

2019 年深圳市亚泰国际建设股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【535】号 01

债券简称：亚泰转债
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
债券剩余规模：4.8 亿元
债券到期日期：2025 年
4 月 17 日
债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，到期一次还
本，附债券赎回及回售
条款

分析师

姓名：
王强 刘伟强

电话：
0755-82872611

邮箱：
wangq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年深圳市亚泰国际建设股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 24 日	2018 年 8 月 31 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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）及其 2019 年 4 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：跟踪期内公司业务资质继续完善，目前装饰工程业务及设计业务资质较为齐全且仍具有较高协同性；目前公司在手订单规模较大，未来短期内收入来源较有保障；同时中证鹏元也关注到，公司应收款项规模持续增长，资产减值损失对利润侵蚀较大，存在一定的集中偿付压力和或有负债等风险因素。

正面：

- 跟踪期内公司业务资质继续完善，目前装饰工程业务及设计业务资质较为齐全且仍具有较高协同性。公司具有《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装饰装修工程专业承包壹级》资质，跟踪期内新增四项工程类资质，业务资质继续完善。以装饰工程为基准口径，2018 年公司实现 EPC 项目收入 8.81 亿元，占比达到 48.60%，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。
- 公司主营业务稳步发展，目前在手订单规模较大，未来短期内收入来源较有保障。2018 年公司实现营业收入 23.01 亿元，同比增长 26.06%，综合毛利率提升 1.51 个百分点至 21.97%。截至 2019 年 3 月末，公司装饰工程累计已中标未签订单金额 5.61 亿元，已签约未完工在手订单金额 25.94 亿元；设计业务累计已中标未签订单

金额 0.95 亿元，已签约未完工在手订单金额 18.27 亿元。在手订单规模较大，未来短期内收入来源较有保障。

关注：

- **公司应收款项¹规模持续增长，对营运资金占用较为明显且资产减值损失对利润侵蚀较大。**截至 2018 年末，公司应收款项账面价值增至 17.59 亿元，占总资产的比重达到 63.40%，应收款项回款时间不确定且存在一定的回收风险，对公司营运资金形成较大占用。2018 年因坏账准备及实际坏账损失不断抬升，当期资产减值损失达到 12,528.94 万元，同比大幅增长 182.46%，严重削弱了公司利润水平，未来需持续关注应收款项回收情况。
- **公司有息债务主要为短期借款，存在一定的集中偿付压力。**截至 2019 年 3 月末，公司有息债务规模为 4.34 亿元，占总负债的比重为 35.93%，其中短期借款 4.11 亿元，短期内存在一定的集中偿付压力。
- **公司可能面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司存在一笔对亚泰国际（菲律宾）有限公司的担保，担保金额 1 亿元，与所有者权益之比为 7.14%，本次担保由公司控股股东郑忠先生提供反担保，公司可能面临一定的或有负债风险。

¹ 包括应收票据、应收账款及其他应收款。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	262,441.21	277,499.56	259,374.88	225,296.31
归属于母公司所有者权益合计	141,741.19	140,103.42	130,824.38	123,166.78
有息债务	43,371.25	53,397.40	47,123.31	31,618.31
资产负债率	46.00%	49.51%	49.56%	45.33%
流动比率	1.79	1.68	1.88	1.99
速动比率	1.69	1.63	1.85	1.96
营业收入	49,006.76	230,054.58	182,503.12	166,385.02
资产减值损失	1,947.91	12,528.94	4,435.67	8,779.62
营业利润	2,941.51	13,081.78	16,274.16	10,456.97
净利润	2,377.54	11,422.27	10,774.06	8,092.62
综合毛利率	20.27%	21.97%	20.46%	18.44%
总资产回报率	-	5.80%	7.45%	6.43%
EBITDA	-	17,829.10	18,980.76	13,231.51
EBITDA 利息保障倍数	-	8.15	10.75	7.98
经营活动现金流净额	24.13	-2,392.46	2,634.18	-18,614.60

注：2016年数据来自2017年审计报告期初数，2017年数据来自2018年审计报告期初数。
 资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

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

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月17日发行6年期4.8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程、西安洲际酒店项目精装修工程、遵义喜来登酒店装饰工程项目。截至2019年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为46,666.23万元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年3月31日，公司注册资本及股本仍为18,000万元，公司股份总数为18,000万股，深圳市亚泰一兆投资有限公司（以下简称“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²（持股60%）、邱艾（持股40%），郑忠与邱艾为夫妻关系。截至2019年3月31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、深圳市亚泰中兆投资管理有限公司（以下简称“亚泰中兆”）间接持有公司53.09%的股份，为公司实际控制人。截至2019年3月31日，公司前十大股东明细如表1所示。

表 1 截至 2019 年 3 月 31 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%
周奇平	境内自然人	0.56%
中信银行股份有限公司-建信中证 500 指数增强型证券投资基金	其他	0.48%
法国兴业银行	境外法人	0.31%

资料来源：公司2019年第一季度报告

跟踪期内，公司经营范围新增房屋租赁及物业管理，目前主营业务仍是建筑装饰设计、

² 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。

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。2018年，纳入公司合并报表范围的子公司新增2户，减少1户。截至2018年末纳入公司合并报表范围的子公司共11户。

表 2 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
亚泰国际（越南）有限公司	100.00%	228,000 万越南盾	工程施工	新设
深圳市亚泰国际物业服务有限公司 （以下简称“亚泰物业”）	100.00%	7,686.51	自有物业租赁	收购
2、2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
惠州市亚泰高科设计产业有限公司	-	2,000.00	设计、木制品销售	处置

