



# 2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司 公开发行可转换公司债券2023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：

# 2019年深圳市亚泰国际建设股份有限公司<sup>1</sup>公开发行可转换公司债券2023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	负面	稳定
亚泰转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：深圳市郑中设计股份有限公司（股票代码：002811.SZ，以下简称“郑中设计”或“公司”）在室内设计领域具有一定品牌知名度，多次获得重要奖项，设计业务在手订单金额保持增长，未来设计业务收入有一定保障；但中证鹏元也注意到，公司收入大幅下滑，由盈转亏，减值损失侵蚀公司利润且未来仍面临减值风险。

## 评级日期

2023年6月21日

## 联系方式

**项目负责人：**林心平  
linxp@cspengyuan.com

**项目组成员：**章文  
zhangwen@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021
总资产	25.55	26.48	29.94
归母所有者权益	12.14	12.10	14.95
总债务	4.95	5.01	5.33
营业收入	2.42	10.96	19.05
净利润	0.06	-1.75	0.17
经营活动现金流净额	0.42	2.61	3.09
净债务/EBITDA	--	-2.40	-0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	2.35	6.79
总债务/总资本	28.98%	29.27%	26.28%
FFO/净债务	--	9.03%	-73.82%
EBITDA 利润率	--	7.61%	12.24%
总资产回报率	--	-5.62%	1.82%
速动比率	2.22	2.09	2.23
现金短期债务比	44.50	41.91	11.86
销售毛利率	25.42%	22.39%	22.48%
资产负债率	52.50%	54.31%	50.05%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 郑中设计原名“深圳市亚泰国际建设股份有限公司”，于 2020 年 5 月变更为现名。

## 优势

- **公司多次获得重要奖项，在室内设计领域具有一定品牌知名度。**公司设计业务产品覆盖高端酒店、企业总部大厦、商业综合体、高端住宅等多业态领域，多次获得重要奖项，在室内设计领域具有一定知名度。2022年，公司以南京园博园悦榕庄酒店项目在美国专业室内设计杂志《室内设计》（Interior Design）公布的“2022全球十佳酒店空间设计榜单”中排名第一，此外，也获得了德国红点奖、德国iF设计奖等知名奖项。
- **设计业务在手订单金额保持增长，未来设计业务收入有一定保障。**2022年，公司设计业务新签订单金额12.14亿元，与上年基本持平。截至2023年3月末，公司设计业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额25.33亿元，较上年同期小幅增长5.40%，公司未来设计业务收入有一定保障。

## 关注

- **2022年，公司收入大幅下滑，由盈转亏。**2022年，下游房地产和酒店行业需求收缩、公司聚焦设计主业并缩减施工业务等因素叠加影响，公司营业收入大幅下滑42.46%至10.96亿元。当年净利润亏损1.75亿元，由盈转亏。
- **减值损失侵蚀公司利润，未来公司仍面临减值风险。**公司2022年计提资产减值损失、信用减值损失合计1.91亿元，较上年同比增长31.57%，侵蚀公司利润。公司装饰工程业务回款情况不佳，应收款项规模较大，仍面临减值风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为公司装饰工程业务未来难以明显改善，且仍面临减值风险。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	亚厦股份	中装建设	华阳国际	公司
总资产	231.80	96.04	32.21	26.48
营业收入	121.16	52.12	18.25	10.96
净利润	2.03	0.21	1.45	-1.75
销售毛利率	12.57%	12.82%	29.21%	22.39%
资产负债率	65.67%	60.92%	50.96%	54.31%

注：（1）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：同花顺iFind，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模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9

	行业风险状况	3/5	盈利状况	弱
	经营状况	4/7	流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果	7/9
调整因素	ESG 因素			0
	重大特殊事项			0
	补充调整			0
个体信用状况				<b>aa-</b>
外部特殊支持				0
主体信用等级				<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 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-	2022-6-16	张涛、蒋申	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2018-8-31	王强、赵云飞	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	2022-6-16	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”）。2021年12月公司召开第四届董事会第三次会议、第四届监事会第三次会议及第三次临时股东会，审议通过了《关于部分募投项目终止并将节余募集资金永久补充流动资金的议案》：因粤澳中医药产业园建设周期较长，导致募集资金搁置时间较长，公司决定终止执行粤澳中医药产业园项目，将该项目剩余募集资金及利息6,326.20万元永久补充流动资金，用于公司日常生产经营。

截至2023年3月末，亚泰转债剩余未转股张数为4,610,452张。截至2022年末，本期债券募集专户资金余额为0.00元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，公司股本由于亚泰转债转股增至272,043,168股。截至2023年3月末，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52.18%；公司实际控制人仍为郑忠与邱艾夫妇，直接持有公司12.05%的股份，并通过亚泰一兆间接持有公司52.18%的股份。公司前十大股东明细如下表所示：

**表1 截至2023年3月31日公司前十大股东明细（单位：股）**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量
深圳市亚泰一兆投资有限公司	境内非国有法人	52.18%	141,961,723	-
郑忠	境外自然人	11.22%	30,516,750	22,887,562
唐旭	境内自然人	1.89%	5,135,300	-

