



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评级的变化情况。

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：

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
中装转 2	AA	AA

评级日期

2022年6月27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：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“中装转 2”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA。
- 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；但中证鹏元也关注到，公司装饰施工垫资规模较大，存在一定坏账及减值损失风险，面临较大的流动性压力，且存在一定或有负债风险。

未来展望

- 公司业务资质等级高，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	2022.03	2021	2020	2019
总资产	89.17	91.95	73.02	60.65
归母所有者权益	36.54	36.63	33.46	28.93
总债务	33.70	32.19	18.48	15.15
营业收入	8.28	62.78	55.81	48.59
EBITDA 利息保障倍数	--	6.83	10.03	6.41
净利润	-0.08	1.24	2.59	2.43
经营活动现金流净额	-3.38	-5.36	-3.02	0.66
销售毛利率	14.86%	14.66%	17.29%	17.28%
EBITDA 利润率	--	8.32%	10.40%	10.66%
总资产回报率	--	3.12%	5.85%	7.02%
资产负债率	57.76%	58.98%	52.67%	52.38%
净债务/EBITDA	--	2.56	1.09	0.46
总债务/总资本	47.23%	46.05%	34.84%	34.41%
FFO/净债务	--	14.66%	51.78%	114.51%
速动比率	1.83	1.77	1.58	1.70
现金短期债务比	0.83	1.01	0.73	1.02

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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；2021 年新增获得鲁班奖 1 项、全国建筑工程装饰奖 6 项等奖项，知名度进一步巩固。
- **公司未来中短期内收入来源较有保障。**2021 年公司装饰施工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。

关注

- **公司利润同比有所下滑。**2021 年因建筑原材料价格上涨和劳务成本提升，公司净利润同比下降 52.13%。
- **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 2021 年末，公司应收款项、合同资产占总资产比重较大，对营运资金的占用较为明显；且应收账款和合同资产应收对象较为分散，平均账龄有所延长，款项何时回收存在不确定性。
- **公司面临的流动性压力持续增加。**2021 年公司总债务规模持续攀升，且短期债务占比较高，流动性压力仍较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 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 7 笔，涉及金额合计 19,006.92 万元，目前上述案件均尚在审理过程中。此外，2021 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	宝鹰股份 (002047.SZ)	奇信股份 (002781.SZ)	洪涛股份 (002325.SZ)	建艺集团 (002789.SZ)	中装建设 (002822.SZ)
总资产	106.49	29.91	91.27	33.30	91.95
营业收入	46.69	14.53	25.91	19.48	62.78
净利润	-16.57	-17.59	-2.11	-9.84	1.24
销售毛利率	12.80%	9.57%	11.74%	12.45%	14.66%
资产负债率	75.93%	108.11%	69.35%	95.98%	58.98%
经营活动现金流净额	1.65	-2.89	0.54	-1.20	-5.36

注：以上各指标均为 2021 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
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	较小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6

经营规模	6	EBITDA 利息保障倍数	7
产品、服务和技术	4	总债务/总资本	5
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	5
经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	3	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	强	财务状况评估结果	较小
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	2021-6-25	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	2018-10-17	汪永乐、梁瓚	建筑装饰企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	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
中装转 2	11.60	11.59	2021-6-25	2027-4-16

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、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12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.37亿元。

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，董事长庄重与庄小红系夫妻关系，法定代表人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，截至2022年3月末合计持有公司34.56%的股权。截至2022年3月末，控股股东庄小红持股累计质押率62.87%，实际控制人庄重、庄小红和庄展诺持股累计质押率59.80%，质押比例较高，若公司股票价格下行可能存在被平仓风险。

表1 截至2022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	24.43%	176,057,928	110,689,999
庄展诺	境内自然人	10.13%	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	1.78%	12,821,600	0
严勇	境内自然人	1.22%	8,768,217	0
刘广华	境内自然人	1.10%	7,900,000	0
合计		38.66%	278,557,095	148,939,999

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2022年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年7月13日，公司发布《关于完成法人变更并换领营业执照的公告》，公司法人由庄重变更为庄展诺。2022年4月27日，汪成辞去副总裁职务，辞职后在公司继续任职。

本期债券2021年10月22日开启转股申报程序，截至2022年3月31日，本期债券累计因转股减少金额为465,100.00元，减少数量为4,651张，期末股份总数为720,562,841股。2022年4月29日，公司发布《关于2020年限制性股票回购注销完成暨调整可转债转股价格的公告》，本期债券转股价格由6.28元/股调整至6.31元/股。

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，2021年

新纳入合并范围的子公司7家，减少子公司3家，详见下表。截至2021年末，公司纳入合并范围内子公司情况如附录三所示。

表2 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
深圳市中装和馨智能科技有限公司	51%	500.00	新设
中装建投（福建）科技有限公司	51%	10,000.00	新设
惠州中装建筑科技发展有限公司	100%	4,000.00	新设
湖南中装三湘电梯工程有限公司	51%	1,000.00	新设
江西深科元生活服务有限公司	70%	200.00	新设
湖南中装三湘建筑科技有限公司	51%	1,000.00	新设
深圳市中贺工程检测有限公司	90%	600.00	非同一控制下企业合并

2、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
深圳中园建设有限公司	-	-	注销
四川中装成渝建筑科技有限公司	-	-	注销
中装智链本聪（成都）科技有限公司	-	-	注销

资料来源：公司 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

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。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计

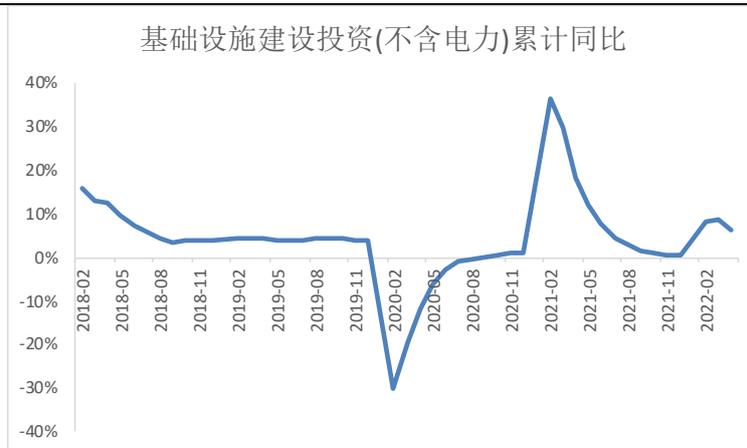
2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业环境

