

2019 年深圳市亚泰国际建设股份有限公司
可转换公司债券
2020 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：

谭璇

2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司可转换公司债券2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【572】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：
47,992.80 万元

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 刘诗华

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
方法已披露于中证鹏元
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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 24 日	2019 年 6 月 24 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”）对深圳市郑中设计股份有限公司（以下简称“郑中设计”或“公司”，证券代码 002811.SZ）及其 2019 年 4 月 17 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：跟踪期内公司主营业务稳步发展，目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障；资产流动性有所提升。同时中证鹏元也关注到，本期债券募投项目预期收益实现情况存在一定不确定性；公司应收款项规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险，且仍面临一定的长期偿债压力等风险因素。

正面：

- 跟踪期内公司主营业务稳步发展，目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障。2019 年公司装饰工程及设计业务收入均保持增长，带动营业收入同比增长 9.17%。截至 2020 年 3 月末，公司装饰工程业务累计已签约未完工订单金额 28.81 亿元，累计已中标未签订单金额 1.35 亿元；设计业务累计已签约未完工订单金额 21.73 亿元，累计已中标未签订单金额 1.01 亿元；主营业务在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障。
- 公司资产流动性有所提升。得益于可转债的成功发行及业务规模的扩大，2019 年末公司资产总额增至 34.23 亿元，同比增长 23.34%；流动资产占比由上年末 81.54%

¹ 2020 年 5 月 8 日公司名称变更为深圳市郑中设计股份有限公司。

提升至 84.43%，2020 年 3 月末现金类资产¹规模达 8.90 亿元，占比扩大至 27.78%，资产流动性有所提升。

关注：

- **本期债券募投项目预期收益实现情况存在一定不确定性。**因客户不能及时支付工程款项，导致项目无法顺利实施，2019 年末公司决定暂缓执行原募投项目之一“遵义喜来登酒店装饰工程项目”，并变更为粤澳中医药产业园项目²。目前公司募投项目均为装饰工程项目，若客户资金、项目审批等实施条件发生变化，则项目的实施可能存在顺延、变更、中止或终止的风险；同时，市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。
- **公司应收款项³规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险。**2020 年 3 月末公司应收款项规模达 17.51 亿元，占资产比重达到 53.64%，资金被占用情况仍较显著。2019 年公司坏账损失为 0.41 亿元，期末应收账款账龄在 3-4 年、4-5 年的款项账面价值占比分别约为 4.66% 和 1.20%；相关欠款方较多且以民营企业为主，宏观经济持续下行情况下仍存在一定的回收风险。
- **公司仍面临一定的长期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 9.00 亿元。其中短期有息债务 3.98 亿元。截至 2020 年 3 月 31 日，本期债券未转换比例为 99.9850%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司仍面临一定的长期偿债压力。

¹ 包括货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资。

² 即粤澳合作中医药科技产业园健康养生示范基地（培训）一期精装修设计及施工（EPC）项目。

³ 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	326,458.56	342,270.17	277,499.56	259,374.88
归属于母公司所有者权益合计	163,770.61	162,432.99	140,103.42	130,824.38
有息债务	89,695.90	89,994.07	53,397.40	43,474.93
资产负债率	49.51%	52.22%	49.51%	49.56%
流动比率	2.22	2.05	1.68	1.88
速动比率	2.18	1.98	1.63	1.85
营业收入	38,485.03	251,141.62	230,054.58	182,503.12
信用减值损失	-655.01	-4,109.29	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	-12,528.94	4,435.67
营业利润	1,526.67	16,038.48	13,081.78	16,274.16
净利润	1,225.86	13,224.16	11,422.27	10,774.06
综合毛利率	19.32%	19.55%	21.97%	20.46%
总资产回报率	-	6.45%	5.80%	7.45%
EBITDA	-	23,429.45	17,829.10	18,980.76
EBITDA 利息保障倍数	-	5.82	8.15	10.75
经营活动现金流净额	-4,030.31	15,983.67	-2,392.46	2,634.18

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 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（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。中证鹏元未对担保方亚泰一兆进行主体长期信用评级，无法判断其增信效果。

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。

2019年12月26日，根据《深圳市亚泰国际建设股份有限公司2019年第五次临时股东大会决议公告》（公告编号：2019-100），股东大会决议通过了《关于变更募集资金投资项目的议案》。

因遵义喜来登酒店装饰工程项目客户不能及时支付工程款项，导致项目无法顺利实施，募集资金搁置时间较长，公司综合考虑主营业务发展的市场需求及公司发展战略等因素，为提高募集资金使用效率，决定暂缓执行“遵义喜来登酒店装饰工程项目”，并将该项目剩余募集资金及其利息投入“粤澳合作中医药科技产业园健康养生示范基地（培训）一期精装修设计及施工（EPC）项目”（以下简称“粤澳中医药产业园项目”）。

表 1 变更前本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金净额 拟使用规模	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	9,351.79	78.91%
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	16,107.11	94.39%
合计	50,259.19	46,754.20	93.03%

资料来源：公司提供

截至2019年11月30日，遵义喜来登酒店装饰工程项目已使用募集资金1,116.51万元，剩余募集资金及其利息为15,050.87万元，全部拟用于粤澳中医药产业园项目投入，该项目投资预算总额26,315.46万元，拟使用募集资金15,050.87万元，计划建设周期为3年，预计可实现营业收入34,382.38万元，预计可实现毛利8,066.92万元，毛利率23.46%。需要注意的是，若客户资金、项目审批等实施条件发生变化，则项目的实施可能存在顺延、变更、中止或终止的风险。同时，市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。

表 2 变更后本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金净额及 利息拟使用规模	占项目总 投资比例
------	-------	--------------------	--------------

粤澳中医药产业园项目	26,315.46	15,050.87	57.19%
西安洲际酒店项目精装修工程	21,343.51	21,295.30	99.77%
佛山市南海和华希尔顿逸林酒店装修工程	11,851.41	9,351.79	78.91%
遵义喜来登酒店装饰工程项目	17,064.28	1,116.51	6.54%
合计	76,574.66	46,814.47	61.14%

资料来源：公司提供

截至2020年5月31日，本期债券募集资金余额为2.15亿元。

二、发行主体概况

2020年5月7日，公司完成工商信息变更，名称由“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”变更为现名。期间注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年3月31日，公司注册资本及股本仍为18,000万元，深圳市亚泰一兆投资有限公司（以下简称“亚泰一兆”）仍为公司控股股东，直接持有公司股份总数的47.24%。公司实际控制人仍为郑忠与邱艾夫妇，直接持有公司12.13%的股份，并通过亚泰一兆、来宾亚泰中兆企业管理有限公司¹（以下简称“亚泰中兆”）间接持有公司53.09%的股份。截至2020年3月31日，公司前五大股东明细如下表所示。