林霖	境内自然人	1.76%	4,789,125	-
新余善思投资管理中心（有限合伙）—青 岛鑫诚洪泰智造投资中心（有限合伙）	其他	1.50%	4,088,000	-
邱卉	境内自然人	1.08%	2,946,225	-
邱艾	境外自然人	0.83%	2,247,750	-
李新义	境内自然人	0.72%	1,969,300	-
中国民生银行股份有限公司—金元顺安元 启灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.62%	1,697,000	-
陈丽芳	境内自然人	0.47%	1,290,000	-
<b>合计</b>		<b>72.27%</b>	<b>196641173</b>	<b>22887562</b>

资料来源：公司2023年第一季度报告

2022年，公司合并范围新增1家子公司。

**表2 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市凯阳建设工程有限公司	100%	1,000	工程施工	购买

资料来源：公司2022年年度报告、公开查询，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业运营环境

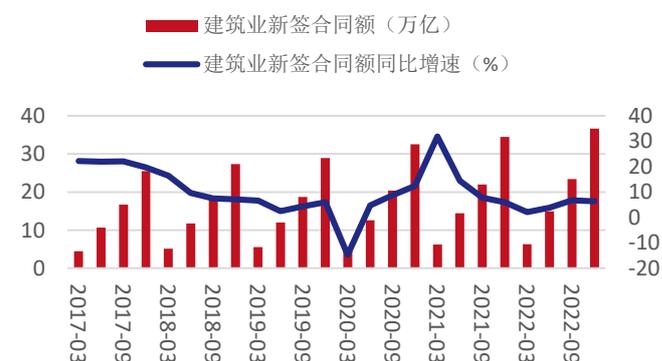
预计2023年建筑业低速增长，下游需求延续分化态势，基建投资维持较高景气，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，房地产投资和新开工恢复尚待观察；工程设计、装饰施工作为建筑业子行业，其景气度与行业整体趋同，预计2023年以公建类项目为主的企业将受益于基建投资而有所增长，以非公建类项目为主的企业业绩或继续承压

2022年，在我国经济面对供给冲击、预期转弱和需求收缩的三重压力的情况下，建筑业继续发挥托底经济作用，全年建筑业总产值达31.20万亿元。但国内房地产市场疲软、国外地缘冲突加剧等因素叠加影响，增速较上年回落4.59个百分点至6.45%。同年，我国建筑业新签合同额达36.65万亿元，同比增长6.77%，与当年行业总产值之比为1.17，短期内为行业增长形成一定支撑。具体来看，2022年，下游基建与房地产的需求分化明显。基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基础设施建设投资同比增长11.52%，系建筑业增长主要驱动力。与之相对的，房地产企业受资金链紧张影响，投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。

图1 建筑业总产值及同比增长



图2 建筑业新签订单及其同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2022年12月中央经济工作会议确定了2023年经济工作“稳中求进”的总基调，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是2023年扩大内需、托底经济的重要抓手。从资金端来看，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，截至2023年2月10日，

31个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为21,900亿元、4,320亿元，同比增长50%、32%，且此次提前批的专项债额度为历年提前批中最高<sup>2</sup>，可以看出，地方政府专项债发行力度仍然较强，节奏也将加快。城投方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2022年城投融资整体偏紧，根据中央经济工作会议要求，2023年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，此前财政部也表态“严禁新设政府融资平台、坚持中央不救助、全面清理隐性债务”。整体来看，预计2023年基建投资维持较高景气，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓。

2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面，为经济增长和地方财政带来很大压力。在此背景下，地产调控政策逐步放松。供给端，从信贷、债券、股权三方面“三箭齐发”全面支持房企融资，同时，预售资金监管优化，帮助优质房企恢复经营“造血”功能，供给端政策支持力度持续加大；2023年1月，中央层面重申房地产行业的国民经济支柱地位。销售端则是“因城施策”调整房贷利率、限购等政策。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，2023年一季度，房地产开发投资累计同比下降5.80%，房屋施工面积同比下降5.2%，具体来看，房屋竣工面积同比增长14.70%，而新开工面积则大幅下滑10.20%。整体来看，2023年房地产施工将以保交楼和存量项目为主，房地产行业的投资和新开工的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

中证鹏元认为，2023年，建筑业下游需求延续分化态势，基建投资预计维持较高景气度，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，但房地产投资和新开工短期内难言显著改善，对建筑业增长的贡献尚待观察。综合考量，我们预计2023年建筑行业将低速增长。工程设计、装饰施工为建筑业子行业，分别位于产业链前端、后端，其景气度与建筑业整体趋同。故预计2023年以公建类项目为主的企业将受益于基建投资而有所增长，以非公建类项目为主的企业业绩或继续承压。

### **优质或正常经营的房企应收款回款有望改善，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑设计、装饰施工企业**

尽管政策加持下，房地产行业融资环境边际改善，但出险、尾部房企的信用风险仍将影响勘察设计企业。2022年，房地产开发累计实际到位资金同比减少19.30%，作为与房地产行业高度关联的行业，房地产企业资金面的困难迅速传导至建筑业，不少勘察设计企业出现业务规模收缩、回款困难，甚至于亏损等情形。中证鹏元认为，对于勘察设计企业涉房风险的未来演化应当区别看待。一方面，随着房地产行业融资渠道逐渐通畅、信用风险边际修复，对优质或正常经营的房企应收款回款有望改善。另一方面，

