



2021年深圳市中装建设集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券2021年跟踪 评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：





2021年深圳市中装建设集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-25	2020-11-16

债券概况

债券简称：中装转2

债券剩余规模：11.60 亿元

债券到期日期：2027-04-16

偿还方式：每年付息一次，本期债券期满后五个交易日内，公司将按债券面值的 112%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的本期债券

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“中装建设”或“公司”，股票代码：002822.SZ）及其 2021 年 4 月 16 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司装饰业务核心竞争力较强，在手订单较多，未来中短期内收入来源较有保障，且资本实力进一步增强；但中证鹏元也关注到，公司装饰施工垫资规模较大，营运资金被占用较明显，存在一定坏账及减值损失风险，面临一定的流动性压力，且存在一定或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司业务资质等级较高，核心业务竞争实力依然较强，且在手订单规模较大，未来中短期内收入来源较有保障。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	69.03	73.02	60.65	47.42
归母所有者权益	33.73	33.46	28.93	21.72
总债务	17.41	18.48	15.15	15.85
营业收入	10.27	55.81	48.59	41.46
净利润	0.30	2.59	2.43	1.65
经营活动现金流净额	-3.25	-3.02	0.66	-2.46
销售毛利率	17.43%	17.29%	17.28%	14.58%
EBITDA 利润率	--	10.40%	10.66%	10.92%
总资产回报率	--	5.85%	7.02%	7.20%
资产负债率	49.80%	52.67%	52.38%	54.22%
净债务/EBITDA	--	1.09	0.46	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	10.03	6.41	6.13
总债务/总资本	33.43%	34.84%	34.41%	42.20%
FFO/净债务	--	51.78%	114.51%	41.88%
速动比率	1.65	1.58	1.70	1.63
现金短期债务比	0.53	0.73	1.02	0.76

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司装饰业务核心竞争力仍较强。**公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达国内最高等级，所获资质涵盖细分领域众多；公司人才储备仍较好；2020 年新增获得鲁班奖、全国建筑工程装饰奖等奖项，知名度进一步巩固。
- **公司未来中短期内收入来源较有保障。**2020 年公司各业务新签订单金额稳步增长，且已签约未完工订单金额较大，业务量较为充足。
- **公司的资本实力进一步增强。**随着公司 2019 年发行的“中装转债”于 2020 年转股和股票定增成功发行，有效的提升了公司的资本实力。

关注

- **公司装饰施工垫资规模较大，存在一定坏账及减值风险。**截至 2020 年末，公司应收款项、合同资产占总资产比重较大且进一步增长，对营运资金的占用较为明显；且应收账款和合同资产欠款方较多，款项何时回收存在不确定性。
- **公司面临的流动性压力有所增加。**2020 年，公司经营活动现金净流出金额较大。截至 2020 年末，公司主要在建自营项目尚需投资金额较大；总债务规模增长，且短期债务占比较高，现金短期债务比下降。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司存在因合同或工程款纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁 5 笔，目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2020 年末公司存在未结清保函和信用证金额较大。

同业比较（单位：亿元）

指标	亚厦股份	宝鹰股份	奇信股份	洪涛股份	建艺集团	中装建设
总资产	222.80	120.29	38.18	123.12	43.28	73.02
营业收入	107.87	59.55	21.10	35.69	22.69	55.81
净利润	3.32	1.02	-5.72	-3.33	-0.26	2.59
销售毛利率	14.26%	16.13%	6.39%	15.49%	16.60%	17.29%
资产负债率	61.49%	64.93%	62.65%	72.65%	76.54%	52.67%
经营活动现金流净额	5.54	7.96	-0.84	-0.15	-3.41	-3.02

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年4月16日发行6年期11.60亿元可转换公司债券，募集资金计划用于建筑施工工程项目建设、五沙（宽原）大数据中心以及补充流动资金。截至2021年6月4日，本期债券募集资金专项账户余额为8.57亿元。

三、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更。第一大股东庄小红为公司控股股东，法定代表人及董事长庄重与庄小红系夫妻关系，庄展诺系庄重与庄小红长子，三人共同构成公司实际控制人，合计持有公司34.52%的股权。截至2021年3月末，控股股东庄小红持股累计质押率63.90%，实际控制人庄重、庄小红和庄展诺持股累计质押率60.53%，质押比例较高，若公司股票价格继续下行可能存在平仓风险。

2019年10月，“中装转债”进入转股期，截至2020年3月末，“中装转债”累计转股8,454.98万股并摘牌，公司股份总数增至69,054.98万股；2020年4月，公司回购注销部分限制性股票12.50万股；2020年8月，公司为购买资产及配套募集资金新增发行股份合计3,126.05万股；2020年11月，公司回购注销的限制性股票数量23.95万股，截至2021年3月末，公司股份总数72,144.58万股，注册资本及实收资本增至72,144.58万元。

表1 截至2021年3月末公司前五大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押数量
庄小红	境内自然人	24.40%	176,057,928	112,500,000
庄展诺	境内自然人	10.12%	73,009,350	38,250,000
广州市玄元投资管理有限公司—玄元百顺1号 私募证券投资基金	其他	1.84%	13,246,600	0
严勇	境内自然人	1.22%	8,768,217	0
刘广华	境内自然人	1.11%	8,000,000	0
合计		38.69%	279,082,095	150,750,000

注：庄小红与庄重系夫妻关系，庄展诺是庄小红与庄重的长子，除上述情况外上述其他股东之间不存在关联关系，亦不属于一致行动人。

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年5月28日公司召开了2020年度股东大会，会议审议通过了《关于选举公司第四届董事会非独立董事的议案》、《关于选举公司第四届董事会独立董事的议案》、《关于选举公司第四届监事会非职

工代表监事的议案》，新选举肖幼美担任公司独立董事；新选举赵海荣和张文英担任公司非职工监事。同日召开第四届董事会第一次会议，会议同意庄展诺担任公司法定代表人。

2021年6月10日，公司发布本期债券转股价格调整公告，因2020年年度利润分配（全体股东每10股派0.50元人民币现金（含税）），本期债券转股价格由6.33元/股调整至6.28元/股，但目前本期债券尚未进入转股期，本期债券转股期的起止日期为2021年10月22日至2027年4月15日。

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及少量园林绿化业务。合并范围方面，2020年新纳入合并范围的一级子公司5家，减少子公司3家，详见下表。截至2020年末，公司纳入合并范围内子公司情况如附录三所示。

表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
深圳市中装建工有限责任公司	70%	10,000.00	收购
深圳市嘉泽特投资有限公司	100%	1,000.00	收购
深圳市中装纳米材料科技有限公司	80%	2,000.00	新设
深圳市中装智链科技有限公司	85%	3,000.00	新设
深圳市中装云科技有限公司	100%	10,000.00	新设

2、2020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	不再纳入的原因
深圳市中装智能建筑顾问有限公司	-	-	注销
深圳市中装希奥特能源科技有限公司	-	-	注销
中装利丰建筑工程有限公司			注销

资料来源：公司2020年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

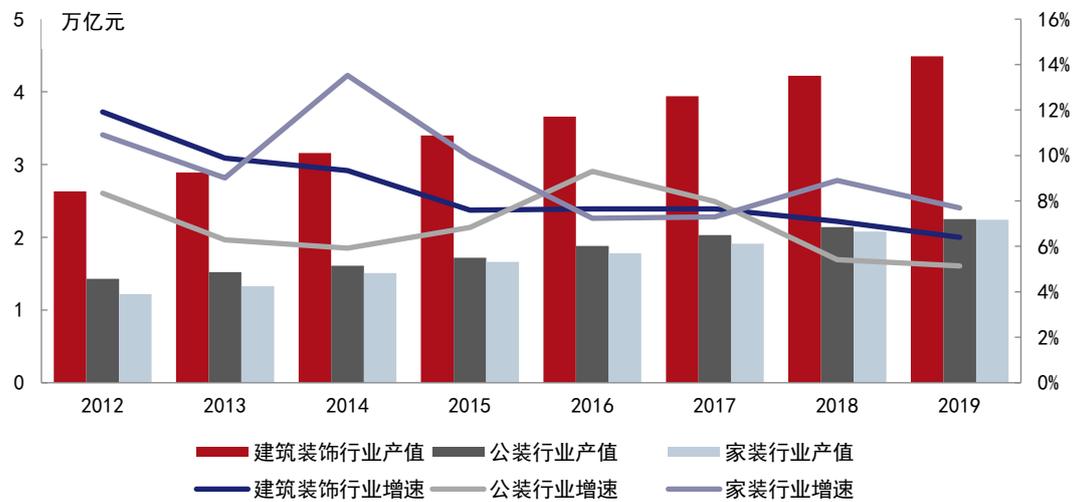
四、运营环境

近年来建筑装饰行业增速呈持续放缓态势，疫情对建筑装饰行业2020年全年影响有限，2021年建筑装饰行业增速或将有所回升

近年来建筑装饰行业增速呈持续放缓态势。我国建筑装饰行业总产值由2010年的2.10万亿元增至2019年的4.49万亿元，年复合增长率达8.81%；但随着国内基础设施不断完善，城镇化程度不断提高，建筑装饰业在快速增长后，其增速开始逐步放缓，2019年建筑装饰行业同比增长6.4%，增速较2018年下降0.71个百分点；其中公装和家装行业总产值分别为2.27万亿元和2.2万亿元，分别同比增长6.07%和8.29%。2020年初疫情爆发，导致建筑装饰业生产经营活动放缓，短期冲击明显；全面复工复产以来，行业景气度得到一定提升，虽房地产投资增速持续下降，家装新增需求受限，但2020年下半年二手房交易面积有所增长，有望带动家装改造需求短期内实现增长；同时基建投资将持续发挥托底经济作用，相关公装行业增速有望回升，疫情对建筑装饰行业2020年全年影响有限，基于2020年的低基数，2021年建