表 3 截至 2020 年 3 月 31 日公司前五大股东明细

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%
来宾亚泰中兆企业管理有限公司	境内非国有法人	8.53%
林霖	境内自然人	1.77%
#唐旭	境内自然人	1.69%

资料来源：公司2020年第一季度报告

跟踪期内，公司经营范围未发生变更，目前主营业务仍是建筑装饰设计、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。2019年，纳入公司合并报表范围的子公司新增3户，无减少子公司。截至2019年末纳入公司合并报表范围的子公司共14户。

表 4 2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
亚泰建利工程有限公司	51%	澳门元 10	工程施工	新设

¹ 2019年11月7日名称由深圳市亚泰中兆投资管理有限公司变更为现名。

深圳市郑中鱼眼设计有限公司	100%	2,000	工程设计	购买
深圳市亚泰美凯龙空间科技有限公司	51%	10,000	工程设计	新设

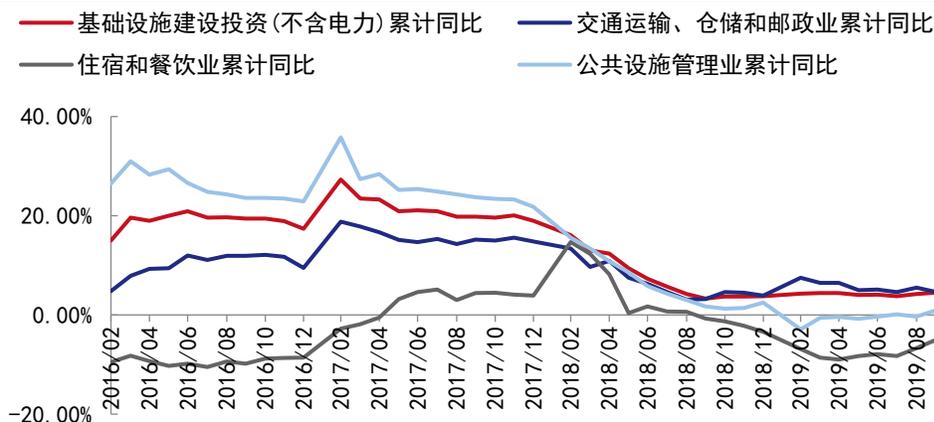
资料来源：公司 2019 年审计报告及国家企业信用信息公示系统

三、运营环境

2019 年以来主要公共建筑新增投资增速均有所下降，将对公装行业增速改善造成较大负面影响；2020 年基建投资将持续发挥托底经济作用，专项债或将助于基建投资复苏，公装行业 2020 年增速将有所上升

公装行业与基建投资相关度较高，2019 年基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为 3.80%，与 2018 年持平，仍处于较低水平。“基建补短板”政策实施对基建投资的拉动不及预期，主要系受 PPP 清库及地方政府债务压力加大、严查政府隐性债务导致基建投资资金较为紧张。2019 年以来公装行业相关领域投资增速大部分处于下降状态，受此影响公装行业整体增速亦将出现持续下滑。受疫情影响，2020 年经济下行压力加大，基建逆周期调控预期升温，并且专项债政策变化将为基建项目提供资金支持，2020 年基建投资增速将有所提高，并带动公装行业增速提升。

图 1 2019 年基础设施建设投资增速仍处于低位



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

交通运输类建筑装饰主要为对相关客运站厅及其他配套设施的装修装饰，与铁路、公路、轨道交通及机场投资建设情况紧密相关，故与基建政策及基建投资情况相关度最高。从铁路投资规模来看，相较于 2018 年的负增长，2019 年铁路投资在 2 月份 22.50% 的同比增速下逐步回落，2019 年末铁路投资累计同比增速回落至 -1.0%。2020 年作为“十三五”规划的最后一年，预计沿江高铁、京港高铁雄商段、渝昆高铁、沈白高铁、包银高铁等多个项目将会在 2020 年下半年至年底前全面开工建设，将为铁路投资提供较好支撑。道路

建设投资方面，2019 年投资增速在年初略有反弹后快速下降至 5 月份的 6.20%，并在 2019 年 5 月后逐步回升，2019 年末道路运输业投资累计同比增速为 9.0%，略高于 2018 年增速。而航空运输业 2019 年固定资产投资萎靡，全年投资呈现负增长，2019 年航空运输业固定资产投资累计同比下降 17.80%。

科教文卫建筑增长与公共设施管理业固定资产投资相关性较高，近年来由于地方政府债务风险攀升，且明确地方政府隐性债务问责标准，融资难度大幅提高，导致地方政府进行公共设施固定资产投资资金极为紧张，公共设施管理业固定资产投资增速自 2017 年末开始迅速下滑。2019 年公共设施管理业固定资产投资处于负增长状态，2019 年投资增速勉强回正，仅为 0.3%。整体来看 2019 年科教文卫建筑投资均处于低位，相关建筑装饰工程投资亦处于低迷状态。住宿与餐饮行业方面，国内酒店经过多年快速发展，逐步从“供不应求”状态向“供大于求”状态靠拢，2019 年以来国内酒店的需求增速持续低于供给增速，相关固定资产投资较为萎靡，住宿和餐饮业固定资产投资均处于负增长状态；2019 年住宿和餐饮业固定资产投资增速为-1.20%，相关建筑装饰工程投资亦处于低位。

办公楼建筑装饰需求增长乏力。随着国内经济增速换挡，办公楼需求增速也有所放缓，2018 年办公楼固定资产投资增速为-11.3%，首次出现负增长；2019 年办公楼固定资产投资增速为 2.80%，略有回暖但仍较为低迷。根据国家统计局数据，2018 年国内写字楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比下降 3.10%；2019 年国内写字楼竣工面积为 3,923.39 万平方米，与 2018 年基本持平，办公楼装饰业务增量市场需求增长较弱。但值得注意的是，2019 年办公楼新开工面积较去年同期增长 17.10%，自 2015 年以来首次出现增长，未来将对办公楼的固定资产投资起到一定支撑作用。而在旧楼重装需求方面，据中国建筑装饰协会统计显示，办公写字楼装修周期一般为 6-8 年，以国内部分主要城市甲级写字楼为例，2013 年末存量甲级写字楼面积达到 2,830.45 万平方米，具有较高重新装修的可能性，但近年来主要城市办公楼空置率均有所提高，将一定程度上抑制存量办公楼重新装修需求。