---

<sup>2</sup> 21世纪经济报道

出险、尾部房企整体融资仍显困难，加之部分企业过往对出险、尾部房企的坏账准备计提不到位，我们认为，出险、尾部房企所带来的坏账风险仍将持续影响相关企业。

**表3 部分上市工程设计、装饰施工企业财务表现（单位：亿元、%）**

代码	简称	营业收入	营业收入同比增长率	净利润	净利润同比增长率	经营活动产生的现金流量净额
002081	金螳螂	218.13	-14.03	13.03	126.73	3.02
002375	亚厦股份	121.16	0.33	2.03	123.23	0.25
600629	华建集团	80.40	-11.21	4.44	13.54	4.62
603018	华设集团	58.39	0.29	7.10	11.49	4.90
002822	中装建设	52.12	-16.98	0.21	-82.19	-2.11
603357	设计总院	27.98	18.72	4.44	13.86	4.84
002989	中天精装	19.93	-22.39	0.67	-37.87	2.72
002949	华阳国际	18.25	-36.54	1.45	10.71	2.65
300564	筑博设计	8.76	-14.61	1.50	-12.79	0.63
301365	矩阵股份	7.94	-10.36	1.65	-24.87	0.52
002883	中设股份	7.46	23.11	0.65	-7.96	-0.02
300778	新城市	4.65	16.06	0.60	-25.32	0.40
300668	杰恩设计	4.37	14.51	0.23	34.40	0.01
833873	中设咨询	1.67	-26.95	-0.29	-205.43	-0.27

注：财务数据期间为 2022 年。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要从事建筑装饰工程施工与室内设计业务，2022年，下游需求收缩、公司聚焦设计主业并缩减施工业务等因素叠加影响，公司营业收入大幅下滑，毛利率保持稳定

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。2022年，受下游房地产和酒店等行业需求收缩、公司主动缩减施工业务等影响，公司收入大幅下滑42.46%至10.96亿元，从收入构成看，装饰工程业务受影响最为严重，占比下降至第二位，设计业务收缩幅度较小，占比增至50%以上，软装业务增长较快但规模仍然较小。毛利率方面，公司主要业务毛利率均有所下滑，特别是装饰工程业务因存量项目持续发生维修费用以及为加快回款进行让利的的影响，毛利率跌至-24.23%，但2022年收入构成变动，综合作用下，公司销售毛利率变动不大。2023年一季度，公司营业收入同比下滑19.94%至2.42亿元，毛利率基本持平。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
装饰工程业务	0.52	21.38%	-58.39%	3.40	30.98%	-24.23%	11.47	60.20%	2.08%
设计业务	1.44	59.40%	53.05%	5.98	54.59%	47.54%	6.71	35.21%	55.14%
软装业务	0.46	18.98%	33.82%	1.56	14.25%	27.42%	0.81	4.26%	40.79%
其他业务	0.01	0.24%	-5.21%	0.02	0.17%	21.71%	0.06	0.33%	24.34%
<b>合计</b>	<b>2.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.40%</b>	<b>10.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.39%</b>	<b>19.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.48%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

### （一）装饰工程业务

2022年，下游房地产、酒店行业需求下降，叠加公司主动收缩工程业务，装饰工程业务收入大幅下跌且毛利率为负，预计未来短期内难以改善，公司部分客户已出现信用风险，需关注回款情况

截至2022年末，公司已拥有建筑装饰工程设计专项甲级、建筑装饰装修工程专业承包壹级等11项企业资质。

公司装饰工程涉及高端星级酒店、高品质住宅、高档写字楼、豪华会所和商业综合体等多种类型；2022年，受下游房地产、酒店等需求收缩拖累，公司装饰工程业务收入同比下降70.38%，且因前期项目持续发生维修等支出而处于亏损状态，其中，高档写字楼收入跌幅最为明显。从前十大产值项目来看，公司重大项目主要集中于粤港澳大湾区，客户类型以房地产开发商为主，截至2022年末大部分已完工，剩余未完工主要项目为珠海粤澳合作中医药科技产业园综合配套（宿舍）标段二-（粤澳悦柳酒店）、瑞湾大厦项目酒店客房层及低公共精装修工程、武汉常福医院项目精装修工程分包合同三标段。

**表5 2021-2022 年公司装饰工程收入构成明细（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	1.20	35.47%	2.95	25.71%
高品质住宅	1.10	32.39%	2.91	25.37%
高档写字楼	0.91	26.81%	4.52	39.38%
其他	0.18	5.33%	1.09	9.54%
<b>合计</b>	<b>3.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.47</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表6 2022 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
苏州丰隆城市中心B区酒店精装修工程	苏州豪城建屋置业有限公司	0.39	0.09	0.36	100.00%	是
珠海粤澳合作中医药科技产业园综合配套（宿舍）标段二-（粤澳悦柳酒店）	澳投（横琴）商务服务有限公司	0.71	0.19	0.19	28.57%	是

