁奖盛典中获得“2014 中国设计年度人物”，2013 年被美国专业室内设计杂志《室内设计》(Interior Design) 录入“Hall of Fame”⁶，并被第九届中国酒店星光奖评为中国酒店业最佳设计师；2011 年被亚洲酒店年会评为“最佳年度酒店设计师”；2009 年被世界酒店联盟大会评为“卓越酒店室内设计师”。近年公司承接了成都丽思卡尔顿酒店、北京万达索菲特酒店、丽江铂尔曼酒店、天津莱佛士酒店、三亚万达康莱德酒店和深圳瑞吉酒店等在国际上具有一定影响力的装饰设计项目，为设计品牌的建立奠定了基础。

CCD 设计品牌在《室内设计》(Interior Design) 评出的“2013 年全球酒店设计百大排行榜”和“2012 年全球酒店设计百大排行榜”中，CCD 酒店室内设计综合实力分别位居全球第三和第四。在《室内设计》(Interior Design) 2013 年 1 月公布的全球设计公司百强榜中(含全部室内设计领域)，公司的室内设计综合排名位居全球第十五名。

表 14 近年公司 CCD 设计品牌获奖情况

序号	奖项名称	奖项简介	年份
1	iF Design Award 2018 酒店设计冠军-北京三里屯通盈中心洲际酒店	德国 iF 设计奖 (iF Design Award)	2018
2	HD Awards (Upscale restaurant) 高端餐厅类别决赛优秀奖-佛山罗浮宫索菲特酒店	由室内设计杂志《酒店设计》(Hospitality Design) 颁发	2018

⁵公司现已启动对该资质续期事项的评估工作，具备获得该资质续期的所有要素。

⁶ Hall of Fame 名人堂由美国专业室内设计杂志《室内设计》(Interior Design) 创建于 1986 年，每年评选一次，旨在奖励当年设计界为行业发展与强大作出杰出贡献的个人设计师。

3	FX International Interior Design Awards 2017 (Bar or Resturant) 酒吧、餐厅空间类别优秀奖-杭州泛海钓鱼台酒店品聚餐厅	由 FX 国际室内设计奖 (FX International Interior Design Awards) 颁发	2018
4	美国 HD Awards 餐厅冠军奖-杭州泛海钓鱼台酒店	由《Hospitality Design》杂志颁发	2017
5	国际 SBID 设计奖 Finalist 酒店公共空间设计类别决赛入围奖-杭州泛海钓鱼台酒店公共区、深圳南山万豪酒店公共区及套房	由英国室内设计协会 (SBID) 颁发	2017
6	A&D Trophy Awards 2017 透视设计大奖优秀酒店设计奖-深圳南山万豪酒店、北京三里屯通盈中心洲际酒店、杭州泛海钓鱼台酒店及其品聚餐厅	由 Perspective Magazine (透视杂志) 颁发	2017
7	A&D Trophy Awards 2017 透视设计大奖优秀住宅设计奖-广州华润天合别墅	由 Perspective Magazine (透视杂志) 颁发	2017
8	FX International Interior Design Awards 设计奖 Finalist 餐饮类别决赛入围奖-杭州泛海钓鱼台品聚餐厅	由 FX Magazine 杂志颁发	2017
9	IIDA 亚太设计奖餐厅类全球总冠军-杭州泛海钓鱼台酒店品聚餐厅	由 IIDA 国际室内设计协会颁发	2017
10	BEST OF YEAR AWARDS 2017 优秀酒店设计奖-北京三里屯通盈中心洲际酒店	《室内设计》Interior Design 所颁的年度设计奖	2017
11	全球室内设计比赛最佳酒店设计奖-重庆威斯汀酒店	由国际室内设计师协会 (IIDA) 颁发	2016
12	全球杰出酒店设计“金钥匙”奖 (GoldKey Awards) 最佳大堂设计奖-重庆威斯汀酒店	由美国纽约国际酒店、旅馆及餐馆用品展览会 (IHMS) 颁发	2015

资料来源：公司提供

高端公共建筑装饰行业设计是核心，施工管理团队能否将设计全面呈现是关键点。为此，公司在初创时期建立了自身的工程品牌“ATG”，近年大力推进设计采购施工一体化的EPC项目承接模式。由于公司设计品牌系自身创建，在“ATG”品牌和施工管理团队搭建时即考量了EPC一体化模式推行的融合度，注重装饰配套服务能力。公司为工程施工配套的专业深化设计团队直接由工程管理中心领导，深化设计师和CAD制图员作为施工项目团队的标准配备，受项目直接管理，最大限度实现深化设计和施工的一体化，确保项目需求的快速响应和专业支撑。公司深化设计师能够最大程度理解方案设计的理念和意图，结合现场情况对施工图纸的细部做法和节点进行完善，对用材把握和装饰收口处理进行细化。

表 15 近年公司装饰施工项目获奖情况

序号	项目	奖项	授奖单位
1	上海万达瑞华酒店室内公共区精装修工程	2017-2018 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
2	成都万达瑞华酒店会所室内精装修工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
3	深长城金融中心 A 座酒店装饰设计工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会

4	深长城金融中心 A 座酒店装饰工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
5	武汉万达瑞华酒店室内精装修工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
6	西安索菲特传奇酒店室内设计工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
7	西安索菲特传奇酒店装饰装修工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
8	珠海长隆横琴湾酒店客房区域室内精装修工程	2015-2016 年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会

资料来源：公司提供

公司在承接大量EPC项目的同时积累了丰富的装饰设计、装饰工程建设和装饰配套服务一体化工程管理经验，使公司设计品牌或设计—施工管理团队融合度方面在业内形成一定优势。近年公司充分利用CCD设计品牌的业内知名度，2015-2017年及2018年1-6月，EPC项目合同金额占公司工程施工合同金额的比重分别为64.63%、66.79%、68.90%和67.50%，EPC项目收入占公司工程施工收入的比重分别为59.80%、70.88%、57.80%和51.76%；公司以设计带动的EPC一体化项目收入占比维持在较高水平。

表 16 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司 EPC 项目和非 EPC 项目的数量、金额及占比情况（单位：万元）

年度	项目	合同金额	占比	收入	占比	数量	占比
2018年1-6月	EPC 项目	307,129.27	67.50%	44,641.04	51.76%	28	37.84%
	非 EPC 项目	147,901.58	32.50%	41,603.87	48.24%	46	62.16%
	小计	455,030.85	100.00%	86,244.91	100.00%	74	100.00%
2017年	EPC 项目	265,123.11	68.90%	87,618.60	57.80%	24	38.71%
	非 EPC 项目	119,674.06	31.10%	63,959.11	42.20%	38	61.29%
	小计	384,797.17	100.00%	151,577.71	100.00%	62	100.00%
2016年	EPC 项目	266,810.16	66.79%	100,224.73	70.88%	25	42.37%
	非 EPC 项目	132,679.21	33.21%	41,185.79	29.12%	34	57.63%
	小计	399,489.37	100.00%	141,410.52	100.00%	59	100.00%
2015年	EPC 项目	228,670.60	64.63%	94,223.41	59.80%	28	57.14%
	非 EPC 项目	125,148.17	35.37%	63,350.84	40.20%	21	42.86%
	小计	353,818.77	100.00%	157,574.25	100.00%	49	100.00%

注：由于非EPC项目指仅由公司完成装饰工程施工业务的项目，为保持对比口径一致，上表中的EPC项目的合同金额、收入和数量为EPC工程施工项目的合同金额、收入和数量。

资料来源：公司提供，鹏元整理

需要注意的是，目前公司整体资产及业务规模相对较小，较行业内主要上市公司仍有差距（详见表10）；设计及施工业务主要集中在高端公共建筑装饰领域，较为单一；核心竞争力仍有待提升。

近年公司设计业务收入整体呈增长趋势，毛利率持续提升且达到业内较高水平，在手

订单较多，短中期内收入来源较有保障，但面临一定的劳动力成本上升压力和人才流动风险，业务主要集中在高端酒店领域，收入规模存在一定局限性，且受宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性

装饰设计业务可细分为原创设计和深化设计两类。原创设计是指从设计概念提出到设计方案确定，再到形成施工图纸和施工跟踪设计的全设计过程，并侧重设计的艺术创意和文化格调；深化设计⁷主要侧重于将设计创意和方案具体化为可实际施工的图纸，和工程施工的联系较为紧密。相对于原创设计的全设计过程，深化设计不涉及概念和方案设计。

公司设计业务以原创设计业务为主，深化设计业务占比很小。公司的原创设计业务覆盖从设计创意提出到最终图纸交付的全过程，还包括在工程招标和工程施工阶段提供施工配合服务直至施工完成交付。公司设计管理中心负责原创设计业务的项目承揽和实施。公司的子公司香港郑中设计事务所有限公司（以下简称“香港郑中”）和郑中室内设计（深圳）有限公司设计所根据其拥有资质情况独立开展装饰设计相关业务，其中香港郑中在境内开展的设计业务，由其与公司合作完成。此外，公司的子公司深圳亚泰飞越设计顾问有限公司独立开展酒店主题、艺术顾问、环境导示系统和视觉管理应用等设计服务。一个原创设计业务的执行一般包括六个环节：（1）概念设计；（2）方案设计；（3）方案深化；（4）施工图；（5）物料书；（6）招标与施工配合。公司多年来凭借自身品牌平台优势吸收和引进培养各类国际国内高端人才，现拥有概念设计师、方案设计师、物料设计师、机电设计师、深化设计师、CAD绘图员等全方位专业设计人才。截至2018年6月末，公司共有在册设计师673人，占员工总数的43.89%，其中329人具有本科以上学历，拥有较好的人才储备。公司设计业务流程详见附录六。

公司原创设计业务的获得一般依靠既有品牌声誉带来的项目邀标，对于部分标志性工程也采取主动投标方式。设计中心下属的业务发展部专司项目立项和拓展事宜。公司基于设计项目管理经验，对拟设计项目的设计工作量进行大致的评估，并对项目设计人员配置进行调整。

