



2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司 可转换公司债券2022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.

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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
“亚泰转债”	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持深圳市郑中设计股份有限公司¹（以下简称“郑中设计”或“公司”，证券代码002811.SZ）的主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定；维持“亚泰转债”的信用等级为AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司在手订单较充足，未来短期内收入来源较有保障，公司有一定的品牌知名度；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，存在一定的回收风险，且仍面临一定的债务压力等风险因素。

未来展望

- 公司品牌知名度进一步提高，业务持续性较好，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月16日

联系方式

项目负责人：张涛

zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申

jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021年	2020年
总资产	28.13	29.94	31.20
归母所有者权益	14.99	14.95	15.96
总债务	4.93	5.33	6.02
营业收入	3.03	19.05	18.93
EBITDA 利息保障倍数	-	6.79	4.93
净利润	0.05	0.17	0.26
经营活动现金流净额	0.63	3.09	1.89
销售毛利率	22.21%	22.48%	21.01%
EBITDA 利润率	-	12.24%	10.16%
总资产回报率	-	1.82%	2.28%
资产负债率	46.71%	50.05%	48.54%
净债务/EBITDA	-	-0.01	-0.81
总债务/总资本	24.76%	26.28%	27.27%
FFO/净债务	-	-5,119.73%	-43.34%
速动比率	2.54	2.23	2.26
现金短期债务比	29.73	9.22	3.94

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

¹ 公司原名“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”，2020年5月8日更为现名。

优势

- **公司在手订单可为未来短期内收入提供较好保障。**截至 2022 年 3 月末，公司装饰工程业务累计已签约未完工订单金额 1.98 亿元；设计业务累计已签约未完工订单金额 21.76 亿元，累计已中标未签订单金额 2.27 亿元，可为未来短期内收入提供较好保障。
- **公司有一定品牌知名度。**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。2019、2020 连续两年被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为“亚洲品牌 500 强”，2020 年获得《中国 500 最具价值品牌》。

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。**截至 2021 年末，公司募投项目进度与预期相符。但需关注市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素会对项目的投资回报和预期收益产生影响。
- **公司应收款项规模仍然较大，仍存在一定的回收风险。**2022 年 3 月末公司应收款项规模占资产比重达到 46.37%；截至 2021 年末，公司减值准备及坏账准备余额共计 7.28 亿元，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。
- **公司仍面临一定的债务压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模为 5.33 亿元。截至 2022 年 3 月末，本期债券未转换比例为 99.91%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格（9.27 元）仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司仍面临一定的债务压力。

本次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
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0

公司主体信用等级

AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-27	蒋申、张涛	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2018-8-31	王强、赵云飞	工商企业通用信用评级方法和模型 、 外部特殊支持评价方法	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
亚泰转债	4.80	4.61	2021-6-27	2025-4-17

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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”），截至2021年末，粤澳中医药产业园项目建设进度为59.88%。公司募投项目进度与预期相符。但需关注市场环境变化、竞争格局变化、宏观经济形势的变动等因素会对项目的投资回报和预期收益产生影响。

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，根据公司公告，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，实现毛利8,066.92万元，毛利率23.46%。

截至2022年3月末，亚泰转债转股4,291张，转股数量为39,788股。截至2022年2月8日，本期债券募集专户资金余额为0.00元，除中国银行账户外的其余账户均已注销。

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化。截至2022年3月31日，公司注册资本为18,000万元，股本由于亚泰转债转股25,721股增至270,044,877.00股。2021年6月15日，公司将可转债价格由9.67元/股修正为9.27元/股。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52.57%。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，并通过亚泰一兆间接持有公司52.57%的股份。截至2022年3月31日，公司前五大股东明细如下表所示。

表1 截至2022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	52.57%
郑忠	境外自然人	11.30%
唐旭	境内自然人	1.90%
林霖	境内自然人	1.77%
邱卉	境内自然人	1.09%

资料来源：公司2021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。2021年，纳入公司合并报表范围的子公司减少3家。截至2021年末纳入公司合并报表范围的子公司共13户，见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围减少情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
ATG（澳门）工程建设股份有限公司	95.00%	工程施工	注销
CCD 郑中（澳门）设计一人有限公司	100.00%	室内设计、设计顾问咨询	注销
亚泰建利工程有限公司	51.00%	工程施工	转让

资料来源：公司2021年审计报告及国家企业信息系统，中证鹏元整理。

截至2022年5月末，公司股东深圳市亚泰一兆投资有限公司（以下简称“亚泰一兆”）持有公司52.57%的股份，亚泰一兆股票质押余额为2,530.00万股，占公司总股本的9.37%。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全

球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

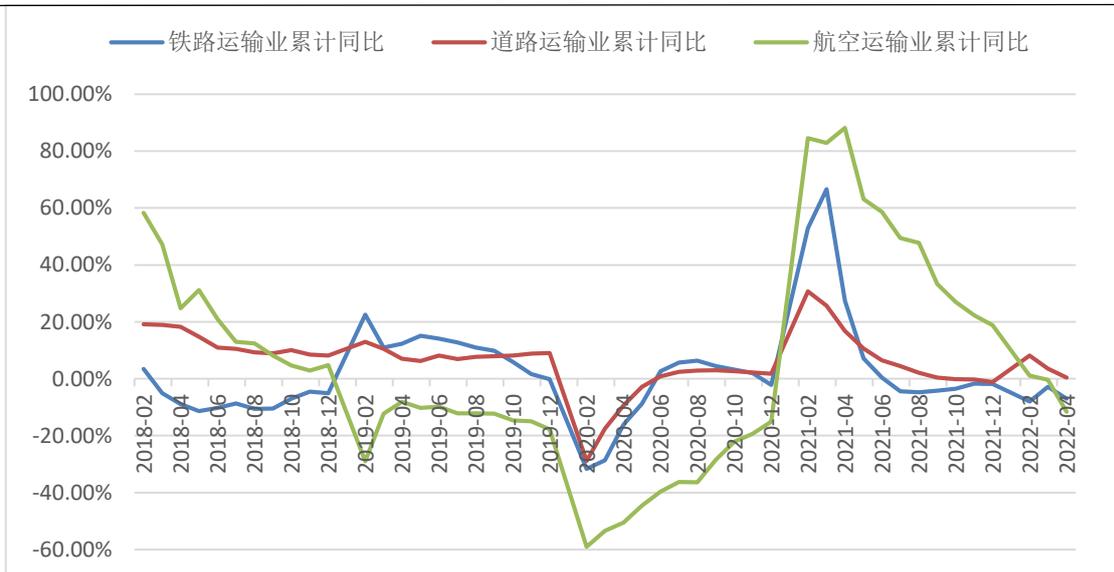
后疫情下在“稳增长”背景和“十四五”规划推动下，基建、交通运输类和公共设施管理业等主要公共建筑新增投资增速强势反弹后回归平稳，对公装行业增速造成波动性影响，2022 年公装行业将随基建投资企稳逐渐向好