建筑装饰行业增速或将有所回升。

图1 建筑装饰行业近年增速呈持续放缓态势

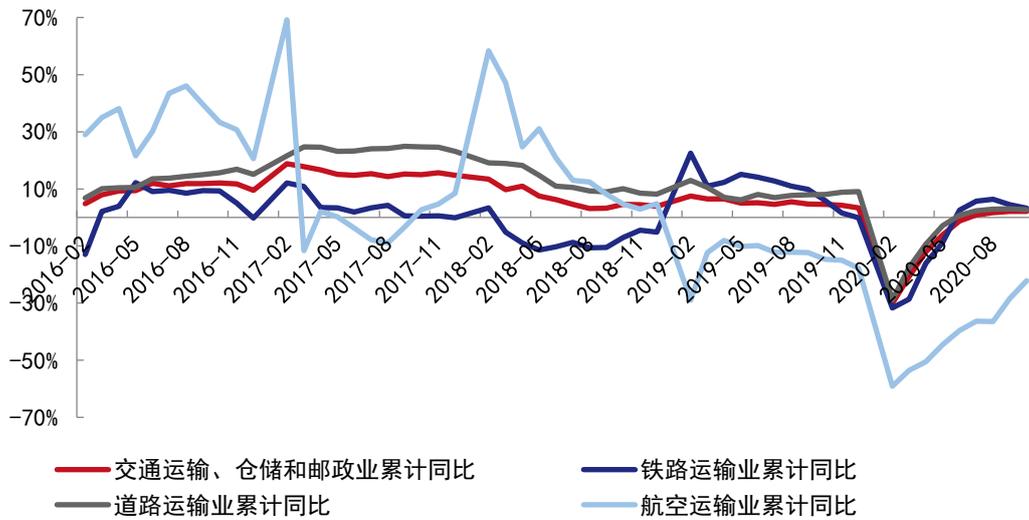


资料来源：2012-2019年度中国建筑装饰行业发展报告，中证鹏元整理

交通运输类建筑装修装饰需求长期维持在低位，基建投资将持续发挥托底经济作用，专项债或将助力基建投资复苏，公装行业2021年增速有望回升

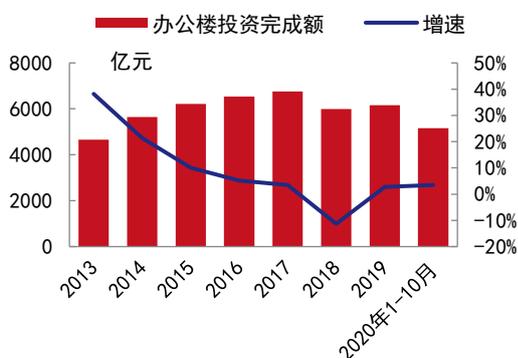
交通运输类建筑装修装饰需求长期维持在低位，2020年受疫情影响，交通运输业固定资产投资大幅下滑。从铁路投资规模来看，相较于2018年的负增长，2019年铁路投资在2月份22.50%的同比增速下逐步回落，2019年全年累计同比仍维持低位。2020年春节前爆发的新冠疫情对全年铁路运输投资额产生较大的不利影响，从2月至5月份，铁路运输投资额同比增速均为负；随着疫情的逐步控制，复工复产全面推进，6月份起铁路投资累计增速转负为正，但下半年增速仍维持低位，2021年作为“十四五”规划的第1年，多个大型铁路项目已在2020年下半年陆续开工建设，将为铁路投资提供较好支撑。道路建设投资方面，2019年投资同比增长9.0%，略高于2018年增速；2020年以来同受新冠疫情影响，累计投资增速在6月份转负为正，至10月末道路投资累计同比增长2.7%。航空运输业2019年固定资产投资萎靡，全年投资呈现负增长，新冠疫情更是加重这一趋势，2020年2月至4月，投资额累计同比下降幅度均达50%以上，下半年由于海外疫情扩大等原因，航空业投资仍显示较大幅度下跌。

整体来看，2020年上半年受疫情影响，交通运输业固定资产投资总体投资增速大幅下滑，随着疫情的缓解，7月份以来交通运输业固定资产投资回暖，预计2020年全年交通类固定资产投资与2019年持平；2020年11月16日国家发改委新闻发布会指出，京津冀、长三角和粤港澳大湾区三大都市圈“十四五”期间将新开工城际、市域铁路约1万公里，未来三年拟新开工项目70余个、总程超过6,000公里，交通运输业将迎来密集建设期，相关公共建筑装饰增速有望回升。

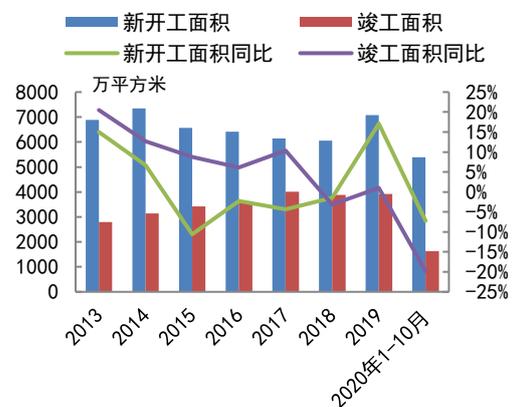
图2 疫情后铁路及道路投资有所回暖，航空运输业投资仍呈持续下降状态


资料来源：Wind，中证鹏元整理

疫情影响下办公楼建筑装饰需求不容乐观。随着国内经济增速换挡，办公楼需求增速也有所放缓，2019年办公楼固定资产投资增速为2.8%，较2018年的负增长，略有回暖；在疫情影响下，2020年1-10月全国办公楼固定资产投资同比增长3.5%，预计全年仍呈现低迷状态。根据国家统计局数据，2019年国内办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比增加1.00%；2020以来受疫情影响，办公楼竣工面积大幅下滑，1-10月累计值同比下降19.8%，预计2020年全年仍延续下滑态势。值得注意的是，2019年办公楼新开工面积同比增长17.10%，自2015年以来首次出现增长，但受疫情影响，2020年1-10月，办公楼新开工面积同比下滑7.2%，2020年全年办公楼装饰增量市场将不容乐观。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，2019-2021年上述写字楼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3 2020年办公楼投资较为低迷


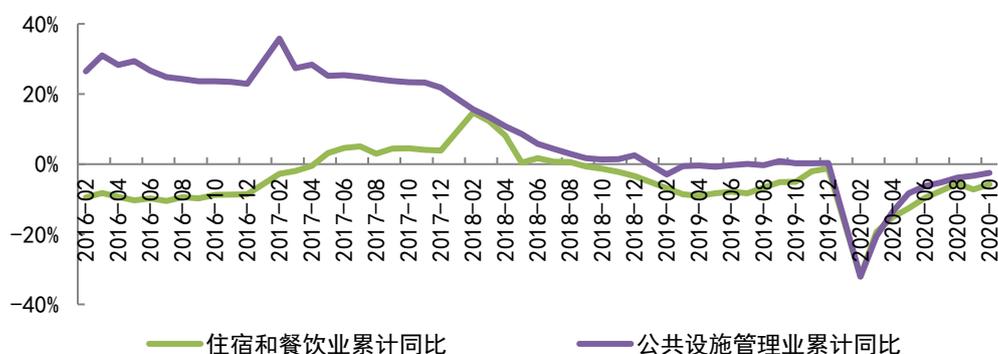
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2020年办公楼竣工面积大幅下滑


资料来源：Wind，中证鹏元整理

科教文卫建筑及酒店建筑的装饰需求小。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，2020年受疫情影响增速下降程度进一步加深，全年预计仍维持负增长态势，这类物业涉及的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”状态转变，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年全年住宿和餐饮业固定资产投资同比下降1.20%，由于该产业受疫情冲击较大，2020年1-10月住宿和餐饮业固定投资累计同比下降5.8%，相关建筑装饰工程投资亦处于下滑态势。