公司装饰设计业务成本主要为人力支出，在确定设计合同价格时考虑的主要因素之一是该项目设计工作量对公司设计人员投入的要求。设计工作量越大，公司需要投入的各类设计人员越多，则设计合同价格则越高。此外，设计合同价格的确定，还与该项目是否能为公司带来品牌宣传效应、在商业谈判中的能力以及公司的设计品牌溢价等有密切关系。

公司的设计款结算流程分为设计定金、概念设计成果款、方案设计成果款、方案深化

⁷ 公司深化设计一般有两种形式：一是将已有概念和方案设计细化为可具体执行的施工图纸的设计过程；二是在已有施工图纸的基础上，根据施工场地的具体环境对施工图纸进行进一步调校，形成现场施工图纸的设计过程。

与施工图款及装饰施工交付款等几个阶段，具体如表17所示。

表 17 公司设计款结算流程

阶段	时间	结算额	主要权利	主要义务
设计定金	合同签订后的一定时间内（不超过半个月）	按合同总额的10%-20%收取	按照合同的约定收取设计订金	按照合同约定组建合格的项目团队，安排前期工作
概念设计成果款	在提交概念设计成果经委托方认可后的一定时间内（一般为7天）	按合同总额的10%-25%收取	按照合同约定收取概念设计成果款	提交概念设计成果经委托方认可
方案设计成果款	在提交样板间施工图和方案设计成果经委托方认可后的一定时间内（一般为7天）	按合同总额的10%-20%收取	按照合同约定收取方案设计成果款	提交样板间施工图和方案设计成果经委托方认可
方案深化与施工图款	在设计范围内所有区域施工图完毕并提交且审核合格文件签署后的一定时间内（一般为7天）	按合同总额的10%-20%收取，累计收款达到合同总额的80%-85%	按照合同约定收取方案深化与施工图款	在设计范围内所有区域施工图完毕并提交，达到审核合格文件签署要求
装饰施工交付款	在装饰施工完成交付酒店使用且取得备案文件之后的一定时间内（一般为10天）	按合同总额的15%-20%收取，累计收款达到决算价总额的100%	收取工程质保金	在装饰施工完成交付酒店使用且取得备案文件

注：委托方一般在收到公司发票后进行付款，如各个阶段在经委托方确认后需要做出大量修改（如独立区域修改量超过30%），需相应增加设计费用，各个阶段如出现因为委托方造成的时间延误，公司不承担延误责任。由于设计款一般在施工结束后回收尾款，故总收款周期较长，但合同额80%以上款项一般在设计交付完成后即能完成收款。

资料来源：公司提供

2015-2017年，公司分别实现内部抵消前设计业务收入26,943.26万元、26,646.39万元和32,735.17万元，营业收入整体呈增长趋势，收入构成主要集中在高端星级酒店和高品质住宅项目。毛利率分别为32.33%、35.68%和38.96%，由于公司专注高端公共建筑装饰行业，加之原创设计品牌业务能力较强，近年公司设计业务毛利率持续提升且达到同行业可比上市公司的较高水平。

表 18 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司设计业务收入构成明细（单位：万元）

项目	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	9,951.33	51.63%	14,920.19	48.16%	11,331.81	45.37%	12,015.58	52.26%
高品质住宅	4,471.12	23.20%	6,470.38	20.89%	4,235.45	16.96%	2,622.51	11.41%
高档写字楼	2,220.86	11.52%	3,568.99	11.52%	3,684.46	14.75%	1,880.92	8.18%
其他	2,629.82	13.65%	6,017.96	19.43%	5,722.79	22.91%	6,473.44	28.15%
合计	19,273.13	100.00%	30,977.51	100.00%	24,974.51	100.00%	22,992.45	100.00%

注：表中收入为内部抵消后口径。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015-2017年，公司设计业务新增签约规模分别为33,524.21万元、40,138.13万元、41,392.63万元，规模持续增长，主要系设计品牌知名度提升及营销力度加大所致；2018年1-6月，公司设计业务新增签约规模为49,348.78万元。截至2018年6月末，公司累计已中标未签订单金额为15,838.14万元，累计已签约未完工订单金额为145,654.58万元。短期内仍可为公司带来一定的设计业务收入。凭借CCD设计品牌和设计团队的认可度，公司设计业务可持续性较强，但需关注的是，近年劳动力成本的不断上涨，公司中低层次设计师流动性较大，设计业务的开展对设计师特别是核心主创设计师依赖性较强，未来需持续跟踪公司核心设计师人才流动风险。此外，公司设计业务主要集中在高端星级酒店及高品质住宅项目，其收入规模存在一定局限性，且受宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性。

公司实行跨区域经营，施工管理团队经验丰富，随着EPC项目的推行，公司装饰工程业务能够较好地借助设计品牌优势进行拓展，目前装饰工程在手合同金额较大，短中期收入有一定保障，但业务主要集中在高端酒店领域，收入规模存在一定局限性且面临一定的波动风险

公司承接的建筑装饰施工项目主要为高端公共建筑装饰行业，受EPC一体化影响，与设计业务联系较密切。装饰施工业务主要环节包括承揽立项、组织投标、组建团队、项目实施、验收决算与收款、服务跟踪，以自主承揽、采购及施工为主，装饰施工业务流程详见附录七。近年公司承建的代表性作品包括深圳中洲万豪酒店、北京三里屯洲际酒店、杭州泛海钓鱼台酒店、重庆解放碑威斯汀酒店等，服务主要覆盖万豪集团、洲际、温德姆、希尔顿、雅高、凯悦、四季酒店、费尔蒙、泛太平洋、香格里拉、悦榕庄、丽晶、美高梅、文华东方、Alila等多个国际高端星级酒店品牌。通过大量项目的承做，公司积累了较为丰富的装饰施工经验，近年施工项目获奖情况详见表15。

表 19 近年公司完成的代表性项目

所属业态	项目名称
高端星级酒店	深圳中洲万豪酒店、北京三里屯洲际酒店、杭州泛海钓鱼台酒店、佛山罗浮宫索菲特酒店、重庆解放碑威斯汀酒店
高品质住宅	厦门建发央玺钟宅地块
高档写字楼	深长城金融中心写字楼
商业综合体	平安金融中心北塔塔楼观光区

资料来源：公司提供

公司的装饰工程款结算流程分为工程预付款、工程进度款、竣工验收、竣工决算款及质量保证金几个阶段，具体如表20所示。公司采用完工百分比法确认装饰施工业务的合同收入，合同完工进度按累计实际发生的成本占合同预计总成本的比例确定。

表 20 公司装饰工程款结算流程

阶段	时间	完工进度	结算额	主要权利	主要义务
工程预付款	合同签订至工程开工 (1-2 个月)	0%	按合同总额 10%-20% 收取预付款	按照合同约定收取相应的预收工程款	按照合同约定组建合格的项目团队, 安排前期工作
工程进度款	工程开工至工程竣工阶段 (3-12 个月)	0-100%	按完工进度的 60%-80% 收取工程进度款	每月按照合同约定收取工程进度款	负责工程的设计及施工
竣工验收	工程竣工至决算审计日 (3-12 个月)	100%	累计收款达到合同总额的 80%-85%	收取至竣工时的进度款	保证工程按时按质安全完工, 负责工程项目的现场保护
竣工决算款	决算审计日至工程决算日 (6-18 个月)	100%	累计收款达到决算价总额的 95%	收取工程决算款	配合决算工作, 提交相关资料
质量保证金	工程决算日至工程质保期满 (2-5 年)	100%	累计收款达到决算价总额的 100%	收取工程质保金	负责工程的维修, 承担相应的维修费用

注: 完工进度即收入确认进度。
资料来源: 公司提供

2015-2017年及2018年1-6月, 公司分别实现内部抵消前装饰工程收入157,574.25万元、141,410.52万元、151,525.61万元和86,244.90万元, 主要来自高端星级酒店、高品质住宅项目, 2015-2017年及2018年1-6月公司前十大产值项目明细详见附录五所示。近年公司收入有所波动, 其中, 2016年国家继续加强对房地产行业的调控, 公司作为房地产企业的供应商, 受到一定的影响, 导致收入同比下降10.26%。2017年公司坚持“设计促进工程, 创意驱动发展”的总体战略思路, 以高端星级酒店的装修装饰为特色优势, 继续向高品质住宅、高档写字楼等业务延伸拓展, 使得2017年收入同比增长7.15%。2015-2017年, 公司装饰工程业务毛利率分别为15.58%、14.97%和12.31%, 近年毛利率持续下降, 主要系市场竞争加剧、人工及材料成本上涨、高品质住宅收入占比提升、“营改增”政策实施等因素的影响所致。

表 21 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司装饰工程业务收入构成明细 (单位: 万元)

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	58,055.32	67.31%	101,568.61	67.03%	109,435.44	77.39%	98,001.44	62.19%
高品质住宅	17,560.18	20.36%	34,343.51	22.67%	12,998.37	9.19%	11,267.67	7.15%
高档写字楼	3,451.20	4.00%	6,516.59	4.30%	14,534.12	10.28%	33,687.20	21.38%
其他	7,178.20	8.32%	9,096.90	6.00%	4,442.59	3.14%	14,617.94	9.28%
合计	86,244.90	100.00%	151,525.61	100.00%	141,410.52	100.00%	157,574.25	100.00%