南沙建滔广场精装修工程/南沙建滔广场中公寓装修合同	广州展瀛置业有限公司	1.22	0.32	1.12	100.00%	否
深圳大空港片国际会展中心配套商业04-02地块公寓精装修工程项目	深圳招华会展实业有限公司	4.97	0.63	4.56	100.00%	是
泰康之家海棠湾独家村项目二期酒店精装修工程三标段	三亚海泰投资管理有限公司	0.75	0.13	0.69	100.00%	是
水木一方大厦B座室内精装修工程施工合同	深圳华溢云计算科技有限公司	0.50	0.13	0.49	100.00%	是
中洲滨海商业中心 1 栋/2 栋地下及裙楼商业公精装修分包工程	深圳汇海置业有限公司	0.98	0.15	0.90	100.00%	是
武汉常福医院项目精装修工程分包合同三标段	中建科工集团武汉有限公司	0.36	0.09	0.31	92.79%	否
南沙金茂湾东二地块自编 F1、G4 栋及地下室项目酒店公（大堂1-3层、会议中心）精装修工程合同	广州兴拓置业有限公司	0.29	0.16	0.27	100.00%	否
瑞湾大厦项目酒店客房层及低公共精装修工程	深圳华侨城瑞湾发展有限公司	0.95	0.11	0.11	12.31%	否
<b>合计</b>		<b>11.11</b>	<b>2.01</b>	<b>8.94</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从项目储备来看，下游需求收缩叠加公司采取集中设计主业的战略，装饰工程业务2022年新签订单金额较上年进一步下滑。截至2023年3月末，公司装饰工程业务已签约未完工及已中标未签约订单金额3.50亿元，同比增长19.58%，但仍处于较低水平。考虑到下游房地产行业复苏尚待时日，且公司主动调整业务结构，谨慎承接装饰工程项目，重点发展设计业务，预计公司未来装饰工程业务收入规模或将收缩，需要注意的是，公司装饰工程质保期一般为2年，存量工程维修支出仍将发生，短期内对公司业务利润存在一定影响，整体来看，公司装饰工程业绩表现短期内难以明显改善。

**表7 公司装饰工程新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
当期新签订单金额	0.01	4.67	5.50
期末累计已签约未完工订单金额	3.50	4.16	3.71
期末累计已中标未签订单金额	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司2021年-2023年一季度装修装饰业务主要经营情况简报，中证鹏元整理

从客户构成来看，2022年，公司装饰工程前五大客户合计贡献收入1.74亿元，占业务收入比重51.38%，集中度仍然较高。从客户性质来看，前五大客户以国有、外资控股企业为主。截至2022年末，公司应收账款余额7.84亿元，累计计提坏账准备3.76亿元，计提比例48.02%，其中单项计提累计1.17亿元；合同资产期末余额12.37亿元，累计计提减值准备5.24亿元，计提比例42.38%。整体来看，公司装饰工程业务下游客户相对强势，业务回款情况不佳，且存在部分民营客户已出现信用风险，需持续关注公司回款情况。

**表8 2021-2022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
2022年	1	深圳市招华会展实业有限公司	0.63	18.69%
	2	广州展瀛置业有限公司	0.32	9.30%
	3	HOIANSOUTHDEVELOPMENTLIMITED	0.31	9.08%
	4	深圳中洲集团有限公司	0.31	9.16%
	5	湖南建工集团有限公司	0.17	5.15%
		<b>合计</b>	<b>1.74</b>	<b>51.38%</b>
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%
		<b>合计</b>	<b>6.21</b>	<b>54.11%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）设计业务

**2022年，公司设计业务收入小幅下滑，新签订单规模较为稳定，未来收入有一定保障**

公司在室内设计领域具有一定知名度，产品覆盖高端酒店、企业总部大厦、商业综合体、高端住宅等多业态领域。2022年，公司以南京园博园悦榕庄酒店项目在美国专业室内设计杂志《室内设计》（Interior Design）公布的“2022全球十佳酒店空间设计榜单”中排名第一，此外，也获得了德国红点奖、德国iF设计奖等知名奖项。

2022年，受合同执行进度缓慢影响，公司实现设计业务收入5.98亿元，同比下降10.78%，毛利率47.54%，下滑7.6个百分点。从项目类型来看，2022年设计业务收入仍以高端星级酒店为主，而住宅类项目占比则有所下滑。

**表9 2021-2022年公司设计业务收入构成明细（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
高端星级酒店	2.53	42.35%	2.92	43.50%
高品质住宅	1.58	26.42%	2.02	30.17%
高档写字楼	1.57	26.30%	1.56	23.28%
其他	0.30	4.93%	0.20	3.05%
<b>合计</b>	<b>5.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.71</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022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0.48亿元，占设计

业务收入比重仅为8%，单个体量较小，较装饰工程业务相对灵活。

**表10 2022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
北京六号楼项目室内精装设计服务合同（慈云寺）	深圳吕翼设计事务所有限公司	0.14	0.07	0.07	50.00%	否
龙华大浪时尚酒店（A844-0979宗地）项目室内精装修设计总承包合同	深圳市龙华建设发展集团有限公司	0.14	0.07	0.07	50.00%	否
山湾D、F地块示范室内精装修方案及施工图设计合同	江阴市仁盛房地产开发有限公司	0.08	0.06	0.07	88.64%	否
HGH-GF01抖音集团杭州办公楼项目室内设计合同	杭州字节跳动科技有限公司	0.14	0.05	0.05	40.57%	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	0.05	0.23	90.00%	否
<b>合计</b>		<b>0.77</b>	<b>0.29</b>	<b>0.48</b>		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，公司设计业务新签订单金额12.14亿元，与上年基本持平；2023年一季度，公司设计业务新签订单金额同比下滑16.84%。截至2023年3月末，公司设计业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额25.33亿元，较上年同期小幅增长5.40%，公司未来设计业务收入有一定保障。