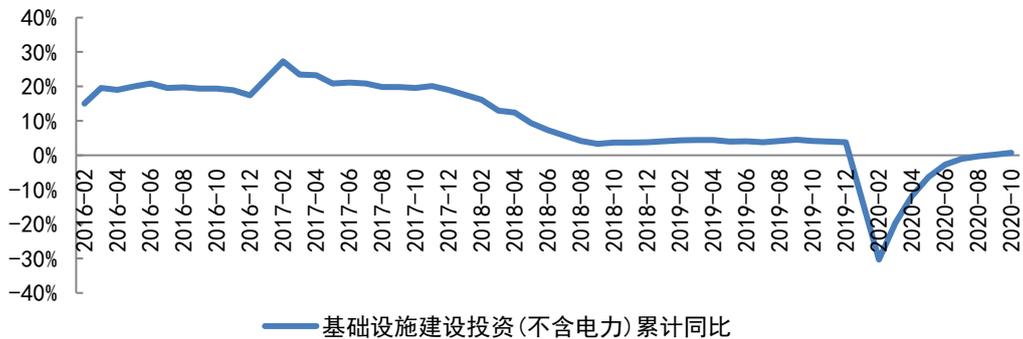
图5 2020年公共设施管理业、住宿和餐饮业固定投资处于下滑态势



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

专项债有望为“稳投资”保驾护航，基建投资托底经济的同时亦对公装行业有一定支撑作用。我国基建投资增速自2018年起显著收窄，2018年下半年增速降至5%以内；2020年初受到疫情的影响，基建投资出现了负增长；在后疫情时代，基建投资逐步恢复，Q3实现由负转正。根据国家统计局数据，2020年1-10月基建（不含电力）累计同比增长0.7%。2020年1-10月，我国发行专项债39,806.04亿元，同比增长57.24%，由于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，其主要投向重大基建项目，因而专项债为2020年全年基建投资提供了资金保障，全年基建投资有望延续回升趋势。2021年为“十四五”第1年，预计新批复项目较多，且2020年发行的部分政府债券资金或将2021年逐渐在项目端确认，最后反映到基建投资，同时考虑到2020年的低基数，基建投资增速有望在2021年迎来一定程度增长，与之相关的公装行业增速有望回升。

图6 2020年Q3基建投资增速由负转正

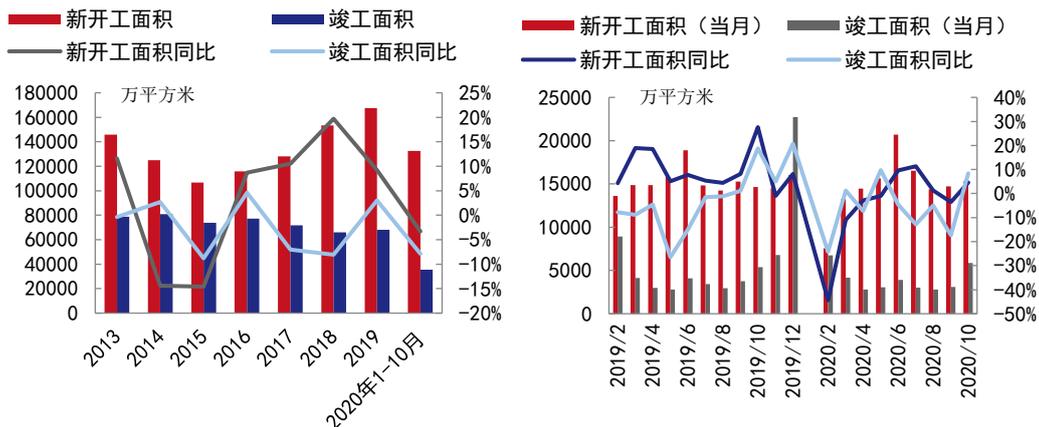


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

疫情影响下家装新增需求受限，但2020年下半年二手房交易面积有所增长，有望带动家装改造需求短期内实现增长

家装新增需求受限。从增量市场来看，2019年7月以来，住宅竣工面积增速有所回暖，但全年受房地产限购限售政策及银行信贷收紧的影响，2019年住宅竣工面积及新开工面积增速均处于放缓状态。2020年受疫情影响，1-10月住宅竣工面积及新开工面积累计同比分别下降7.9%和3.3%；随着全面复工复产以来，住宅新开工面积增速自6月份开始转为正，住宅竣工面积经历前三季度的下降，在10月同比增长8.45%。考虑到目前虽然疫情得到有效缓解，但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，家装新增需求受限。

图7 2020年1-10月住宅新开工面积及房屋竣工面积累计增速均呈下降状态



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

2020年下半年二手房交易情况回暖，对家装改造市场增长有一定的促进作用。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，

二手房交易面积增速大幅减少，2020年上半年受疫情影响二手房交易面积同比均下降，5月份起在一、二线二手房需求的带动下，二手房交易情况回暖，对家装市场增长有一定的促进作用，相关家装改造需求短期内将实现增长。

图8 2020年下半年国内主要城市二手房成交情况回暖



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

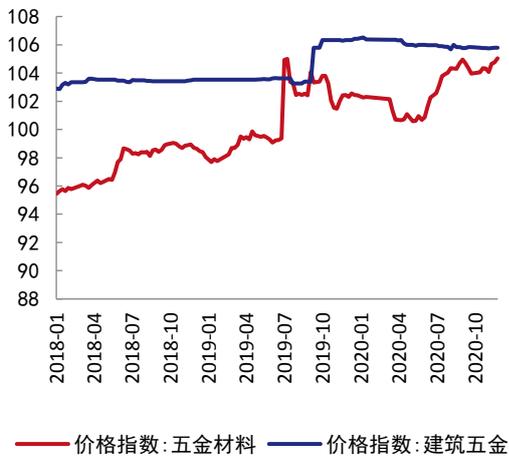
2020年建筑装饰材料价格均有所增长，未来建筑装饰材料价格将维持高位波动；原材料价格波动及劳动力成本上涨将对建筑装饰行业带来较大成本控制压力

建筑装饰材料价格均有所增长，未来建筑装饰材料价格将维持高位波动。近年来五金材料¹价格指数呈现持续增长趋势，主要系不锈钢材料及铝材价格增长较快影响所致，2019年五金材料价格指数在年中快速提高后略有回落，但2020年上半年以来略有波动但呈显著提高态势，2020年11月五金材料价格指数为105.04。建筑五金²方面，2019年9月由于锁具价格有所增长，建筑五金指数略有跳涨，2020年以来建筑五金价格指数仍维持高位稳定态势。2020年玻璃行业受疫情冲击，需求快速下滑，库存累积，平板玻璃价格在4月份快速下跌；疫情冲击释放完毕后，价格持续回升，屡创历史新高，当前玻璃行业新增产能少，库存水平低，需求向好，预计2021年平板玻璃价格仍将维持高位。

劳动力成本持续上涨，建筑装饰行业成本控制压力较大。建筑装饰业属于典型的劳动力密集型行业，随着我国社会出生率下降、逐渐进入老年化以及生活成本提高，劳动力成本不断攀升且劳动力短缺问题日益凸显，一定程度上推高了建筑装饰企业的成本。根据国家统计局发布的数据，近年来建筑业农民工月平均收入持续增长，平均月工资由2014年的3,292元提高至2019年的4,567元；同时农民工人数增速大幅放缓，2018-2019年农民工人数年增速分别为0.6%和0.8%，预计2020年劳动力成本仍将保持上涨趋势。预计2021年原材料价格的高位波动及劳动力成本的持续上涨将对建筑装饰行业带来较大成本控制压力。

¹ 五金材料包括铝材、铜材、管材、工程塑料、不锈钢材料、防水材料、漆类等；

² 建筑五金主要包括卫浴五金、水箱、锁具、喷泉等。

图9 建筑五金及五金材料价格高位波动

图10 2020年平板玻璃价格先抑后扬

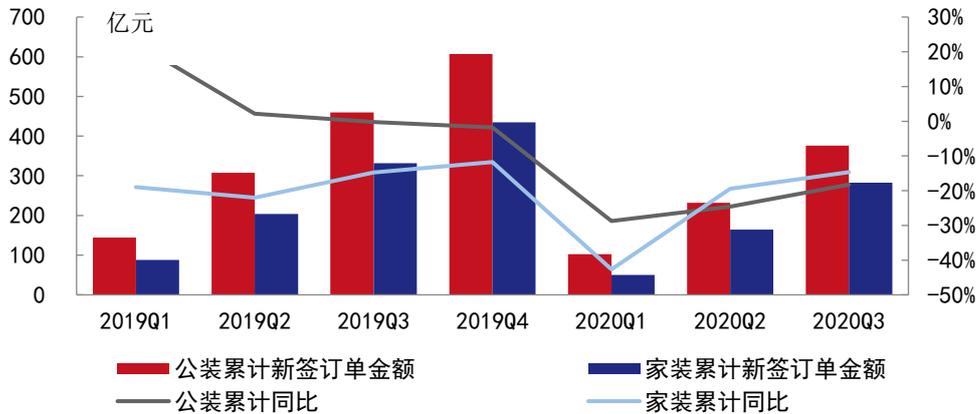

资料来源：wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

建筑装饰行业订单增速整体呈下降趋势，工装业务新签订单整体降幅低于家装业务；部分龙头企业订单保持增长，业内企业出现显著分化

建筑装饰行业市场集中度将进一步提高。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2010年的14.5万家下降至2019年的12.2万家。2020年疫情对行业有所冲击，行业头部公司业务规模总体稳定，行业中游公司竞争压力显著增大，发展速度减缓；行业尾部公司业务萎缩、资金链紧张，部分退出市场。当前建筑装饰行业正处于由分散市场向集中市场的加速过渡阶段，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，在经历过长期充分的市场竞争后，行业集中化程度开始显著提高，未来龙头公司市场占有率将持续提升。