注: 表中收入为内部抵消前口径。
资料来源: 公司提供

2015-2017年，公司装饰工程业务新增签约订单规模分别为150,344.02万元、158,349.35万元和257,840.65万元，呈持续增长趋势，主要系公司营销力度较大，EPC项目占比增加，设计品牌优势进一步发挥所致；2018年1-6月，公司装饰工程业务新增签约订单金额为116,002.96万元。截至2018年6月末，公司累计已中标未签订单金额为35,916.19万元，累计已签约未完工订单金额为256,450.09万元，短中期收入仍有一定保障。但需关注的是，建筑装饰工程建设项目的实施需大量现场作业活动，存在一定危险性，且项目实施须符合国家关于安全生产等方面的法律、法规和行业规定。公司承建的建筑装饰工程项目大部分为高端公共建筑装饰工程，存在投资规模较大、施工质量要求较高等特点。若公司在工程施工过程中发生工程不能按期完工、施工质量达不到客户预期、供应商提供的材料质量不达标等涉及工程质量和施工安全事故等，将可能影响公司的正常生产经营，并对公司的经营业绩和声誉产生一定影响。另外，公司工程业务主要集中在高端酒店领域，收入规模存在一定局限性，且受宏观经济及下游房地产市场影响较大，仍面临一定的波动风险。

表22 截至2018年6月末按项目业态划分的公司主要在手装饰工程项目（单位：万元）

项目业态	项目名称	业主单位	合同造价	投资进度	已确认收入	是否EPC项目
高端星级酒店	四川广安富盈铂尔曼酒店装修工程施工合同	广安市富盈酒店有限公司	15,911.46	79.67%	12,676.63	是
	佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程施工合同	佛山市和华盛世发展有限公司	14,000.00	18.03%	2,523.59	是
	会展湾南岸广场酒店精装修及机电工程（深圳华侨城皇冠）	江苏省华建建设股份有限公司深圳分公司	18,716.28	27.35%	5,119.48	否
	湘西旅游集散中心（金湘玺接待中心）项目室内装饰装修分包合同	湖南省建筑工程集团总公司	19,800.00	98.17%	19,437.30	是
	山西珠联酒店室内装饰装修工程	山西珠联恒源投资有限公司	22,800.00	21.40%	4,879.16	是
高品质住宅	华润深圳湾综合发展项目柏瑞花园（南区住宅）室内精装修分包工程2标段	华润置地（深圳）发展有限公司	11,337.99	97.44%	11,047.27	否
	上海市方兴地产大宁项目325街坊-2南区套内及公共区域精装修指定分包工程（标段三）合同	方兴置业（上海）有限公司	4,842.50	77.39%	3,747.56	否
	泛海东风3#地3-3#楼室内精装修工程	通海控股有限公司	5,510.00	56.63%	3,120.55	否
	城脉深圳湾公馆住宅部分大户型精装修工程	广东城脉地产有限公司	1,554.42	68.91%	1,071.13	否
商业综合体	大望京2号地626地块2#楼项目L39层展厅公共区	北京中言房地产开发有限公司	2,307.47	67.26%	1,552.09	否

	域、L40 层会所及 L26 层自用办公层精装修工程					
	华润深圳湾综合发展项目万象汇商业室内公区精装修分包工程 1 标段	华润置地（深圳）发展有限公司	3,057.52	97.44%	2,979.12	否
	水木一方大厦 A 座、C 座公共区域室内精装修工程施工合同一标段	深圳华溢云计算科技有限公司	1,980.00	53.74%	1,064.06	否
其他	华谊影城电影文化体验园项目室内装修施工合同（1-4#、2-1#、2-2#、2-3#、2-5#、2-6#）	华谊影城（苏州）有限公司	3,366.25	85.38%	2,874.15	否
合计	-	-	125,183.89	-	72,092.09	-

资料来源：公司提供

公司营销网络覆盖全国，客户集中度大幅下降，对主要客户议价能力相对较弱，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，对公司资金形成较大占用，同时面临一定的坏账风险

公司营销网络覆盖全国，主要服务于境内的高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼，该类项目的地区分布受各地区的经济发展水平影响，因此公司收入主要来源于经济相对发达的华南、华东、华北地区，2017年上述三个地区收入占比分别为34.54%、30.41%和11.48%。此外，公司还拓展了部分位于中国台湾、中国香港、东南亚及美国的业务。

表 23 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司区域营业收入规模及占比（单位：万元）

区域	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华东地区	35,526.57	33.67%	63,039.57	34.54%	47,487.93	28.54%	19,986.22	11.07%
华南地区	28,725.75	27.22%	55,491.91	30.41%	63,450.53	38.13%	70,632.23	39.12%
华北地区	10,649.25	10.09%	20,946.57	11.48%	19,729.60	11.86%	34,157.48	18.92%
华中地区	9,931.23	9.41%	17,153.36	9.40%	10,260.18	6.17%	16,699.65	9.25%
西南地区	10,815.51	10.25%	15,279.64	8.37%	13,898.83	8.35%	36,935.36	20.46%
西北地区	8,158.79	7.73%	1,777.22	0.97%	3,446.39	2.07%	1,135.74	0.63%
东北地区	1,318.16	1.25%	717.46	0.39%	404.24	0.24%	792.37	0.44%
境外地区	392.77	0.37%	8,097.40	4.44%	7,707.31	4.63%	227.65	0.13%
合计	105,518.03	100.00%	182,503.12	100.00%	166,385.02	100.00%	180,566.70	100.00%

资料来源：公司提供

2015-2017年，公司前五大客户主要为高端酒店装修项目客户，各年度前五大客户收入占比波动较大。近三年公司前五名客户营业收入占当期营业收入之比分别为61.84%、45.06%和28.30%，客户集中度逐年大幅下降，营业收入对单一客户的依赖程度随之下降。

公司以高端星级酒店业务起家，近年开始逐步提升高端品质住宅收入占比，与各大高端酒店品牌及部分房地产商建立了良性合作关系，但需注意的是，公司主要客户实力较强，在经营中公司对于主要客户的议价能力相对较弱。

表 24 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司前五名客户销售情况（单位：万元）

时间	序号	客户名称	销售额	占营业收入比例
2018 年 1-6 月	1	华润置地有限公司	7,571.05	7.18%
	2	湖南省建筑工程集团总公司	6,539.45	6.20%
	3	中国泛海控股集团有限公司	5,776.60	5.47%
	4	烟台鑫广酒店管理有限公司	5,695.97	5.40%
	5	佳逸酒店管理有限公司	4,633.54	4.39%
		合计	30,216.62	28.64%
2017 年	1	湖南省建筑工程集团总公司	11,616.81	6.37%
	2	深圳中洲集团有限公司	10,574.09	5.38%
	3	徐州市宝信酒店管理有限公司	9,966.58	5.79%
	4	大连万达集团股份有限公司	9,817.37	5.46%
	5	广东富盈集团有限公司	9,677.40	5.30%
		合计	51,652.25	28.30%
2016 年	1	深圳中洲集团有限公司	17,842.73	10.72%
	2	大连万达集团股份有限公司	16,778.13	10.08%
	3	广东罗浮宫国际家具博览中心有限公司	15,755.77	9.47%
	4	北京通盈房地产开发有限公司	12,534.23	7.53%
	5	中国泛海控股集团有限公司	12,057.79	7.25%
		合计	74,968.66	45.06%
2015 年	1	大连万达集团股份有限公司	41,994.25	23.26%
	2	深圳中洲集团有限公司	33,231.35	18.40%
	3	北京通盈房地产开发有限公司	16,331.94	9.04%
	4	理文创建控股有限公司	13,099.61	7.25%
	5	重庆华宇集团有限公司	7,010.08	3.88%
		合计	111,667.23	61.84%

资料来源：公司提供，鹏元整理

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。2015-2017年末公司应收账款分别为109,628.33万

元、140,957.16万元和155,128.56万元，规模逐年增长，对公司资金形成较大占用；2018年6月末公司应收账款进一步增至162,864.65万元。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。

公司劳务采购集中度很高；原材料来源充足，供应商集中度较低，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

公司营业成本主要由材料成本、人工成本及劳务费构成，2015-2017年二者合计占营业成本的比重分别为94.20%、93.66%和94.69%。公司从事的公共建筑装饰中的施工业务，通过具备建筑工程劳务分包资质的专业劳务分包公司实施，近年分别与深圳市建茂建筑工程劳务有限公司、深圳市富安达建设劳务有限公司和深圳中建劳务有限公司等劳务公司签订了战略合作协议，2015-2017年及2018年1-6月，上述三家劳务分包公司劳务采购合计金额分别为29,927.36万元、38,980.30万元、46,787.68万元和27,706.80万元，占当期劳务采购总额比例分别为98.26%、99.53%、98.85%和91.67%，劳务采购集中度很高。

表 25 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月前三大劳务分包公司情况（单位：万元）

年度	劳务公司名称	劳务采购金额	占劳务采购总额比例
2018 年 1-6 月	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	15,043.04	49.77%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	11,165.05	36.94%
	深圳中建劳务有限公司	1,498.71	4.96%
	合计	27,706.80	91.67%
2017 年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	25,436.61	53.74%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	19,180.09	40.52%
	深圳中建劳务有限公司	2,170.98	4.59%
	合计	46,787.68	98.85%
2016 年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	14,541.66	37.13%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	17,976.54	45.9%
	深圳中建劳务有限公司	6,462.10	16.5%
	合计	38,980.30	99.53%
2015 年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	13,915.97	45.69%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	11,439.38	37.56%
	深圳中建劳务有限公司	4,572.01	15.01%
	合计	29,927.36	98.26%

资料来源：公司提供

公司装饰设计业务成本主要为人力支出，装饰工程建设业务耗用的原材料主要为各种建筑材料，主要包括石材、家具、不锈钢等。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, 其中自主采购为公司原材料主要采购模式。