在“稳增长”背景和“十四五”规划推动下，预计2022年基建、交通运输类和公共设施管理业等主要公共建筑新增投资需求将有所提升，带动公装行业需求将逐渐企稳向好

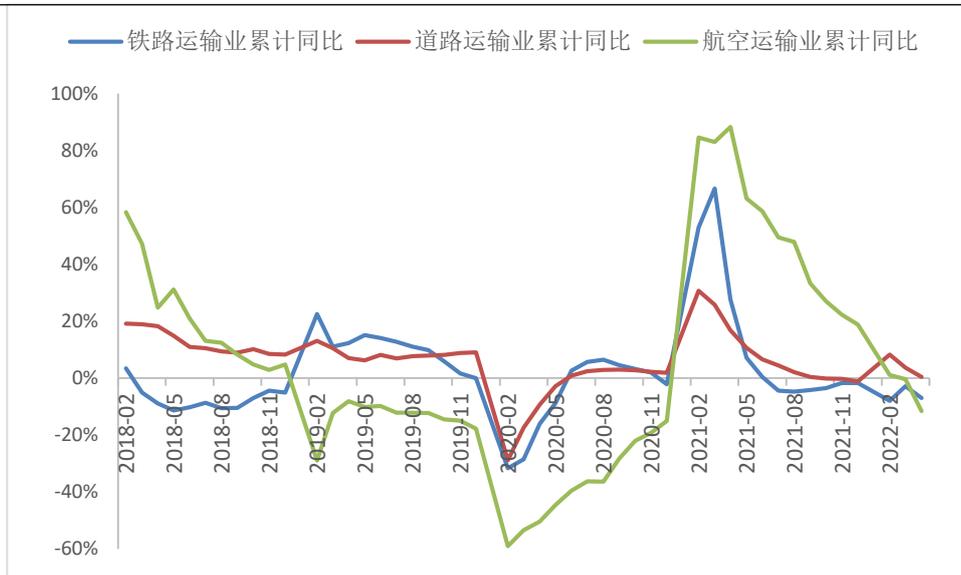
公装行业与基建投资相关度较高，2020年以来公装行业相关领域投资增速大部分处于下降状态，受此影响公装行业整体增速亦出现持续下滑。2021年受疫情持续、专项债发行后置、地方政府投融资承压等因素影响，基建投资资金来源整体偏紧，地方项目储备少、资金落地效率低，全年基础设施投资完成额（不含电力）累计同比增长0.4%，增速较2020年下降0.5个百分点。在“稳增长”背景下，2022年宽信用力度有望加大，预计宏观杠杆率将稳中略升，特别是政府部门加杠杆来推动基建投资增长，相关政策在财政政策、货币金融政策、稳投资政策等方面提出部署，进一步加大对基建的支持力度；同时，在低基数效应下，2022年基建投资增速会有比较明显的提高，推动公装行业预期向好。

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，中证鹏元整理

交通运输类相关公共建筑装饰增速有望回升。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。

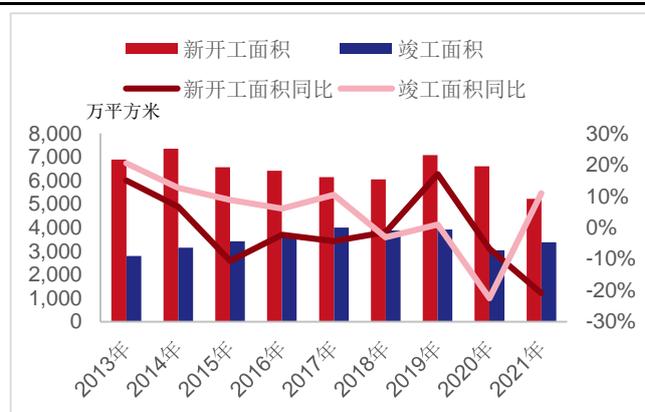
图 2 2021 年铁路和道路运输业投资同比下滑，航空运输业增速低


资料来源：Wind，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，2020 年受疫情影响，国内写字楼竣工面积同比下降 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。2020-2021 年办公楼新开工面积分别下降 6.77%和 20.89%，降幅走阔，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

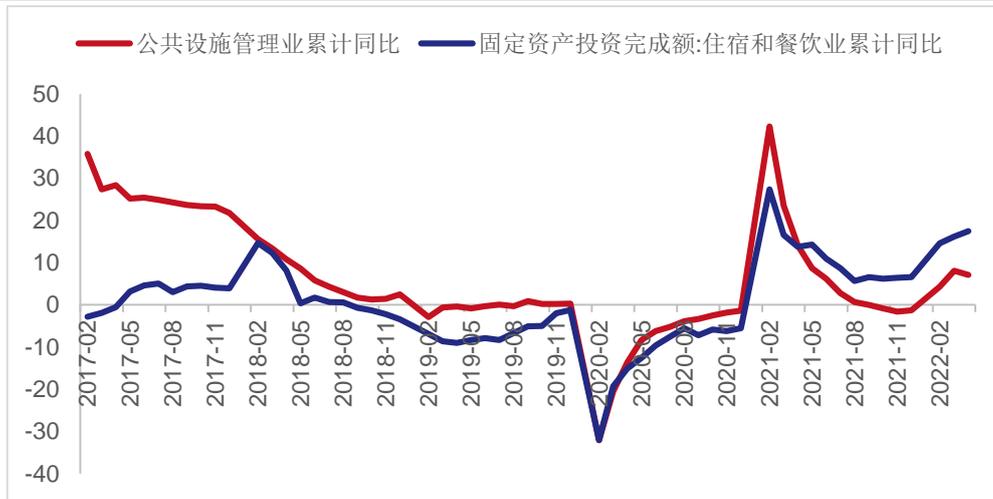
图 4 2021 年办公楼竣工面积上升，新开工面积继续下降


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，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，全年分别同比增长-1.30%和6.60%。预计2022年将有所恢复。