图 2 2019 年办公楼投资仍较为低迷



图 3 2019 年办公楼竣工面积增速较低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年 7 月国务院常务会议上提出基建补短板，并引导专项债加大对基建项目的支持，2019 年前 10 个月地方专项债累计发行 2.14 万亿元，并允许专项债募集资金作为重大基建项目的资本金等，但 2019 年基建投资增速较 2018 年末略有反弹之后，全年处于低位运行，2019 年末基建投资增速（不含电力）为 3.8%，基建投资增速不及预期，一方面系在规范隐性债务后，地方政府融资难度显著上升；另一方面系 2019 年新增专项债主要用于土储和棚改，占比超过 60%，专项债投入基建领域资金相对不足。2019 年 7 月的中央政治局会议提出“六稳”以及“加强逆周期调节，发挥基建托底经济增长”；2019 年 9 月，国务院常务会议明确，将“按规定提前下达明年专项债部分新增额度”，重点用于交通基础设施、能源、生态环保、民生服务、市政基础设施等五大领域，并要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目；2019 年 11 月 27 日，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，国务院正式下达《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，对部分基建项目资本金作出更细化的要求，鼓励合规的权益工具融资来作为基建项目资本金；2019 年 12 月 6 日，中央政治局会议强调统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，且强调加强基础设施建设。整体来看，2020 年维持基建投资仍是托底经济的主要措施，提升专项债在基建领域的投资，将一定程度提高基建投资增长，受此影响 2020 年公装行业增长情况或较 2019 年有所改善。

房地产市场景气度持续回落，2019-2020 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未完成，大多数城市仍以增量市场为主；部分城镇化水平较高的一二线

城市逐步进入存量市场。受房地产调控政策影响，预计 2019-2020 年家装行业增量市场和存量市场增速均会持续下降。

从增量市场来看，受房地产限购限售政策及银行信贷收紧的影响，2019 年以来房地产新开工面积增速均处于下降状态。新开工面积方面，2019 年新开工面积增速为 9.20%，较 2018 年同期下降 10.1 个百分点，但仍处于持续增长状态。房屋竣工面积方面，自 2018 年以来受资金压力及商品房限价限售政策影响，房地产项目周期拉长，建设进度有所放缓，在新开工面积保持较快增长的情况下，房屋竣工面积一直处于负增长状态，2018 年商品房竣工面积同比减少 7.80%。由于 2018 年开始的竣工面积持续负增长，住宅新开工面积及竣工面积的剪刀差持续拉大，但是拉长项目周期不可持续，未来若资金环境改善及房地产销售恢复增长的情况下，开工和竣工剪刀差将会缩减，并带动家装会迎来一定的恢复。2019 年以来商品房竣工面积增速持续提升，2019 年商品房竣工面增速为 3%，再次实现增长。在目前房地产市场的背景下，2019 年家装行业增量市场的增速势必也会大幅降低。中证鹏元预计房地产市场的调控政策在明年仍将持续，房地产企业融资难度或难以降低，住宅竣工面积增速 2020 年或将处于弱复苏状态，家装增量行业增速将持续下降。

图 4 2019 年住宅新开工面积增速有所下降，竣工面积增长持续回升



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

二手房市场将维持低速增长状态，家装改造需求保持增长，但规模与增速仍较小。由于一线城市和主要二线城市城镇化水平较高，土地供应与新房建设规模的逐步减少，二手房交易将逐步成为市场交易的主导力量。但自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，二手房交易面积大幅减少，2017年二手房交易面积同比减少25.04%，2018年二手房交易面积同比减少15.09%。受2018年低基数及部分二线城市二手房交易回暖影响，2019年1-10月国内主要城市二手房成交面积合计6,596.29万平方米，同比增长4.61%，但整体规模及增速仍然较小，对家装市场增长影响较小。在坚持“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的收入”的调控政策之下，2020

年二手房市场将维持低速增长状态，相关家装改造需求也将保持低速增长。

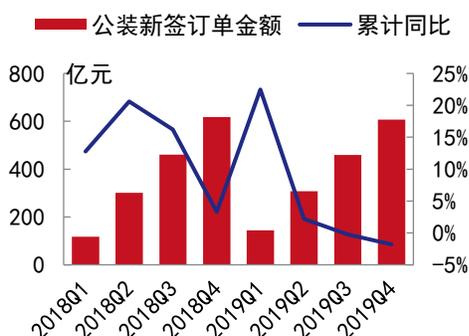
建筑装饰竞争趋于激烈，行业集中度有望继续提高；行业订单增速整体呈下降趋势，部分龙头企业订单保持较快增长，行业内部或出现显著分化

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2012年的14.2万家下降至2018年的12.5万家，2018年建筑装饰企业的减少有所加速。同时，建筑装饰行业企业年平均产值逐年提升，2018年企业平均年产值已达到3,376万元，增速较2017年有所提高，主要系装饰公司数量减少，行业集中度持续提升所致。目前我国建筑装饰行业产品和服务同质化严重，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。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，近年龙头企业将会加快形成规模优势，进一步导致小企业逐渐退出。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，2020年市场集中度将进一步增加。

从2019年建筑装饰行业主要上市公司新签订单来看，2019年前三季度行业大多数公司订单增速呈现下滑趋势，公装和家装新签订单均处于负增长状态。其中，公装订单方面，在“基建补短板”及专项债提前下发的共同影响下，2019年一季度新签订单金额增速较高，但是后续受基建投资增速不高及装饰公司在资金面紧张的情况下战略收缩影响，2019年第二季度至第四季度新签订单增速迅速回落，2019年公装行业新签订单金额增速为-1.79%，为近年来首次出现负增长。家装订单方面，2019年以来房地产竣工面积一直处于负增长状态，作为房地产后端的家装市场较为萎靡，2019年家装新签订单金额持续大幅减少，均处于负增长状态；2019年家装新签订单金额同比减少11.76%。