公装行业与基建投资相关度较高，2020 年基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为 0.90%，受疫情短期冲击明显，于 2020 年 2 月触底，后随着基建逆周期调控，逐步反弹至 2021 年 2 月达到 36.6% 后复落至相对平稳。2020 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出现持续下滑。2021 年受疫情持续、专项债发行后置、地方政府投融资承压等因素影响，基建投资资金来源整体偏紧，地方项目储备少、资金落地效率低，全年基础设施投资完成额（不含电力）累计同比增长 0.4%，增速较 2020 年下降 0.5 个百分点。在“稳增长”背景下，2022 年宽信用力度有望加大，预计宏观杠杆率将稳中略升，特别是政府部门加杠杆来推动基建投资增长，相关政策在财政政策、货币金融政策、稳投资政策等方面提出部署，进一步加大对基建的支持力度；同时，在低基数效应下，2022 年基建投资增速会有比较明显的提高，随基建增速回升，公装行业预期向好。

图1. 2020 年以来基础设施建设投资增速触底拉升后恢复平稳


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

交通运输类装修装饰需求有望回升。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。从铁路投资规模来看，新冠疫情导致 2020 年铁路运输投资额处于负增长，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，为铁路投资提供较好支撑。道路建设投资波动趋势与铁路运输业投资相同，复工复产后恢复速度最快，波动幅度较小。航空运输业受全球疫情影响下降幅度最大，且 2020 年一直处于低位，低基数下，2021 年增速反弹亦最为明显。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. 2021 年铁路和道路运输业投资同比下滑，航空运输业增速低


资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

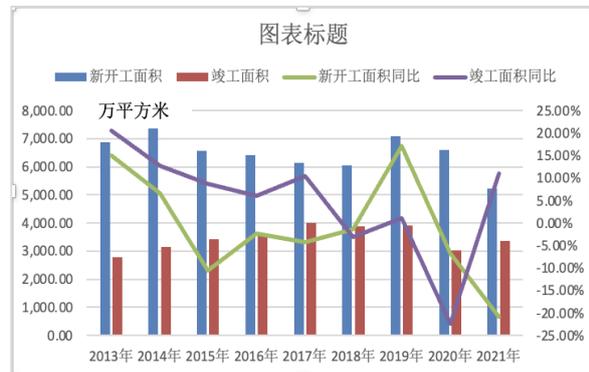
办公楼建筑装饰需求继续难以改善。随着国内经济放缓，办公楼需求增速也有所处于低位，2021年办公楼固定资产投资增速为-8.01%，继2018年首次再次出现负增长。根据国家统计局数据，2018年国内写字楼竣工面积3,884.04万平方米，同比下降3.10%；2020年受疫情影响，国内办公楼竣工面积大幅下滑，国内写字楼竣工面积为3,041.59万平方米，同比下降22.48%，2021年随着房产建设进度有所恢复，写字楼竣工面积上升10.99%至3,375.76万平方米。2020年以来办公楼新开工面积持续下降，且降幅走阔，2020-2021年分别下降6.77%和20.89%，说明市场对未来办公楼需求持消极态度，预计2022年在实体经济受到国内外环境影响前提下，办公楼需求较难有明显改善。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，主要城市办公楼空置率均有所提高，将较大程度上抑制存量办公楼重新装修需求。

图3. 2021年办公楼投资进一步下滑



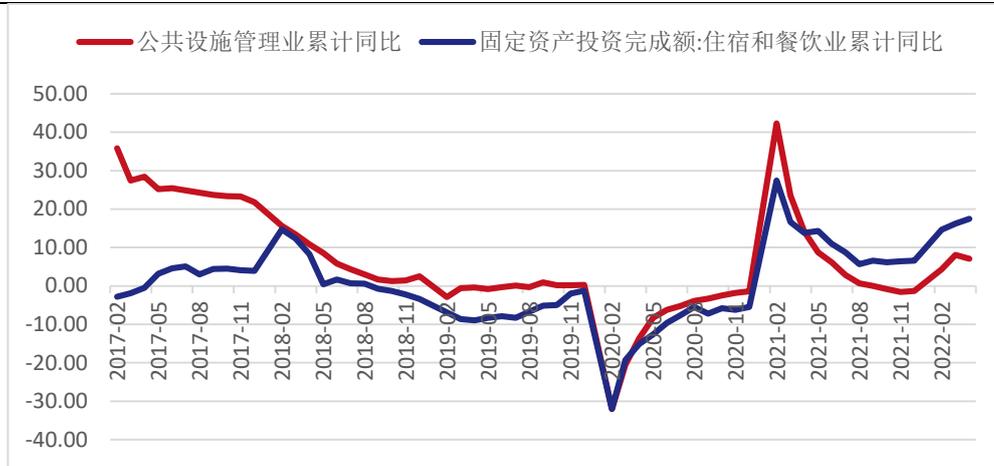
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4. 2021年办公楼竣工面积上升，新开工面积继续下降



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有所恢复。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，全年维持负增长。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；由于该产业受疫情冲击较大，2020年住宿和餐饮业固定投资累计同比下降5.5%。2021年后，随着疫情恢复，一季度公共设施固定资产投资和住宿和餐饮业固定投资均迎来报复性增长，之后回归疫情前状态。

图5. 2021年公共设施管理业、住宿和餐饮业固定资产投资报复性增长后恢复疫情前


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2021年,受疫情、经济增速放缓、房地产政策收紧等影响,基建、交通运输类、办公楼、公共设施管理业、住宿和餐饮业等投资多下滑,在“稳增长”背景和“十四五”规划推动下,基建、交通运输类和公共设施管理业投资将有所提升,预计2022年公装行业将企稳向好。

房地产市场景气度持续低迷影响下家装需求下行,2022年随着部分政策松动,家装行业有望稳中回暖

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。

从增量市场来看,一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响,部分房企削减非必要开工;另一方面,宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化,压制房企开工进度。自2021年7月起,房屋新开工面积累计同比增速由正转负,全年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%,较2019年同期下降19.9%。在流动性压力下房企优先保障存量项目交付,疫情恢复情况下,存量项目逐步竣工,2021年住宅和房屋竣工面积均呈上扬态势,但短期内新开工数据仍然承压。