公司业务开展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5%以下, 2015-2017年及2018年1-6月, 公司前五大供应商采购额分别为14,151.19万元、11,933.41万元、11,645.66万元和5,084.47万元, 占劳务采购总额的16.10%、16.00%、16.18%和12.12%, 供应商采购集中度较低。近年公司应付票据及应付账款规模较大, 主要系公司与供应商建立了长期良好的关系, 获得了较大的商业信用。公司开展业务需要的材料品种较多, 供应商数量也较多, 公司根据施工项目的实际情况及相关供应商过往的合作情况在合同中约定付款政策, 通常合同约定的款项有预付款、进度款、结算款和质保金。公司按送货金额或完工进度的一定比例支付款项, 对部分主要材料供应商需在结算完毕后再支付结算款, 对部分重要材料供应商需预留一定比例的质保金。

表 26 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司前五名供应商采购情况 (单位: 万元)

年度	供应商名称	采购金额	占总采购比重
2018 年 1-6 月	上海强展实业有限公司	1,594.59	3.80%
	深圳市庆彪金属装饰有限公司	1,231.85	2.94%
	南安达泰石材有限公司	969.65	2.31%
	广州新冠亚石材有限公司	672.49	1.60%
	深圳市行动力装饰材料有限公司	615.89	1.47%
	合计	5,084.47	12.12%
2017 年	南安达泰石材有限公司	2,876.61	4.00%
	东莞市中冠家具有限公司	2,555.01	3.55%
	上海强展实业有限公司	2,212.93	3.07%
	南安市豪鑫石材贸易有限公司	2,017.15	2.80%
	东莞市保万装饰工程有限公司	1,983.95	2.76%
	合计	11,645.66	16.18%
2016 年	南安市豪鑫石材贸易有限公司	3,518.04	4.72%
	东莞市中冠家具有限公司	3,152.50	4.23%
	上海朗利木业有限公司	2,310.59	3.10%
	上海强展实业有限公司	1,550.56	2.08%
	南安达泰石材有限公司	1,401.72	1.88%
	合计	11,933.41	16.00%
2015 年	南安市豪鑫石材贸易有限公司	4,027.08	4.58%
	深圳康利工艺石材有限公司	2,753.74	3.13%
	福建泉州中工艺石材有限公司	2,690.50	3.06%
	北京德丰集建筑装饰工程有限公司	2,502.21	2.85%
	中山市拓艺家具有限公司	2,177.66	2.48%

合计

14,151.19

16.10%

资料来源：公司提供

公司一般会根据某些原材料特点，采取针对性措施控制其成本，同时根据项目需要，提前采购金属制品，在项目初期锁定价格，防范价格波动风险。公司采取提前招标方式选择木制品等供应商，引入竞争机制，提前锁定采购价格，避免在工期长的情况下价格波动对成本的影响。从实际采购情况来看，公司石材、家具和不锈钢采购金额合计占比约60%，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90,564.37万元、69,144.55万元和75,902.22万元，呈波动态势，其中2017年采购金额增长主要系原材料价格上涨、业务规模扩大所致。整体来看，近年公司采购成本控制较好，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 27 2015-2017 年及 2018 年 1-6 月公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
石材	8,869.77	21.42%	17,924.98	23.62%	16,868.13	24.40%	22,557.41	24.91%
家具	8,780.56	21.20%	17,803.13	23.46%	17,914.57	25.91%	14,001.29	15.46%
五金	2,649.29	6.40%	3,904.88	5.14%	3,570.01	5.16%	6,980.14	7.71%
不锈钢	5,319.26	12.84%	8,730.60	11.50%	7,610.12	11.01%	7,506.28	8.29%
板材	2,895.75	6.99%	6,034.85	7.95%	5,421.46	7.84%	6,209.27	6.86%
电线电缆	1,544.75	3.73%	1,508.34	1.99%	1,148.99	1.66%	2,752.59	3.04%
木夹板	2,381.27	5.75%	2,491.22	3.28%	1,881.75	2.72%	5,150.09	5.69%
地毯	639.15	1.54%	1,359.02	1.79%	1,939.67	2.81%	2,720.38	3.00%
其他	8,333.64	20.12%	16,145.20	21.27%	12,789.84	18.50%	22,686.92	25.05%
合计	41,413.43	100.00%	75,902.22	100.00%	69,144.55	100.00%	90,564.37	100.00%

资料来源：公司提供

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，其中2016年数据来自2017年年初数（上年数），报表均采用新会计准则编制。2015-2017年公司合并报表范围变动情况如下所示。

表 28 2015-2017 年合并报表范围变化情况

项目	是否纳入合并报表范围		
	2017 年	2016 年	2015 年
惠州市亚泰高科设计产业有限公司	√	√	√
港新国际设计顾问（香港）有限公司	√	√	√
香港郑中设计事务所有限公司	√	√	√
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	√	√	√
郑中室内设计（深圳）有限公司	√	√	√
港新国际设计顾问（深圳）有限公司	√	√	√
ATG（澳门）工程建设股份有限公司	√	×	×
CCD 郑中（澳门）设计一人有限公司	√	×	×
郑中室内设计（美国）有限公司	√	×	×
香港亚泰国际建设有限公司	√	×	×

注：2017年12月，公司转让惠州市亚泰高科设计产业有限公司100%股权，以后年度亚泰高科不再纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

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，但资产以应收账款为主，整体质量一般，尤需关注应收账款回收情况

得益于IPO及公司自身经营积累，近年公司总资产增长较快，2015-2017年资产复合增长率为25.89%。2017年末公司总资产达到259,374.88万元，由于所处行业特性，流动资产一直是公司资产的主要构成部分，2017年末流动资产占总资产比重达到91.21%。受投资性房地产及固定资产的大幅增长，2018年6月末流动资产占总资产比重下降至80.98%，2018年6月末公司资产总额增至264,511.44万元。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他流动资产构成。2017年末公司货币资金为56,957.84万元，较2015年末大幅增长156.69%，主要系IPO发行募集资金到位及融资规模增长所致。2018年6月末，公司货币资金下降至33,083.20万元，主要系收购深圳市亚泰国际物业服务服务有限公司⁸（以下简称“亚泰物业”）100%股权所致，期末受限资金为30万元，主要系农民工保证金。受业务规模扩张、工程项目结算周期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，近三年复合增长率达18.96%；2017年末，公司应收账

⁸ 原名“环球资源置业（深圳）有限公司”，2018年4月，公司以2.1亿元募集资金及部分自有资金收购环球资源置业（深圳）有限公司（以下简称：环球置业）100%股权，间接享有环球置业名下的4,246.28平方米商业物业的所有权，截至2018年4月19日，环球置业控股权移交手续已完成。2018年5月，环球置业更名为“深圳市亚泰国际物业服务服务有限公司”。

款账面价值为155,128.56万元（包括存货-已完工未结算金额20,533.55万元）。2018年6月末应收账款账面价值增至162,864.65万元，占总资产的比重高达61.57%，期末按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占比为99.97%，其中账龄在一年以上的款项占比为42.86%；对公司营运资金形成较大占用；期末前五名欠款合计欠款金额为48,460.99万元，占应收账款年末余额合计数的比例为23.90%。截至2018年6月末，应收账款计提的坏账准备余额增至39,402.71万元，未来可能存在继续增加的风险，需持续关注应收账款回收情况。

表 29 2017 年末公司应收账款前五名明细（单位：万元）

欠款方	金额	占应收账款总额的比例	账龄	坏账准备金额
深圳中洲集团有限公司	4,650.58	2.45%	1 年以内	1,359.54
	6,658.05	3.51%	1-2 年	
	1,537.37	0.81%	2-3 年	
大连万达集团股份有限公司	6,137.69	3.24%	1 年以内	1,730.55
	2,852.31	1.50%	1-2 年	
	2,587.20	1.36%	2-3 年	
	39.59	0.02%	3-4 年	
	456.60	0.24%	4-5 年	
北京通盈房地产开发有限公司	22.86	0.01%	5 年以上	1,027.80
	1,202.88	0.63%	1 年以内	
中国泛海控股集团有限公司	9,676.52	5.11%	1-2 年	1,190.07
	4,625.10	2.44%	1 年以内	
	2,656.24	1.40%	1-2 年	
广东罗浮宫国际家具博览中心有限公司	2,212.50	1.17%	2-3 年	431.28
	58.89	0.03%	3-4 年	
合计	7,759.13	4.09%	1 年以内	5,739.25
	433.27	0.23%	1-2 年	
合计	53,566.80	28.26%	-	

资料来源：公司提供

公司其他流动资产主要系公司购买保本型理财产品，截至2018年6月末，公司其他流动资产账面价值为3,280.64万元，其他流动资产较2017年末大幅减少67.87%，主要系理财产品到期收回所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。2017年末投资性房地产为10,451.63万元，较2015年末大幅增长433.03%，主要系2017年北京丰科万达广场有限公司将公司购买的北京丰台万达广场写字楼、商铺交付公司，公司将预付的购房款8,700.01万元从其他非流动资产转入投资性房地产所致。截至2018年6月末，公司投资性房地产账面价值增至23,053.99万元，较2017年末大幅增长120.58%，固定资产账面价值为

15,309.12万元，较2017年末大幅增长592.59%，主要系收购亚泰物业股权中包括租赁办公楼、自用办公楼所致。投资性房地产中，万绿湖公馆花园洋房及北京丰台万达广场写字楼、商铺账面价值合计10,192.17万元（占投资性房地产的比重为44.21%），产权证书均尚在办理中。2018年6月末，公司递延所得税资产账面价值为6,645.90万元，主要系资产减值准备形成的递延所得税资产。

截至2018年6月末，公司受限资产包括货币资金、固定资产、无形资产在内，账面价值合计3,270.61万元，占总资产的比重为1.24%；期末应收账款规模较大且账龄一年以上款项占比较高，部分投资性房地产权证书尚在办理，公司资产整体质量一般；尤其需要关注应收账款的回收情况。