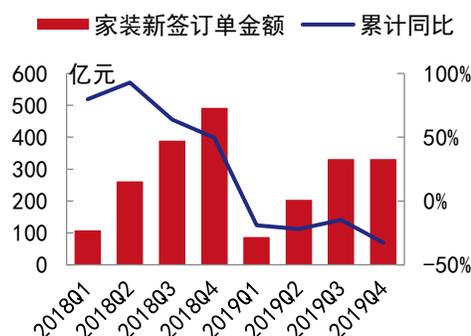
在行业订单增速整体下降的背景下，部分细分行业龙头公司仍能保持较快增长。2019年年，金螳螂公装订单同比增长16.97%，家装订单同比增长5.72%；亚厦股份公装订单同比增长25.54%，家装订单同比增长31.00%；瑞和股份家装订单同比增长16.85%。由此可见，未来公装和家装领域集中度提升或将有所加快，细分行业龙头的资金及项目成本管理优势将愈发明显。

图5 2019年建筑装饰上市公司公装新签订单金额出现负增长



资料来源：Wind，中证中证鹏元整理

图6 2019年建筑装饰上市公司家装新签订单金额同比大幅减少



资料来源：Wind，中证中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内公司仍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。2019年公司实现营业收入25.11亿元，同比增长9.17%，各项细分业务收入均稳步提升。从收入结构来看，2019年公司软装业务收入增长明显予以单独列示，装饰工程业务和设计业务仍为收入主要构成，占营业收入比重分别为76.13%、20.69%。毛利率方面，受收入占比较大的装饰工程业务毛利率下滑影响，2019年公司综合毛利率同比下降2.42个百分点至19.55%。公司其他业务为北京房产租赁，导致租赁成本大于租赁收入，毛利率为负。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰工程业务	27,623.93	6.13%	191,206.27	10.10%	181,351.54	13.75%
设计业务	8,734.79	55.14%	51,955.77	52.95%	47,785.65	53.82%
软装业务	2,085.16	46.15%	7,652.18	30.56%	222.13	-86.55%
其他业务	41.13	-91.84%	327.41	-19.62%	695.25	9.13%
合计	38,485.03	19.32%	251,141.62	19.55%	230,054.58	21.97%

资料来源：公司2019年年度报告及公司提供

跟踪期内公司业务资质继续完善，装饰工程及设计业务仍具有较高协同性

跟踪期内公司新增展览陈列工程设计与施工一体化壹级、展览工程企业壹级和广东省安全技术防范系统设计、施工、维修资格证肆级等3项资质。截至2019年末，公司已拥有《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》等14项企业资质，

其中建筑装饰工程设计和装修装饰工程专业承包资质均已达最高级别。

表 6 跟踪期内公司新增资质情况

证书编号	资质名称	发证机关	有效期至
C20181061	中国展览协会展览陈列工程设计与施工一体化一级资质	中国展览馆协会	2021年11月23日
Q20181131	中国展览馆协会展览工程企业一级资质	中国展览馆协会	2021年11月23日
粤 GB358 号	广东省安全技术防范系统设计、施工、维修资格证肆级	深圳市公安局	2021年5月19日

资料来源：公司 2019 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，2019年公司实现EPC项目收入8.27亿元，占比继续下降但仍达到43%，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。此外，跟踪期内公司承接的深圳中洲万豪酒店、三亚亚特兰蒂斯、上海世茂深坑酒店、三亚海棠湾亚特兰蒂斯酒店、厦门佳逸酒店等多个EPC项目获得了国际国内奖项，提升了公司EPC项目经验、口碑及市场形象。

表 7 2018-2019 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
2019年	EPC 项目	350,850.33	58%	82,749.62	43%	34	33%
	非 EPC 项目	249,129.01	42%	108,456.65	57%	68	67%
	合计	599,979.34	100%	191,206.27	100%	102	100%
2018年	EPC 项目	309,770.52	59%	88,141.60	49%	33	50%
	非 EPC 项目	216,946.67	41%	93,227.07	51%	33	50%
	合计	526,717.19	100%	181,368.68	100%	66	100%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2019年公司装饰工程业务收入继续增长；目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障；但业务仍然面临一定的安全生产风险及下游市场带来的业绩波动风险

2019年公司装饰工程业务收入191,206.27万元，同比增长5.42%，主要系高档写字楼收入增长较多所致；当期业务毛利率为10.10%，同比下滑3.65个百分点，主要系毛利率相对较高的高端星级酒店收入占比下降所致。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61.86%、18.62%、6.66%。

表 8 2018-2019 年公司装饰工程收入构成明细（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	118,277.28	61.86%	116,533.94	64.25%
高品质住宅	35,610.01	18.62%	37,634.03	20.75%

高档写字楼	12,730.56	6.66%	11,605.53	6.40%
其他	24,588.42	12.86%	15,595.17	8.60%
合计	191,206.27	100.00%	181,368.68	100.00%

资料来源：公司提供

2019年装饰工程业务前十大产值项目明细如表9所示。前十大产值项目当期确认收入合计7.67亿元，占装饰工程收入比重为40.12%，较上年略有下降，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品牌设计与装饰工程业务的协同效应。此外，前十大产值项目中5个为酒店类业务（其中3个为本期债券募投项目），其他涉及住宅、写字楼、商业综合体等多个类别，一方面反映高端酒店仍是公司传统业务来源，另一方面反映公司对其他领域的逐步渗透。从区域集中度、客户情况及项目类型来看，装饰工程业务经营风险分散程度提升，有利于业务抵御某单一领域风险提升带来的不良影响，并为业务后续进一步扩张提供一定支撑。

表 9 2019 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
粤澳合作中医药科技产业园健康养生示范基地（培训）一期精装修设计及施工（EPC）项目承包合同*	澳投（横琴）健康管理有限公司	29,061.36	21,203.43	22,742.96	80%	是
西安洲际酒店项目精装修*	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	26,150.00	11,696.26	23,806.58	100%	是
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	7,987.69	7,379.79	7,853.89	99%	是
新建商业、办公、会展综合楼 1 栋（广州越秀展览中心）裙楼及地下商业二次精装修分包工程合同	广州体育大厦有限公司	9,067.61	7,116.43	7,740.83	87%	否
会展湾南岸广场酒店精装修及机电工程（深圳华侨城皇冠）	深圳市招华会展实业有限公司	18,716.28	6,665.78	17,214.60	100%	是
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	5,575.54	9,018.65	95%	否
（胜宏科技）研发中心一、二号楼装饰装修工程及研发中心一、二、三号楼弱电工程施工合同	胜宏科技（惠州）股份有限公司	8,698.34	4,830.19	7,821.82	98%	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	14,140.00	4,312.93	8,369.66	59%	是
厦航翔安生活基地室内精装修工程 V 标段	厦门欣翼置业有限公司	6,573.46	4,015.79	5,022.76	67%	否