资料来源：公司 2018 年审计报告、全国企业信用信息公示系统

三、运营环境

2018年基建投资增速整体有所下降，对公装行业增长造成较大负面影响；“基建补短板”政策初现成效，随着基建投资的回暖，公装行业2019年增速或有所改善

公共建筑装修的下游主要为交通运输类建筑（包括机场、火车站、汽车客运站等）、办公建筑、商业建筑、科教文卫建筑以及旅游建筑等，因此公装行业增长与基建投资增速相关度较高。受经济结构转型、基建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%。目前公装行业正从以建筑数量、面积迅速扩张为核心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。

受PPP清库投资放缓及地方政府债务压力加大、去杠杆政策频出、资金面趋紧影响，2018年以来基建投资增速下滑至近年来的最低点，2018年9月基建同比增速仅为3.30%。从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。随着“基建领域补短板”相关政策出台，2018年10月基建投资增速企稳，但从整体来看2018年基建投资增速下降的趋势。受此影响，2018年建筑装饰上市公司公装业务新签订单增速整体呈下降趋势，并且2018年第四季度新签订单数同比下降22.08%。

2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全

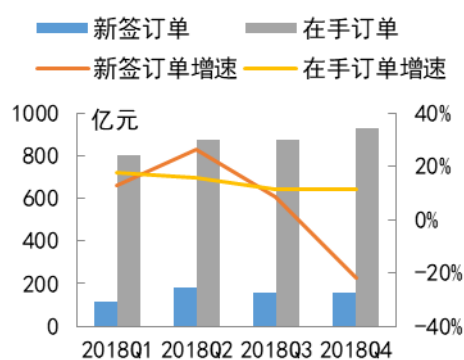
年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

2019年亦是债券集中偿付年，较2018年偿债压力更大，地方政府债务压力仍较大，在稳健中性的货币政策下，城投债等资金面能否放宽仍存在不确定性；因此2019年的基建投资不同于往年大水漫灌，而在于稳健复苏，受此影响2019年公装行业增长情况或较2018年有所改善。

图1 2018年10月以来基建投资增速触底回升，但仍处于较低水平



图2 2018年Q2以来，建筑装饰上市公司公装业务新签订单增速持续下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

房地产市场景气度持续回落，2019年家装行业市场增速或将持续降低

家装行业具有增量市场与存量市场二重性，增量市场主要为新建住宅的初次装修；存量市场则主要为功能性改造、扩建等再装饰，包括旧房自主翻新和二手房翻新装修。目前国内城镇化建设仍有较大空间，大多数城市仍以增量市场为主；仅部分城镇化水平较高的一二线城市逐步进入存量市场。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%。

家装增量市场受房地产市场发展情况影响较大。房屋新开工方面，2018年全国住宅新开工面积同比增长19.70%，较上年提高9.20个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是2018年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，预计2019年住宅新开工面积增速回落。房屋竣工方面，由于房地产

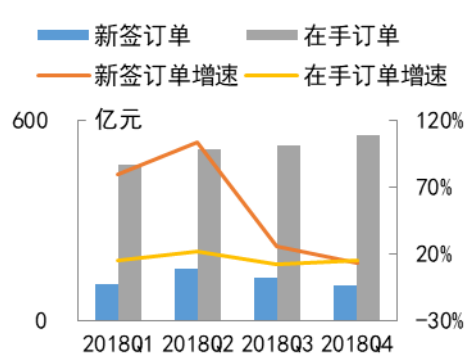
企业资金压力较大,施工进度和竣工进度均明显滞后,导致2018年住宅竣工面积不断缩减,全年较2017年减少8.10%。2019年1-4月房地产企业融资环境有所好转,融资成本有所降低,但中共中央政治局4月19日召开会议再次强调:要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。因此,预计对房地产企业资金侧监管仍然存在,2019年房地产企业尤其是中小房地产企业,仍将面临较大的资金压力,2019年住宅竣工面积增速可能仍然较小。受住宅竣工面积不断减少影响,2018年建筑装饰上市公司家装业务新签订单增速持续下降。在2019年住宅新开工面积和竣工面积增速均将放缓的背景下,2019年家装增量市场增速或将持续降低。

图3 2019年住宅新开工面积和竣工面积增速预计有所回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图4 2018年建筑装饰上市公司家装业务新签订单增速有所下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

住宅改造性装修需求则与二手房交易情况相关度较高,近年来我国二手房市场也不断成熟,由于一线城市城镇化水平较高,土地供应与新房建设规模的逐步建设,二手房交易将逐步成为市场交易的主导力量,其中北京和上海率先进入存量房市场,二手房成交面积不断提高。2015-2016年大部分一线城市二手房成交面积出现了较大的增长,但是自2016年10月国内房地产调控以来,国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策;一线城市,除广州外,均出现二手房量价齐跌的情况;广州二手房成交面积增速也明显变化。随着房地产调控政策推行,中证鹏元预计,2019年二手房交易量仍将处于较低水平,家装行业存量市场增速也将维持在较低水平。

建筑装饰行业集中度有望提高,受政策影响,龙头企业融资情况或有所改善

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。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，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。