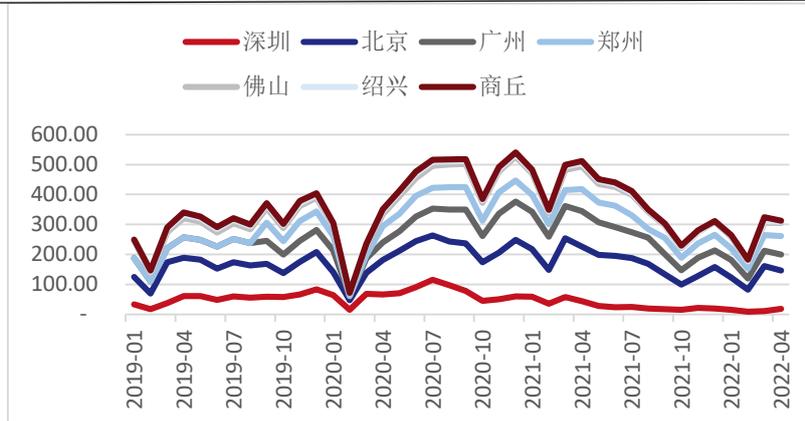
图6. 2021年住宅及房屋竣工面积增速上扬,但新开工面积仍持续下滑


资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

2021年3月两会政府报告后,全国楼市经历密集调控,在面临房市各项收紧措施的同时,二手房突

然迎来指导价政策等进一步调控政策，二手房市场承受很大压力。二手房各市成交量基本从2021年4月达到年内顶峰后一路下滑。2022年中央仍坚持“房住不炒”定位和实现“三稳”目标政策，年初公积金贷款条件放宽、房贷利率下调和首付比例降低等政策，一定程度上刺激二手房需求，预期全年二手房交易稳中回升，相关家装改造需求也将有所回暖。

图7. 2021年各代表城市二手房签约成交面积连续下滑

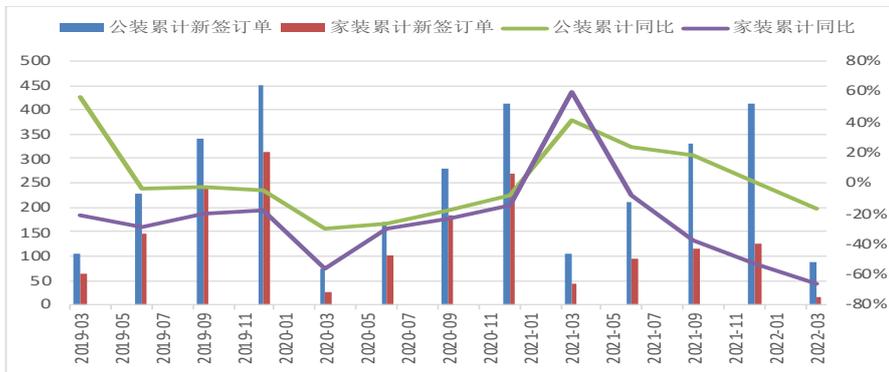


资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

建筑装饰行业经营压力加大，订单整体呈下降趋势，公装业务影响下行业新签订单整体降幅低于家装业务，预计2022年订单将有所改善

在业务规模下行，竞争压力加大背景下，建筑装饰行业企业数量下降，但预计行业集中度将维持提升趋势。企业数持续减少，行业内企业由2010年的14.5万家下降至2020年的10.6万家。但我国建筑装饰行业格局为“大行业、小公司”，竞争激烈，整体行业集中度仍较低。2020年以来疫情、下游房地产资金面紧张等因素对建筑装饰给建筑装饰行业带来很大压力，行业整体业务规模下降，经营压力显著增大，发展速度减缓，尤其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。

2020-2021年建筑装饰行业主要上市公司订单金额连续呈持续下降状态，且降幅走阔，其中家装业务新签订单整体降幅显著大于公装业务，2021年公装订单和家装订单全年同比分别下降17.11%和66.68%。业务承接行业内部分化明显，其中洪涛股份、宝鹰股份、全筑股份公装新签订单规模分别增长12.02%、39.42%、44.07%，洪涛股份、宝鹰股份家装订单同比下降46.35%和62.85%，全筑股份家装订单同比仅略上涨1.33%。广田集团、奇信股份等多数上市企业公装和家装订单呈持续下滑态势。总体来看，行业龙头的资金及项目管理优势将愈发明显，行业内部分化愈发显著。装饰行业有后周期的特点，考虑在十四五规划推动、基建支撑，以及房地产行业政策有所松动下，2022年建筑装饰行业订单将有所改善。

图8. 2021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

五、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。2021年公司营业收入较上年基本持平，其中装饰工程业务受疫情、上游房地产业收紧以及公司战略调整等因素影响，同比下降11.98%，但设计业务逆势上涨33.63%。从收入结构来看，装饰工程业务和设计业务仍为收入主要构成，2021年占营业收入比重分别为60.21%、35.22%。毛利率方面，2021年受疫情影响，市场材料价格及人工价格上涨，同时公司主动收缩高风险低收益的装饰工程业务，承接的装饰工程业务下降，但成本支出维持在较高水平，故装饰工程业务毛利率下降5.03个百分点至2.08%。公司设计业务毛利率仍然维持在较高水平。由于毛利率较低的装饰工程业务对营业收入的占比下降，2021年公司销售毛利率同比上升1.47个百分点至22.48%。公司其他业务主要为处置以房抵债的房产及北京房屋租赁业务，得益于资产处置收益，2021年毛利率由负转正。2022年1季度综合毛利率与上年基本持平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
装饰工程业务	1.30	3.24%	11.47	2.08%	13.03	7.11%
设计业务	1.23	38.66%	6.71	55.14%	5.02	53.50%
软装业务	0.49	31.52%	0.81	40.79%	0.87	42.59%
其他业务	0.01	9.15%	0.06	24.34%	0.02	-7.20%
合计	3.03	22.21%	19.05	22.48%	18.93	21.01%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及公司提供

跟踪期内公司业务资质未有变动，装饰工程及设计业务仍具有较高协同性

跟踪期内公司业务资质未有变动。截至2021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。跟踪期内公司承接的长沙W酒店、弥勒半朵云艺术家会客厅、苏宁钟山高尔夫酒店等多个EPC项目获得了国际国内奖项，进一步巩固了公司EPC项目经验、口碑及市场形象。2022年5月，公司新取得四项实用新型专利。