**表11 公司设计业务新签订单及期末在手订单情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
当期新签订单金额	1.96	12.14	11.75
期末累计已签约未完工订单金额	24.30	24.92	21.74
期末累计已中标未签约订单金额	1.03	1.06	1.90

资料来源：公司2021年-2023年一季度装修装饰业务主要经营情况简报，中证鹏元整理

### （三）软装业务

**公司软装业务增长较快但规模仍然较小，对收入形成一定补充**

公司软装业务主要为按合同约定完成货物提供及摆放，不涉及工程施工。2022年，公司软装业务收入增长92.64%至1.56亿元，毛利率为27.42%，明显下滑，主要因统计口径调整。整体来看，公司软装业务增长较快但规模仍然较小，对收入形成一定补充。

## 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2021-2022年审计报告，以及未经审计的2023年第一季度财务报表，报表均采用新会计准则编制。2022年，公司收购新增1家子公司，详见表2。

## 资本实力与资产质量

**2022年亏损侵蚀公司所有者权益，公司资产规模因计提减值有所下降，未来仍面临一定减值风险**

因2022年发生亏损，公司年末所有者权益规模有所下滑，截至2023年3月末，为12.14亿元。受此影响，公司产权比率较2021年末明显抬升，所有者权益对负债覆盖程度减弱。

图3 公司资本结构

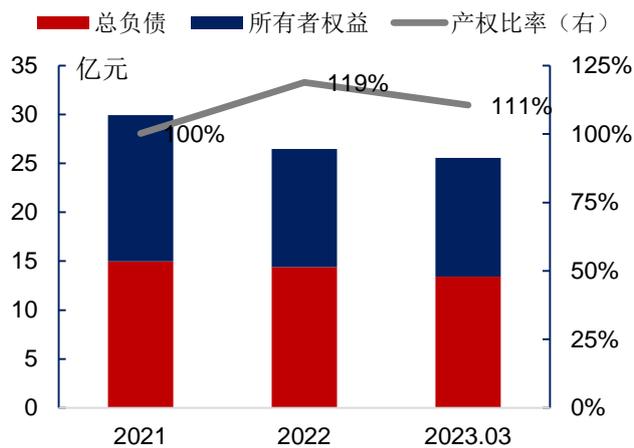
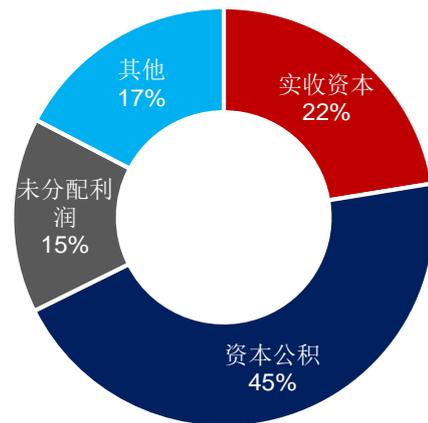


图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，受计提减值影响，公司资产规模有所下降。公司资产主要由广义应收款项（应收账款、合同资产）、现金类资产（货币资金、理财产品）构成，截至2023年3月末，上述资产占总资产比例为70.68%。

2022年末，公司应收账款余额为7.84亿元；其中按单项计提坏账准备的应收账款1.38亿元，坏账计提比例84.73%，主要系财务经营状况恶化、破产重整等客户的应收款进行单项计提；账龄组合余额6.46亿元，其中3年以上应收款占比36.14%，平均坏账计提比例为40.19%。公司合同资产主要为已完工未结算资产和未到期的质保金，2022年末余额为12.37亿元，累计计提减值准备5.24亿元。考虑公司装饰工程业务下游客户相对强势，业务回款情况不佳，且房地产企业信用风险将继续产生影响，公司仍将面临一定减值风险。

截至2023年3月末，公司货币资金余额为4.71亿元，其中0.73亿元作为保证金、诉讼冻结资金使用受限。其他流动资产2023年3月末增长至3.50亿元，主要为购买的理财产品（3.35亿元）。

公司固定资产主要由办公楼等房屋及建筑物、电子设备构成，2023年3月末账面价值减至2.63亿元。投资性房地产采用成本价值计量，变动不大。

截至2023年3月末，公司受限资产占资产比例为3.89%，包括受限货币资金0.73亿元，受限固定资产

0.01亿元，受限无形资产0.23亿元。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.71	18.42%	4.68	17.66%	5.15	17.19%
应收账款	3.87	15.14%	4.07	15.38%	3.39	11.32%
存货	0.63	2.46%	0.61	2.29%	0.71	2.36%
合同资产	6.13	23.97%	7.13	26.91%	10.94	36.55%
其他流动资产	3.50	13.71%	3.21	12.12%	1.69	5.64%
<b>流动资产合计</b>	<b>19.47</b>	<b>76.22%</b>	<b>20.25</b>	<b>76.48%</b>	<b>23.56</b>	<b>78.71%</b>
投资性房地产	0.68	2.66%	0.70	2.64%	0.72	2.40%
固定资产	2.63	10.30%	2.64	9.97%	2.73	9.11%
<b>非流动资产合计</b>	<b>6.08</b>	<b>23.78%</b>	<b>6.23</b>	<b>23.52%</b>	<b>6.37</b>	<b>21.29%</b>
<b>资产总计</b>	<b>25.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