湘湖逍遥庄园 (JW 万豪) 集中酒店与湖边餐厅精装修工程二标段施工合同	湘湖逍遥有限公司	4,333.04	3,917.87	4,338.59	93%	否
合计		134,121.19	76,714.01	113,930.34	-	-

注：“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2019年，公司装饰工程业务累计新签订单金额28.50亿元，同比大幅增长41.81%，主要系市场开拓所致。2020年1-3月，公司装饰工程业务累计新签订单金额1.92亿元，同比大幅下滑72.79%，主要系疫情影响所致。2020年3月末，公司累计已签约未完工订单金额28.81亿元，累计已中标未签订单金额1.35亿元；在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障。

表 10 公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：万元）

2019年 新签订单	2020年1-3月 新签订单	2020年3月末累计 已签约未完工订单金额	2020年3月末累计 已中标未签订单金额
285,040.69	19,180.42	288,055.76	13,478.60

资料来源：公司公告

需要注意的是，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，公司装饰工程业务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。

2019年公司装饰工程客户集中度仍然不高，但议价能力相对较弱，资金被占用情况较易发生；供应商采购集中度下降，材料缺失风险较小，可选择性较强

2019年公司前五名客户合计收入6.68亿元，占装饰工程收入的比重提升至34.92%，整体集中度仍然不高，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、办公楼及其他综合体收入占比，与各大高端酒店品牌及部分房地产商、工商企业、建筑总承包商等建立了良性合作关系，但需注意的是，公司主要客户处于相对强势地位，业务往来中公司议价能力相对较弱，受此导致公司资金被占用情况较易发生，应收款项规模相对较大，且对业务毛利率稳定性影响较大。

表 11 2018-2019 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
2019年	1	澳门投资发展股份有限公司	21,332.62	11.16%
	2	陕西兴丰汇酒店管理有限公司	13,183.22	6.89%
	3	华润置地有限公司	11,696.26	6.12%

	4	HOIANSOUTHDEVELOPMENTLIMITED	10,955.62	5.73%
	5	南京丰盛大族科技股份有限公司	9,599.98	5.02%
	合计		66,767.71	34.92%
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	32.20%

资料来源：公司提供

2019年公司前三名供应商采购金额合计0.67亿元，占采购总金额比重为6.39%，集中度有所下降，主要采购内容包括石材、龙骨、石膏板、不锈钢等，原材料供应较充足，上游供应商竞争较充分，公司材料缺失风险较小，可选择性较强。

2019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，集中度仍然很高，但目前劳务市场仍然较为广阔，高集中度不会造成公司劳务缺失。

表 12 2018-2019 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
2019年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	39,171.96	66.17%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	19,746.08	33.36%
	深圳中建劳务有限公司	233.58	0.39%
	合计	59,151.62	99.92%
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%

资料来源：公司提供

2019年公司设计业务收入保持增长，目前在手订单充足，对未来收入增长能够形成较强支撑；但仍面临一定的成本上升压力和人才流动风险

跟踪期内，公司CCD设计品牌在《室内设计》（Interior Design）公布的“2020全球室内设计百大榜单”中排名亚太区第一名、全球第三名，并被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为亚洲品牌500强；承接的多个项目获得了相关国际奖项；进一步巩固提升了CCD设计品牌的口碑及市场影响力。

2019年公司设计业务收入5.20亿元，同比增长8.77%；毛利率为52.95%，同比小幅下降

0.87个百分点，业务发展相对稳定。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49.56%、24.32%、16.72%，各主要细分板块均保持增长，其中高档写字楼板块收入同比增长31.63%。

表 13 2018-2019 年公司设计业务收入构成明细（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	25,751.08	49.56%	22,080.58	46.22%
高品质住宅	12,637.12	24.32%	12,034.53	25.19%
高档写字楼	8,687.20	16.72%	6,599.89	13.82%
其他	4,880.36	9.39%	7,053.51	14.77%
合计	51,955.77	100.00%	47,768.51	100.00%

注：因公司于2019年将2018年软装设计业务追溯拆分，故2018年合计金额与表5略有差异。

资料来源：公司提供

2019年设计业务前五大产值项目明细如表14所示，前五大产值项目当期收入合计0.40亿元，占设计业务收入比重仅为7.69%，反映设计业务单个体量较小，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。

表 14 2019 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
深圳南山 T106-0028 地块室内装饰设计	深圳市香江置业有限公司	2,060.01	1,056.60	1,981.13	102%	是
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	1,400.00	1,154.25	1,154.25	87%	否
生态园林酒店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	2,348.00	786.79	1,147.17	52%	否
临海揽山御园营销中心及样板展示区设计项目	深圳市富诺房地产开发有限公司	1,209.29	544.97	544.97	48%	否
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安轩酒店分公司	480.00	452.83	452.83	100%	是
合计		7,497.30	3,995.44	5,280.35	-	-

资料来源：公司提供

2019年，公司设计业务累计新签订单金额11.79亿元，小幅增长0.82%。2020年1-3月，公司设计业务累计新签订单金额1.84亿元，同比小幅增长0.53%。2020年3月末，公司累计已签约未完工订单金额21.73亿元，累计已中标未签订单金额1.01亿元；在手订单充足，对未来收入增长能够形成较强支撑。

表 15 公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：万元）

2019年 新签订单	2020年1-3月 新签订单	2020年3月末累计 已签约未完工订单金额	2020年3月末累计 已中标未签订单金额
117,892.51	18,436.66	217,254.54	10,058.37

资料来源：公司公告

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设计项目，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。

2019年软装业务收入大幅增长但规模仍然较小，对收入形成一定补充

公司软装业务主要为按合同约定完成货物提供及摆放，不涉及工程施工，2019年软装业务收入大幅增至0.77亿元，主要系软装设计优势的发挥，为高端酒店及住宅提供的配套软装业务突增所致，当前收入来源主要集中在高端星级酒店及高品质住宅等软装需求相对更大的公司传统优势板块。

表 16 2018-2019 年公司软装业务收入构成明细（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	5,308.37	69.37%	0.00	-
高品质住宅	1,089.01	14.23%	0.00	-
高档写字楼	168.69	2.20%	86.48	38.93%
其他	1,086.11	14.19%	135.65	61.07%
合计	7,652.18	100.00%	222.13	100.00%