表4 公司获得的设计类国际奖项如下：

序号	奖项名称	奖项简介	年份
1	2022 德国柏林设计奖-- 长沙 W 酒店（金奖）	由柏林设计奖（Berlin Design Awards）	2022
2	法国凡尔赛设计大奖--弥勒半朵云艺术家会客厅	由法国凡尔赛设计大奖《The Prix Versailles》颁发	2021
3	2021 美国照明设计奖--弥勒半朵云艺术家会客厅、西安曲江印、CCD 深圳总部办公室 49F	由 2021 美国照明设计奖《LIT Lighting Design Awards》颁发	2021
4	Gold Key Awards 金钥匙奖--苏宁钟山高尔夫酒店（最佳酒店奖-高档）、弥勒东风韵美憬阁精选酒店（入围）	由美国金钥匙大奖《Gold Key Award》颁发	2021
5	2021 中国香港 DFA 亚洲最具影响力设计奖--弥勒东风 韵美憬阁精选酒店（铜奖）、深圳大梅沙京基洲际行政俱乐部（优秀奖）、弥勒半朵云艺术家会客厅（入围）	由中国香港 DFA 亚洲最具影响力设计奖《DFA Design for Asia Awards》	2021
6	2021 年美国《酒店设计》杂志大奖--弥勒东风韵美憬阁 精选酒店（中级酒店获奖者）	由美国《酒店设计》杂志大奖 HD Awards 颁发	2021
7	Red Dot Award 德国红点奖--弥勒半朵云艺术家会客厅（BOB 最佳奖）	由德国设计协会(Design Zentrum Nordrhein Westfalen)颁发	2021
8	西安丝路酒店（铂金奖）	由缪斯设计奖《MUSE Design Awards》颁发	2021

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

近年公司承接EPC项目较多，以装饰工程为基准口径，2021年公司实现EPC项目收入6.30亿元，收入占比55%，部分EPC项目中包括了装饰工程业务和设计业务，装饰工程业务和设计业务仍具有较高协同性。

表5 2020-2021 年公司 EPC 项目和非 EPC 项目的数量、金额及占比情况（单位：亿元）

年度	项目	合同金额	占比	收入	占比	数量	占比
2021 年	EPC 项目	16.52	56.00%	6.30	55.00%	60	50.00%
	非 EPC 项目	13.05	44.00%	5.16	45.00%	59	50.00%
	合计	29.57	100.00%	11.46	100.00%	119	100.00%
2020 年	EPC 项目	26.3	48.00%	7.18	55.00%	42	38.00%
	非 EPC 项目	28.85	52.00%	5.85	45.00%	69	62.00%
	合计	55.15	100.00%	13.03	100.00%	111	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司装饰工程业务收入同比下降；目前在手订单不大，未来短期内有一定收入来源；同时新签订单下降，业务仍然面临竞争激烈及地产政策带来的业绩波动风险

受疫情、下游房地产行业收紧及公司主动降低高风险低收益的装饰工程项目承接影响，2021年公司装饰工程业务收入同比下降11.98%至11.47亿元，主要系高端星级酒店及高品质住宅收入大幅下降所致；

当期业务毛利率为2.08%，同比下滑5.03个百分点，主要系市场材料价格及人工价格上涨，同时公司承接的装饰工程业务下降，但成本支出维持在较高水平，同时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、高品质住宅合计占装饰工程收入的比重为51.08%。

表6 2020-2021 年公司装饰工程收入构成明细（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	2.95	25.71%	5.92	45.45%
高品质住宅	2.91	25.37%	4.29	32.91%
高档写字楼	4.52	39.38%	1.85	14.17%
其他	1.09	9.54%	0.97	7.46%
合计	11.47	100.00%	13.03	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司装饰工程业务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7.96亿元，占装饰工程收入比重为69.40%，较去年占比大幅增长，集中程度较高。具体情况来看，前十大产值项目中4个为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2个为酒店类业务，其他涉及住宅、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较去年有所下降，不利于业务抵御某单一领域风险提升带来的不良影响。

表7 2021 年公司装饰工程前十大产值项目明细（单位：亿元）

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
深圳招华会展湾纯水岸 4-02 地块 1#-8#楼公寓 EPC 项目	深圳市招华会展实业有限公司	4.51	2.39	3.78	91.30%	否
深圳红土创新广场精装修工程 II 标段	深圳市创新投资集团有限公司	1.34	1.13	1.13	91.71%	否
禾正医院项目二期胶地面找平工程施工合同	深圳禾正医院	1.10	0.78	1.01	100.00%	否
中洲滨海商业中心 1 栋/2 栋地下及裙楼商业公区精装修分包工程	深圳市汇海置业有限公司	0.92	0.70	0.75	88.84%	是
中洲滨海商业中心 1 栋 A、B 座写字楼公区精装修分包工程 I 标段（A 座）	深圳市汇海置业有限公司	0.82	0.55	0.70	92.59%	是
兰州盛达金城广场希尔顿酒店装修工程	甘肃盛达集团有限公司	0.71	0.52	0.63	96.76%	否
南沙建滔广场	广州展瀛置业有限公司	1.22	0.50	0.80	71.72%	否
西安大唐芙蓉园芳林苑酒店提升改造项目	西安曲江文化旅游股份有限公司	0.58	0.49	0.49	92.12%	否
南昌兴业银行股份有限公司南昌分行新大楼装修工程（设计-采购-施工）EPC 总承包合同	兴业银行股份有限公司南昌分行	0.55	0.48	0.50	100.00%	是
华润前海项目万象前海商业中心精装修工程 I 标段	华润置地前海有限公司	0.46	0.42	0.42	100.00%	是

合计	12.21	7.96	10.21	-	-
----	-------	------	-------	---	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司装饰工程业务累计新签订单金额5.50亿元，同比大幅下降46.13%，主要系2021年受疫情影响及公司主动收缩高风险低收益装饰工程业务所致。2022年1-3月，公司装饰工程业务累计新签订单金额0.29亿元，较2020年同期大幅下降90.10%，主要系疫情影响所致。截至2022年3月末，公司累计已签约未完工订单金额1.98亿元，同比下降89.33%，未来短期内面临较大的经营压力，考虑到行业竞争激烈且公司主动提高承接装饰工程业务的标准，或面临收入进一步下滑风险。

表8 公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

2021年新签订单	2022年1-3月新签订单	2022年3月末累计已签约未完工订单金额	2022年3月末累计已中标未签订单金额
5.50	0.29	1.98	0.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。受宏观经济及下游房地产市场的影响，截至2021年末，公司减值准备及坏账准备余额共计7.28亿元，2021年发生减值损失1.45亿。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。

2021年公司装饰工程客户集中度较高，且议价能力相对较弱，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

2021年公司装饰工程前五名客户合计收入6.21亿元，占装饰工程收入的比重较去年有所提升，整体集中度较高，一定程度上不利于分散相关风险。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9 2020-2021年公司装饰工程前五名客户情况（单位：亿元）

时间	序号	客户名称	销售金额	占装饰工程收入比重
2021年	1	深圳市招华会展实业有限公司	2.53	22.08%
	2	深圳中洲集团有限公司	1.25	10.90%
	3	深圳市创新投资集团有限公司	1.13	9.85%
	4	深圳禾正医院	0.78	6.76%
	5	甘肃盛达集团有限公司	0.52	4.52%
		合计	6.21	54.11%
2020年	1	深圳市招华会展实业有限公司	1.37	10.52%

2	深圳悦茂置业有限公司	0.91	6.97%
3	广东腾瑞投资有限公司	0.87	6.65%
4	洛阳天元置业有限公司	0.59	4.52%
5	澳门投资发展股份有限公司	0.58	4.43%
合计		4.31	33.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司装饰工程前三名供应商采购金额合计0.51亿元，占采购总金额比重为7.32%，集中度不高，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。