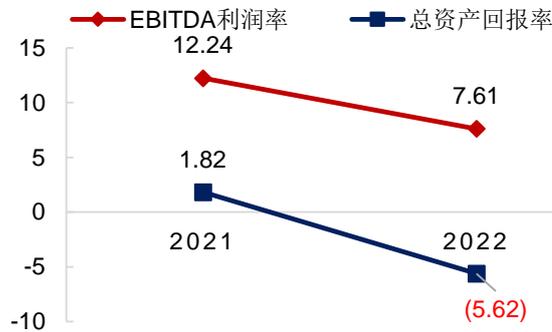
## 盈利能力

**2022年，公司营业收入、主要业务毛利率均明显下滑，减值损失侵蚀公司利润，盈利能力弱化**

2022年，受外部环境恶化、公司主动收缩施工业务影响，公司营业收入大幅下滑。具体来看，装饰工程业务在手订单较少，未来收入应难有大幅增长；公司聚焦设计主业，在手订单金额较2021年小幅上涨，短期内收入有一定保障。

毛利率方面，2022年，公司设计业务、装饰工程业务毛利率双双下滑，特别是装饰工程业务处于亏损状态。但因收入结构变动，综合影响下，公司销售毛利率维持稳定。此外，2022年公司计提资产减值损失、信用减值损失合计1.91亿元，较上年同比增长31.57%，侵蚀公司利润。叠加作用下，公司2022年由盈转亏，亏损1.75亿元，EBITDA利润率、总资产回报率表现明显弱化。考虑公司装饰工程业务回款较差，应收款项规模仍然较大，预计未来仍存在减值风险。

2023年一季度，公司实现营业收入2.42亿元，净利润0.06亿元。

**图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

2022年因业绩下滑，公司偿债指标变弱，但债务规模不大，且现金类资产较为充足，偿债压力不大

跟踪期内，公司负债水平呈下降趋势，截至2023年3月末，总债务合计4.95亿元。从融资渠道看，公司主要债务为本期债券，截至2023年3月末，本期债券负债成分余额为4.25亿元，此外，公司存在少量银行借款。从期限结构看，公司债务以长期债务为主，短期债务占比很低。

经营性负债方面，应付账款主要包括劳务、材料采购款，因公司业务规模收缩，跟踪期内账面规模有所下降。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.44	2.92%
应付账款	4.89	36.45%	5.31	36.93%	5.81	38.80%
合同负债	1.54	11.51%	1.38	9.60%	1.02	6.79%
一年内到期的非流动负债	0.17	1.26%	0.17	1.21%	0.19	1.30%
其他流动负债	1.20	8.91%	1.23	8.58%	1.52	10.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.48</b>	<b>63.18%</b>	<b>9.39</b>	<b>65.27%</b>	<b>10.26</b>	<b>68.49%</b>
应付债券	4.25	31.67%	4.17	28.98%	4.04	26.95%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.94</b>	<b>36.82%</b>	<b>4.99</b>	<b>34.73%</b>	<b>4.72</b>	<b>31.51%</b>
<b>负债合计</b>	<b>13.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.98</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	4.95	36.92%	5.01	34.82%	5.33	35.57%
其中：短期债务	0.17	1.26%	0.17	1.21%	0.63	4.23%
长期债务	4.78	35.66%	4.83	33.60%	4.70	31.35%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，因资产、资本规模下降，公司资产负债率、总债务/总资本等杠杆比率较2021年末略微

上升，截至2023年3月末资产负债率为52.50%。因2022年利润下滑，EBITDA对利息保障程度弱化。2022年，因为业务规模收缩、回款滞后等原因，经营活动现金净流入规模下降。整体来看，公司偿债指标表现变弱。

**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

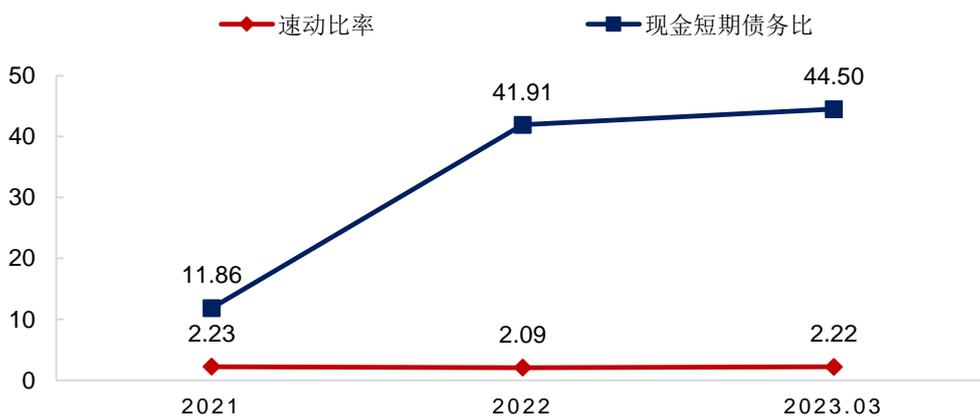
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	0.42	2.61	3.09
FFO(亿元)	--	-0.18	1.25
资产负债率	52.50%	54.31%	50.05%
净债务/EBITDA	--	-2.40	-0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	2.35	6.79
总债务/总资本	28.98%	29.27%	26.28%
FFO/净债务	--	9.03%	-73.82%
经营活动现金流/净债务	-16.72%	-130.50%	-182.18%
自由活动现金流/净债务	-15.87%	-116.47%	-144.56%