表 30 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	33,083.20	12.51%	56,957.84	21.96%	46,175.98	20.50%	22,189.76	13.56%
应收账款	162,864.65	61.57%	155,128.56	59.81%	140,957.16	62.57%	109,628.33	66.98%
其他流动资产	3,280.64	1.24%	10,211.28	3.94%	4,201.36	1.86%	473	0.29%
流动资产合计	214,200.59	80.98%	236,573.79	91.21%	198,441.67	88.08%	140,057.58	85.58%
投资性房地产	23,053.99	8.72%	10,451.63	4.03%	1,867.72	0.83%	1,960.78	1.20%
固定资产	15,309.12	5.79%	2,210.41	0.85%	1,609.76	0.71%	1,641.13	1.00%
递延所得税资产	6,645.90	2.51%	5,635.08	2.17%	8,001.23	3.55%	5,738.82	3.51%
其他非流动资产	1,186.45	0.45%	1,098.40	0.42%	10,445.08	4.64%	9,182.39	5.61%
非流动资产合计	50,310.85	19.02%	22,801.09	8.79%	26,854.64	11.92%	23,604.56	14.42%
资产总计	264,511.44	100.00%	259,374.88	100.00%	225,296.31	100.00%	163,662.14	100.00%

注：2016年数据来自2017年年初数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

资产运营效率

公司应收账款周转效率不断下降，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，较多合同涉及签证和设计变更，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，2015-2017年公司应收账款周转天数分别为204.88天、271.09天和292.02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，2015-2017

年分别为96.89天、131.64天和156.92天，使得流动资产周转天数和总资产周转天数均上升。

表 31 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	292.02	271.09	204.88
存货周转天数	8.76	8.80	9.71
应付账款周转天数	143.86	148.25	117.70
净营业周期	156.92	131.64	96.89
流动资产周转天数	429.05	366.20	260.71
固定资产周转天数	3.77	3.52	3.41
总资产周转天数	478.02	420.79	295.39

注：2016年数据来自2017年年初数；近年公司将年报披露的“已完工未结算”部分均计入应收账款核算。
资料来源：公司2015年、2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

目前公司业务主要集中在高端酒店领域，收入规模存在一定局限性；近年公司营业收入有所波动，整体盈利能力持续下滑；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

目前公司业务主要集中在高端酒店领域，收入规模存在一定局限性。公司80%以上营业收入来源于装饰工程业务。受装饰工程业务承接量变动影响，近年公司营业收入呈现一定波动。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，但受宏观经济及下游房地产市场影响，收入仍然存在波动的可能性。近年公司净利润受营业收入波动影响亦呈波动趋势，受占比较高的装饰工程业务毛利率下降影响，公司综合毛利率持续下行，但仍维持在17%以上。得益于2017年公司设计业务规模的快速增长，2017年公司净利润同比增速达到33.13%，高于营业收入同比增速；值得注意的是，公司设计业务盈利能力较强且持续提升，但其规模与装饰工程业务相比仍然较小，若装饰工程业务毛利率继续下降，公司整体盈利能力将面临进一步削弱的风险。

近年公司税金及附加规模下降较多，主要系“营改增”政策影响所致。公司资产减值损失规模较大，大部分为计提的应收账款坏账准备，侵蚀了公司利润，未来需持续关注。

表 32 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	105,518.03	182,503.12	166,385.02	180,566.70
税金及附加	558.60	1,058.39	2,301.96	4,734.05
资产减值损失	5,544.97	4,435.67	8,779.62	5,581.53

营业利润	5,284.25	16,254.43	10,456.97	14,666.31
利润总额	5,247.47	16,295.00	10,849.70	14,491.67
净利润	4,518.74	10,774.06	8,092.62	10,957.65
综合毛利率	17.00%	17.21%	18.44%	18.42%
期间费用率	6.34%	6.29%	5.49%	4.59%
营业利润率	5.01%	8.91%	6.29%	8.12%
总资产回报率	-	7.45%	6.43%	10.79%
净资产收益率	-	8.48%	8.89%	20.14%
营业收入增长率	27.69%	9.69%	-7.85%	0.88%
净利润增长率	19.95%	33.13%	-26.15%	-2.28%

注：2016年数据来自2017年上年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

现金流

近年公司经营性应收项目增加规模较大，经营活动现金流整体表现不佳，日常运营对筹资活动较为依赖

2015-2017年，公司收现比平均值为0.79，主营业务现金回笼情况一般。受净利润波动影响，FFO亦表现有所波动。受装饰施工项目结算工期较长、下游客户较为强势且部分客户拖延结算等因素的影响，近年公司经营性应收项目增加规模较大，且规模远大于存货减少及应付项目增加额，导致公司营运资本变化额持续为负，营运资金被占用较为明显。受主营业务款项回流滞后的影响，2015-2017年公司经营活动现金流量净额分别为-4,316.98万元、-18,614.60万元和2,634.18万元，近三年合计净流出20,297.40万元，经营活动现金流表现不佳。由于行业整体出现一定回暖态势，同时公司进一步加强了应收账款催收力度和对现金流的管控力度，使得2017年公司主营业务收现比有所提升，经营性应收项目增加规模较往年下降，经营性应付项目增加额较往年增长，公司资金使用效率有所提升，当期经营活动现金流表现有所好转，呈净流入状态。

2015-2017年，公司投资活动现金流量净额分别为-706.52万元、-4,615.57万元和-3,807.12万元，主要由公司买卖理财产品、处置子公司、购置固定资产及无形资产等活动产生。2018年1-6月，公司投资活动现金净流出19,883.60万元，净流出规模较以前年度大幅增长，主要系收购亚泰物业股权所致。

近年公司主要通过银行短期借款来满足日常经营所需资金，2016年筹资活动现金流入83,604万元，当期筹资活动现金净流入46,439.61万元，主要系公司IPO上市募集资金规模较大所致。

综上所述，由于所处行业的特殊性，公司承接项目存在较普遍的滚动垫资情况，日常

经营对筹资活动较为依赖。需持续关注下游房地产行情、主要客户的资信情况、公司融资周转能力等影响公司流动性的重要因素。

表 33 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
收现比	0.89	0.92	0.71	0.73
净利润	4,518.74	10,774.06	8,092.62	10,957.65
FFO	10,551.19	19,063.72	16,982.05	17,231.18
营运资本变化	-23,362.34	-16,429.54	-35,596.65	-21,548.17
其中：存货减少（减：增加）	-1,232.28	-1,262.65	542.08	766.77
经营性应收项目的减少（减：增加）	-11,911.79	-23,989.90	-41,662.98	-30,264.18
经营性应付项目的增加（减：减少）	-10,218.27	8,823.01	5,524.25	7,949.24
经营活动产生的现金流量净额	-12,820.48	2,634.18	-18,614.60	-4,316.98
投资活动产生的现金流量净额	-19,883.60	-3,807.12	-4,615.57	-706.52
筹资活动产生的现金流量净额	9,668.70	13,508.86	46,439.61	10,187.83
现金及现金等价物净增加额	-22,932.35	12,078.78	23,277.89	5,226.43

注：2016年数据来自2017年上半年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务主要为短期借款，存在一定的集中偿付压力

由于业务规模扩大，近年公司融资规模及应付项目增长较多，公司负债总额持续上升；得益于IPO及自身经营积累，2018年6月末所有者权益达到132,351.58万元，较2015年末增长124.81%，增速快于负债增速，与2015年末相比，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，2018年6月末公司新增较多短期借款，产权比率较2016年末提升16.94个百分点，达到99.86%。流动负债一直是公司负债的主要构成部分，近年流动负债占负债总额的比重维持在97%以上。

表 34 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	132,159.86	128,552.19	102,129.53	104,789.08
所有者权益	132,351.58	130,822.69	123,166.78	58,873.07
产权比率	99.86%	98.26%	82.92%	177.99%

注：2016年数据来自2017年年初数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应交税费及其他流动负债构成。2017年末短期借款为40,364.59万元，较2015年末大幅增长38.03%；2018年6月末短期借款进一步增

至54,972.09万元，主要系公司经营资金需求增加，扩大银行短期借款所致。2018年6月末短期借款均为公司与银行签订的授信合同，向银行融入的短期资金，其中抵押借款和保证借款占比分别为23.65%、75.80%。2017年末应付账款为63,429.24万元，主要为应付材料供应商材料采购款，期末账龄在一年以内的款项占比为70.42%、账龄在1至2年的款项占比为17.87%，2017年末应付账款前五名情况如表35所示。近年公司应付账款规模持续增长，且占负债总额比重较大，主要系公司业务规模持续增加，且获得了较大的商业信用。公司开展涉及原材料品种较多，可选供应商亦较多，公司根据施工项目实际情况及相关供应商过往合作情况在合同中约定付款政策，通常合同约定的款项有预付款、进度款、结算款和质保金。公司按采购金额或完工进度的一定比例支付款项，对部分主要材料供应商需结算完毕后支付结算款，对部分重要材料供应商需预留一定比例的质保金，因而在期末公司账面形成了较大金额的应付账款，同时导致部分应付账款账龄较长。2018年6月末，公司应付账款下降至53,572.18万元，主要系支付部分原材料等的采购款所致。

表 35 截至 2017 年末公司应付账款前五名情况（单位：万元）

序号	公司名称	账面余额	占比
1	南安达泰石材有限公司	2,876.61	4.00%
2	东莞市中冠家具有限公司	2,555.01	3.55%
3	上海强展实业有限公司	2,212.93	3.07%
4	南安市豪鑫石材贸易有限公司	2,017.15	2.80%
5	东莞市保万装饰工程有限公司	1,983.95	2.76%
	合计	11,645.66	16.18%

资料来源：公司提供

2017年末应交税费为3,119.23万元，近年公司应交税费逐年减少，主要原因是：（1）“营改增”政策实施后，公司不再缴纳营业税；（2）确认收入早于增值税纳税义务发生时点的相关销项税额计入待转销项税，该部分待转销项税在“其他流动负债”中列报；（3）公司自2017年起被认定为高新技术企业，享受15%的所得税优惠税率。2018年6月末应交税费较2017年末增长38.21%，主要系业务规模扩大所致。2018年6月末其他流动负债为8,211.94万元，均为待转销项税，期末余额较以前年度增长主要系公司收入规模扩大带动待转销项税规模扩大所致。