2021年装饰工程前三大劳务分包公司为深圳市富安达建设劳务有限公司、深圳市安富来建设劳务有限公司和聚豪（深圳）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10 2020-2021年公司装饰工程前三大劳务分包公司情况（单位：亿元）

年度	劳务公司名称	劳务采购金额	占劳务采购总额比例
2021年	深圳市富安达建设劳务有限公司	2.12	57.31%
	深圳市安富来建设劳务有限公司	1.41	38.18%
	聚豪（深圳）劳务有限公司	0.09	2.48%
	合计	3.62	97.97%
2020年	深圳市建茂建筑工程劳务有限公司	3.36	71.55%
	深圳市富安达建设劳务有限公司	0.74	15.77%
	深圳市安富来建设劳务有限公司	0.35	7.46%
	合计	4.45	94.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司设计业务收入规模大幅增长，目前在手订单充足，对未来收入能够形成较强支撑；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，并连续两年被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为亚洲品牌500强，2020年获得《中国500最具价值品牌》；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。

2021年公司设计业务收入6.71亿元，规模较去年大幅增长33.63%；毛利率为55.14%，同比小幅上升1.64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43.50%、30.17%、23.28%，主要板块业务均保持增长。

表11 2020-2021 年公司设计业务收入构成明细（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	2.92	43.50%	2.22	44.14%
高品质住宅	2.02	30.17%	1.44	28.67%
高档写字楼	1.56	23.28%	0.97	19.32%
其他	0.20	3.05%	0.39	7.86%
合计	6.71	100.00%	5.02	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年设计业务前五大产值项目明细如下表所示，前五大产值项目当期收入合计0.44亿元，占设计业务收入比重仅为6.56%，反映设计业务单个体量较小，较装饰工程业务相对灵活。

表12 2021 年公司设计业务前五大产值项目明细（单位：亿元）

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
杭政工出[2017]2号地块（云谷园区）项目室内方案设计、初步设计咨询服务合同	杭州传裕云鸿科技有限公司	0.21	0.11	0.17	85.00%	否
广州会议中心酒店设计总包（云珠）	广州越秀华城房地产开发有限公司	0.27	0.10	0.18	71.19%	否
深湾汇云中心项目香格里拉酒店室内设计合同	深圳市科筑建设管理有限公司	0.16	0.09	0.09	60.69%	否
度假村酒店旧主楼更新修缮提升工程设计总承包合同	珠海九洲置业开发有限公司	0.08	0.06	0.06	80.72%	否
临海揽山御园多层住宅项目室内装饰设计与采购咨询合同	深圳市富诺房地产开发有限公司	0.17	0.06	0.06	37.74%	否
合计		0.89	0.44	0.57	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年，公司设计业务累计新签订单金额11.75亿元，小幅上升9.10%。2022年1-3月，公司设计业务累计新签订单金额2.35亿元，较2021年同期增长11.90%。2022年3月末，公司累计已签约未完工订单金额21.76亿元，累计已中标未签订单金额2.27亿元，较去年同期规模相当；在手订单充足，对未来收入能够形成较强支撑。

表13 公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）

2021年新签订单	2022年1-3月新签订单	2022年3月末累计已签约未完工订单金额	2022年3月末累计已中标未签订单金额
11.75	2.35	21.76	2.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但需关注的是，近年劳动力成本的不断上涨，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。

2021年软装业务收入小幅下降且规模仍然较小，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，2021年软装业务收入小幅下降至0.81亿元，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。

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，以及未经审计的2022年第一季度财务报表，报表均采用新会计准则编制。2021年，纳入公司合并报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

公司资产规模小幅下降，应收款项规模仍然较大，仍存在一定的回收风险

2021年末公司资产总额同比小幅下降4.04%至29.94亿元，截至2022年3月末，总资产较年初进一步下降6.05%至28.13亿元。从资产结构来看，2021年末流动资产占比78.71%，仍是公司资产的主要构成。

流动资产方面，2021年末货币资金余额5.15亿元，其中使用受限0.49亿元，主要系银行承兑汇票保证金及诉讼冻结资金；2021年3月末货币资金较年初小幅增长至5.26亿元。2022年3月末交易性金融资产为0.40亿元，系结构性存款。

截至2021年末，公司应收账款及合同资产账面价值合计同比下降11.65%，主要系公司收回部分应收款项所致。2021年公司应收账款计提坏账准备2.89亿元，期末账龄在3年以上的款项账面余额占比为45.57%，其中前五大欠款方欠款余额占比17.60%，计提坏账准备0.72亿元。2021年公司合同资产计提坏账准备4.29亿元，存在一定的减值风险。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。2022年3月末存货余额为0.51亿元，主要系装饰工程及软装业务的原材料及合同履行成本。截至2021年末，公司其他流动资产同比大幅增长4,125.00%，主要系公司购买1.65亿的理财产品所致。

非流动资产方面，2021年末公司投资性房地产账面价值为0.72亿元，采用成本模式进行后续计量，较上年变化不大，期末均为房屋及建筑物，其中账面价值0.06亿元投资性房地产尚未办妥产权证书。

2021年末固定资产账面价值同比下降7.46%至2.73亿元。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。

截至2021年末，公司受限资产账面价值合计0.73亿元，此外0.42亿元款项存放于境外，0.06亿元投

资性房地产尚未办妥产权证书。跟踪期内公司资产规模小幅下降，截止2022年3月末，公司应收款项²规模达到13.04亿元，占资产比重达46.37%，截至2021年末，公司减值准备及坏账准备余额共计7.28亿元，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。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.26	18.68%	5.15	17.19%	7.77	24.89%
交易性金融资产	0.40	1.42%	0.40	1.34%	0.00	0.00%
应收账款	3.45	12.27%	3.39	11.32%	3.03	9.72%
存货	0.51	1.81%	0.71	2.36%	0.66	2.13%
合同资产	9.29	33.03%	10.94	36.55%	13.19	42.27%
其他流动资产	1.66	5.90%	1.69	5.64%	0.04	0.13%
流动资产合计	21.77	77.37%	23.56	78.71%	25.88	82.96%
投资性房地产	0.71	2.53%	0.72	2.40%	0.75	2.41%
固定资产	2.69	9.57%	2.73	9.11%	2.95	9.44%
非流动资产合计	6.37	22.63%	6.37	21.29%	5.32	17.04%
资产总计	28.13	100.00%	29.94	100.00%	31.20	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司盈利能力有所下降，目前在手订单对短期内收入来源有较好保障，需关注后续业务开拓、应收款减值及费用控制情况