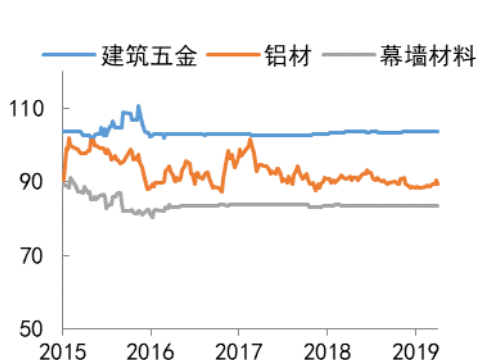
在金融严监管、去杠杆政策的综合作用下，民营企业融资情况受到较大冲击。为了缓解民营企业融资困境，2018年下半年以来多部委出台了有关政策，包括鼓励商业银行提高对民营企业的贷款支持，多渠道为民营企业提供增信服务，拓宽民营企业融资渠道等。中共中央政治局2019年4月19日召开会议强调，要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。随着政府出台一系列支出民企融资的举措，部分信用优良、经营稳健的优质企业融资环境将会得到一定改善，2019年龙头企业融资环境或有改善。

建筑五金材料价格相对稳定，玻璃价格预计仍将维持高位区间，但后续面临下行压力

建筑装饰行业上游为石材、板材、五金材料、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。

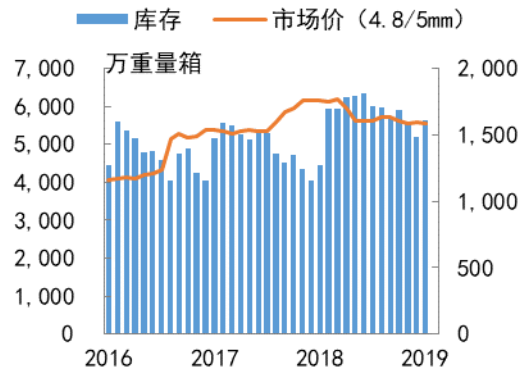
2018年以来，建筑五金及幕墙材料价格相对稳定，铝材价格指数波动幅度在5%左右，而玻璃价格呈增长趋势。受限于产业规模效应，玻璃行业形成了区别于大多数制造业的分散格局，行业自身竞争较为激烈。此外，玻璃上游纯碱行业集中度高且相对稳定，重油和天然气等燃料供应都属垄断性供应，与下游房地产行业相较，玻璃生产企业规模有限，决定平板玻璃企业对上、下游议价能力均较弱。从玻璃历史价格来看，价格变化主要受需求端调节，供给调整影响有限。基于2019年整体市场需求有望维持，同时供给存在一定收缩，因此产品价格预计仍将维持高位区间。但后续随着房地产市场景气度下降影响，市场需求或有下降，从而导致玻璃价格存在下行压力。

图5 2015-2019年4月建筑五金及五金材料价格指数较为稳定



资料来源：工商业联合会，中证鹏元整理

图6 玻璃价格受需求端调节明显，且2019年价格存在下行压力



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、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。2018年公司实现营业收入23.01亿元，同比增长26.06%，装饰工程及设计业务均得到稳步发展。从收入结构来看，2018年装饰工程业务收入占比78.84%，较上年有所下降但仍是公司收入主要构成。毛利率方面，得益于设计业务毛利率的提升，2018年公司综合毛利率提升1.51个百分点至21.97%。公司其他业务为软装及北京房产租赁，出于谨慎性考虑，公司对北京房产按20年计提折旧，导致租赁成本大于租赁收入，毛利率为负。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰工程业务	39,507.26	13.29%	181,368.68	12.92%	151,525.61	14.45%
设计业务	9,426.71	50.05%	47,768.51	57.65%	30,977.51	49.86%
其他业务	72.80	-46.25%	917.39	-46.98%	0.00	-
合计	49,006.76	20.27%	230,054.58	21.97%	182,503.12	20.46%

资料来源：公司2017-2018年年度报告及公司提供

跟踪期内公司业务资质继续完善，目前装饰工程业务及设计业务资质较为齐全且仍具有较高协同性

公司具有《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装修装饰工程专业承包壹级》资质，跟踪期内新增电子与智能化工程专业承包贰级、防水防腐保温工程专业承包贰级、建筑机

电安装工程专业承包叁级、古建筑工程专业承包叁级四项资质。整体来看，公司装饰工程业务及设计业务资质较为齐全，跟踪期内业务继续稳步发展。

表 4 截至 2019 年 4 月末公司主要资质情况

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			
	电子与智能化工程专业承包贰级			
	防水防腐保温工程专业承包贰级			
	建筑机电安装工程专业承包叁级			
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	2023 年 11 月 27 日 ³

资料来源：公司 2017-2018 年年度报告及公司提供

近年公司承接EPC项目较多，以装饰工程为基准口径，2018年公司实现EPC项目收入8.81亿元，占比较上年下降但仍达到48.60%，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。

表 5 2018 年公司 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	EPC 项目	309,770.52	58.81%	88,141.60	48.60%	33	50.00%
	非 EPC 项目	216,946.67	41.19%	93,227.07	51.40%	33	50.00%
	小计	526,717.19	100.00%	181,368.68	100.00%	66	100.00%

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；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；公司核心竞争力仍有待提升。

2018年公司装饰工程业务稳步发展，目前装饰工程在手订单金额较大，未来短期内收入来源较有保障，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

2018年公司装饰工程业务收入181,368.68万元，同比增长19.70%；毛利率为12.92%，

³ 公司于报告期内对所拥有的《建筑装饰工程设计专项甲级》进行了续期，其有效期更新至 2023 年 11 月 27 日。

较小幅下降1.53个百分点，主要系毛利率项目差异及成本上升影响。当期装饰工程业务收入中高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼项目占比分别为64.25%、20.75%、6.40%，其中酒店类项目收入占比有所下降但仍然处于高位。

表 6 2017-2018 年公司装饰工程收入构成明细（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	116,533.94	64.25%	101,568.61	67.03%
高品质住宅	37,634.03	20.75%	34,343.51	22.67%
高档写字楼	11,605.53	6.40%	6,516.59	4.30%
其他	15,595.17	8.60%	9,096.90	6.00%
合计	181,368.68	100.00%	151,525.61	100.00%