公司非流动负债主要由长期借款构成。2018年6月末长期借款余额为2,107.76万元，全部均为公司向南洋商业银行融入的抵押和保证组合借款，利率在2.25%至4.50%之间。

表 36 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	54,972.09	41.60%	40,364.59	31.40%	22,000.00	21.54%	29,244.34	27.91%
应付账款	53,572.18	40.54%	63,429.24	49.34%	57,330.20	56.13%	54,441.05	51.95%
应交税费	4,311.06	3.26%	3,119.23	2.43%	4,115.74	4.03%	8,625.72	8.23%
其他流动负债	8,211.94	6.21%	7,345.07	5.71%	5,636.41	5.52%	0.00	0.00%
流动负债合计	129,212.37	97.77%	125,851.20	97.90%	99,695.78	97.62%	101,766.93	97.12%
长期借款	2,107.76	1.59%	2,295.32	1.79%	1,712.69	1.68%	2,559.12	2.44%
非流动负债合计	2,947.49	2.23%	2,700.99	2.10%	2,433.75	2.38%	3,022.14	2.88%
负债合计	132,159.86	100.00%	128,552.19	100.00%	102,129.53	100.00%	104,789.08	100.00%
有息债务	57,552.06	43.55%	47,123.31	36.66%	31,618.31	30.96%	38,159.90	36.42%

注：2016年数据来自2017年年初数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债及长期借款构成。截至2018年6月末，公司有息债务合计57,552.06万元，以短期借款为主。根据公司提供的有息债务本金偿还计划表，2018年公司需偿还44,827.99万元，存在一定的集中偿付压力。

偿债能力指标方面，受2016年IPO影响，近年公司所有者权益规模增长较快，2016年末资产负债率显著下降，为满足项目建设资金需求，2017年及2018年1-6月，公司扩大了融资规模，导致2018年6月末资产负债率较2016年末有所上升，达到49.96%。剔除IPO资金及公司自身经营积累情况，公司在日常经营中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，随着业务规模的扩大，近年公司流动资产和流动负债均呈增长趋势，2018年6月末公司流动及速动比率分别为1.66、1.61，均较2015年末有所提升；但值得注意的是，公司应收款项⁹及存货¹⁰等流动性欠佳资产合计占流动资产的比重达71.10%，公司短期偿债能力一般。近年公司EBITDA及其利息保障倍数有所波动，息税前折旧摊销利润对公司利息偿付保障程度较好。但需注意的是，随着本期债券的发行，公司有息债务规模可能大幅增加，届时公司盈利对有息债务本息的偿付保障能力存在削弱的可能性。

表 37 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	49.96%	49.56%	45.33%	64.03%
流动比率	1.66	1.88	1.99	1.38
速动比率	1.61	1.85	1.96	1.34
EBITDA (万元)	7,094.83	18,980.76	13,231.51	16,736.62

⁹ 包括应收票据中的商业承兑汇票、应收账款、预付款项和其他应收款。

¹⁰ 包括应收票据中的商业承兑汇票、应收账款、预付款项、其他应收款、存货、扣除理财产品后的其他流动资产。

EBITDA 利息保障倍数	7.29	10.75	7.98	11.20
有息债务/EBITDA	-	2.48	2.39	2.28
债务总额/EBITDA	-	6.77	7.72	6.26
经营性净现金流/流动负债	-	2.09%	-18.67%	-4.24%
经营性净现金流/负债总额	-	2.05%	-18.23%	-4.12%

注：2016年数据来自2017年年初数及上年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目建设带来的收益是债券本息偿还首要来源，经测算，在不考虑税费影响的情况下，本期债券募投项目预计可实现收入合计59,810.00万元，能够覆盖本期债券本息。其中，募投项目完成后可产生毛利9,550.81万元，毛利率15.97%。但需要关注的是，募投项目施工进度及成本控制受多重因素影响，项目能否于2019年度完工、预计收益能否达到预期存在一定的不确定性。

其次，公司日常经营所产生的现金流是本期债券偿债资金重要来源。2015-2017年公司分别实现营业收入180,566.70万元、166,385.02万元和182,503.12万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为132,498.71万元、118,068.82万元和168,193.94万元，收现比呈提升趋势，经营活动现金净流量转为正值。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。但鹏元也注意到公司设计及装饰工程业务盈利受人工、材料成本上涨影响面临一定压力，收入受未来宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性。

公司应收账款催收可为本期债券偿债资金提供一定保障。公司主要开展建筑装饰工程业务，在实现收入的同时积累了较大规模的应收账款，2018年6月末账面价值为162,864.65万元，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，但鹏元注意到，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。

(二) 本期债券保障措施分析

亚泰一兆提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿付提供了一定保障

本期债券由亚泰一兆提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保人保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起2年。

亚泰一兆成立于1997年，截至2018年6月末，亚泰一兆注册资本及实收资本均为2,000万元，实际控制人为郑忠、邱艾夫妇，其中郑忠和邱艾分别持有亚泰一兆60%及40%股份。

表 38 截至 2018 年 6 月 30 日亚泰一兆股东情况

投资者	认缴出资额 (万元)	持股比例
郑忠	1,200.00	60.00%
邱艾	800.00	40.00%
合计	2,000.00	100.00%

资料来源：亚泰一兆 2018 年半年度财务报告、国家企业信用信息公示系统官方网站，鹏元整理

亚泰一兆经营范围为兴办实业（具体项目另行申报）；受托资产管理（不含保险、证券和银行业务及其他限制项目）；投资管理（不含证券、期货、保险及其它金融业务）；投资咨询（不含人才中介服务、证券及限制项目）。截至2017末，纳入亚泰一兆合并报表范围的子公司包括亚泰国际及亚泰中兆，其中亚泰中兆经营范围为投资管理、投资咨询（不含人才中介、证券、保险、基金、金融业务及其它限制项目）。近年亚泰一兆主要依靠亚泰国际开展业务。

表 39 亚泰一兆营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰工程业务	86,244.91	12.04%	151,525.61	12.31%	141,410.52	14.97%
设计业务	20,499.05	36.85%	32,735.17	38.96%	26,646.39	35.68%
小计	106,743.96	16.80%	184,260.78	17.04%	168,056.91	18.25%
减：内部抵销	1,225.93	0.00%	1,757.66	0.00%	1,671.89	0.00%
合计	105,518.03	17.00%	182,503.12	17.21%	166,385.02	18.44%

注：2016 年数据来自 2017 年上半年数。

资料来源：亚泰一兆 2017 年审计报告及公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，亚泰一兆资产总额为26.79亿元，归属于母公司的所有者权益为7.66亿元，资产负债率为48.43%；2017年度，亚泰一兆实现营业收入18.25亿元，净利润

1.08亿元，经营活动现金净流入0.25亿元。

截至2018年6月30日，亚泰一兆资产总额为28.78亿元，归属于母公司的所有者权益为7.85亿元，资产负债率为51.14%；2018年1-6月，亚泰一兆实现营业收入10.55亿元，净利润0.36亿元，经营活动现金净流出2.76亿元。

表 40 亚泰一兆主要财务指标

项目	2018年6月	2017年	2016年
总资产(万元)	287,819.99	267,936.76	231,061.60
归属于母公司所有者权益(万元)	78,474.95	76,567.45	70,702.11
有息债务(万元)	72,552.06	47,123.31	31,618.31
资产负债率	51.14%	48.43%	44.21%
剔除预收款项后的资产负债率	49.16%	47.80%	44.16%
流动比率	1.78	1.87	2.01
速动比率	1.74	1.83	1.98
营业收入(万元)	105,518.03	182,503.12	166,385.02
投资收益(万元)	298.96	1,780.07	0.52
营业利润(万元)	4,141.20	16,253.23	10,059.02
利润总额(万元)	4,104.41	16,293.81	10,451.75
净利润(万元)	3,550.17	10,772.86	7,694.66
综合毛利率	17.00%	17.21%	18.44%
总资产回报率	-	7.24%	-
EBITDA(万元)	6,535.03	19,230.92	13,052.22
EBITDA利息保障倍数	4.84	10.90	7.87
经营活动现金流净额(万元)	-27,610.88	2,505.24	-18,698.92

资料来源：亚泰一兆 2017 年审计报告及 2018 年半年度财务报告，鹏元整理

近年亚泰一兆经营稳定，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿付提供了一定保障。

九、或有事项

1、未结清保函

截至2018年6月末，公司存在未结清保函金额13,147.23万元，明细如下表所示。

表 41 截至 2018 年 6 月末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	315.14	中国银行深南支行
履约保函	615.71	浦发银行深圳分行

履约保函	5,400.31	中国建设银行国会大厦支行
投标保函	50.00	浦发银行深圳分行
投标保函	10.00	宁波银行深圳分行
投标保函	80.00	中国建设银行国会大厦支行
投标保函	486.00	中国银行深南支行
融资类保函	6,190.06	宁波银行深圳分行
合计	13,147.23	-