2021年公司营业收入较上年基本持平，公司业务主要集中在高端酒店、住宅等高端公共建筑领域，目前公司在手订单对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。2021年销售毛利率小幅上升至22.48%，主要系收入结构变化所致，未来仍存在波动的可能性。

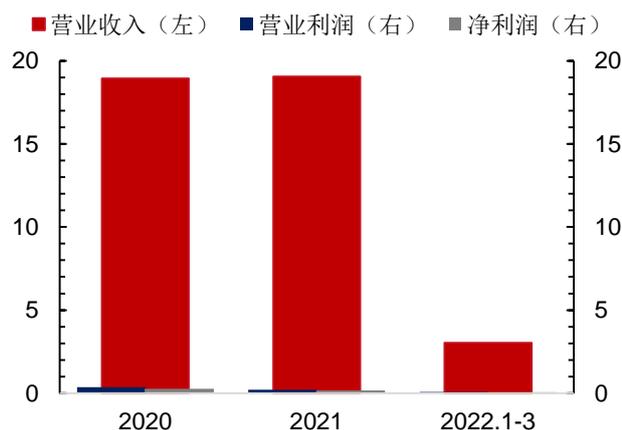
2021年资产减值损失为0.84亿元，其中合同资产减值损失0.84亿元。2021年公司信用减值损失同比大幅增长2,990.18%至0.61亿元，其中0.60亿元为应收账款坏账损失，对营业利润水平形成一定削弱。2021年公司期间费用率下降至13.61%。受上述因素等的影响，2021年公司实现营业利润0.21亿元，同比大幅下降39.74%，同时公司总资产回报率大幅下降至1.82，EBITDA利润率上升至12.24，盈利能力表现

² 包括应收账款、其他应收款和合同资产。

有所下降。2022年一季度公司实现营业收入3.03亿元，实现净利润0.05亿元，同比大幅下降67.99%。

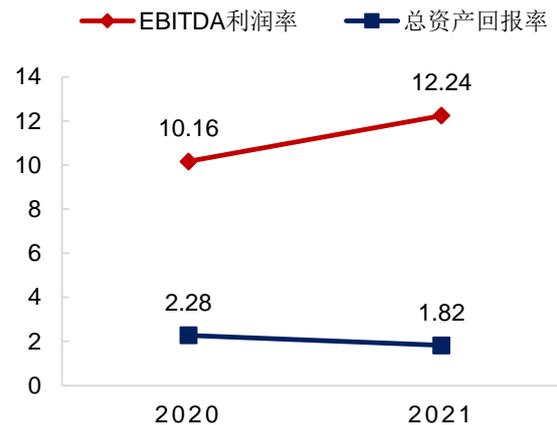
整体来看，2021年公司主营业务收入小幅回升，目前在手订单对短期内收入来源有较好保障，但资产减值损失及期间费用率仍对公司利润形成一定侵蚀，后续仍需持续关注应收款项回款及期间费用率控制情况。

图9. 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10. 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

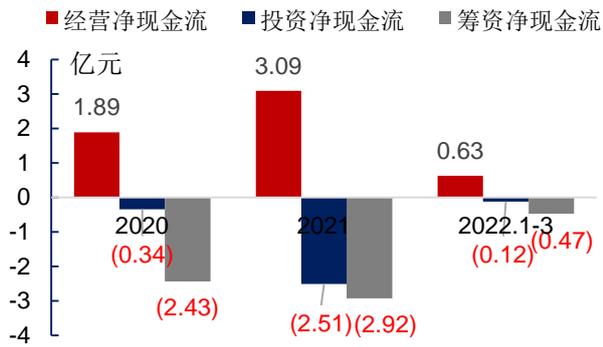
2021年筹资活动流出较多，公司资金储备仍相对充足，短期内资金压力相对可控

2021年公司主营业务现金生成能力有所提升。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至第三方，当期经营活动现金净流入3.09亿元，表现较上年好转。

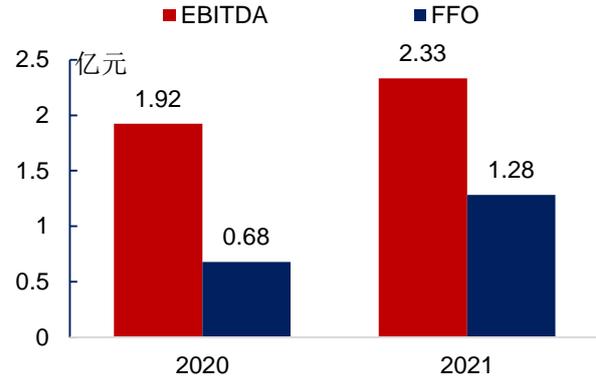
2021年公司投资活动现金流主要系理财产品购买所致，当期投资活动现金净流出2.51亿元。由于偿还到期债务，2021年公司筹资活动现金净流出规模达2.92亿元。总体来看，公司EBITDA同比上升21.35%，FFO较上年上升至1.28。由于上游房地产行业下行及宏观经济的影响，需持续关注公司主营业务回款等情况，目前公司仍存在一定的资金压力。

图11. 公司现金流结构

图12. 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



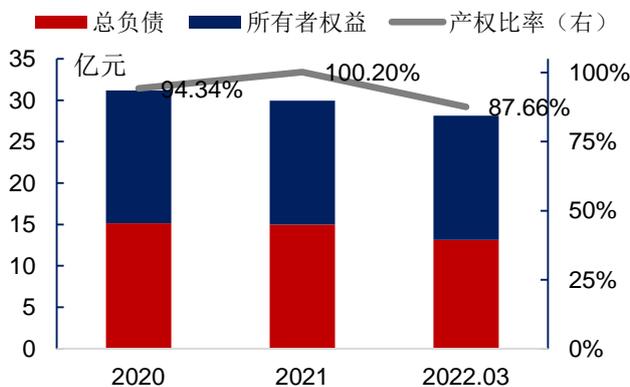
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务有所下降，但仍面临一定的债务压力

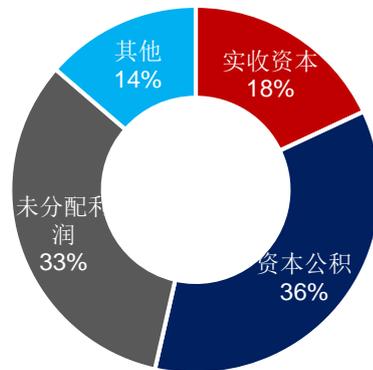
受偿还到期债务的影响，2021年末负债总额同比下降1.06%；2021年公司实现净利润0.17亿元，但计提应付普通股股利1.08亿元，使得未分配利润下降，2022年3月末所有者权益较2020年末下降6.62%。受上述因素影响，2022年3月末公司产权比率下降至87.66%，所有者权益对负债的偿付保障程度有所改善。从负债结构来看，2021年末流动负债占比68.49%，仍是公司负债的主要构成。