注：2021-2022年净债务为负，2022年FFO为负。

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年3月财务报表，中证鹏元整理

公司短期债务规模很低，现金短债比处于较高水平，2022年进一步提升。跟踪期内，公司速动比率较为稳定。截至2023年4月末，公司未使用银行授信额度4.59亿元，具备一定融资弹性。整体来看，公司债务以本期债券为主，因现金类资产较为充足，债务压力不大。

**图6 公司流动性比率情况**



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

## 环境因素

近一年，公司不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受处罚的情况。

## 社会因素

近一年，公司存在因违反税收管理规定，被责令限期改正；因工程未办理施工许可证擅自施工被处以罚款 2.00 万元。

## 公司治理

公司作为上市企业，依法建立了股东大会、董事会、监事会等治理机制。跟踪期内，公司董监高未发生变动。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22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；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网2023年6月13日查询结果，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

### 1. 诉讼情况

公司与富地长泰酒店管理投资有限公司（以下简称：“被告”）就北京市东城区钓鱼台艺术酒店工程精装修工程合同纠纷一案，涉案金额6,091.78万元，该案一审判决生效，申请强制执行后被告已进入破产程序，已申报债权。

此外，截至2022年末，公司尚未结案且未达到重大诉讼（仲裁）披露标准的其他诉讼合计涉案金额13,583.53万元；已结案且未达到重大诉讼（仲裁）披露标准的其他诉讼涉案金额合计8,919.08万元。

### 2. 未结清保函

截至2022年末，公司存在未结清保函金额0.94亿元，明细如下表所示。

**表15 截至 2022 年 12 月 31 日，公司未结清保函明细（单位：亿元）**

保函种类	保函金额
履约保函	0.68
投标保函	0.02
预付款保函	0.15
质量保修保函	0.09

工资保证金保函	0.004
<b>合计</b>	<b>0.94</b>

资料来源：公司2022年审计报告

## 八、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2023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16 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	800.00	40.00%
<b>合计</b>	<b>2,000.00</b>	<b>100.00%</b>

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信用评级，无法判断其增信效果。

## 九、结论

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。2022年，受外部环境及公司业务战略调整影响，收入大幅下滑。截至2023年3月末，装饰工程业务已签约未完工订单金额3.50亿元，考虑到下游房地产行业复苏尚待时日，且公司主动调整业务结构，谨慎承接装饰工程业务订单，重点发展设计业务，预计公司未来装饰工程业务收入或将收缩，存量工程维修支出仍将继续发生，短期内对业务利润存在一定影响；设计业务在手订单（已签约未完工订单+已中标未签约订单）金额25.33亿元，未来设计收入有一定保障。此外，公司应收款项规模仍然较大，未来仍存在一定的减值风险。

截至2023年3月末，本期债券未转换比例为96.05%，公司目前股票价格与最新下修的转股价格（8.77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，公司抗风险能力一般。

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

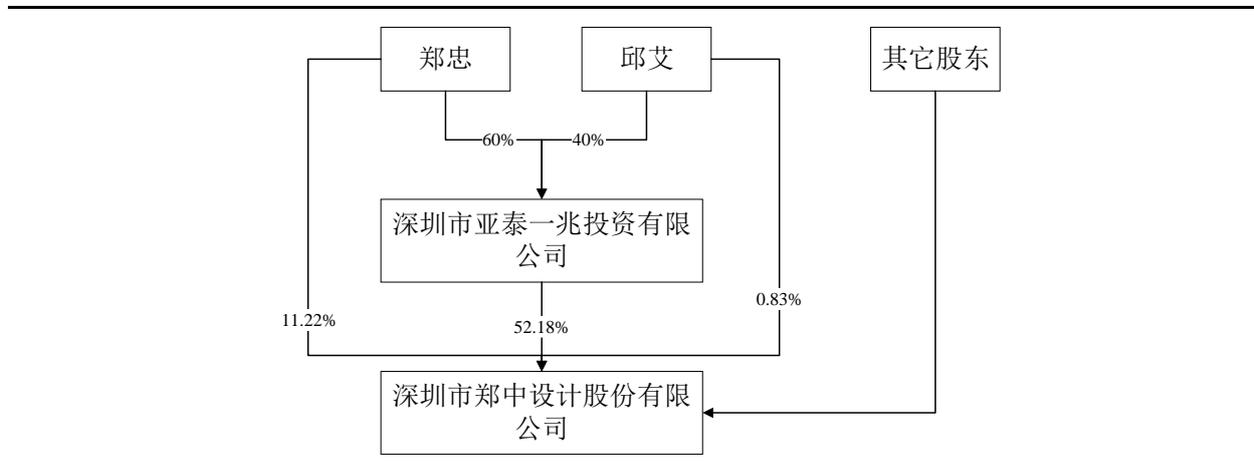
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年
货币资金	4.71	4.68	5.15
应收账款	3.87	4.07	3.39
应收款项融资	0.06	0.05	0.26
合同资产	6.13	7.13	10.94
其他流动资产	3.50	3.21	1.69
流动资产合计	19.47	20.25	23.56
投资性房地产	0.68	0.70	0.72
固定资产	2.63	2.64	2.73
非流动资产合计	6.08	6.23	6.37
资产总计	25.55	26.48	29.94
短期借款	0.00	0.00	0.44
应付账款	4.89	5.31	5.81
应付票据及应付账款	4.89	5.31	5.81
合同负债	1.54	1.38	1.02
一年内到期的非流动负债	0.17	0.17	0.19
流动负债合计	8.48	9.39	10.26
长期借款	0.12	0.13	0.14
应付债券	4.25	4.17	4.04
租赁负债	0.42	0.54	0.52
非流动负债合计	4.94	4.99	4.72
负债合计	13.42	14.38	14.98
总债务	4.95	5.01	5.33
所有者权益	12.14	12.10	14.95
营业收入	2.42	10.96	19.05
营业利润	0.10	-1.92	0.21
净利润	0.06	-1.75	0.17
经营活动产生的现金流量净额	0.42	2.61	3.09
投资活动产生的现金流量净额	-0.29	-1.30	-2.51
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	-2.05	-2.92
财务指标	2023年3月	2022年	2021年
EBITDA(亿元)	0.19	0.83	2.33
FFO(亿元)	--	-0.18	1.25
净债务(亿元)	-2.50	-2.00	-1.70
销售毛利率	25.42%	22.39%	22.48%
EBITDA 利润率	--	7.61%	12.24%
总资产回报率	--	-5.62%	1.82%