资料来源：公司提供

2018年装饰工程业务承接项目主要包括西安洲际酒店项目精装修工程、会展湾南岸广场酒店精装修及机电工程、佳逸酒店项目精装修施工工程等，前十大产值项目明细如下表所示。前十大产值项目当期确认收入合计7.93亿元，占装饰工程收入比重为43.74%，集中程度一般。具体情况来看，前十大产值项目中6个均为EPC项目，相对较好发挥了CCD品牌、设计业务的协同效应；此外，前十大产值项目中8个均为酒店类业务且项目分布较分散，反映公司在酒店类业务竞争力较强，区域集中度相对较低，但亦存在业务单一化风险。

表 7 2018 年公司装饰工程前十大产值项目明细（单位：万元）

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	是否 EPC
西安洲际酒店项目精装修工程	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	29,648.00	13,321.35	13,321.35	44.93%	是
会展湾南岸广场酒店精装修及机电工程	江苏省华建建设股份有限公司深圳分公司	18,716.28	10,516.59	11,610.71	62.04%	否
佳逸酒店项目精装修施工工程	佳逸酒店管理有限公司	12,000.00	10,313.81	11,459.09	95.49%	是
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	9,724.18	10,015.91	92.91%	是
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	7,734.64	8,508.10	69.09%	否
湘西旅游集散中心(金湘玺接待	湖南省建筑工程集团总公司	19,800.00	6,869.18	19,800.00	100.00%	是

中心)项目室内装饰装修分包合同						
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	11,614.77	6,829.59	11,614.77	100.00%	是
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	5,522.87	11,337.99	100.00%	否
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	4,856.57	5,002.27	63.08%	是
云南古滇项目湿地度假酒店室内装修工程合同(一)	昆明七彩云南古滇王国投资发展有限公司	8,600.65	4,853.87	7,300.65	84.88%	否

资料来源：公司提供

2018年，公司装饰工程业务累计新签订单金额20.10亿元，较上年减少22.05%，期末累计已中标未签订单金额3.50亿元，已签约未完工在手订单金额23.89亿元。2019年1-3月，公司装饰工程业务累计新签订单金额7.05亿元，期末累计已中标未签订单金额5.61亿元，已签约未完工在手订单金额25.94亿元。

表 8 2017-2019 年 3 月公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：万元）

2017年 新签订单	2018年 新签订单	2019年1-3月 新签订单	2019年3月末累计已 中标未签订单金额	2019年3月末累计已 签约未完工订单金额
257,840.65	200,996.68	70,493.97	56,086.85	259,406.16

资料来源：公司公告

截至2018年末，公司装饰工程在手订单合同金额前十项目情况如下表所示，其中西安洲际酒店项目精装修工程、西安洲际酒店项目精装修工程和遵义喜来登酒店装饰工程项目为本期债券募投项目，其中遵义喜来登酒店装饰工程项目建设进度不达预期，主要系甲方因资金压力等因素影响调整工程进度所致。目前公司装饰工程在手订单金额仍然较大，且大部分将于2019年完工，未来短期内收入来源有一定保障。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 9 截至 2018 年末公司装饰工程在手订单合同金额前十项目情况（单位：亿元）

项目名称	客户名称	合同总金额	累计投资	完工比例	累计确认收入	完工年份
西安洲际酒店项目精装修工程	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	2.96	0.81	44.93%	1.33	2019年
遵义喜来登酒店装饰工程项目（建设合作框架协议）	贵州七冶置业有限公司	2.00	0.09	5.51%	0.11	2020年
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	1.87	0.89	62.04%	1.16	2019年
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程	佛山市和华盛世发展有限公司	1.44	0.32	27.46%	0.38	2019年
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	1.23	0.70	69.09%	0.85	2019年
佳逸酒店项目精装修施工工程	佳逸酒店管理有限公司	1.20	0.97	95.49%	1.15	2019年
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	1.08	0.82	92.91%	1.00	2019年
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	0.94	0.26	34.91%	0.33	2019年
丰盛商汇 A2 酒店 6、7、9 号楼及地下室精装修工程	南京丰盛大族科技股份有限公司	0.80	0.03	4.20%	0.03	2019年
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	0.79	0.45	63.08%	0.50	2019年
合计		14.31	5.34	-	6.84	-

资料来源：公司提供

2018年公司装饰工程客户及供应商集中度进一步降低，与劳务分包公司合作较为稳定

2018年公司前五名客户合计收入5.84亿元，占装饰工程收入的比重为32.20%，较上年有所下降，整体集中度不高，有利于分散相关风险。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 10 2017-2018 年公司装饰工程前五名客户情况（单位：万元）

时间	序号	客户名称	销售额	占装饰工程收入比重
----	----	------	-----	-----------

2018年	1	华润置地有限公司	14,202.53	7.83%
	2	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	12,080.57	6.66%
	3	江苏省华建建设股份有限公司深圳分公司	11,570.40	6.38%
	4	佳逸酒店管理有限公司	10,313.81	5.69%
	5	西安中晶实业有限公司	10,230.97	5.64%
			合计	58,398.29
2017年	1	湖南省建筑工程集团总公司	11,616.81	7.67%
	2	深圳中洲集团有限公司	10,574.09	6.98%
	3	徐州市宝信酒店管理有限公司	9,966.58	6.58%
	4	大连万达集团股份有限公司	9,817.37	6.48%
	5	广东富盈集团有限公司	9,677.40	6.39%
			合计	51,652.25