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



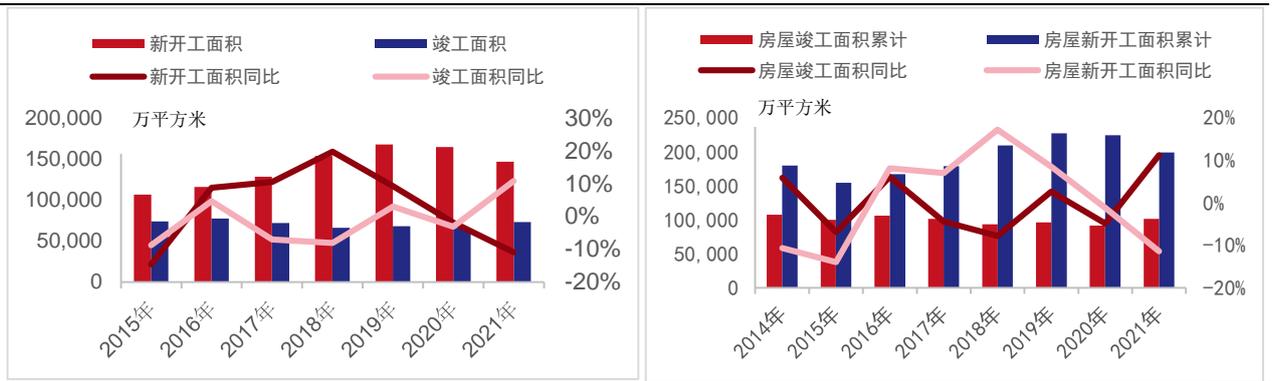
资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，受疫情、经济增速放缓、房地产政策收紧等影响，2021年基建、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

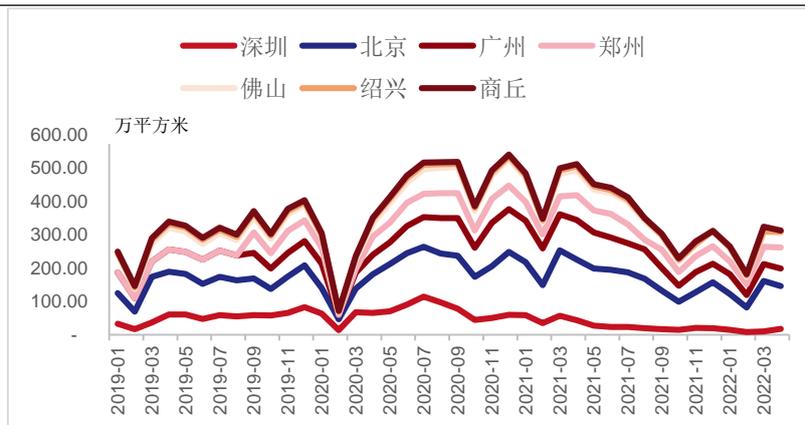
家装行业具有增量市场与存量市场二重性，增量市场主要为新建住宅的初次装修；存量市场则主要为功能性改造、扩建等再装饰，包括旧房自主翻新和二手房翻新装修。

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，压住房企开工进度。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，中证鹏元整理

2021年3月两会政府工作报告后，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，中证鹏元整理

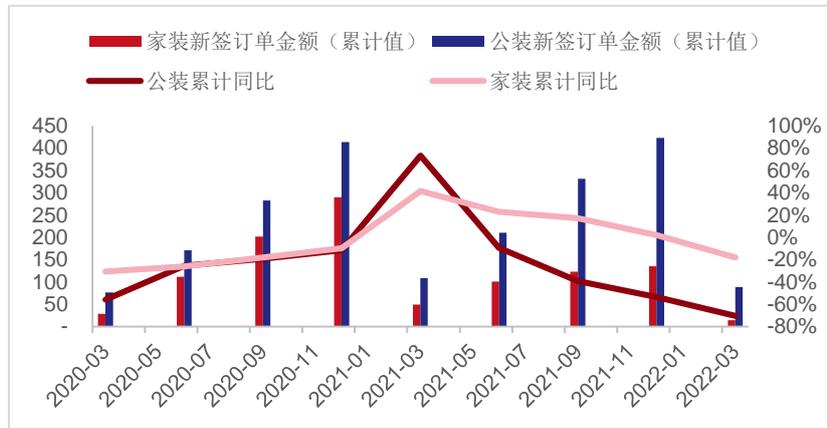
建筑装饰行业经营压力加大，订单整体呈下降趋势，工装业务影响下行业新签订单整体降幅低于家装业务，预计2022年建筑装饰行业订单将有所改善

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

公司主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计、施工及部分园林市政、物业管理及服务业务。其中装饰施工业务仍是公司的主要收入来源，2021年实现收入53.10亿元，占比达84.59%；园林市政和物业管理及服务收入增长较快，分别同比增长119.94%和214.38%。随着公司加快推进在手订单业务，全年营业收入同比增长12.48%。毛利率方面，受建材价格持续上涨和疫情导致劳务成本上升影响，公司建筑装修业务毛利率下降约3.5个百分点，导致整体毛利率有所下滑。受深圳及多地疫情反复防疫管控加强的影响，2022年1-3月实现营业收入8.28亿元，同比下降19.36%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

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
装饰施工	66,904.65	13.43%	531,039.47	13.33%	513,982.13	16.84%
其中：公共装修	53,919.87	13.61%	407,723.77	13.72%	363,929.32	17.58%
住宅装修	12,984.78	12.69%	123,315.71	12.04%	150,052.80	15.03%

园林市政	5,540.97	15.04%	38,587.39	16.95%	17,544.89	18.79%
装饰设计	643.92	34.00%	14,093.95	34.31%	12,884.16	31.06%
物业管理及服务	9,496.62	23.55%	38,229.58	23.27%	12,160.16	17.15%
其他	194.36	14.18%	5,866.87	16.31%	1,573.55	37.52%
合计	82,780.52	14.86%	627,817.26	14.66%	558,144.89	17.29%

注：其他收入主要系咨询服务类收入。

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属最高等级，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，资质等级及全面性在同行业上市公司仍处于中上水平，跟踪期内公司无新增建筑资质。