资料来源：公司提供

2019年软装业务前五大产值项目当期收入合计0.63亿元，占业务收入的比重达到82.33%，其中西安经开洲际酒店软装服务合同及西安曲江印售楼处及会所软装设计及代采购合同占比高，软装业务受单个客户影响较大。软装主要采购内容包括家具、地毯、艺术品等室内物品，上游供应商以家具、艺术摆件等制造商等为主，市场竞争充分且原材料供应充足，原材料短缺风险较小。

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，经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，以及未经审计的2020年第一季度财务报表，报表均采用新会计准则编制。2019年，纳入公司合并报表范围的子公司新增3户，无减少子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续扩大，流动性较上年有所提升；但应收款项¹规模仍然较大，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险

得益于可转债的成功发行，2019年末公司资产总额增至34.23亿元，同比增长23.34%。从资产结构来看，2019年末流动资产占比84.43%，仍是公司资产的主要构成。

流动资产方面，2019年末货币资金余额8.07亿元，期末银行存款占比99.65%，期末0.06亿元其他货币资金受限，0.62亿元为存放在境外款项；2020年3月末货币资金降至4.61亿元，主要系购买理财产品所致。2020年3月末交易性金融资产为2.98亿元，系公司使用部分闲置募集资金购买的保本型银行理财产品。

2019年末应收账款账面价值为17.31亿元，同比增长9.40%，主要系装饰工程业务应收款项增加所致；期末账龄在3-4年、4-5年的款项账面价值占比分别约为4.66%和1.20%；前五大欠款方欠款余额占比22.18%。公司装饰工程业务下游客户相对强势，业务回款情况不佳，相关欠款方较多且以民营企业为主，宏观经济持续下行情况下存在一定的回收风险。

2020年3月末存货和合同资产账面价值分别为0.45亿元、0.35亿元，较2019年末变动较大主要系执行新收入准则重分类所致，主要为装饰工程及软装业务物料及施工投入。

非流动资产方面，2019年末投资性房地产账面价值为0.97亿元，采用成本模式进行后续计量，同比下降37.99%，主要系转为自用房产规模相对较大所致，期末均为房屋及建筑物，其中账面价值0.19亿元投资性房地产尚未办妥产权证书。

2019年末固定资产账面价值为3.06亿元，同比增长38.32%，主要系投资性房地产转入及当期购置，期末固定资产主要由公司办公楼等房屋及建筑物、电子设备等构成，其中账面价值0.15亿元固定资产尚未办妥产权证书。

截至2019年末，公司受限资产账面价值合计0.44亿元，此外0.62亿元款项存放于境外，0.34亿元投资性房地产和固定资产尚未办妥产权证书。跟踪期内公司资产规模增长较快，2020年3月末现金类资产²规模达8.90亿元，占比扩大至27.78%，资产流动性较上年有所提

¹ 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

² 包括货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资。

升；但应收款项¹规模达到17.51亿元，占资产比重达54.67%，资金被占用情况仍较显著，仍存在一定的回收风险。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,106.63	14.12%	80,699.38	23.58%	39,229.42	14.14%
交易性金融资产	29,800.00	9.13%	0.00	-	0.00	-
应收账款	162,704.44	49.84%	173,060.24	50.56%	158,196.46	57.01%
存货	4,474.12	1.37%	9,138.11	2.67%	7,451.24	2.69%
合同资产	3,460.28	1.06%	0.00	-	0.00	-
流动资产合计	273,398.49	83.75%	288,988.26	84.43%	226,274.78	81.54%
投资性房地产	9,680.61	2.97%	9,742.23	2.85%	15,711.83	5.66%
固定资产	30,313.84	9.29%	30,624.48	8.95%	22,139.78	7.98%
非流动资产合计	53,060.06	16.25%	53,281.90	15.57%	51,224.78	18.46%
资产总计	326,458.56	100.00%	342,270.17	100.00%	277,499.56	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

应收账款回收期长，资产营运效率仍然较低，整体仍有待提升

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。2019年公司业务规模继续增长，应收账款及应付账款周转天数均有下降，存货周转天数有所增长。净营业周期、流动资产及总资产周转情况来看，整体运营效率仍然较低。

作为建筑装饰企业，公司资产主要集中在应收工程款及装饰施工投入，应收账款回收期长，在主营业务现金生成能力不佳且对下游议价能力并未明显改变情况下，资金持续投入拉动的收入增长需要依赖外部融资解决，因IPO及可转换公司债券的成功发行，公司资金相对充足，应收账款及存货规模较收入增长差异相对较小，近年运营效率指标变动均在合理范围内，整体仍有待提升。因装饰工程业务对资金需求较大，未来若资金状况或收入结构发生变化时，运营效率可能发生较大波动。

表 18 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	237	245

¹ 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

存货周转天数	15	12
应付账款周转天数	110	122
净营业周期	143	135
流动资产周转天数	369	362
固定资产周转天数	38	19
总资产周转天数	444	420

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司主营业务稳步发展，目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障，后续仍需持续关注应收款项回款及期间费用率控制情况

公司业务主要集中在高端酒店等高端公共建筑领域，2019年公司装饰工程及设计业务收入均有增长，带动营业收入同比增长9.17%，目前公司在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障，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。2019年综合毛利率降至19.55%，主要系收入结构变化所致，未来仍存在波动的可能性。

2019年信用减值损失为0.41亿元，随着业务规模的扩大，公司应收账款等余额持续增长，坏账损失较上年大幅下降但仍对营业利润水平形成一定削弱。2019年公司期间费用率提升至11.56%，主要系管理及财务费用增长所致。受上述因素等的影响，2019年公司实现营业利润1.60亿元，同比增长22.60%，主要系收入增长及坏账损失减少所致。

整体来看，2019年公司主营业务稳步发展，目前在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障，但坏账损失及期间费用率仍对对公司利润形成一定侵蚀，后续仍需持续关注应收款项回款及期间费用率控制情况。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	38,485.03	251,141.62	230,054.58
信用减值损失	-655.01	-4,109.29	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	-12,528.94
营业利润	1,526.67	16,038.48	13,081.78
利润总额	1,515.96	15,970.40	13,394.36
净利润	1,225.86	13,224.16	11,422.27
综合毛利率	19.32%	19.55%	21.97%
期间费用率	14.35%	11.56%	10.34%
营业利润率	3.97%	6.39%	5.69%