工装业务新签订单整体降幅低于家装业务，业内企业出现显著分化。2019年建筑装饰行业主要上市公司订单金额整体呈负增长状态，其中工装订单和家装订单全年同比分别下降1.79%和11.76%，但龙头企业仍保持较快增长；2020年疫情影响下，行业上市公司Q1工装和家装新签订单金额分别大幅下降28.74%和42.67%，Q2和Q3随着全面复工复产，新签订单下降幅度收窄，其中工装订单恢复更为强劲；但行业内部分化明显，其中Q3金螳螂和中装建设工装订单分别同比增长14.29%和39.82%，家装订单同比下降15.93%和25.30%；广田集团、宝鹰股份及奇信股份等大部分上市企业工装和家装订单同比仍呈下滑态势。总的来看，行业龙头的资金及项目成本管理优势将愈发明显，行业内部出现显著分化。考虑到装饰行业后周期的特点，且在基建作为经济支撑力的带动下，工装行业的恢复力更为强劲，预计龙头企业的工装订单2020年全年或与上年持平，2021年有望实现增长。

图11 2019年公装业务新签订单整体降幅低于家装业务


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及少量园林绿化业务。其中装饰施工业务是公司的主要收入来源，2020年实现收入51.40亿元，占比达92.09%；当期新增因收购深圳市嘉泽特投资有限公司（以下简称“嘉泽特投资”）公司新增物业管理及服务业务，2020年实现收入1.22亿元。2020年疫情虽对公司业绩短期形成冲击，但随着疫情得到有效控制，公司业务逐步恢复，全年营业收入同比增长14.87%。毛利率方面，公司整体销售毛利率变化不大。受上年基数较低影响，2021年1-3月实现营业收入10.27亿元，同比增长83.60%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰施工	87,554.83	16.77%	513,982.13	16.84%	466,735.67	17.01%
其中：公共装修	72,144.54	17.03%	363,929.32	17.58%	353,689.29	17.37%
住宅装修	15,410.29	15.52%	150,052.80	15.03%	113,046.38	15.88%
园林市政	4,351.82	18.00%	17,544.89	18.79%	9,901.23	19.21%
装饰设计	1,846.91	32.11%	12,884.16	31.06%	9,273.89	28.88%
物业管理及服务	8,865.78	20.30%	12,160.16	17.15%	0	-
其他	32.37	-	1,573.55	37.52%	0	-
合计	102,651.71	17.43%	558,144.89	17.29%	485,910.79	17.28%

注：其他收入主要系咨询服务类收入，2021年1季度因对应的成本在管理费用下列示未计算毛利率。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司装饰业务核心竞争力仍较强

公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质均已达最高等级，所获资质涵盖细分领域众多，为公司跨越资质门槛、承接不同业态重大项目提供了前提条件。公司主要建筑资质明细如下表所示，资

质等级及齐全度在同行业上市公司处于中上水平，跟踪期内无新增建筑资质。

表4 截至 2021 年 3 月末公司主要资质情况

资质类别	资质名称	发证机关	有效期
工程承包	建筑幕墙工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、特种工程（结构补强）专业承包不分等级、防水防腐保温工程专业承包一级、电子与智能化工程专业承包一级、通信工程施工总承包三级	广东省住房和城乡建设厅	2021.12.31
	建筑工程施工总承包一级、消防设施工程专业承包二级、钢结构工程专业承包三级、环保工程专业承包三级、城市及道路照明工程专业承包三级、输变电工程专业承包三级、古建筑工程专业承包三级	深圳市罗湖区住房和城乡建设局	2021.12.31
工程设计	市政公用工程施工总承包一级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2021.12.31
	建筑装饰工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项甲级	广东省住房和城乡建设厅	2024.01.29
	建筑智能化系统设计专项乙级、消防设施工程设计专项乙级	广东省住房和城乡建设厅	2024.04.24
陈列展览	博物馆陈列展览设计单位甲级	中国博物馆协会	2021.12.19
	博物馆陈列展览施工单位一级	中国博物馆协会	2021.12.19
	中国展览馆协会展览陈列工程设计与施工一体化一级资质	中国博物馆协会	2024.5.27
安防资格	安全技术防范系统设计、施工、维修二级	广东省公安厅	2021.09.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年承接项目多次获评鲁班奖等业内重要奖项为公司积累了一定口碑并形成品牌效应；代表性项目涵盖业态类型多样，积累了丰富的项目经验，与较多优质客户建立了合作关系；为公司开拓市场甄选业态、项目、客户提供了更多选择空间及业绩支撑，且分散了由单一业态市场景气度下滑导致的经营风险。跟踪期内公司新增获得鲁班奖2项、全国建筑工程装饰奖13项等奖项，并承接了南海区教师发展中心培训大楼装饰装修工程设计施工总承包、意大利喜达利奥莱购物公园项目装饰装修等一批有代表性的项目。

表5 2020 年公司项目获奖情况及代表性项目

1、重要奖项及次数	2、代表性项目	项目类型
鲁班奖（2项）、全国建筑工程装饰奖（13项）、全国建筑装饰行业科技创新成果奖（4项）、全国建筑装饰行业科技示范工程奖（2项）、广东省优秀建筑装饰工程奖（4项）	南海区教师发展中心培训大楼装饰装修工程设计施工总承包（EPC）	办公楼
	意大利喜达利奥莱购物公园项目装饰装修	商业建筑
	滇池明珠广场二期建设项目1号楼-万达嘉年酒店室内装修工程2标段	高档酒店
	第三届亚青会汕头市游泳跳水馆改建项目（汕头市体育运动学校）精装修（含拆除改造）工程	文教体卫设施
	西安市地铁五号线一期工程车站设备安装及装修施工总承包	交通基础设施
	中铁诺德·绣惠生态城一期二标段	住宅

资料来源：公司提供

在核心员工方面，一级建造师等人才储备为公司同时承接多项目提供了团队保障，中级以上职称的技术人员为项目团队提供了经验支撑及梯队培养条件。公司重视人才培养和引进，建立了较完善的人才

培养体系和人才储备，并与国内多所高等院校建立了产学研合作关系。跟踪期内，公司一级建造师、二级建造师分别较上期下降9人、1人；工程造价师、高级职称人数、中级职称人数分别较上期增加3人、4人、5人；注册结构工程师、注册建筑工程师人数与上期持平。

表6 截至2021年3月末公司核心资质人员情况

执业资格	人数（人）	占员工总数的比例
一级建造师	86	9.27%
二级建造师	13	1.40%
工程造价师	10	1.07%
注册结构工程师	1	0.10%
注册建筑工程师	1	0.10%

职称	人数（人）	占员工总数的比例
高级职称	39	4.20%
中级职称	153	16.49%

资料来源：公司提供

综合来看，公司在建筑资质、人才梯队及项目经验、工程业绩、业内品牌及规模地位、资金实力等方面的积累共同形成了装饰业务核心竞争力，在“大行业、小公司”的行业格局中较非上市民企仍具备明显竞争优势。

2020年公司装饰施工收入保持增长，在手订单金额较大，中短期内业务收入来源较有保障

公司承接的建筑装饰施工项目分为公共建筑装饰和住宅装修项目。公共建筑装饰项目涉及办公楼、商业建筑、高档酒店、文教体卫设施、交通基础设施等领域，客户为政府部门、酒店和地产开发商；住宅装修项目主要为普通住宅、别墅的内外装修，客户主要为地产开发商。

2020年公司实现装饰施工收入51.40亿元，同比增长10.12%，其中公共装修收入36.39亿元、住宅装修收入15.01亿元，公共装修收入占比仍较高，住宅装修占有率小幅提升，主要系公司本年度积极推进在手订单，但随着公司有意对住宅装修业务规模实行战略控制，未来中短期内公司将随政策发展继续着重公装业务市场开拓。毛利率方面，公司装饰施工业务2020年整体毛利率较上年小幅下降，主要系住宅装修占比小幅提升，而且因工程量及施工难度的差异原因住宅装修毛利率相对较低。