表4 截至 2022 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、建筑装修装饰工程专业承包一级、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	2022.12.31
	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建设局	2022.12.31
	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	2022.12.31
工程设计	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	2024.04.24
	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	2023.12.19
	博物馆陈列展览施工单位一级	中国博物馆协会	2023.12.19
	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、维修一级	广东省公安厅	2023.09.27

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。跟踪期内公司深圳湾科技生态园项目四区施工总承包12栋获得鲁班奖1项；桂林市临桂新区新城商务酒店装修工程、泉州银行总部大楼二次装修项目等共6个项目获得全国建筑工程装饰奖，具体见下表。

表5 2021年公司项目获奖情况及代表性项目
1、重要奖项及次数

鲁班奖（1项）、全国建筑工程装饰奖（6项）

2、代表性项目

项目类型	项目类型
酒店	深圳湾科技生态园项目四区施工总承包 12 栋
酒店	桂林市临桂新区新城商务酒店装修工程
办公楼	酷派大厦 B、C 座公共区域装修工程
机场	青岛新机场航站楼精装修施工项目（标段八）
办公楼	泉州银行总部大楼二次装修项目
学校	四川外国语大学成都学院宜宾校区项目（一期）外装饰分包工程一标段
办公楼	招商银行泉州分行大厦项目精装修工程

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、工程造价师分别较上期新增4人、10人、2人；高级职称人数、中级职称人数分别较上期减少2人、增加25人；注册建筑工程师人数与上期持平。

表6 截至 2022 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	90	8.20%
二级建造师	23	2.10%
工程造价师	12	1.09%
注册建筑工程师	1	0.09%

职称	人数（人）	占员工总数的比例
高级职称	37	3.37%
中级职称	178	16.23%

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较强的竞争优势。

2021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仍较有保障

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，客户主要为政府部门、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。

2021年公司实现装饰施工收入53.10亿元，同比增长3.32%，其中公共装修收入40.77亿元、住宅装修收入12.33亿元，随着公司有意对住宅装修业务规模实行战略控制，公共装修收入占比进一步提高。毛利率方面，公司装饰施工业务2021年整体毛利率较上年小幅下降，主要系建材价格持续上涨和疫情导致劳务成本上升。

表7 近年装饰施工收入构成明细（单位：亿元）

项目	2022年1-3月			2021年			2020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	5.39	80.59%	13.61%	40.77	76.78%	13.72%	36.39	70.81%	17.58%
住宅装修	1.30	19.41%	12.69%	12.33	23.22%	12.04%	15.01	29.19%	15.03%
合计	6.69	100.00%	13.43%	53.10	100.00%	13.33%	51.40	100.00%	16.84%

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小幅增长；2021年公装业务及住宅装修新签订单金额同比增速分别为-10.35%、44.93%，主要系部分工程总承包客户分包给公司住宅项目有所增长，但公司仍以公共装修业务为主。截至2021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64.49亿元、18.53亿元，规模同比分别下降16.66%、16.31%，订单金额分别是2021年业务收入的1.58倍、1.50倍，未来中短期内业务收入来源较有保障。公司2022年1-3月份受疫情影响新签订单规模有所下降，合计新签订单总金额13.45亿元，同比下降26.68%。

表8 近年来公司新签订单情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	54	11.81	401	47.46	683	52.94
住宅装修	17	1.21	154	17.71	152	12.22
设计业务	62	0.33	447	1.54	466	1.76
园林市政	4	0.1	44	5.60	44	3.64
合计	137	13.45	1,046	72.32	1,345	70.56

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	2022年1-3月		2021年		2020年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
公共装修	475	66.42	588	64.49	751	77.38
住宅装修	134	17.91	172	18.53	194	22.14
设计业务	724	3.89	770	3.78	628	3.68
园林市政	25	3.25	39	3.49	32	2.53
合计	1,358	91.47	1,569	90.29	1,605	105.73

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坏账风险有所提升

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，2021年占比进一步提升7.64个百分点至54.59%。

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	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	4.54	54.83%	34.27	54.59%	26.21	46.95%
华东	1.09	13.16%	10.17	16.20%	10.69	19.15%
华中	0.32	3.86%	2.79	4.44%	3.50	6.27%
华北	0.54	6.52%	4.82	7.68%	4.63	8.30%
西南	1.18	14.25%	5.97	9.52%	6.71	12.02%
西北	0.36	4.35%	3.01	4.80%	2.81	5.03%
东北	0.25	3.02%	1.74	2.77%	1.27	2.28%
合计	8.28	100.00%	62.78	100.00%	55.81	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。2021年公司前五大客户营业收入占比为13.32%，占比小幅提升，工程总承包商中国建筑第八工程局有限公司仍为公司第一大客户，公司通过其分包公装项目相对较多。2021年前五大客户项目仍以办公楼、商业建筑、工业建筑、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仍相对较少。

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
2021年	中国建筑第八工程局有限公司	44,348.99	7.06%
	广州安达精密工业股份有限公司	11,745.97	1.87%
	青岛高科技工业园山东头房地产开发公司	10,270.38	1.64%
	港中旅（珠海）海泉湾有限公司	9,307.46	1.48%
	中国建筑第五工程局有限公司	7,980.85	1.27%
	合计	83,653.64	13.32%
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责任公司	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%

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。而由于经济中枢下行、疫情反复导致工期延长、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，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，2021年应收账款和合同资产合计同比增长15.28%，且两者占总资产比重达56.20%，且应收账款平均账龄进一步增长，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，或将对公司现金流、运营效率及业绩产生不利影响，且截至2022年3月末，公司已签约未完工订单金额合计91.47亿元，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，2021年随着原材料价格及劳务成本持续上升，对公司盈利水平造成一定影响

公司所承接的工程仍采用自主组织施工、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，2021年材料成本合计占营业成本比重为58.94%；人工成本占营业成本比重为31.96%。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、深圳市富安建筑工程劳务有限公司等，合作关系较为稳定。2021年公司前五大劳务供应商采购占比为36.94%，公司劳务采购集中度较去年下降1.26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，以自主采购为主。一般情况下，大宗材料由总部在供应商库内的合格供应商处采购，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。2021年前五大供应商采购金额占原材料总采购额的比重为5.39%，较上年下降2.26个百分点。

表12 近年来公司前五大供应商占比情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
前五名供应商合计采购金额	75,683.74	62,484.76
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例	13.47%	13.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021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