资料来源：公司2018年半年度财务报告

2、未决诉讼情况

近年公司较主要的未决诉讼共有4起，整体涉及金额不大，对公司经营影响不大。

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	33,083.20	56,957.84	46,175.98	22,189.76
应收票据	2,928.05	4,184.26	198.44	746.00
应收账款	162,864.65	155,128.56	140,957.16	109,628.33
预付款项	2,239.44	2,166.26	1,065.38	881.03
其他应收款	4,262.48	3,615.74	2,796.16	2,550.20
存货	5,542.13	4,309.84	3,047.19	3,589.27
其他流动资产	3,280.64	10,211.28	4,201.36	473.00
流动资产合计	214,200.59	236,573.79	198,441.67	140,057.58
投资性房地产	23,053.99	10,451.63	1,867.72	1,960.78
固定资产	15,309.12	2,210.41	1,609.76	1,641.13
在建工程	599.47	19.72	0.00	0.00
无形资产	2,962.06	2,818.60	4,532.52	4,564.48
商誉	354.42	354.42	354.42	354.42
长期待摊费用	199.43	212.84	43.91	162.54
递延所得税资产	6,645.90	5,635.08	8,001.23	5,738.82
其他非流动资产	1,186.45	1,098.40	10,445.08	9,182.39
非流动资产合计	50,310.85	22,801.09	26,854.64	23,604.56
资产总计	264,511.44	259,374.88	225,296.31	163,662.14
短期借款	54,972.09	40,364.59	22,000.00	29,244.34
应付票据	0.00	3,648.38	6,911.69	5,186.61
应付账款	53,572.18	63,429.24	57,330.20	54,441.05
预收款项	5,688.95	3,270.20	213.40	660.25
应付职工薪酬	1,537.16	3,736.37	2,413.50	2,388.00
应交税费	4,311.06	3,119.23	4,115.74	8,625.72
应付股利	69.23	0.00	0.00	0.00
其他应付款	377.56	123.09	80.90	51.13
一年内到期的非流动负债	472.21	815.02	993.94	1,169.84
其他流动负债	8,211.94	7,345.07	5,636.41	0.00
流动负债合计	129,212.37	125,851.20	99,695.78	101,766.93
长期借款	2,107.76	2,295.32	1,712.69	2,559.12
预计负债	464.73	405.67	721.06	463.03
递延收益	375.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2,947.49	2,700.99	2,433.75	3,022.14
负债合计	132,159.86	128,552.19	102,129.53	104,789.08

股本	18,000.00	18,000.00	18,000.00	13,500.00
资本公积	61,710.44	61,710.44	61,710.44	10,009.84
其他综合收益	116.29	31.77	-36.78	-120.75
专项储备	1,342.45	816.77	403.51	486.98
盈余公积	5,139.72	5,139.72	4,154.65	3,402.32
未分配利润	46,046.89	45,125.68	38,934.96	31,594.67
归属于母公司所有者权益合计	132,355.78	130,824.38	123,166.78	58,873.07
少数股东权益	-4.21	-1.68	0.00	0.00
股东权益合计	132,351.58	130,822.69	123,166.78	58,873.07
负债和所有者权益总计	264,511.44	259,374.88	225,296.31	163,662.14

注：2016 年数据来自 2017 年年初数。

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报告

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	105,518.03	182,503.12	166,385.02	180,566.70
其中：营业收入	105,518.03	182,503.12	166,385.02	180,566.70
二、营业总成本	100,371.47	168,079.69	155,924.99	165,900.39
其中：营业成本	87,582.12	151,097.46	135,707.18	147,302.54
税金及附加	558.60	1,058.39	2,301.96	4,734.05
销售费用	1,176.27	1,899.03	1,487.81	1,298.55
管理费用	4,776.84	7,048.27	6,086.81	5,534.77
财务费用	732.66	2,540.87	1,561.61	1,448.95
资产减值损失	5,544.97	4,435.67	8,779.62	5,581.53
加：投资收益（损失以“-”号填列）	130.18	1,500.44	0.00	0.00
资产处置收益（损失以“-”号填列）	5.06	-1.69	-3.06	0.00
其他收益	2.45	332.24	0.00	0.00
三、营业利润	5,284.25	16,254.43	10,456.97	14,666.31
加：营业外收入	28.08	176.74	643.06	228.98
减：营业外支出	64.86	136.16	250.33	403.62
四、利润总额	5,247.47	16,295.00	10,849.70	14,491.67
减：所得税费用	728.73	5,520.94	2,757.08	3,534.01
五、净利润	4,518.74	10,774.06	8,092.62	10,957.65

注：2016年数据来自2017年上年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告

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	93,599.98	168,193.94	118,068.82	132,498.71
收到的税费返还	263.59	143.45	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	675.07	634.42	770.30	368.32
经营活动现金流入小计	94,538.64	168,971.81	118,839.12	132,867.04
购买商品、接受劳务支付的现金	87,775.77	135,685.06	111,161.87	109,610.52
支付给职工以及为职工支付的现金	13,296.61	17,204.12	14,484.10	15,209.39
支付的各项税费	3,401.99	9,256.33	8,564.83	9,667.99
支付其他与经营活动有关的现金	2,884.75	4,192.12	3,242.92	2,696.12
经营活动现金流出小计	107,359.12	166,337.63	137,453.72	137,184.02
经营活动产生的现金流量净额	-12,820.48	2,634.18	-18,614.60	-4,316.98
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	15,000.00	62,400.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	130.18	546.68	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	9.00	2.40	10.00	0.06
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,644.28	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	15,139.18	65,593.36	10.00	0.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,272.23	1,200.48	425.57	706.58
投资支付的现金	8,000.00	68,200.00	4,200.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	25,750.54	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	35,022.78	69,400.48	4,625.57	706.58
投资活动产生的现金流量净额	-19,883.60	-3,807.12	-4,615.57	-706.52
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	57,604.00	0.00
取得借款收到的现金	36,227.49	55,002.99	26,000.00	33,222.84
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	152.04
筹资活动现金流入小计	36,227.49	55,002.99	83,604.00	33,374.88
偿还债务支付的现金	22,054.75	36,129.02	34,480.12	19,573.23
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,504.04	5,365.10	1,657.87	3,493.81
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1,026.40	120.00
筹资活动现金流出小计	26,558.79	41,494.13	37,164.39	23,187.05
筹资活动产生的现金流量净额	9,668.70	13,508.86	46,439.61	10,187.83
四、汇率变动对现金及现金等价物	103.04	-257.14	68.45	62.10

的影响

五、现金及现金等价物净增加额	-22,932.35	12,078.78	23,277.89	5,226.43
加：期初现金及现金等价物余额	55,985.55	43,906.77	20,628.88	15,402.44
六、期末现金及现金等价物余额	33,053.20	55,985.55	43,906.77	20,628.88

注：2016 年数据来自 2017 年上年数。

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报告

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	4,518.74	10,774.06	8,092.62	10,957.65
加：资产减值准备	5,544.97	4,435.67	8,779.62	5,581.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	721.27	729.07	393.27	325.01
无形资产摊销	114.01	119.65	210.60	275.64
长期待摊费用摊销	38.81	71.93	120.07	150.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-5.06	1.69	3.06	0.07
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	15.72	0.70	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	755.46	2,078.72	1,619.68	1,468.03
投资损失（收益以“-”号填列）	-130.18	-1,500.44	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,006.84	2,337.64	-2,237.57	-1,527.23
存货的减少（增加以“-”号填列）	-1,232.28	-1,262.65	542.08	766.77
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-11,911.79	-23,989.90	-41,662.98	-30,264.18
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-10,218.27	8,823.01	5,524.25	7,949.24
其他	-9.34	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-12,820.48	2,634.18	-18,614.60	-4,316.98

注：2016年数据来自2017年上半年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	-	292.02	271.09	204.88
存货周转天数	-	8.76	8.80	9.71
应付账款周转天数	-	143.86	148.25	117.70
净营业周期	-	156.92	131.64	96.89
流动资产周转天数	-	429.05	366.20	260.71
固定资产周转天数	-	3.77	3.52	3.41
总资产周转天数	-	478.02	420.79	295.39
综合毛利率	17.00%	17.21%	18.44%	18.42%
期间费用率	6.34%	6.29%	5.49%	4.59%
营业利润率	5.01%	8.91%	6.29%	8.12%
总资产回报率	-	7.45%	6.43%	10.79%
净资产收益率	-	8.48%	8.89%	20.14%
营业收入增长率	27.69%	9.69%	-7.85%	0.88%
净利润增长率	19.95%	33.13%	-26.15%	-2.28%
收现比	0.89	0.92	0.71	0.73
FFO	10,551.19	19,063.72	16,982.05	17,231.18
营运资本变化	-23,362.34	-16,429.54	-35,596.65	-21,548.17
产权比率	99.86%	98.26%	82.92%	177.99%
有息债务	57,552.06	47,123.31	31,618.31	38,159.90
资产负债率	49.96%	49.56%	45.33%	64.03%
流动比率	1.66	1.88	1.99	1.38
速动比率	1.61	1.85	1.96	1.34
EBITDA (万元)	7,094.83	18,980.76	13,231.51	16,736.62
EBITDA 利息保障倍数	7.29	10.75	7.98	11.20

注：2016年数据来自2017年年初数及上年数。

资料来源：公司2015年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报告

附录五 2015-2017年及2018年1-6月公司前十大产值项目明细(单位:万元)

年份	序号	项目名称	客户名称	合同金额	当期确认收入	累计确认收入	完工进度
2018年1-6月	1	上海世茂深坑酒店一标段精装修工程(坑上1F\2F, B14F-B15F, 电梯轿箱区域)	上海世茂新体验置业有限公司	3,666.00	2,795.66	3,606.34	98.00%
	2	西安中晶洲际华邑酒店公共区、客房区室内精装修EPC工程合同	西安中晶实业有限公司	10,780.00	3,340.58	3,440.80	32.00%
	3	西安洲际酒店项目精装修	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	25,000.00	395.28	434.81	2.00%
	4	杭政储出(2014)4号地块商业商务用房酒店装修设计采购施工工程总承包项目合同	杭州万豪房地产开发有限公司	12,314.16	710.08	781.09	6.00%
	5	大理 KARAWACI 养生度假酒店精装修工程施工合同	大理大声旅业有限公司	2,500.00	86.69	95.36	4.00%
	6	会展湾南岸广场酒店精装修及机电工程(深圳华侨城皇冠)	江苏省华建建设股份有限公司深圳分公司	18,716.28	4,615.48	5,119.48	27.00%
	7	华润城项目润府三期C标段精装修指定分包工程	华润建筑有限公司	9,393.41	802.27	900.52	10.00%
	8	陕西淳化姜家河煤矿有限公司接待中心装修工程施工合同	陕西淳化姜家河煤矿有限公司	1,045.50	721.91	797.68	76.00%
	9	桐乡高铁站凯悦嘉轩酒店设计、采购、施工总承包合同(EPC合同)	桐乡市安泰养老产业开发有限公司	4,600.00	431.57	474.73	10.00%
	10	平安金融中心南塔项目L36-L41酒店客房域精装修工程	深圳平安金融中心建设发展有限公司	7,930.17	344.53	354.87	4.00%
2017年	1	湘西旅游集散中心(金湘玺接待中心)项目室内装饰装修分包合同	湖南省建筑工程集团总公司	15,800.00	10,973.32	12,180.39	77.09%
	2	徐州宝信君澜度假酒店室内装修及机	徐州市宝信酒店管理有限公司	12,500.00	9,966.58	11,062.90	88.50%