表7 近年装饰施工收入构成明细（单位：亿元）

项目	2021年1-3月			2020年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公共装修	7.21	82.40%	17.03%	36.39	70.81%	17.58%	35.37	75.78%	17.37%
住宅装修	1.54	17.60%	15.52%	15.01	29.19%	15.03%	11.30	24.22%	15.88%
合计	8.76	100.00%	16.77%	51.40	100.00%	16.84%	46.67	100.00%	17.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从新签订单情况来看，公司整体新签订单金额有所增长；在战略重心向公装倾斜、住宅装修控制增长背景下，2020年公装业务及住宅装修新签订单金额同比增速分别为16.77%、-35.22%，住宅装修业务

负增长主要是因以消化存量订单为主。截至2020年，公共装修及住宅装修业务累计已签约未完工订单金额分别为77.38亿元、22.14亿元，同比增速分别为43.15%、-1.75%，订单金额分别是2020年业务收入的2.13倍、1.48倍，未来中短期内业务收入来源较有保障。公司2021年1-3月份受上年低基数影响新签订订单规模增长较快，合计新签订单总金额18.35亿元，同比增长90.31%。

表8 近年来公司新签订单情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	126	11.53	683	52.94	653	45.34
住宅装修	32	5.16	152	12.22	192	18.87
设计业务	82	0.34	466	1.76	494	1.71
园林市政	9	1.32	44	3.64	36	1.70
合计	249	18.35	1,345	70.57	1,375	67.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 近年来公司已签约未完工订单情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	765	79.70	751	77.38	438	54.06
住宅装修	201	23.76	194	22.14	161	22.53
设计业务	698	3.99	628	3.68	468	3.26
园林市政	36	3.35	32	2.53	29	2.22
合计	1,700	110.80	1,605	105.73	1,096	82.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对单一业态及客户依赖程度较低；工程垫资规模较大且增长较快，营运资金仍被大量占用且存在坏账风险

市场开拓方面，公司建立了广泛的营销网络，拥有较多的优质客户，具备了较强的跨区域经营能力。公司坚持“立足华南、面向全国”，公司已完成30多个省市的备案及准入，可参与多个地区公开市场招标；在北京、上海、江苏、陕西、山东、海南、安徽、云南、四川和辽宁等地设立了分支机构，建立了华南、华东、华北等七大区域营销中心，对珠江三角洲、长江三角洲和京津环渤海经济带等区域进行了重点布局。近年来公司业务区域基本以华南地区为主，2020年占比提升至46.95%，同比提升5.83个百分点。

表10 近年来公司营业收入国内区域分布情况（单位：亿元）

区域	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	5.45	52.96%	26.21	46.95%	19.98	41.12%
华东	1.71	16.64%	10.69	19.15%	11.20	23.05%
华中	0.53	5.17%	3.50	6.27%	5.29	10.89%
华北	0.42	4.13%	4.63	8.30%	5.53	11.39%

西南	1.28	12.50%	6.71	12.02%	3.98	8.20%
西北	0.63	6.16%	2.81	5.03%	1.71	3.53%
东北	0.25	2.44%	1.27	2.28%	0.89	1.83%
合计	10.27	100.00%	55.81	100.00%	48.59	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司装饰施工业务涉及业态、项目较多，近年单一客户销售收入占比较低，业务对单一业态及客户依赖程度较低。2020年公司前五大客户营业收入占比为13.21%，前五大客户占比有所提升，主要系公司通过工程总承包商中国建筑第八工程局有限公司在全国范围内实施公装项目规模扩大所致。2020年前五大客户项目仍以办公楼、商业建筑、文教体卫设施等公共装修为主，高档酒店、住宅装修等大额合同相对较少。

表11 近年来公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	营业收入	占当期营业收入的比例
2020年	中国建筑第八工程局有限公司	30,504.04	5.46%
	广州市东迅房地产发展有限公司	13,871.11	2.49%
	毕节市碧海新区建设投资有限公司	12,944.49	2.32%
	中国水利水电第五工程局有限公司	9,099.67	1.63%
	广西凯睿置业有限公司	7,329.40	1.31%
	合计	73,748.71	13.21%
2019年	招商银行股份有限公司	8,638.61	1.78%
	葛洲坝集团	8,418.61	1.73%
	中国建筑第八工程局有限公司	7,997.13	1.65%
	湖南原本山水旅游开发有限公司	7,556.30	1.56%
	桂林新城投资开发集团有限公司	7,250.10	1.49%
	合计	39,860.75	8.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司承接项目工期在3-12个月不等，工程进度款审定后支付期限一般为0.5-1个月。若按月结算，在项目竣工停止投入前，最大垫资程度发生在进度款支付期限内，为已结算完工额的15%-40%及1.5-2个月工程投入；当签证、设计发生变更，其工程量及价款一般需竣工决算后确认，项目垫资程度将进一步加大。而由于宏观经济下行，地方政府债务压力加大及地产宏观调控持续，部分客户资金紧张，工程结算及款项支付被推迟。上述因素共同导致了公司应收工程款项规模较大且随业务扩张增长较快，2020年应收账款和合同资产合计同比增长26.09%，且两者占总资产比重达61.39%，其对营运资金造成较大占用、坏账风险有所提升。随着业务规模的扩大，预计公司工程垫资规模仍将维持在较高水平，若未来宏观经济、客户信用发生不利变化，将对公司现金流、运营效率及业绩产生不利影响，且截至2020年末，公司已签约未完工订单金额合计105.73亿元，公司尚需投入规模较大，存在较大资金压力。

公司供应商及劳务分包商集中度仍较低，未来若原材料价格及劳务成本持续上升，可能对公司盈利水平造成不利影响

公司所承接的工程均采用自主组织施工、劳务分包用工的经营模式。公司营业成本主要由人工成本、材料成本构成，2020年材料成本合计占营业成本比重为60.25%；人工成本占营业成本比重为30.50%。劳务分包方面，公司劳务均采用外包形式，主要劳务分包商包括深圳市润祺浩建筑工程劳务有限公司、深圳市海鑫圣建筑工程劳务分包有限公司、深圳市西沪建筑劳务有限公司、深圳市富安建筑工程劳务有限公司等，合作关系较为稳定。2020年公司前五大劳务供应商采购占比为38.20%，公司劳务采购集中度较2019年下降0.56个百分点。

装饰材料方面，建筑装饰工程使用的材料品种较多，公司耗用的原材料主要为各种建筑材料，主要包括石材类、木饰木板类、金属、玻璃、电器类等。原材料采购上，根据合同约定的不同主要分为自主采购模式、甲供材料模式和甲指乙供采购模式，其中以自主采购为主，占比约80%。一般情况下，大宗材料由总部集中采购调配，零星材料（如铁钉、锯片、胶刷等）由总部授权分公司或项目组就近采购。建筑装饰企业所需的装饰部品部件品类繁杂，单一供应商一般难以满足各类项目的不同需求，因此对单一供应商的大宗采购情况较少，不存在对单一供应商重大依赖。2020年前五大供应商采购金额占原材料总采购额的比重为7.65%，较2019年下降0.87个百分点，最大供应商采购占比不超过2.40%。

2020年前五大供应商（包括劳务分包商和原材料供应商）合计采购金额占年度采购总额的比例为13.16%，较2019年增长2.71个百分点，集中度仍较低。

由于劳动力及大宗材料市场价格较为透明，公司对供应商及劳务分包商议价能力不强，成本价格基本随行就市；若公司承接项目签订合同为固定总价合同，签订前会根据公开市场原材料等价格情况拟定总价，但合同期内原材料采购价格及劳动力成本发生变动，将对公司盈利造成影响，部分合同亦约定若原材料价格或劳务成本波动超出一定范围，合同造价可由公司与客户再次协商确立。未来若原材料价格及劳务成本持续上升，面对地位相对强势的客户，可能对公司盈利水平造成不利影响。

表12 近年来公司前五大供应商占比情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年
前五名供应商合计采购金额	62,484.76	43,927.85
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例	13.16%	10.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

自营项目尚需投资金额较大，存在收益不达预期的风险

本期债券于2021年4月发行，募集资金主要用于建筑施工工程项目建设4.5亿元、五沙（宽原）大数据中心4.0亿元、补充流动资金3.1亿元，为不影响项目建设进度，公司已用自筹资金预先投入募投项目，截至2021年6月4日，公司以自筹资金预先投入募投项目的实际投资金额为人民币1.63亿元，其中建筑施工工程项目建设1.43亿元、五沙（宽原）大数据中心0.20亿元。