13.47%，较上年增长0.31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，2021年随着原材料价格及劳务成本持续上升，面对中国建筑第八工程局有限公司等地位相对强势的客户，公司议价能力较弱，导致盈利水平有所下降。

自营项目尚需投资金额较大，存在收益不达预期的风险

截至2022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，目前仍在建设中，实际已投资6,344.22万元，项目预计2023年3月末完工，目前累计投入金额与承诺投入金额的差额较大。装配式建筑产业基地项目为“中装转债”募投项目，目前仍在建设中，项目预计2022年12月末完工（原计划2021年11月初完工），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”；河南许昌许瑞50MW分散式风电项目由许昌建安区陈曹乡30MW分散式风电项目和许昌建安区将官池镇20MW分散式风电项目构成，项目全投资收益率11%，投资回收期8年。截至2022年3月末公司主要在建项目尚需投资18.85亿元，未来面临较大的资金压力。

表13 截至 2022 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	6,344.22	8.46%	自营
装配式建筑产业基地项目	57,078.69	3,634.50	6.37%	自营
总部企业大厦	65,450.00	23,580.27	36.03%	自持/自用
河南许昌许瑞50MW分散式风电项目	41,624.95	17,123.91	41.14%	自营
合计	239,153.64	50,682.90	-	-

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，其具有市政公用工程施工总承包壹级资质。2021年实现园林市政业务收入3.86亿元，同比大幅增长119.94%，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66.53%，较上年提升16.60个百分点，集中度较高，主要系公司园林业务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3.25亿元，是2021年收入规模的0.84倍，未来中短期内园林业务收入仍有一定保障，但存在一定波动性。

公司装饰设计业务涉及项目业态基本与装饰施工一致，2021年实现装饰设计业务收入1.41亿元，同比增长9.39%，前五大客户销售金额占设计业务收入比重为21.08%，较上年提升2.24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2022年3月末装饰设计业务在手订单规模为3.89亿元，是2021年收入规模的2.76倍，未来中短期内设计业务收入仍有一定保障。

公司物业管理及服务业务由2020年收购的深圳市嘉泽特投资有限公司（以下简称“嘉泽特投资”）控股子公司深圳市科技园物业集团有限公司（以下简称“科技园物业”）负责运营，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。2021年实现收入3.82亿元，同比大幅增长214.38%，主要系2020年取得方式为非同一控制下企业合并，合并基准日为2020年8月18日。科技园物业拥有商业物业、住宅物业、园区物业、公共物业等多种业态，截至2021年末，科技园物业在管面积为1,429.58万平方米，较去年小幅下降3.16%，但在管面积仍较大，未来物业管理及服务业务收入仍有一定保障。

表14 截至 2021 年末科技园物业主要在管面积情况（单位：万平方米）

类型	2021 年	2020 年
住宅物业	616.07	611.83
园区物业	422.76	420.07
商业物业	240.11	285.42
公共物业	150.64	158.95
合计	1,429.58	1,476.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）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，报告均采用新会计准则编制。2021年，公司合并范围新增7家子公司，减少3家子公司，详见表1。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，对会计政策的相关内容进行调整。因执行新租赁准则，公司对合并财务报表进行了相应调整，具体科目调整见下表。

表15 执行新租赁准则调整资产负债表数据（单位：元）

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 1 月 1 日	调整数
预付账款	30,056,464.06	31,516,133.60	1,459,669.54
使用权资产	-	73,268,869.05	73,268,869.05

一年内到期的非流动负债	-	14,306,229.82	14,306,229.82
租赁负债	-	60,422,308.77	60,422,308.77

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

资产结构与质量

2021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，对资金占用仍较大

得益于本期债券发行及业务规模的扩大，2021年公司资产规模达91.95亿元，同比增长25.92%。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。

2021年末公司货币资金余额17.96亿元，其中3.51亿元货币资金使用受限，受限资金占比19.54%，受限资金中2.78亿元为银行借款和其他事项保证金，0.73亿元处于冻结状态。

2021年末应收账款账面价值25.66亿元，合同资产26.02亿元，两者合计同比增长15.28%，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2年以上占比由去年的24.97%提升至41.76%。平均账龄有所增长，应收账款前五大欠款方余额合计占比9.71%，集中度较低；期末公司应收账款坏账准备余额4.41亿元，合同资产减值准备为3.27亿元，计提比例分别为14.66%和11.16%。2021年末存货账面价值3.72亿元，基本为工程施工投入，同比增长28.68%。

表16 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	13.35	14.98%	17.96	19.53%	12.88	17.63%
应收账款	25.10	28.15%	25.66	27.90%	25.85	35.40%
存货	4.99	5.60%	3.72	4.04%	2.89	3.96%
合同资产	24.49	27.47%	26.02	28.30%	18.98	25.99%
流动资产合计	75.12	84.24%	78.48	85.35%	63.45	86.89%
固定资产	2.29	2.57%	2.33	2.54%	3.55	4.86%
在建工程	3.22	3.61%	2.55	2.78%	0.39	0.54%
无形资产	3.06	3.43%	3.12	3.40%	3.39	4.65%
商誉	0.93	1.05%	0.93	1.01%	0.85	1.16%
非流动资产合计	14.05	15.76%	13.47	14.65%	9.57	13.11%
资产总计	89.17	100.00%	91.95	100.00%	73.02	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

公司固定资产主要为办公楼等房屋建筑物，因将出租的房屋建筑物（账面价值1.19亿元）进行重分类致投资性房地产（成本计量），期末账面余额降至2.33亿元。在建工程主要系中装转债和本期债券募投项目、总部企业大厦和许昌分散式项目，但中装转债和本期债券募投项目进展较慢，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0.93亿元，系收购嘉泽特投资、广州中阳能源管理服务有限公司等子公司形成，2021年新增收购深圳市中贺工程检测有限公司形成商誉0.08亿元。

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2021年末两者占总资产比56.20%，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，平均账龄有所增长，款项回收时间存在不确定性，且面临一定的坏账风险。