总资产回报率	-	6.45%	5.80%
净资产收益率	-	8.71%	8.43%
营业收入增长率	-21.47%	9.17%	26.06%
净利润增长率	-48.44%	15.78%	6.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2019年经营活动现金流好转，得益于可转债成功发行，公司资金储备较充足，短期内资金压力有所下降

2019年公司收现比略增至0.98，主营业务现金生成能力提升但仍表现不佳。净利润同比继续增长，存货及经营性应收项目净增加额较上年差异不大，因工程投入尚未结算或信用账期延长等因素影响，款项被下游占用境况未明显改善，但由于当期经营性应付项目的增加，主要表现为预收客户工程、软装及设计款和应付材料与劳务采购款等增加较多，公司被占用款项传导自第三方，当期经营活动现金净流入1.59亿元，表现较上年好转。

2019年公司投资活动现金流主要系理财产品购买及收回所致，因购置及装修办公楼等，当期投资活动现金净流出0.30亿元。得益于本期债券募集资金的到账，2019年公司筹资活动现金净流入规模达2.79亿元。目前公司现金类资产较为充足，短期内资金压力有所下降，但仍需持续关注主营业务回款等情况。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.98	0.92
净利润	13,224.16	11,422.27
非付现费用	7,545.92	14,776.91
非经营损益	3,822.98	351.57
FFO	24,593.06	26,550.75
营运资本变化	-8,722.04	-28,943.21
其中：存货减少（减：增加）	-1,686.35	-3,141.39
经营性应收项目的减少（减：增加）	-26,412.28	-25,211.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	19,376.58	-590.80
经营活动产生的现金流量净额	15,983.67	-2,392.46
投资活动产生的现金流量净额	-3,005.98	-18,153.52
筹资活动产生的现金流量净额	27,867.54	3,937.37
现金及现金等价物净增加额	40,924.07	-16,802.01

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期偿债能力提升，但未来仍面临一定的长期偿债压力

受可转债成功发行影响，2019年末负债总额增至17.88亿元，同比增长30.09%；得益于经营积累及可转债权益部分的计入，2019年末所有者权益增至16.35亿元，同比增长16.72%。受上述因素影响，2019年末公司产权比率提升至109.31%，所有者权益对负债的偿付保障程度需视后续债转股情况而定。从负债结构来看，2019年末流动负债占比78.94%，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	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	161,629.10	178,746.65	137,399.66
所有者权益	164,829.45	163,523.52	140,099.90
产权比率	98.06%	109.31%	98.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，2019年末短期借款为3.70亿元，同比减少27.53%，主要系当期偿还银行抵押借款所致，期末均为保证借款。2019年末应付账款为6.52亿元，基本为应付材料及劳务采购款，由于相关项目结算支付，2020年3月末应付账款降至5.61亿元。2019年末预收款项1.20亿元为预收工程、软装及设计款；由于执行新收入准则，2020年3月末预收款项重分类至合同负债。2019年末其他流动负债1.28亿元均为待转销项税。

非流动负债方面，2019年末应付债券3.52亿元，为本期债券负债部分。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	36,946.93	22.86%	36,954.61	20.67%	50,991.04	37.11%
应付账款	56,093.49	34.71%	65,181.76	36.47%	57,800.99	42.07%
预收款项	0.00	-	12,041.90	6.74%	4,545.43	3.31%
合同负债	10,215.77	6.32%	0.00	-	0.00	-
其他流动负债	12,249.01	7.58%	12,772.20	7.15%	9,889.00	7.20%
流动负债合计	123,421.29	76.36%	141,106.55	78.94%	134,438.37	97.84%
应付债券	35,883.61	22.20%	35,187.20	19.69%	0.00	0.00%
非流动负债合计	38,207.82	23.64%	37,640.10	21.06%	2,961.29	2.16%
负债合计	161,629.10	100.00%	178,746.65	100.00%	137,399.66	100.00%
其中：有息债务	89,695.90	-	89,994.07	-	53,397.40	38.86%

注：2019年及2020年3月末有息债务统计包含其他权益工具。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，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、应付债券及其他权益工具构成。截至2019年末，公司有息债务规模为9.00亿元。其中短期有息债务3.98亿元。

表 23 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
有息债务本金	39,791.21	467.95	287.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率为52.22%，受可转债发行影响同比提升2.71个百分点；流动比率及速动比率分别提升至2.05、1.98，由于当期可转债募集资金到位影响，2019年末公司现金类资产规模及占比大幅增加，短期偿债能力得到明显提升。当期EBITDA及其利息保障倍数、经营活动现金净流入规模均有好转或增长，盈利及经营现金流对债务的偿付保障程度提升。根据公司提供的资料显示，截至2020年4月末公司获得银行授信额度合计6.8亿元，已使用额度3.88亿元，尚可使用额度2.92亿元。

本期债券募集资金到账后公司减少了银行借款的使用，且可转债利率低，未来短期内公司有息债务本息偿付压力减小；从长期来看，本期债券转股期间为2019年10月23日至2025年4月17日，截至2020年3月31日，因转股减少279张（因转股减少的可转换公司债券金额为27,900元），转股数量为1,873股；剩余可转债张数为4,799,280张（剩余可转换公司债券金额为479,928,000元），未转换比例为99.9850%；未转换比例仍然较大，且公司目前股票价格与最新下修的转股价格仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司依旧面临一定的长期偿债压力。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	49.51%	52.22%	49.51%
流动比率	2.22	2.05	1.68
速动比率	2.18	1.98	1.63
EBITDA（万元）	-	23,429.45	17,829.10
EBITDA 利息保障倍数	-	5.82	8.15
有息债务/EBITDA	-	3.84	2.99
债务总额/EBITDA	-	7.63	7.71
经营性净现金流/流动负债	-	0.11	-0.02
经营性净现金流/负债总额	-	0.09	-0.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

亚泰一兆为本期债券的偿付提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证

本期债券由控股股东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2020年5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 2020 年 5 月 31 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：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

中证鹏元未对亚泰一兆进行主体长期信用评级，无法判断其增信效果。

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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月13日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司存在一笔对亚泰国际（菲律宾）有限公司¹的担保，担保金额0.15亿元，本次担保由公司实际控制人郑忠先生提供反担保。该笔担保已于2020年4月15日到期，截至2020年5月31日，公司无对外担保。

¹ 2019年末公司持有亚泰国际（菲律宾）有限公司40%股权，在长期股权投资列示。

表 26 截至 2019 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	1,521.38	2020.4.15	是