截至2021年3月末，公司主要投资项目如下表所示。其中五沙（宽原）大数据中心项目为本期债券募投项目，截至2021年3月末仍在建设中，实际已投资3,633.99万元，项目建设期为2年，项目建成投产后，预计可实现年均营业收入32,027.49万元，年均净利润8,223.27万元，项目总投资回报率为10.96%（税后）。装配式建筑产业基地项目为“中装转债”募投项目，建设期30个月，预计从第3年开始生产，至第6年实现满产，满产后PC构件预计年产能24.3万立方米，预计年营业收入59,310.00万元，投资利润率为18.20%，目前项目进度与原计划差异原因主要系公司对中装转债募投项目所在地的电力、水利等基础设施不完善和疫情等影响导致公司工期有所延长，若未来市场需求发生变化，新增产能难以消化，可能存在经济效益不达预期的风险；总部经济大厦系公司与周大生珠宝股份有限公司、深圳市科源建设集团有限公司在深圳市罗湖区合作建设的“总部企业大厦”。截至2021年3月末公司主要在建项目计划总投资19.89亿元，实际已投资2.65亿元，尚需投资17.23亿元，未来面临一定的资金压力。

表13 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	实际已投资	实际完工进度	计划用途
五沙（宽原）大数据中心	75,000.00	3,633.99	4.85%	自营
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	802.50	1.41%	自营
总部企业大厦	65,450.00	21,377.19	32.66%	自持/自用
许昌分散式项目	1,346.48	722.31	53.64%	自营
合计	198,875.17	26,535.99	-	-

注：五沙（宽原）大数据中心实际已投资金额为控股孙公司广东顺德宽原电子科技有限公司（公司持股 60%）已投入金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

园林市政、装饰设计、物业管理等业务规模相对较小但未来中短期收入仍有一定保障，对公司收入形成一定补充

公司园林市政业务由全资子公司深圳市中装市政园林工程有限公司（以下简称“中装市政园林”）负责，业务涵盖市政及地产园林，主要客户包括地产开发商、政府单位及工程总承包商。2019年12月中装市政园林获得市政公用工程施工总承包壹级资质；2020年5月，公司对中装市政园林增资1.99亿元，资质取得及实收资本扩大使得中装园林市场竞争力得到明显提升。2020年实现园林市政业务收入1.75亿元，同比增长77.20%，园林市政业务前五大客户销售额占同期园林市政收入的比重为49.93%，较上年变化不大，集中度较高，主要系公司园林业务承接能力有限，单体项目规模相对较大。截至2021年3月末园林业务在手订单规模为3.35亿元，是2020年收入规模的1.91倍，未来中短期内园林业务收入仍有一定保障。

公司装饰设计业务涉及项目业态基本与装饰施工一致，近年收入增长迅速，2020年实现装饰设计业务收入1.29亿元，同比增长38.93%，前五大客户销售金额占设计业务收入比重为18.84%，较上年提升4.69个百分点，但单个设计合同体量仍相对较小。需注意的是装饰设计业务扩张受设计师团队影响较大，

公司核心设计师约30人，较为稳定，但3-5年经验设计师流动性较大。截至2021年3月末装饰设计业务在手订单规模为3.99亿元，是2020年收入规模的3.09倍，未来中短期内设计业务收入仍有一定保障。

2020年公司通过发行股份及支付现金取得嘉泽特投资100%的股权，其中11,760.00万元由公司发行股份17,142,851股的方式支付、5,040万元由公司现金方式支付。嘉泽特投资为持股型公司，其主要资产为持有深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”）51.63%股权。据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司出具的中铭评报字（2020）第6002号《资产评估报告》，截至2019年9月30日对嘉泽特全部股东权益分别采用资产基础法和收益法进行评估，其中收益法评估值为16,800.00万元，较合并后归属于母公司所有者权益的账面价值7,856.19万元增值113.84%。公司因间接科技园物业51.63%股权，当期新增物业管理及服务业务，2020年实现收入1.22亿元，毛利率为17.15%。科技园物业拥有一级物业服务企业资质证书，是深圳市物业管理协会常务理事单位，中国物业管理协会理事单位，其拥有商业物业、住宅物业、园区物业、公共物业等多种业态，截至2020年末，科技园物业在管面积为1,476.27万平方米，其中住宅611.83万平方米、园区420.07万平方米、商业285.42万平方米、公共158.95万平方米，在管面积较大，未来物业管理及服务业务收入仍有一定保障。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告和大华会计师事务所（特殊普通合伙）³并出具标准无保留意见的2020年审计报告以及未经审计的2021年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司合并范围新增5家一级子公司，减少3家子公司，详见表1。

财政部于2019年9月19日发布了《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》（财会[2019]16号）（以下简称“财会[2019]16号”），对合并财务报表格式进行了修订，要求执行企业会计准则的企业应当结合《财政部关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6号）的要求，对合并财务报表项目进行相应调整，并将适用于企业2019年度合并财务报表及以后期间的合并财务报表。公司对合并财务报表格式进行如下调整：删除了原合并现金流量表中“为交易目的而持有的金融资产净增加额”、“发行债券收到的现金”等行项目。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号-收入》（财会[2017]22号），公司于2020年

³ 因公司2019年度财务报表及内部控制审计团队离开天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）加入大华会计师事务所（特殊普通合伙），公司续聘2020年度财务报表及内部控制审计团队，故更换审计机构。

1月1日起执行上述新收入准则。根据衔接规定，首次执行本准则的企业，应当根据首次执行本准则的累积影响数，调整首次执行本准则当年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，对比较期间信息不予调整。财政部于2018年12月7日发布了《关于修订印发〈企业会计准则第21号-租赁〉的通知》（财会[2018]35号），公司自2021年1月1日起执行新租赁准则，根据新旧准则衔接规定，公司不存在需要追溯调整的租赁业务，本次会计政策变更不影响公司2020年度股东权益、净利润等相关财务指标。

资产结构与质量

2020年公司资产规模有所增长，主要由应收账款和合同资产构成，对资金占用较大

得益于中装转债债转股完成、重组收购和配套募集资金及业务规模的扩大，2020年公司资产规模达73.02亿元，同比增长20.40%。2021年3月末，随着公司偿还对上游占款，总资产规模降至69.03亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，主要由应收账款和合同资产构成。

2020年末公司货币资金余额12.88亿元，其中1.89亿元货币资金使用受限，受限资金占比14.66%，受限资金中1.59亿元为银行借款和其他事项保证金，0.30亿元处于冻结状态。应收账款账面价值降至25.85亿元，主要系公司执行新收入准则，将已履约义务但尚未与客户结算的金额在合同资产列示所致，合同资产2020年末规模为18.98亿元，合计同比增长26.09%，主要系业务规模扩大及部分客户款项支付延后所致；期末应收账款账龄主要集中在1年以内（40.74%）、1-2年（34.29%）和2-3年（15.82%），应收账款前五大欠款方余额合计占比9.10%，集中度较低；期末公司应收账款坏账准备余额3.84亿元，合同资产减值准备为2.18亿元，计提比例分别为12.94%和10.30%。2020年末存货账面价值2.89亿元，基本为工程施工投入。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.42	12.20%	12.88	17.63%	13.71	22.60%
应收账款	25.18	36.47%	25.85	35.40%	35.55	58.61%
存货	3.26	4.73%	2.89	3.96%	2.39	3.95%
合同资产	18.89	27.37%	18.98	25.99%	0.00	0.00%
流动资产合计	58.92	85.36%	63.45	86.89%	53.97	88.99%
固定资产	3.50	5.06%	3.55	4.86%	1.44	2.37%
无形资产	3.32	4.80%	3.39	4.65%	3.00	4.95%
在建工程	0.66	0.95%	0.39	0.54%	1.14	1.87%
商誉	0.93	1.35%	0.85	1.16%	0.04	0.06%
非流动资产合计	10.11	14.64%	9.57	13.11%	6.68	11.01%
资产总计	69.03	100.00%	73.02	100.00%	60.65	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为办公楼等房屋建筑物，因IPO募投项目部品部件工厂化生产项目已基本达到可

使用状态转入固定资产2020年末增长至3.55亿元。在建工程主要系中装转债和本期债券募投项目以及总部企业大厦，但中装转债募投项目进展较慢，不及预期。无形资产主要为土地使用权，其中2宗地块位于惠州镇隆镇，为出让性质工业用地，面积合计16.12万平米；1宗地块为公司与深圳市科源建设集团有限公司、周大生珠宝股份有限公司共有土地（中装总部大厦用地），为其他新型产业用地，面积0.87万平方米。商誉增至0.85亿元，系当期收购嘉泽特投资、广州中阳能源管理服务有限公司等子公司形成。

整体来看，公司资产规模有所增长，但资产主要由应收账款和合同资产构成，截至2020年末两者占总资产比61.39%，期末规模较大，占用公司资金较多；其次应收账款和合同资产欠款方较多，款项何时回收存在不确定性，且面临一定的坏账风险。

盈利能力

公司收入持续增长，未来中短期内公司收入来源较有保障；坏账及减值损失对利润形成较大侵蚀，未来仍需持续关注

随着疫情得到有效控制，公司业务恢复较好，2020年公司实现营业收入55.81亿元，同比增长14.87%，当年实现净利润2.59亿元，利润同比增长6.50%，主要系当期新增计提资产损失1.46亿元，对公司利润形成了较大侵蚀；2020年末公司应收款项（含合同资产）规模进一步增长，未来需持续关注应收款项的回收情况。在新签订单方面，2020年公司新承接订单金额为70.57亿元且截至2020年末公司已签约未完工订单金额合计为105.73亿元，在手订单充足，未来中短期内公司收入来源较有保障。毛利率方面，2020年公司毛利率保持平稳，由于新增子公司费用及购置无形资产摊销支出增加，管理费用有所增长，进而导致公司EBITDA利润率小幅下降，且受资产减值进一步增长影响，总资产回报率略有下滑。