图13. 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图14. 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，2021年末短期借款同比减少77.08%，均为保证借款。2021年末应付账款为5.81亿元，基本为应付材料及劳务采购款，由于相关项目结算支付，2022年3月末应付账款下降11.88%至5.12亿元。由于执行新收入准则，预收款项重分类至合同负债，2021年末合同负债账面价值同比上升45.71%至1.02亿元，为预收工程、软装及设计款；2021年末其他流动负债1.52亿元主要系待转销项税。

非流动负债方面，2021年末应付债券4.04亿元，为本期债券负债部分。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

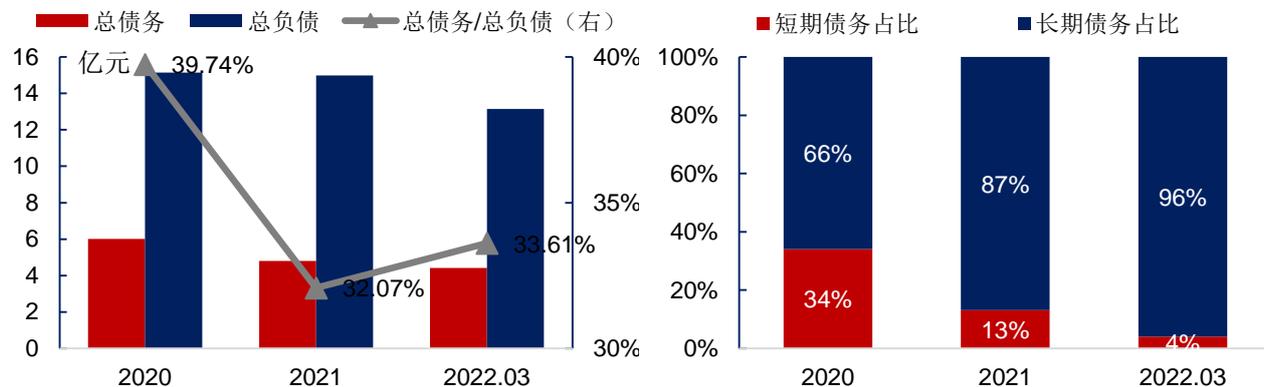
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.44	2.92%	1.92	12.67%
应付账款	5.12	38.93%	5.81	38.80%	5.82	38.46%
合同负债	1.03	7.82%	1.02	6.79%	0.70	4.59%
其他流动负债	1.32	10.02%	1.52	10.11%	1.43	9.44%
一年内到期的非流动负债	0.18	1.34%	0.19	1.30%	0.05	0.36%
流动负债合计	8.36	63.65%	10.26	68.49%	11.14	73.55%
应付债券	4.11	31.29%	4.04	26.95%	3.78	24.93%
非流动负债合计	4.78	36.35%	4.72	31.51%	4.01	26.45%
负债合计	13.14	100.00%	14.98	100.00%	15.14	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年公司总债务规模同比下降11.46%，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、租赁负债的总债务共计5.33亿元，占负债总额的比重为39.74%。同时公司债务结构有所改善，截至2022年3月末短期债务占总债务的比重下降至4%，债务结构仍以长期债务为主。

图15. 公司债务占负债比重

图16. 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率上升至50.05%；当期EBITDA利息保障倍数上升至6.79，盈利对利息的偿付保障程度有所提升，同时总债务与总资本的比重有所改善。由于公司盈余现金较多，2021年及2020年净债务均为负。

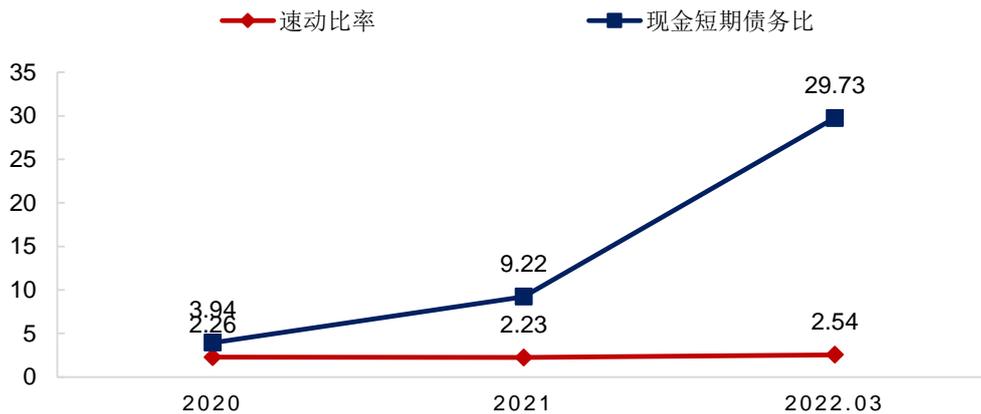
表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	46.71%	50.05%	48.54%
净债务/EBITDA	-	-0.01	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	-	6.79	4.93
总债务/总资本	24.76%	26.28%	27.27%
FFO/净债务	-	-5,119.73%	-43.34%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

2021 年公司速动比率较去年变化不大，由于当期偿还到期债务的影响，2022 年 3 月末公司现金短期债务比大幅提升至 29.73，短期偿债能力明显提升。根据公司提供的资料显示，截至 2022 年 4 月末公司获得银行授信额度合计 9.00 亿元，已使用额度 0.74 亿元，尚可使用额度 8.26 亿元。

图17. 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 5 月 10 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。

或有事项分析

未决诉讼

2020 年 10 月 10 日，原告上海万浩木业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：（2020）粤 0304 民初 51753 号，诉讼请求：（1）公司支付工程余款人民币 3,439,807.01 元；（2）公司支付逾期利息 1,689,805 元（按银行同期贷款利率，自 2013 年 3 月 12 日起算，暂计七年半）。截至 2021 年末该案正在审理过程中。2021 年 9 月 24 日，公司不服一审判决，已提起上诉。

2020 年 3 月 20 日，罗战就与公司居间合同纠纷一案向广西壮族自治区南宁市青秀区人民法院提起诉讼，案号：（2020）桂 0103 民初 487 号，诉讼请求：一、判令被告支付原告居间费 997,389.00 元；二、本案诉讼费由被告承担。根据 2021 年 11 月 18 日一审判决书：驳回原告罗战的全部诉讼请求。2022 年 2 月 18

日，罗战不服一审判决，重新提起上诉。

2021年7月19日，吴汗保与公司就建设工程施工合同纠纷一案向福田区法院起诉，案号为（2021）粤0305民初14838号，诉讼请求：判决被告支付工程款1583258.73元。根据2021年10月19日判决书：被告深圳市郑中设计股份有限公司应于判决生效之日起十日内向原告吴汗保支付工程款1583258.73元；驳回被告深圳市郑中设计股份有限公司的全部反诉请求。2021年11月8日，公司不服一审判决，已重新提起上诉。