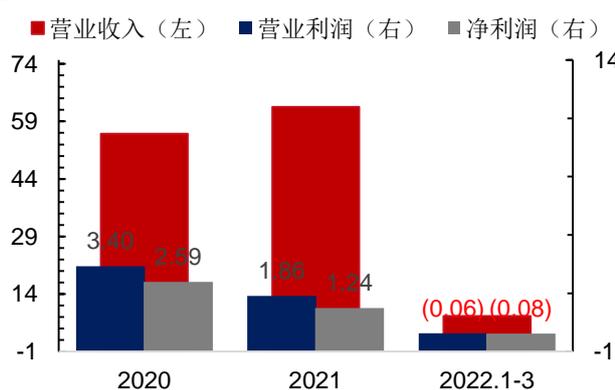
盈利能力

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

随着公司持续推进在手订单，2021年公司实现营业收入62.78亿元，同比增长12.48%，当年实现净利润1.24亿元，同比下降52.13%，主要系原材料和劳务成本提升以及当期新增计提资产损失1.22亿元；2021年末公司应收款项（含合同资产）规模进一步扩大，且账龄进一步增长，未来需持续关注应收款项的回收情况。在新签订单方面，2021年公司新承接订单金额为72.32亿元，且截至2022年3月末公司已签约未完工订单金额合计为91.47亿元，在手订单充足，未来中短期内公司收入来源较有保障。

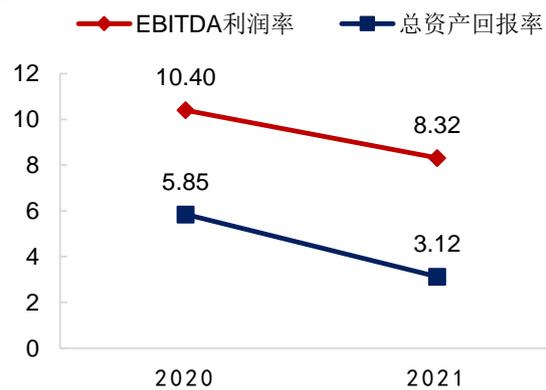
毛利率方面，2021年公司毛利率小幅下降，由于劳务成本上升较多，进而导致公司EBITDA利润率小幅下降，且受资产减值进一步增长82.80%影响，总资产回报率略有下降。2022年1-3月公司营业收入同比下降19.36%，净利润亦由正转负亏损0.08亿元，主要系深圳及多地疫情反复防疫管控加强的影响，公司多地项目无法正常开工和复工，同时可转债利息计提也导致毛利率大幅下降。

图9 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年第一季度财务报表，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，公司提供，中证鹏元整理

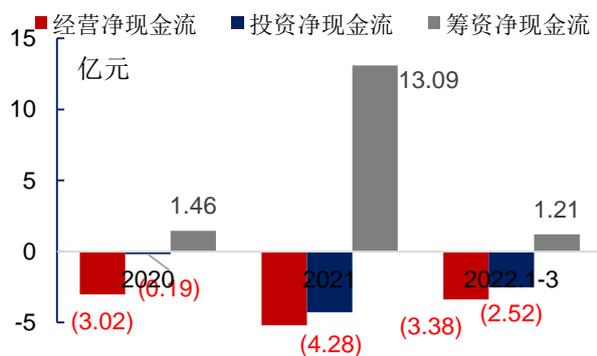
现金流

公司经营净现金流持续净流出，未来尚需投入规模较大，仍面临较大资金压力

2021年公司经营活动现金流净流出5.36亿元，净流出规模有所扩大，主要系公司对上游应付项目及下游应收项目逐年增加，但应收项目增长额仍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，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；2022年1季度因是行业结算旺季，公司对上游一些材料款、劳务款支付较多，经营活动现金流净流出3.38亿元。2021年公司投资活动现金净流出4.28亿元，主要为在建项目的持续投入。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，2021年公司筹资活动现金净流入13.09亿元，主要为新发行本期债券及新增取得的银行借款和融资租赁款。

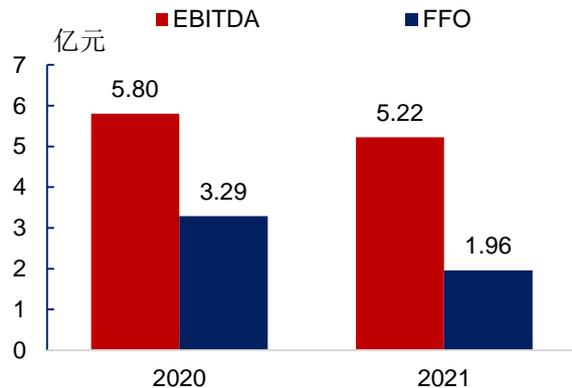
由于原材料和人工等经营成本的增长，EBITDA和FFO规模均有所下滑，且由于所处行业的特殊性，公司承接项目存在较普遍的滚动垫资情况，日常经营对筹资活动较为依赖。截至2022年3月末，公司主要在建项目尚需投资合计18.85亿元，其规模较大，仍面临较大的资金压力。

图11 公司现金流结构



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

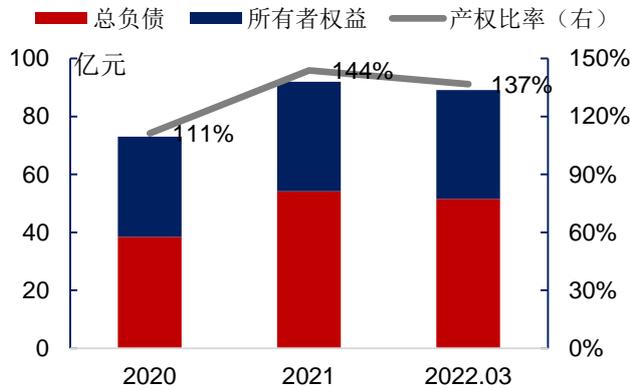


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，公司提供，中证鹏元整理

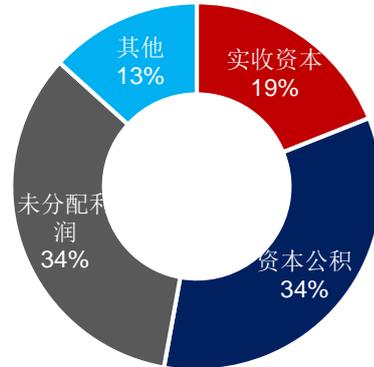
资本结构与偿债能力

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，得益于公司经营所得，公司资本实力同比增长9.13%；但随着公司发行债券和新增借款的增长，2021年末公司负债总额达到54.23亿元，同比大幅增长41.00%，综合影响下，2021年产权比率去年大幅提升，公司所有者权益对负债的保障程度有所减弱。2022年3月末，随着对应付账款的支付，公司负债总额降至51.51亿元，产权比率小幅降至136.76%。