图12 公司收入及利润情况（单位：亿元）

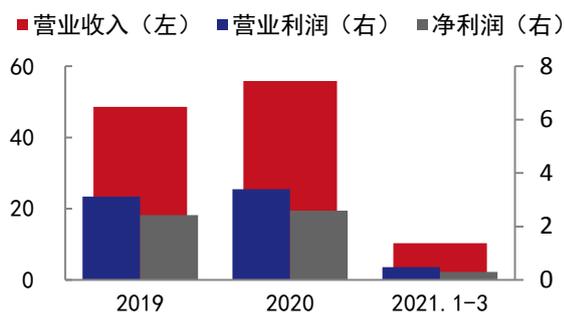
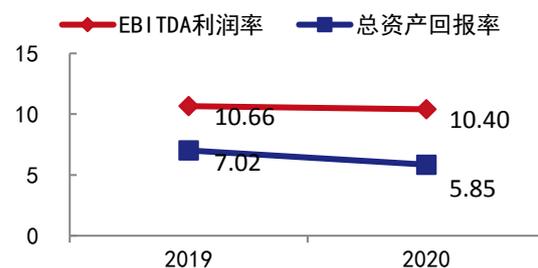


图13 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

现金流

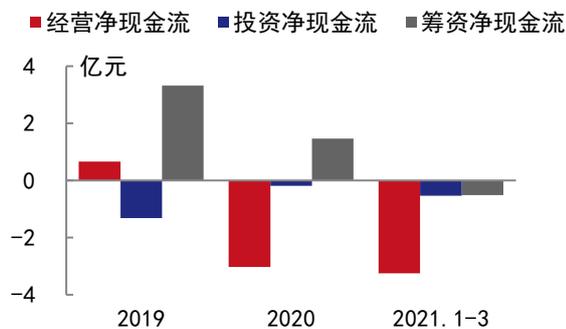
公司经营净现金流表现不佳，未来尚需投入规模较大，未来面临较大资金压力

2020年公司经营活动现金流整体表现不佳，经营活动现金流净流出3.02亿元主要系公司对上游应付

项目及下游应收项目逐年增加，但应收项目增长额显著高于应付项目增加额，公司资金压力对上游的转嫁能力仍较弱，未来仍需关注公司对项目及客户资质的遴选标准，并跟踪大额合同的执行及主要客户信用风险变化情况；2021年1-3月，因春节期间是行业结算旺季，公司对上游一些材料款、劳务款支付较多，经营活动现金净流出3.25亿元。2020年公司投资活动现金流入和流出基本持平，主要为购买和赎回理财产品。公司日常经营及投资所需现金流仍主要通过筹资活动进行弥补，2020年公司筹资活动现金净流入1.46亿元，主要为新增取得的银行借款。

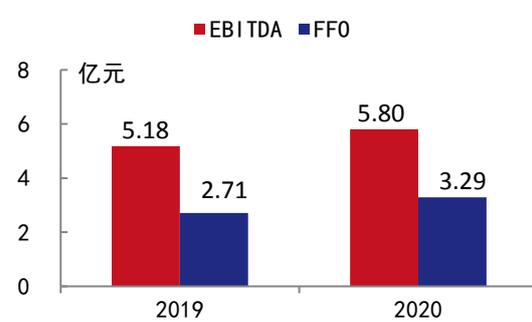
随着公司业务收入的增加，EBITDA和FFO规模均有所增长，但由于所处行业的特殊性，公司承接项目存在较普遍的滚动垫资情况，日常经营对筹资活动较为依赖。截至2021年3月末，公司主要在建项目尚需投资合计17.23亿元，公司尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。

图14 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图15 公司 EBITDA 和 FFO 情况

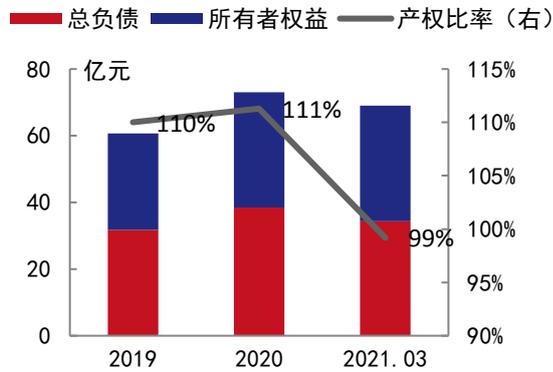
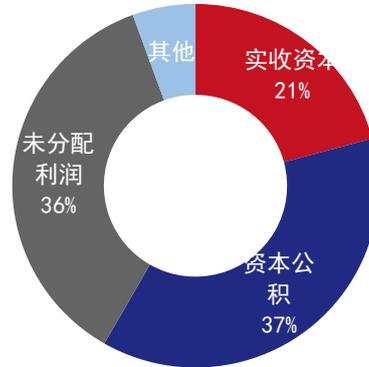


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所攀升，且以短期债务为主，债务压力进一步加大

所有者权益方面，得益于“中装转债”累计转股面值52,338.26万元和公司于2020年8月、2020年9月合计新发行股份3,126.05万股，公司资本实力得到增强；但随着公司借款和对上游占款的增长，2020年末公司负债总额达到38.46亿元，同比增长21.07%，综合影响下，2020年产权比率较2019年变化不大。2021年3月末，随着对应付账款的支付，公司负债总额降至34.38亿元，2021年3月末产权比率降至99%，公司所有者权益对负债的保障程度有所提升。

图16 公司资本结构

图17 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

由于业务特性原因，流动负债为公司负债的主要构成部分。公司主要通过短期借款融资，其短期借款均保持较大规模，2020年末公司短期借款规模为14.41亿元，主要由保证借款（62.61%）和票据、信用证贴现（33.92%）构成。公司部分款项通过应付票据支付，2020年末公司应付票据余额3.09亿元，由银行承兑汇票（60.78%）和商业承兑汇票（39.22%）构成。公司的应付账款主要为应付供应商的材料款（78.46%）和劳务款（14.34%）。2020年末合同负债主要系当期执行新收入准则由预收款项转入所致，期末主要为工程款及设计款。应交税费持续增长仍系业务规模扩大所致，期末大部分由增值税构成。其他应付款主要包括单位往来款项及限制性回购股票。2020年末一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。2020年末其他流动负债主要系待转销项税额及未终止确认的已背书未到期商业承兑汇票。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.79	43.04%	14.41	37.46%	12.13	38.17%
应付票据	2.61	7.60%	3.09	8.05%	1.68	5.28%
应付账款	7.62	22.16%	10.89	28.32%	10.15	31.95%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.01%	1.72	5.43%
合同负债	2.21	6.42%	2.32	6.02%	0.00	0.00%
应交税费	3.94	11.45%	3.93	10.20%	3.14	9.89%
其他应付款	1.37	3.99%	1.14	2.97%	0.54	1.69%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.98	2.53%	0.01	0.03%
其他流动负债	0.97	2.83%	1.06	2.75%	0.67	2.10%
流动负债合计	33.77	98.24%	38.28	99.51%	30.27	95.28%
非流动负债合计	0.61	1.76%	0.19	0.49%	1.50	4.72%
负债合计	34.38	100.00%	38.46	100.00%	31.77	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司总债务规模为18.48亿元，占负债总额的48%，仍面临一定的债务压力；从债务结构来看，公司总债务以短期借款为主，短期债务占比较高，公司流动性压力进一步加大。

图18 公司债务占负债比重

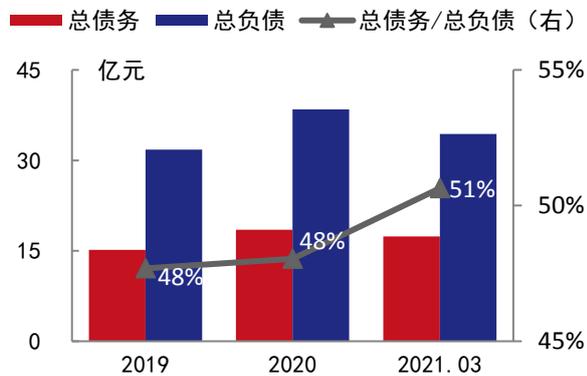
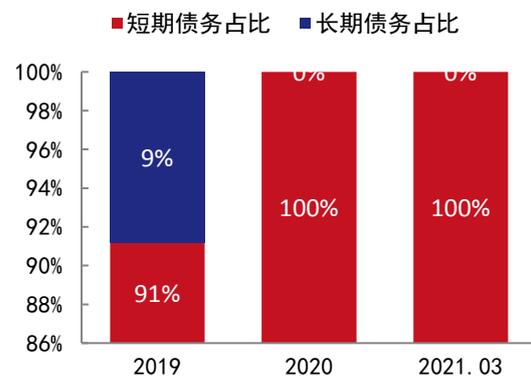