资料来源：公司提供

2018年公司前五名供应商采购金额合计0.74亿元，占总采购额比重降至7.93%，供应商采购集中度进一步降低，主要系装饰工程项目分布区域较为分散，针对项目特性就地取材导致供应商集中度下降。

表 11 2017-2018 年公司装饰工程前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占总采购额比重
2018年	上海强展实业有限公司	2,125.71	2.27%
	深圳市庆彪金属装饰有限公司	1,708.69	1.82%
	南安达泰石材有限公司	1,225.43	1.31%
	广州新冠亚石材有限公司	1,237.58	1.32%
	深圳市行动力装饰材料有限公司	1,131.30	1.21%
	合计		7,428.70
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

资料来源：公司提供

2018年装饰工程前三大劳务分包公司仍为深圳市富安达建设劳务有限公司、深圳市建茂建筑工程劳务有限公司和深圳中建劳务有限公司，公司与上述劳务公司合作关系较为稳定，有利于公司项目开展、经验积累及项目质量保证。

表 12 2017-2018 年公司装饰工程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	深圳市富安达建设劳务有限公司	25,187.81	45.16%
	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	24,688.47	44.26%
	深圳中建劳务有限公司	3,042.44	5.45%
	合计	52,918.72	94.87%
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%

资料来源：公司提供

2018年公司设计业务收入及毛利率双增，目前在手订单金额较大，未来短期内收入来源较有保障，但仍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面临一定的波动风险

跟踪期内，公司CCD设计品牌持续获得了包括IIDA亚太设计奖、英国室内设计杂志FX奖、德国国际论坛设计IF奖等多个国际奖项。2018年公司设计业务收入47,768.51万元，同比大幅增长54.20%；毛利率达到57.65%，较上年提升7.79个百分点，主要系品牌价值提升、项目差异、研发费用拆出等因素影响所致。当期设计业务收入中高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼项目占比分别为46.22%、25.19%、13.82%，其中住宅业务占比明显提升。

表 13 2017-2018 年公司设计业务收入构成明细（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	22,080.58	46.22%	14,920.19	48.16%
高品质住宅	12,034.53	25.19%	6,470.38	20.89%
高档写字楼	6,599.89	13.82%	3,568.99	11.52%
其他	7,053.51	14.77%	6,017.96	19.43%
合计	47,768.51	100.00%	30,977.51	100.00%

资料来源：公司提供

2018年设计业务承接项目主要包括会展湾南岸广场酒店装饰设计及相关专业设计总包设计合同、金地峯汇项目软装设计服务协议、石家庄正定225#酒店及别墅项目室内装饰及机电等设计合同等，前五大产值项目明细如下表所示。前五大产值项目当期确认收入合计0.34亿元，占装饰工程收入比重仅为7.05%；具体情况来看，前五大产值项目涵盖酒店、住宅及别墅等，反映设计业务单个体量小，较装饰工程业务相对灵活，从业务发展情况看

来竞争优势相对明显但仍有一定局限性。

表 14 2018 年公司设计业务前五大产值项目明细（单位：万元）

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	是否 EPC
会展湾南岸广场酒店装饰设计及相关专业设计总包设计合同	深圳市建筑业集团股份有限公司	1,260.00	1,069.81	1,069.81	90.00%	否
金地峯汇项目软装设计服务协议	沈阳金地致成房地产开发有限公司	763.46	622.43	622.43	86.42%	否
石家庄正定 225#酒店及别墅项目室内装饰及机电等设计合同	石家庄安悦酒店有限公司	1,050.00	573.11	573.11	57.86%	否
中冶杭州三塘项目住宅及酒店室内设计合同	杭州中冶名泽房地产开发有限公司	1,000.00	566.04	566.04	60.00%	否
A 地块酒店室内装饰设计、二次机电设计、室内灯光设计、室内艺术品协调设计顾问合同	南京丰盛大族科技股份有限公司	630.00	534.91	534.91	90.00%	否

资料来源：公司提供

2018年，公司设计业务累计新签订单金额11.04亿元，较上年大幅增长145.77%，期末累计已中标未签订单金额0.84亿元，已签约未完工在手订单金额17.63亿元。2019年1-3月，公司装饰工程业务累计新签订单金额1.83亿元，期末累计已中标未签订单金额0.95亿元，已签约未完工在手订单金额18.27亿元。

表 15 2017-2019 年 3 月公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：万元）

2017 年新签订单	2018 年新签订单	2019 年 1-3 月新签订单	2019 年 3 月末累计已中标未签订单金额	2019 年 3 月末累计已签约未完工订单金额
47,578.09	116,930.96	18,338.59	9,538.70	182,725.95

资料来源：公司公告

截至2018年末，公司设计业务在手订单合同金额前五项目情况如下表所示。目前公司设计业务在手订单金额较历史收入规模相比仍然较大，未来短期内收入来源有一定保障。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，其收入规模仍存在一定局限性，且受宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性。

表 16 截至 2018 年末公司设计业务在手订单合同金额前五项目情况（单位：亿元）

项目名称	客户名称	合同总金额	完工比例	累计确认收入	完工年份
生态园林酒店建设项目室内设	西安丝路国际会展中	0.23	4.00%	0.04	2019 年

计顾问合同	心有限公司				
丝绸之路会议中心一期建设项目室内设计顾问合同	西安丝路国际会展中心有限公司	0.14	-	-	2019年
苏宁钟山高尔夫酒店建筑工程装饰设计合同（酒店）	南京钟山国际高尔夫置业有限公司	0.14	-	-	2020年
会展湾南岸广场酒店装饰设计及相关专业设计总包设计合同	深圳市建装业集团股份有限公司	0.13	11.00%	0.11	2019年
锦湘国际星城五期绿之韵中心酒店及写字楼室内外装修设计总承包合同	湖南省建筑设计院有限公司	0.12	2.00%	0.02	2020年
合计		0.76	-	0.17	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，其中2017年数据采用2018年审计报告期初数（上期数），报告采用新会计准则编制。2018年，纳入公司合并报表范围的子公司新增2户，减少1户。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，主要由应收款项、存货、投资性房地产及固定资产构成，整体资产流动性较弱