资产负债率	52.50%	54.31%	50.05%
净债务/EBITDA	--	-2.40	-0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	2.35	6.79
总债务/总资本	28.98%	29.27%	26.28%
FFO/净债务	--	9.03%	-73.82%
速动比率	2.22	2.09	2.23
现金短期债务比	44.50	41.91	11.86

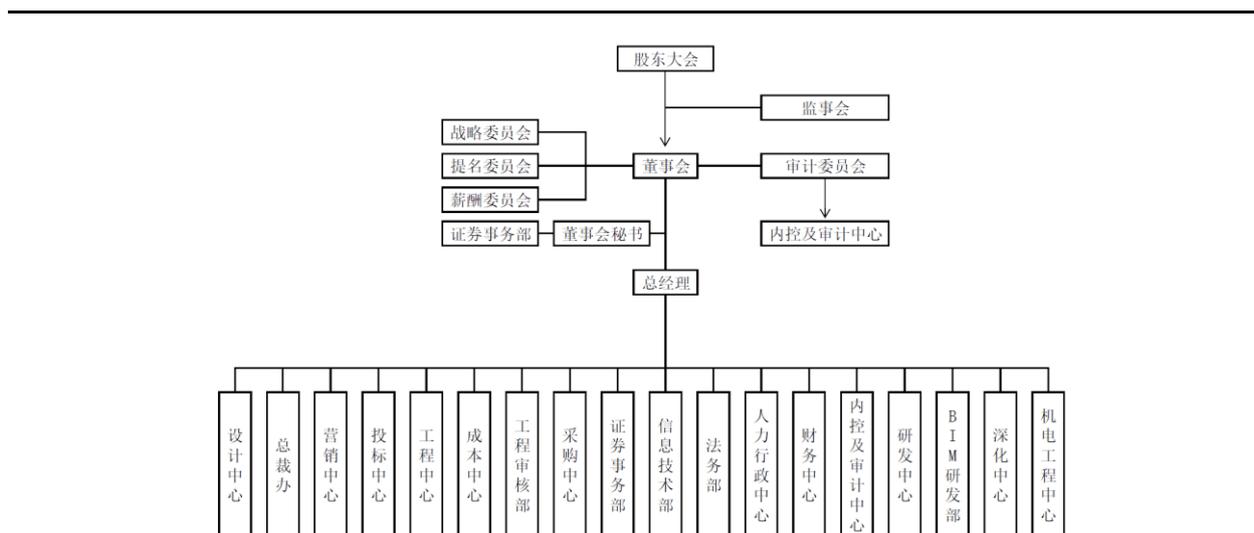
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
港新国际设计顾问（香港）有限公司	香港	设计	100.00%		新设
香港郑中设计事务所有限公司	香港	室内设计	100.00%		新设
深圳亚泰飞越设计顾问有限公司	深圳	设计	100.00%		新设
深圳市可室生活艺术有限公司	深圳	室内设计		100.00%	新设
深圳市聚城设计有限公司	深圳	室内设计		100.00%	新设
郑中室内设计（美国）有限公司	美国	室内设计		100.00%	新设
香港亚泰国际建设有限公司	香港	建筑工程	100.00%		新设
深圳市无物艺术顾问有限公司	深圳	室内设计	100.00%		购买
ASIAN TIME INTERNATIONAL (VIETNAM) COMPANY LIMITED	越南	工程施工		100.00%	新设
深圳市鱼眼设计有限公司	深圳	工程设计	100.00%		购买
深圳市艺澍家空间科技有限公司	深圳	工程设计	100.00%		新设
深圳市犀照网络科技有限公司	深圳	软件开发	100.00%		新设
深圳市亚泰国际建筑科技有限公司	深圳	工程施工	100.00%		新设
深圳市凯阳建设工程有限公司	深圳	工程施工	100.00%		购买

资料来源：公司 2022 年年报

## 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。