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 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 3 月财务报表，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，其短期借款持续保持较大规模，2021年末公司短期借款主要由票据、信用证贴现（11.11亿元）和保证借款（6.37亿元）构成。公司部分款项通过应付票据支付，2021年末公司应付票据主要由银行承兑汇票（1.80亿元）构成，商业承兑汇票（0.08亿元）受融资环境影响大幅减少。公司的应付账款主要为应付供应商的材料款（9.25亿元）和劳务款（1.69亿元）。合同负债主要系工程款及设计款（1.93亿元）。一年内到期的非流动负债为一年内到期的应付债券（0.43亿元）、一年内到期的长期应付款（0.17亿元）和一年内到期的租赁负债（0.12亿元）。

2021年末公司应付债券均为本期债券（“中装转2”），其发行规模11.60亿元，期末账面价值为8.98亿元，其中溢折价摊销0.30亿元，此外本期债券的权益成分确认为其他权益工具2.27亿元。公司长期应付款均为深圳市深国际融资租赁有限公司用于河南许昌许瑞50MW分散式风电项目的借款。

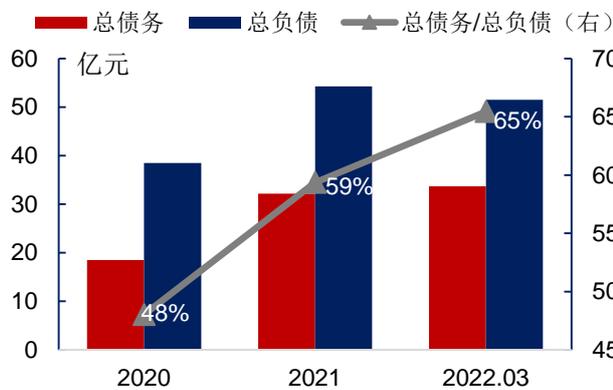
表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

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	19.12	37.12%	17.78	32.78%	14.41	37.46%
应付票据	0.94	1.82%	1.87	3.45%	3.09	8.05%
应付账款	9.02	17.51%	11.77	21.70%	10.89	28.32%
合同负债	1.96	3.80%	2.18	4.01%	2.32	6.02%
一年内到期的非流动负债	0.60	1.16%	0.72	1.33%	0.98	2.53%
流动负债合计	38.33	74.41%	42.27	77.95%	38.28	99.51%
应付债券	8.98	17.43%	8.98	16.56%	0.00	0.00%
长期应付款	2.52	4.89%	1.95	3.60%	0.02	0.06%
非流动负债合计	13.18	25.59%	11.96	22.05%	0.19	0.49%
负债合计	51.51	100.00%	54.23	100.00%	38.46	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

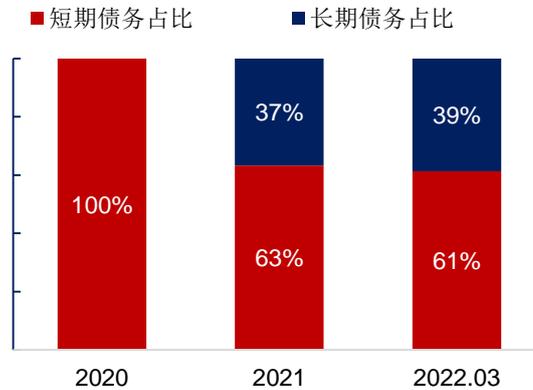
2021年末公司总债务规模攀升至32.19亿元，占负债总额的59.36%，仍面临一定的债务压力；从债务结构来看，公司总债务以短期借款为主，短期债务占比较高，公司流动性压力仍较大。

图15 公司债务占负债比重



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，公司提供，中证鹏元整理

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 3 月财务报表，公司提供，中证鹏元整理

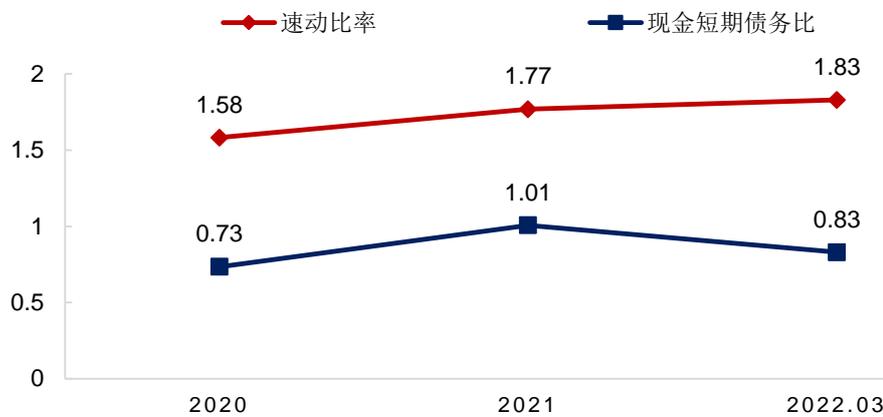
偿债能力指标方面，随着2021年5月本期债券的发行以及借款的增长，公司资产负债率将进一步增长至58.98%。受财务费用支出增长的影响，EBITDA利息保障倍数降至6.83，公司盈利能力对总债务本息的偿付保障能力有所下降，但由于总债务的增长，净债务/EBITDA以及FFO/净债务指标有所恶化。

表18 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	57.76%	58.98%	52.67%
净债务/EBITDA	--	2.56	1.09
EBITDA 利息保障倍数	--	6.83	10.03
总债务/总资本	47.23%	46.05%	34.84%
FFO/净债务	--	14.66%	51.78%