截至2021年末，公司未决诉讼金额共计0.16亿元。

未结清保函

截至2021年末，公司存在未结清保函金额1.59亿元，明细如下表所示。

表17 截至 2021 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
履约保函	1,793.17	中国建设银行
投标保函	130.00	中国建设银行
预付款保函	467.50	中国建设银行
履约保函	2,460.48	交通银行
投标保函	30.00	交通银行
预付款保函	928.44	交通银行
履约保函	1,224.37	中国银行
预付款保函	230.10	中国银行
投标保函	4.00	招商银行
备用金保函	300.00	招商银行
工资保证金保函	40.00	招商银行
履约保函	25.96	上海浦东发展银行
融资性保函	8,302.66	宁波银行
合计	15,936.68	-

资料来源：公司2021年审计报告

八、抗风险能力分析

公司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，在行业内具有一定知名度。

从业务状况来看，公司在手订单可为未来短期内收入提供较好保障。截至2022年3月末，公司装饰工程业务累计已签约未完工订单金额1.98亿元；设计业务累计已签约未完工订单金额21.76亿元，累计已中标未签订单金额2.27亿元，可为未来短期内收入提供较好保障。从行业内影响力来看，公司具有一定

品牌知名度。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。2019、2020连续两年被世界品牌实验室（World Brand Lab）评为“亚洲品牌500强”，2020年获得《中国500最具价值品牌》。

但同时公司应收款项规模仍然较大，仍存在一定的回收风险。截至2022年3月末，本期债券未转换比例为99.91%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格（9.27元）仍有一定差距，若未来转换比例仍无法明显提升，公司仍面临一定的债务压力。

综合来看，公司抗风险能力尚可。

九、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担保

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2022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18 截至 2022 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	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。

十、结论

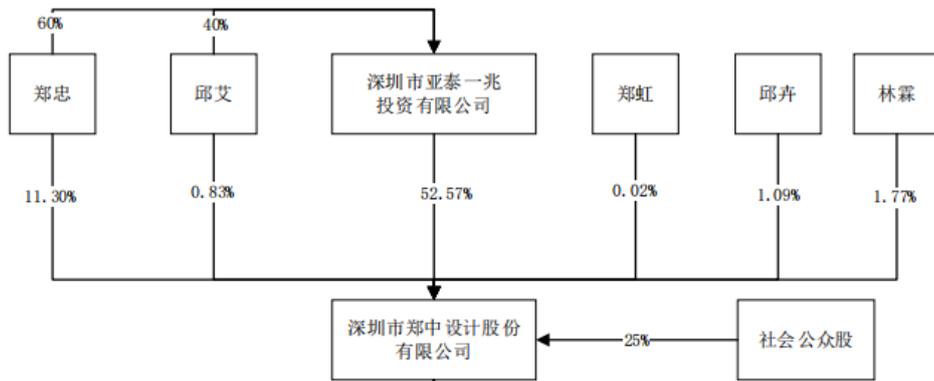
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“亚泰转债”的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年
货币资金	5.26	5.15	7.77
应收票据及应收账款	3.59	3.85	3.50
应收账款	3.45	3.39	3.03
合同资产	9.29	10.94	13.19
流动资产合计	21.77	23.56	25.88
非流动资产合计	6.37	6.37	5.32
资产总计	28.13	29.94	31.20
短期借款	0.00	0.44	1.92
应付账款	5.12	5.81	5.82
一年内到期的非流动负债	0.18	0.19	0.05
其他流动负债	1.32	1.52	1.43
流动负债合计	8.36	10.26	11.14
长期借款	0.13	0.14	0.20
应付债券	4.11	4.04	3.78
非流动负债合计	4.78	4.72	4.01
负债合计	13.14	14.98	15.14
总债务	4.93	5.33	6.02
归属于母公司的所有者权益	14.99	14.95	15.96
营业收入	3.03	19.05	18.93
净利润	0.05	0.17	0.26
经营活动产生的现金流量净额	0.63	3.09	1.89
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-2.51	-0.34
筹资活动产生的现金流量净额	-0.47	-2.92	-2.43
财务指标	2022年3月	2021年	2020年
销售毛利率	22.21%	22.48%	21.01%
EBITDA 利润率	-	12.24%	10.16%
总资产回报率	-	1.82%	2.28%
产权比率	87.66%	100.20%	94.34%
资产负债率	46.71%	50.05%	48.54%
净债务/EBITDA	-	-0.01	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	-	6.79	4.93
总债务/总资本	24.76%	26.28%	27.27%
FFO/净债务	-	-5,119.73%	-43.34%
速动比率	2.54	2.23	2.26
现金短期债务比	29.73	9.22	3.94

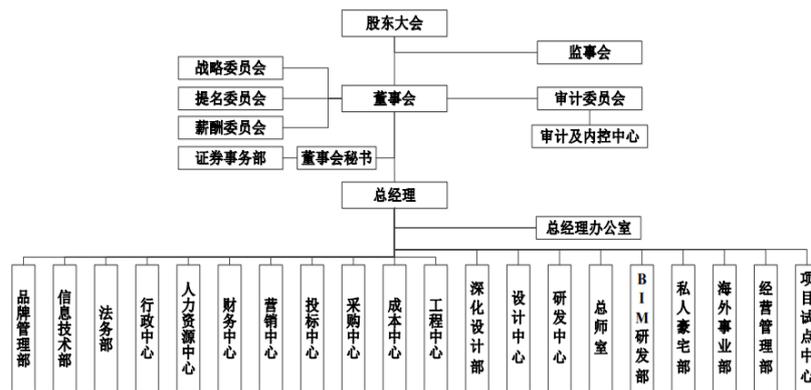
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	100%	建筑设计咨询、室内外装饰设计咨询
深圳市无物艺术顾问有限公司（（原环球资源置业（深圳）有限公司）	100%	文化艺术咨询、室内外装饰设计
深圳市郑中鱼眼设计有限公司	100%	工程设计
港新国际设计顾问（香港）有限公司	100%	室内设计
深圳市聚城设计有限公司（港新国际设计顾问（深圳）有限公司）	100%	室内外装饰设计
香港郑中设计事务所有限公司	100%	室内设计
郑中室内设计（深圳）有限公司	100%	室内装饰工程设计、酒店装饰工程设计
郑中室内设计（美国）有限公司	100%	室内设计
香港亚泰国际建设有限公司	100%	工程设计
亚泰国际（越南）有限公司	100%	完善高层建筑工程、室内外装饰装修
深圳市艺澍家空间科技有限公司	100%	工程设计
深圳市亚泰国际建筑科技有限公司	100%	工程施工
深圳市犀照网络科技有限公司	100%	软件开发

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录五 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	未受限货币资金+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。

附录六 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。