得益于经营积累，2018年末公司资产总额增至27.75亿元，同比增长6.99%。从资产结构来看，2018年末流动资产占比81.54%，仍是公司资产的主要构成。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末货币资金余额3.92亿元，期末银行存款占比99.65%，无使用权受限货币资金。2018年末应收票据及应收账款账面价值16.62亿元，其中应收账款账面价值15.82亿元；应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占比99.70%，其中账龄在1年以内、3年以上款项余额占比分别为49.78%、18.87%。应收账款期末坏账准备约4.62亿元，整体计提比例为22.60%，超过3年的应收账款欠款方主要有广东民大投资集团有限公司、重庆申基实业（集团）有限公司、内蒙古巨华房地产开发集团有限公司等。需要注意的是，应收票据及应收账款占总资产比重较大，涉及欠款方较多且以民营企业为主，存在一定的回收风险。

2018年末其他应收款账面价值0.97亿元，同比大幅增长主要系业务规模扩大，押金及保证金增加所致，期末款项账龄集中在1年以内，其中押金及保证金、备用金账面价值占比分别为83.90%、12.68%。2018年末存货账面价值为0.75亿元，同比大幅增长主要系工程施工投入及库存商品增加所致，期末工程施工投入及库存商品占比分别为66.14%、23.53%。2019年3月末存货规模继续大幅增长主要系业务规模扩大，项目尚未完工结算所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产构成。2018年末投资性房地产账面价值1.57亿元，同比增长50.33%，主要系公司收购亚泰物业获得商业物业所致，期末基本均为房屋建筑物等物业；其中账面价值合计0.33亿元的万绿湖公馆花园洋房和北京丰台万达广场写字楼、商铺产权证书正在办理中。2018年末固定资产账面价值2.21亿元，同比大幅增长，主要系收购亚泰物业获得办公场地所致。

截至2018年末，公司受限资产包括固定资产及无形资产，账面价值合计0.33亿元，此外0.33亿元投资性房地产尚未办妥产权证书。2018年公司资产规模继续增长，应收款项、存货、投资性房地产及固定资产占公司总资产的比重达84.30%，应收款项回款时间不确定且存在一定的回收风险，存货、投资性房地产及固定资产短期集中变现能力较弱，整体资产流动性较弱。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,681.54	10.55%	39,229.42	14.14%	56,957.84	21.96%
应收票据及应收账款	156,690.02	59.70%	166,219.64	59.90%	159,312.82	61.42%
其他应收款	10,286.59	3.92%	9,721.20	3.50%	3,615.74	1.39%
存货	12,252.46	4.67%	7,451.24	2.69%	4,309.84	1.66%
流动资产合计	211,429.67	80.56%	226,274.78	81.54%	236,573.79	91.21%
投资性房地产	15,511.23	5.91%	15,711.83	5.66%	10,451.63	4.03%
固定资产	21,866.07	8.33%	22,139.78	7.98%	2,210.41	0.85%
非流动资产合计	51,011.55	19.44%	51,224.78	18.46%	22,801.09	8.79%
资产总计	262,441.21	100.00%	277,499.56	100.00%	259,374.88	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

资产运营效率

公司业务规模增长的同时上下游款项收支效率提升，资产周转率有所好转但运营效率仍需加强

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，导致结算周期较长。2018年公司业务规模增长较快，资产负债表日公司应收账款增长幅度相对较小，加快应收账款回款周转的同时也提高了对上游的付款效率，但期末未完工软装项目库存商品亦增长较快，使得应收账款周转天数及应收账款周转天数分别下降至254.70天及125.21天，存货周转天数增至11.79天。从净营业周期来看，由上年的142.64天小幅降至141.28天，整体变化不大。

得益于营业收入的快速增长，2018年公司流动资产周转天数、固定资产周转天数及总资产周转天数均有下降，资产周转率整体有所提升。

总体来看，2018年公司业务规模增长的同时上下游款项收支效率提升，下游款项的回收快速向上游转移支付，资产周转率整体有所提升，但从绝对值看运营效率仍需加强。

表 18 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	254.70	296.35
存货周转天数	11.79	9.12
应付账款周转天数	125.21	162.83
净营业周期	141.28	142.64
流动资产周转天数	362.14	429.05
固定资产周转天数	19.05	3.77
总资产周转天数	420.06	478.02

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司主营业务稳步发展，但应收款项等坏账损失对公司利润构成较大侵蚀，后续仍需持续关注应收款项回款情况及期间费用率变动情况

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。2018年公司装饰工程及设计业务收入均有增长，主营业务稳步发展，带动营业收入同比增长26.06%，目前公司在手订单以公共建筑装饰业务为主，规模较大，未来短期内收入来源有一定保障，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。2018年综合毛利率提升至21.97%，主要系设计业务收入占比及其毛利率提升所致，但毛利率受项目类型等影响较大，未来仍存在波动的可能性。

随着业务规模的扩大，公司应收账款等余额持续增长，坏账准备及实际坏账损失不断抬升，导致2018年资产减值损失大幅增长182.46%，严重削弱了营业利润水平。2018年公司期间费用率提升至6.32%，主要系管理及销售费用增长所致，后续需注意期间费用率对