	电安装工程 EPC 合同（设计采购施工一体化）	司						
3	四川广安富盈铂尔曼酒店装修工程施工合同	广安市富盈酒店有限公司	15,911.46	9,046.65	9,346.06	58.74%		
4	中洲华府商业大厦公寓 28F 至 37F 交楼标准	深圳市中洲宝城置业有限公司	10,400.00	8,212.38	10,400.00	100.00%		
5	罗浮宫国际家具博览中心索菲特酒店	广东罗浮宫国际家具博览中心有限公司	19,028.00	5,472.32	19,028.00	100.00%		
6	华润深圳湾综合发展项目柏瑞华远（南区住宅）	华润置地（深圳）发展有限公司	11,337.99	5,217.76	5,614.45	49.52%		
7	博林天瑞酒店客房区（六至二十四层等）精装修工程	深圳博林天瑞酒店有限公司	6,413.39	4,542.68	4,678.96	72.96%		
8	烟台万豪酒店及商务办公楼万豪酒店公共区及客房区精装修工程施工合同	烟台鑫广酒店管理有限公司	11,064.77	4,446.88	4,580.29	41.40%		
9	青岛万达东方影都六星文华酒店公共区精装修工程	青岛万达东方影都投资有限公司	4,092.84	3,973.63	4,092.84	100.00%		
10	北京梵悦 108 项目批量精装修工程合同（三标段）	翰林阁房地产（北京）有限公司	4,903.12	3,778.74	4,808.35	98.07%		
2016 年	1	罗浮宫国际家具博览中心索菲特酒店	广东罗浮宫国际家具博览中心有限公司	14,628.00	11,147.97	13,391.51	91.55%	
	2	厦门正元希尔顿酒店室内精装修工程	厦门正元置业有限公司	7,000.00	6,466.91	6,660.91	95.16%	
	3	深长城金融中心 A 座酒店（客房）装饰工程	深圳市香江置业有限公司	24,725.67	5,642.72	24,725.67	100.00%	
	4	海西首座 E36 地块 3#楼精装修工程 I 标段	厦门兆裕房地产开发有限公司	5,549.60	5,362.86	5,511.31	99.31%	
	5	北京通盈中心酒店客房区精装修工程	北京通盈房地产开发有限公司	9,998.26	5,042.57	9,998.26	100.00%	
	6	北京通盈中心酒店公共区精装修工程	北京通盈房地产开发有限公司	9,980.18	5,033.45	9,980.18	100.00%	
	7	首座二期万豪酒店（8-24 层）装饰装修工程施工合同	成都大鸿置业有限公司	5,450.00	4,794.42	5,450.00	100.00%	
	8	武汉中央文化区 K4 地块 1-2#楼豪宅精装修工程	武汉万达东湖置业有限公司	5,360.12	4,666.41	5,360.12	100.00%	

2015年	9	缅甸泛太平洋客房	City Square Hotel Co.,Ltd.	USD 1,596.49	4,655.37	4,655.37	39.94%
	10	泛海国际大酒店(钓鱼台)室内精装修施工工程(一标段)施工承包合同	浙江泛海建设投资有限公司	5,000.00	4,362.11	5,000.00	100.00%
	1	三亚理文索菲特酒店(一层、负一层区域、总统套房、SK套房精装修工程)	三亚皇圃大酒店有限公司	15,000.00	10,013.25	10,013.25	66.76%
	2	深长城金融中心写字楼装饰工程	深圳市香江置业有限公司	20,691.66	9,479.04	20,691.66	100.00%
	3	外滩国际金融服务中心北-3楼上海万达瑞华酒店公共区室内精装修工程分包合同	上海万达酒店投资有限公司	9,738.55	8,597.59	9,189.20	94.36%
	4	深长城金融中心A座酒店(客房)装饰工程	深圳市香江置业有限公司	19,448.53	7,867.02	18,992.43	97.65%
	5	华宇·北城中央16#地块1#楼1-17F室内装饰工程施工合同	重庆华宇物业(集团)有限公司	7,460.00	7,019.15	7,019.15	94.09%
	6	北京通盈洲际中心32-33、35-36层复式公寓装修工程	北京通盈房地产开发有限公司	12,400.75	6,132.05	6,132.05	49.45%
	7	贵州安顺希尔顿逸林酒店精装修工程	安顺兰泰置业有限公司	9,640.65	6,079.96	6,881.53	71.38%
	8	广东金融高新技术服务区桂城街89区A地块商业发展项目友邦金融中心二座之供应及安装室内精装修专业分包工程	佛山市集扬物业发展有限公司	8,000.00	5,774.87	5,774.87	72.19%
9	南昌万达城六星(文华)酒店公共区室内精装修工程	南昌万达城投资有限公司	5,298.90	5,254.88	5,254.88	99.17%	
10	北京通盈中心酒店客房区精装修工程	北京通盈房地产开发有限公司	9,998.26	4,944.05	4,944.05	49.45%	

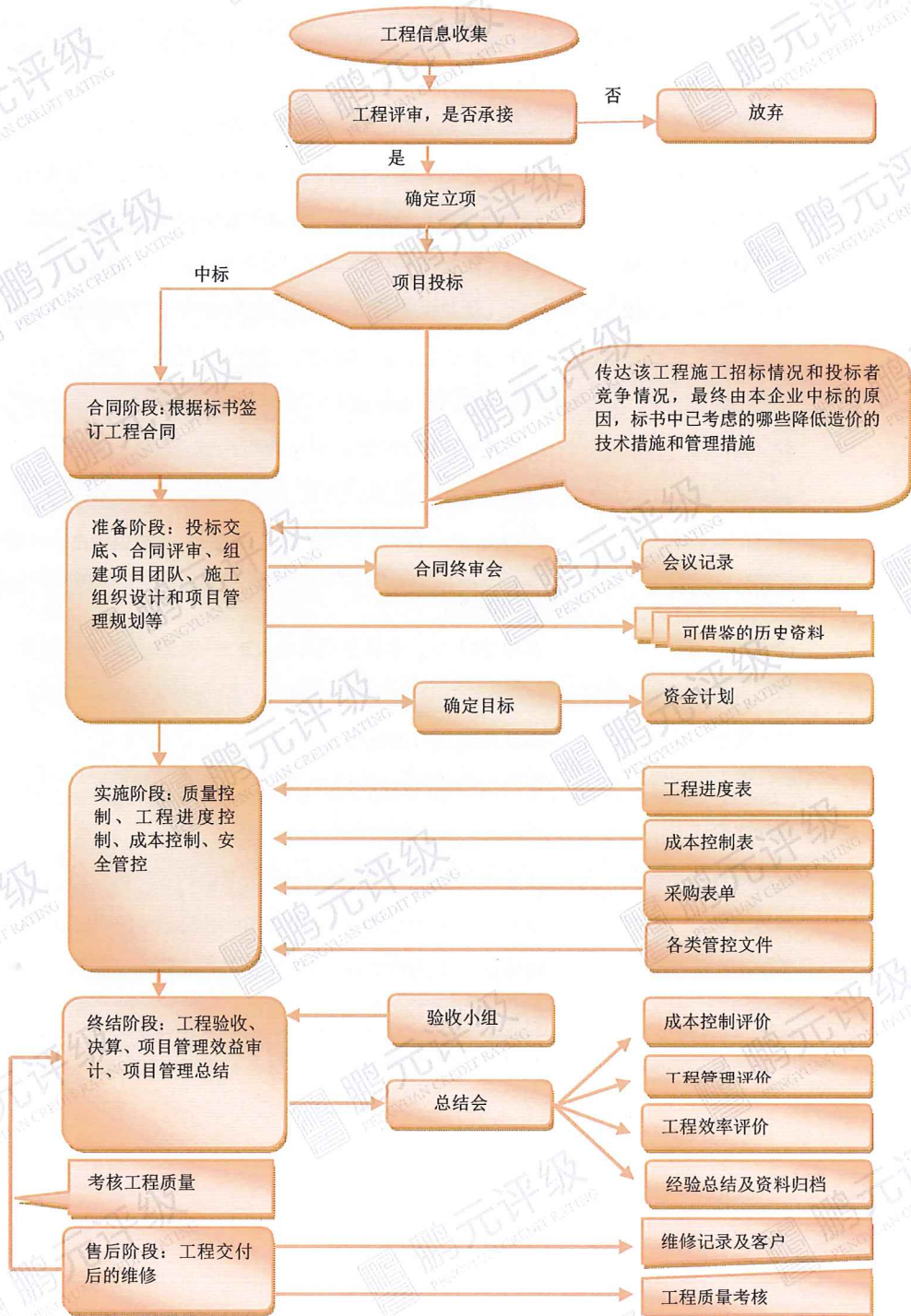
资料来源：公司提供

附录六 公司设计业务流程



资料来源：公司提供

附录七 公司装饰施工业务流程



资料来源：公司提供

附录八 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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款
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 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少

附录九 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。