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较高，由于2021年公司发行可转债，短债长用现象有所改善，速动比率提升1.77，2022年3月末随着支付上游欠款，速动比率进一步升至1.83，同时因支付欠款货币资金降低影响，2022年3月末公司现金短期债务比降至0.83，短期债务压力仍较大。此外，截至2021年末公司已获得银行授信46.60亿元，剩余可使用额度34.32亿元，且作为A股上市公司，公司可以通过直接融资渠道融资，具备一定的融资弹性。

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，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月13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；公司本部各项公开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2021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7笔，其中公司作为被告的4笔，涉案金额合计12,340.60万元；公司作为原告的3笔，涉案金额合计6,666.32万元；目前上述案件均尚在审理过程中。

截至2022年6月14日，公司存在3起被执行人信息，西安市雁塔区人民法院、长春市二道区人民法院和广州市荔湾区人民法院对公司执行标的金额分别为1,233,756元（公司已支付）、1,021,413元（公司已支付）和0元（公司已提起反诉）。

此外，2021年末公司存在未结清保函金额合计27,471.34万元，未结清信用证8,250.00万元。

八、抗风险能力分析

公司建筑装饰工程、幕墙设计及多个专业承包资质属最高等级，一级建造师人员储备较为充足，其核心业务竞争力较强；同时公司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，积累了丰富的项目经验，与较多优质客户建立了合作关系，分散了由单一业态市场景气

度下滑导致的经营风险。近年来，公司营业收入保持较快增长，截至2021年末，公司在手订单充足，未来中短期内收入来源较有保障。

公司作为上市公司，可以通过直接融资渠道融资，具备一定的融资弹性，截至2021年末，剩余未使用银行授信额度为34.32亿元。但中证鹏元也注意到，公司应收账款和合同资产对营运资金的占用较为明显，且存在一定坏账及减值风险；公司经营活动现金2020-2021年持续净流出且公司主要在建自营项目尚需投资金额较大，流动性压力仍较大等风险因素。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

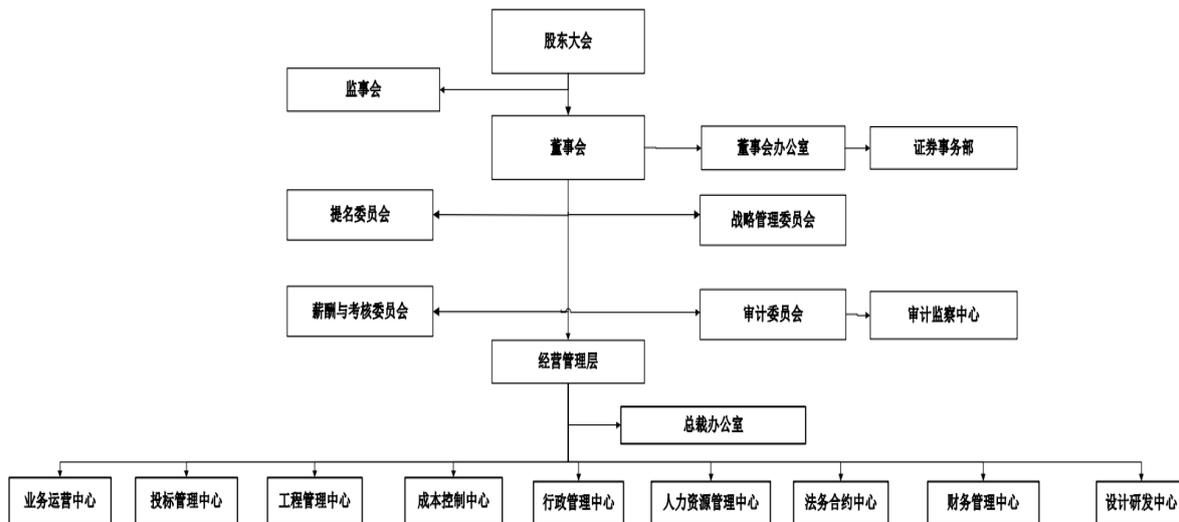
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	13.35	17.96	12.88	13.71
应收票据及应收账款	26.07	26.85	26.55	35.96
应收票据	0.97	1.19	0.70	0.41
应收账款	25.10	25.66	25.85	35.55
合同资产	24.49	26.02	18.98	0.00
流动资产合计	75.12	78.48	63.45	53.97
非流动资产合计	14.05	13.47	9.57	6.68
资产总计	89.17	91.95	73.02	60.65
短期借款	19.12	17.78	14.41	12.13
应付票据	0.94	1.87	3.09	1.68
应付账款	9.02	11.77	10.89	10.15
一年内到期的非流动负债	0.60	0.72	0.98	0.01
流动负债合计	38.33	42.27	38.28	30.27
长期借款	1.09	0.43	0.00	0.98
应付债券	8.98	8.98	0.00	0.36
长期应付款	2.52	1.95	0.02	0.00
非流动负债合计	13.18	11.96	0.19	1.50
负债合计	51.51	54.23	38.46	31.77
总债务	33.70	32.19	18.48	15.15
归属于母公司的所有者权益	36.54	36.63	33.46	28.93
营业收入	8.28	62.78	55.81	48.59
净利润	-0.08	1.24	2.59	2.43
经营活动产生的现金流量净额	-3.38	-5.36	-3.02	0.66
投资活动产生的现金流量净额	-2.52	-4.28	-0.19	-1.31
筹资活动产生的现金流量净额	1.21	13.09	1.46	3.32
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.86%	14.66%	17.29%	17.28%
EBITDA 利润率	--	8.32%	10.40%	10.66%
总资产回报率	--	3.12%	5.85%	7.02%
产权比率	136.76%	143.79%	111.29%	110.00%
资产负债率	57.76%	58.98%	52.67%	52.38%
净债务/EBITDA	--	2.56	1.09	0.46
EBITDA 利息保障倍数	--	6.83	10.03	6.41
总债务/总资本	47.23%	46.05%	34.84%	34.41%
FFO/净债务	--	14.66%	51.78%	114.51%
速动比率	1.83	1.77	1.58	1.70
现金短期债务比	0.83	1.01	0.73	1.02

资料来源：公司 2019-2021 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

附录二 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2021 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
深圳市中装和馨智能科技有限公司	福州市	福州市	科技推广和应用服务业	51.00
中装建投（福建）科技有限公司	惠州市	惠州市	金属制品业	51.00

资料来源：公司 2021 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。