公司利润的侵蚀。受上述因素等的影响，2018年公司实现营业利润1.31亿元，在收入及毛利率双增情况下较上年减少19.62%，因税费下降及营业外收入增长，当期净利润勉强高于上年。

整体来看，2018年公司主营业务稳步发展，但应收款项等坏账损失对公司利润构成较大侵蚀，后续仍需持续关注应收款项回款情况及期间费用率变动情况。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	49,006.76	230,054.58	182,503.12
资产减值损失	1,947.91	12,528.94	4,435.67
营业利润	2,941.51	13,081.78	16,274.16
利润总额	2,924.21	13,394.36	16,295.00
净利润	2,377.54	11,422.27	10,774.06
综合毛利率	20.27%	21.97%	20.46%
期间费用率	6.86%	6.32%	6.00%
营业利润率	6.00%	5.69%	8.92%
总资产回报率	-	5.80%	7.45%
净资产收益率	-	8.43%	8.48%
营业收入增长率	8.09%	26.06%	9.69%
净利润增长率	22.73%	6.02%	33.13%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流表现转差，收购子公司导致投资活动现金净流出规模较大，后续仍需关注主营业务回款情况

2018年公司净利润较上年小幅增长，但存货及经营性应收项目增长较多，其中保证金及各种费用导致的现金支出增加，同时对上游资金占用规模有所下降，导致2018年经营活动现金净流出0.24亿元，表现转差。

2018年公司投资活动现金流入主要为理财产品资金回收，现金流出主要系购买理财产品及收购子公司的产生现金支付，当期投资活动现金净流出1.82亿元。由于经营及投资活动现金流均存在一定缺口，公司在偿还债务、支付利息的同时继续大额借入资金，2018年公司筹资活动现金净流入0.39亿元。随着本期债券的成功发行，公司筹资活动将有较大规模资金流入，后续仍需关注募投项目建设及收益实现情况，以及主营业务回款情况。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	11,422.27	10,774.06
营运资本变化	-28,943.21	-16,429.54
其中：存货减少（减：增加）	-3,141.39	-1,262.65
经营性应收项目的减少（减：增加）	-25,211.02	-23,989.90
经营性应付项目的增加（减：减少）	-590.80	8,823.01
经营活动产生的现金流量净额	-2,392.46	2,634.18
投资活动产生的现金流量净额	-18,153.52	-3,807.12
筹资活动产生的现金流量净额	3,937.37	13,508.86
现金及现金等价物净增加额	-16,802.01	12,078.78

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务仍以短期借款为主，存在一定的集中偿付压力

随着业务规模的扩大，2018年末公司负债及所有者权益同步增长，产权比率小幅下降至98.07%。2019年3月末公司负债规模下降较多，产权比率提升至85.17%，所有者权益对负债的偿付保障程度有所增加。从负债结构来看，2018年末流动负债占比97.84%，仍是公司负债的主要构成。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	120,711.65	137,399.66	128,552.19
所有者权益	141,729.56	140,099.90	130,822.69
产权比率	85.17%	98.07%	98.26%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、其他流动负债等。2018年末短期借款为5.10亿元，同比增长26.33%，主要系资金需求扩大新增抵押借款较多所致；期末保证借款及抵押借款占比分别为72.54%、27.46%。2018年末应付票据及应付账款为5.78亿元，同比减少13.83%，期末均为应付账款，账龄在1年以内款项占比64.56%。2018年末其他流动负债为0.99亿元，全部为待转销项税。

公司非流动资产主要由长期借款构成。2018年末长期借款为0.20亿元，均为公司向南洋商业银行所借抵押及保证组合借款。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	41,120.47	34.07%	50,991.04	37.11%	40,364.59	31.40%
应付票据及应付账款	51,050.49	42.29%	57,800.99	42.07%	67,077.62	52.18%
其他流动负债	10,337.00	8.56%	9,889.00	7.20%	7,345.07	5.71%
流动负债合计	117,887.46	97.66%	134,438.37	97.84%	125,851.20	97.90%
长期借款	1,824.42	1.51%	1,973.81	1.44%	2,295.32	1.79%
非流动负债合计	2,824.19	2.34%	2,961.29	2.16%	2,700.99	2.10%
负债合计	120,711.65	100.00%	137,399.66	100.00%	128,552.19	100.00%
其中：有息债务	43,371.25	35.93%	53,397.40	38.86%	47,123.31	36.66%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

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、长期借款构成。截至2019年3月末，公司有息债务规模为4.34亿元，主要为短期借款，短期内存在一定的集中偿付压力。

表 23 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年
有息债务本金	51,423.58	507.59	521.93
合计	51,423.58	507.59	521.93

资料来源：公司提供

2018年末公司资产负债率为49.51%，同比小幅下降0.05个百分点，由于2019年3月末偿还部分短期借款等，资产负债率时点数降至46.00%。因2018年末短期借款增至较多，流动比率及速动比率分别下滑至1.68、1.63，EBITDA指标受利润总额等下滑影响，降至1.78亿元，对利息的保障倍数相应下降至8.15，EBITDA对有息债务及债务总额的覆盖程度下降。整体来看，公司盈利的债务的偿付保障能力仍有待加强，且需注意经营活动现金流表现。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	46.00%	49.51%	49.56%
流动比率	1.79	1.68	1.88
速动比率	1.69	1.63	1.85
EBITDA（万元）	-	17,829.10	18,980.76
EBITDA 利息保障倍数	-	8.15	10.75
有息债务/EBITDA	-	2.99	2.48