图19 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

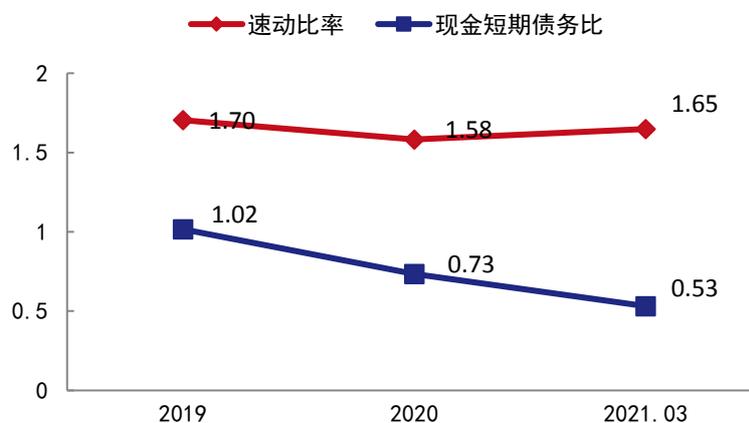
偿债能力指标方面，2020年末公司资产负债率较2019年变化不大；2021年3月末因支付上游欠款较多，资产负债率下降至49.80%，但随着2021年5月本期债券的发行，公司资产负债率将进一步增长。受财务费用支出下降的影响，EBITDA利息保障倍数提升至10.03，公司盈利能力对总债务本息的偿付保障能力较好，但由于公司现金类资产的减少和总债务的增长，净债务/EBITDA以及FFO/净债务指标有所恶化。

表16 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	49.80%	52.67%	52.38%
净债务/EBITDA	--	1.09	0.46
EBITDA 利息保障倍数	--	10.03	6.41
总债务/总资本	33.43%	34.84%	34.41%
FFO/净债务	--	51.78%	114.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要通过短期借款以及占用上游供应商材料款或劳务款等方式满足施工项目资金需求，流动负债占总负债比重极高，由于2020年对上游占款和借款的增加，速动比率降至1.58，2021年3月末随着支付上游欠款，速动比率回升至1.65，受货币资金降低影响，2021年3月末公司现金短期债务比降至0.53，短期债务压力有所加大。

图20 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24日），公司本部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；公司本部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。

或有事项分析

截至2020年末，公司存在因合同或工程款纠纷而产生的重大未决诉讼或仲裁5笔，其中公司作为被告的2笔，涉案金额合计7,514.85万元；公司作为原告的3笔，涉案金额合计3,414.35万元；目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2020年末公司存在未结清保函金额合计28,934.34万元，未结清信用证2,000.00万元。

八、结论

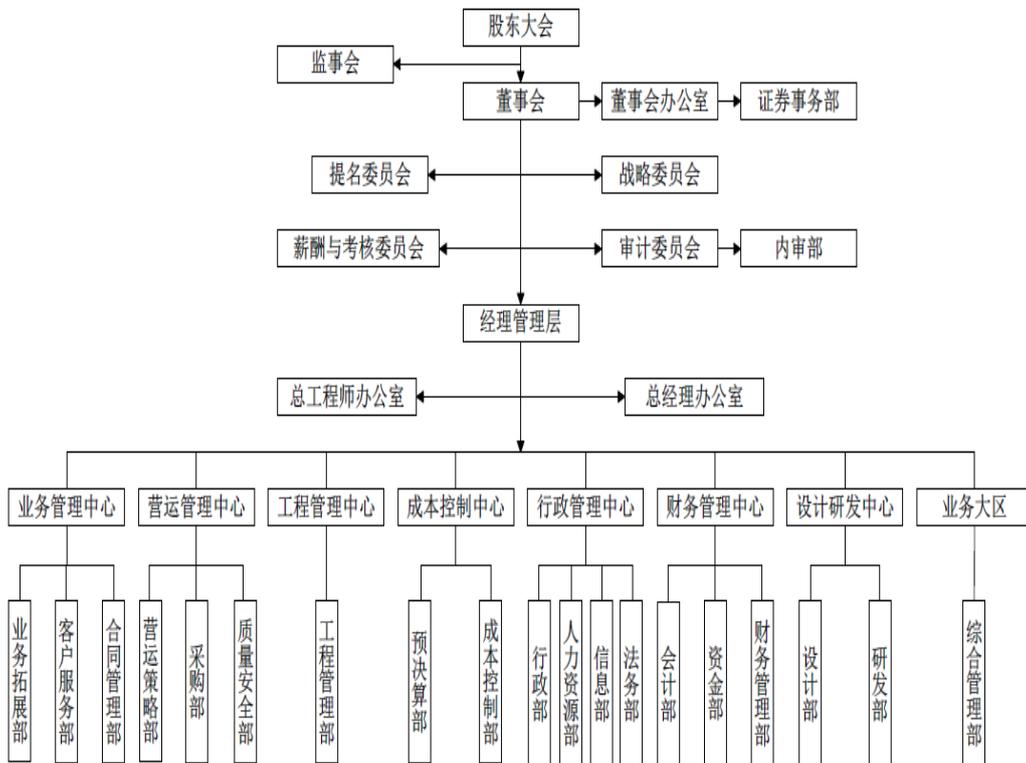
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	8.42	12.88	13.71	10.86
应收票据及应收账款	25.84	26.55	35.96	28.37
应收账款	25.18	25.85	35.55	27.89
合同资产	18.89	18.98	0.00	0.00
流动资产合计	58.92	63.45	53.97	42.15
非流动资产合计	10.11	9.57	6.68	5.27
资产总计	69.03	73.02	60.65	47.42
短期借款	14.79	14.41	12.13	13.10
应付账款	7.62	10.89	10.15	5.88
应交税费	3.94	3.93	3.14	2.73
一年内到期的非流动负债	0.00	0.98	0.01	0.10
流动负债合计	33.77	38.28	30.27	24.64
长期借款	0.00	0.00	0.98	1.00
应付债券	0.00	0.00	0.36	0.00
长期应付款	0.02	0.02	0.00	0.00
非流动负债合计	0.61	0.19	1.50	1.07
负债合计	34.38	38.46	31.77	25.71
总债务	17.41	18.48	15.15	15.85
归属于母公司的所有者权益	33.73	33.46	28.93	21.72
营业收入	10.27	55.81	48.59	41.46
净利润	0.30	2.59	2.43	1.65
经营活动产生的现金流量净额	-3.25	-3.02	0.66	-2.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-0.19	-1.31	-2.48
筹资活动产生的现金流量净额	-0.51	1.46	3.32	2.46
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.43%	17.29%	17.28%	14.58%
EBITDA 利润率	--	10.40%	10.66%	10.92%
总资产回报率	--	5.85%	7.02%	7.20%
产权比率	99.18%	111.29%	110.00%	118.45%
资产负债率	49.80%	52.67%	52.38%	54.22%
净债务/EBITDA	--	1.09	0.46	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	10.03	6.41	6.13
总债务/总资本	33.43%	34.84%	34.41%	42.20%
FFO/净债务	--	51.78%	114.51%	41.88%
速动比率	1.65	1.58	1.70	1.63
现金短期债务比	0.53	0.73	1.02	0.76

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2020 年末公司一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)
惠州市中装新材料有限公司	惠州市	惠州市	建筑装饰材料	100.00
深圳市中装市政园林工程有限公司	深圳市	深圳市	建筑装饰业	100.00
深圳市中装新能源科技有限公司	深圳市	深圳市	新能源开发	60.00
深圳市中装建筑科技有限公司	深圳市	深圳市	咨询顾问	100.00
深圳市中装智链供应链有限公司	深圳市	深圳市	批发业	100.00
中装国际控股有限公司	香港	香港	投资管理	100.00
上海中装慧谷国际贸易有限公司	上海市	上海市	国际贸易	100.00
上海中装亚拓建筑科技有限公司	上海市	上海市	建筑科技、智能科技	100.00
Zhongzhuang International Engineering Management Pte Ltd	新加坡	新加坡	建筑工程	100.00
深圳市中装科技幕墙工程有限公司	深圳市	深圳市	建筑材料、幕墙	100.00
深圳市中装纳米材料科技有限公司	深圳市	深圳市	薄膜产品、光触媒产品	80.00
深圳市中装智链科技有限公司	深圳市	深圳市	计算机软硬件开发	85.00
深圳市中装云科技有限公司	深圳市	深圳市	网络科技	100.00
深圳市中装建工有限责任公司	深圳市	深圳市	建筑工程	70.00
深圳市嘉泽特投资股份有限公司	深圳市	深圳市	投资管理	100.00

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 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。