资料来源：公司 2019 年审计报告

未决诉讼

2019年5月29日，原告惠州市中和建筑装饰材料有限公司因买卖合同纠纷一案向深圳市福田区人民法院提起诉讼，案号为：（2017）渝0112民初19975号，请求：（1）公司立即付清货款3,531,845.48元以及逾期付款违约金（以3,531,845.48元为本金，自起诉日起，按中国人民银行同期同类贷款逾期还款利率计至清还日止）；（2）本案诉讼费用由公司承担。截至2019年末该案正在审理过程中。

未结清保函

截至2019年末，公司存在未结清保函金额2.74亿元，明细如下表所示。

表 27 截至 2019 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	5,106.16	中国银行股份有限公司深圳深南支行
预付款	3,111.65	中国银行股份有限公司深圳深南支行
质量	237.15	中国银行股份有限公司深圳深南支行
履约	6,900.85	交通银行股份有限公司深圳香洲支行
预付款	710.98	交通银行股份有限公司深圳香洲支行
履约	1,951.67	招商银行股份有限公司深圳分行
预付款	195.63	招商银行股份有限公司深圳分行
投标	224.00	招商银行股份有限公司深圳分行
融资类	8,987.83	宁波银行股份有限公司深圳分行
合计	27,425.92	-

资料来源：公司2019年审计报告

八、评级结论

2019年公司装饰工程及设计业务收入均保持增长，带动营业收入同比增长9.17%。截至2020年3月末，公司装饰工程业务累计已签约未完工订单金额28.81亿元，累计已中标未签订单金额1.35亿元；设计业务累计已签约未完工订单金额21.73亿元，累计已中标未签订单金额1.01亿元；主营业务在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障。得益于可转债的成功发行及业务规模的扩大，2019年末公司资产总额增至34.23亿元，同比增长23.34%；

流动资产占比由2018年末81.54%提升至84.43%，2020年3月末现金类资产¹占比扩大至27.78%，资产流动性有所提升。

同时中证鹏元也关注到，因客户不能及时支付工程款项，导致项目无法顺利实施，2019年末公司决定暂缓执行原募投项目之一“遵义喜来登酒店装饰工程项目”，并变更为粤澳中医药产业园项目。目前公司募投项目均为装饰工程项目，若客户资金、项目审批等实施条件发生变化，则项目的实施可能存在顺延、变更、中止或终止的风险；同时，市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。2020年3月末公司应收款项²规模达17.51亿元，占资产比重达到53.64%，资金被占用情况仍较显著。2019年公司坏账损失为0.41亿元，期末账龄在3-4年、4-5年的款项账面价值占比分别约为4.66%和1.20%；相关欠款方较多且以民营企业为主，宏观经济持续下行情况下仍存在一定的回收风险。截至2019年末，公司有息债务规模为9.00亿元。其中短期有息债务3.98亿元。截至2020年3月31日，本期债券未转换比例为99.9850%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司仍面临一定的长期偿债压力。

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。

¹ 包括货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资。

² 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	46,106.63	80,699.38	39,229.42	56,957.84
交易性金融资产	29,800.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	7,851.12	9,590.29	8,023.18	4,184.26
应收账款	162,704.44	173,060.24	158,196.46	155,128.56
应收款项融资	5,192.41	2,028.68	0.00	0.00
预付款项	4,911.44	4,846.10	3,588.30	2,166.26
其他应收款	8,891.32	9,620.91	9,721.20	3,615.74
存货	4,474.12	9,138.11	7,451.24	4,309.84
合同资产	3,460.28	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	9,680.61	9,742.23	15,711.83	10,451.63
固定资产	30,313.84	30,624.48	22,139.78	2,210.41
总资产	326,458.56	342,270.17	277,499.56	259,374.88
短期借款	36,946.93	36,954.61	50,991.04	40,364.59
应付票据	1,477.29	2,388.68	0.00	3,648.38
应付账款	56,093.49	65,181.76	57,800.99	63,429.24
预收款项	0.00	12,041.90	4,545.43	3,270.20
合同负债	10,215.77	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	1,895.25	5,805.21	5,165.80	3,736.37
应交税费	3,548.44	5,077.08	5,117.30	3,119.23
一年内到期的非流动负债	467.89	455.60	432.54	815.02
其他流动负债	12,249.01	12,772.20	9,889.00	7,345.07
长期借款	1,474.94	1,561.96	1,973.81	2,295.32
应付债券	35,883.61	35,187.20	0.00	0.00
总负债	161,629.10	178,746.65	137,399.66	128,552.19
有息债务	89,695.90	89,994.07	53,397.40	43,474.93
所有者权益合计	164,829.45	163,523.52	140,099.90	130,822.69
营业收入	38,485.03	49,006.76	230,054.58	182,503.12
营业利润	1,526.67	2,941.51	13,081.78	16,274.16
净利润	1,225.86	2,377.54	11,422.27	10,774.06
经营活动产生的现金流量净额	-4,030.31	15,983.67	-2,392.46	2,634.18
投资活动产生的现金流量净额	-30,139.40	-3,005.98	-18,153.52	-3,807.12
筹资活动产生的现金流量净额	-479.32	27,867.54	3,937.37	13,508.86
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	237	245	292
存货周转天数	-	15	12	9

应付账款周转天数	-	110	122	144
净营业周期	-	143	135	157
流动资产周转天数	-	369	362	429
固定资产周转天数	-	38	19	4
总资产周转天数	-	444	420	478
综合毛利率	19.32%	19.55%	21.97%	20.46%
期间费用率	14.35%	11.56%	6.32%	6.00%
营业利润率	3.97%	6.39%	5.69%	8.92%
总资产回报率	-	6.45%	5.80%	7.45%
净资产收益率	-	8.71%	8.43%	8.48%
营业收入增长率	-21.47%	9.17%	26.06%	9.69%
净利润增长率	-48.44%	15.78%	6.02%	33.13%
资产负债率	49.51%	52.22%	49.51%	49.56%
流动比率	2.22	2.05	1.68	1.88
速动比率	2.18	1.98	1.63	1.85
EBITDA（万元）	-	23,429.45	17,829.10	18,980.76
EBITDA 利息保障倍数	-	5.82	8.15	10.75
有息债务/EBITDA	-	3.84	2.99	2.29
债务总额/EBITDA	-	7.63	7.71	6.77
经营性净现金流/流动负债	-	0.11	-0.02	0.02
经营性净现金流/负债总额	-	0.09	-0.02	0.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度财务报表，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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货} - \text{合同资产}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 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。