债务总额/EBITDA	-	7.71	6.77
经营性净现金流/流动负债	-	-0.02	0.02
经营性净现金流/负债总额	-	-0.02	0.02

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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 25 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

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，近年亚泰一兆主要依靠亚泰国际开展业务。

表 26 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 27 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

亚泰一兆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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月13日）不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

对外担保

截至2018年末，公司存在一笔对亚泰国际（菲律宾）有限公司⁴的担保，担保金额1亿元，与所有者权益之比为7.14%，本次担保由公司控股股东郑忠先生提供反担保，仍面临一定的或有负债风险。

表 28 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
亚泰国际（菲律宾）有限公司	10,000.00	2019-12-25	是

资料来源：公司 2018 年审计报告

未结清保函

截至2018年末，公司存在未结清保函金额15,366.42万元，明细如下表所示。

表 29 截至 2018 年 12 月 31 日，公司未结清保函明细（单位：万元）

保函种类	保函金额	开户行
履约	1,093.58	交通银行
履约	1,000.00	浦发银行
履约	849.00	建设银行
履约	2,449.91	中国银行
预付款	253.54	交通银行
预付款	460.00	中国银行
投标	176.00	交通银行
投标	50.00	中国银行
投标	10.00	宁波银行
融资类	9,024.40	宁波银行
合计	15,366.42	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

八、评级结论

公司具有《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装修装饰工程专业承包壹级》资质，跟踪期内新增四项工程类资质，业务资质继续完善。以装饰工程为基准口径2018年公司实现EPC项目收入8.81亿元，占比达到48.60%，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。2018年公司实现营业收入及综合毛利率双增，截至2019年3月末公司在手订单规模较大，未来短期内收入来源有一定保障。

同时中证鹏元也关注到，截至2018年末，公司应收款项账面价值增至17.59亿元，占

⁴公司目前持有亚泰国际（菲律宾）有限公司 40% 股权，目前在长期股权投资列示。

总资产的比重达到63.40%，资产减值损失大幅增长严重削弱了公司利润水平。公司有息债务主要为短期借款，存在一定的集中偿付压力，且面临一定的或有负债风险等风险因素。

综上所述，中证鹏元决定维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	27,681.54	39,229.42	56,957.84	46,175.98
应收票据及应收账款	156,690.02	166,219.64	159,312.82	141,155.6
预付款项	4,459.03	3,588.30	2,166.26	1,065.38
其他应收款	10,286.59	9,721.20	3,615.74	2,796.16
存货	12,252.46	7,451.24	4,309.84	3,047.19
投资性房地产	15,511.23	15,711.83	10,451.63	1,867.72
固定资产	21,866.07	22,139.78	2,210.41	1,609.76
总资产	262,441.21	277,499.56	259,374.88	225,296.31
短期借款	41,120.47	50,991.04	40,364.59	22,000.00
应付票据及应付账款	51,050.49	57,800.99	67,077.62	64,241.89
预收款项	7,204.07	4,545.43	3,270.20	213.40
应付职工薪酬	1,664.23	5,165.80	3,736.37	2,413.50
应交税费	5,423.42	5,117.30	3,119.23	4,115.74
一年内到期的非流动负债	426.36	432.54	815.02	993.94
其他流动负债	10,337.00	9,889.00	7,345.07	5,636.41
长期借款	1,824.42	1,973.81	2,295.32	1,712.69
总负债	120,711.65	137,399.66	128,552.19	102,129.53
有息债务	43,371.25	53,397.40	47,123.31	31,618.31
所有者权益合计	141,729.56	140,099.90	130,822.69	123,166.78
营业收入	49,006.76	230,054.58	182,503.12	166,385.02
营业利润	2,941.51	13,081.78	16,274.16	10,456.97
净利润	2,377.54	11,422.27	10,774.06	8,092.62
经营活动产生的现金流量净额	24.13	-2,392.46	2,634.18	-18,614.60
投资活动产生的现金流量净额	-413.12	-18,153.52	-3,807.12	-4,615.57
筹资活动产生的现金流量净额	-11,078.35	3,937.37	13,508.86	46,439.61
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	254.70	296.35	271.09
存货周转天数	-	11.79	9.12	8.80
应付账款周转天数	-	125.21	162.83	148.25
净营业周期	-	141.28	142.64	131.64
流动资产周转天数	-	362.14	429.05	366.20
固定资产周转天数	-	19.05	3.77	3.52
总资产周转天数	-	420.06	478.02	420.79
综合毛利率	20.27%	21.97%	20.46%	18.44%

期间费用率	6.86%	6.32%	6.00%	5.49%
营业利润率	6.00%	5.69%	8.92%	6.29%
总资产回报率	-	5.80%	7.45%	6.43%
净资产收益率	-	8.43%	8.48%	8.89%
营业收入增长率	8.09%	26.06%	9.69%	-7.85%
净利润增长率	22.73%	6.02%	33.13%	-26.15%
资产负债率	46.00%	49.51%	49.56%	45.33%
流动比率	1.79	1.68	1.88	1.99
速动比率	1.69	1.63	1.85	1.96
EBITDA (万元)	-	17,829.10	18,980.76	13,231.51
EBITDA 利息保障倍数	-	8.15	10.75	7.98
有息债务/EBITDA	-	2.99	2.48	2.39
债务总额/EBITDA	-	7.71	6.77	7.72
经营性净现金流/流动负债	-	-0.02	0.02	-18.67%
经营性净现金流/负债总额	-	-0.02	0.02	-18.23%

注：2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数（上期数），2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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 * 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

附录三 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。